

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

MIGUEL ANGELO TAFFAREL FILHO

**DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA E A CRISE DO SUBPRIME: FALHAS DE
MERCADO E O CUSTO SOCIOECONÔMICO**

**Porto Alegre
2013**

MIGUEL ANGELO TAFFAREL FILHO

**DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA E A CRISE DO SUBPRIME: FALHAS DE
MERCADO E O CUSTO SOCIOECONÔMICO**

Trabalho de conclusão submetido ao curso de graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Milan

Porto Alegre

2013

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA E A CRISE DO SUBPRIME: FALHAS DE
MERCADO E O CUSTO SOCIOECONÔMICO

MIGUEL ANGELO TAFFAREL FILHO

ESTA MONOGRAFIA FOI JULGADA ADEQUADA COMO PARTE DOS
REQUISITOS PARA A OBTENÇÃO DO TÍTULO DE
BACHAREL EM CIÊNCIAS ECONOMICAS
APROVADA EM SUA FORMA FINAL PELA BANCA EXAMINADORA DO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. ANDRÉ MOREIRA CUNHA
UFRGS/FCE

Prof. Dr. FLÁVIO TOSI FEIJÓ
UFRGS/FCE

Prof. Dr. MARCELO MILAN
UFRGS/FCE

**Porto Alegre
2013**

RESUMO

Este trabalho procura entender como a ideia de 'mercados autorregulados' justifica a operação de um sistema financeiro desregulamentado e quais as repercussões que esta desregulamentação pode trazer para o bem-estar social. Por meio da identificação dos principais tipos de falhas de mercado, como problemas relacionados às externalidades negativas, bens públicos, mercados em concorrência imperfeita e informações assimétricas, elabora-se uma perspectiva de como o sistema financeiro pode produzir distorções e crises sistêmicas. A análise é feita tendo por base a crise do *subprime* de 2007-2008, enfatizando os impactos das falhas de mercado sobre a conjuntura macroeconômica do país epicentro da crise, os EUA, e também outros períodos. Uma cronologia reconstrói as etapas que levaram à crise do mercado de hipotecas do tipo *subprime* e os efeitos imediatos sobre o bem-estar em termos de maior endividamento público e menor renda e emprego. O trabalho também contempla as políticas empregadas para corrigir estas falhas, através das regulações setoriais e o papel do Estado como instituição ativa, capaz de prover estabilidade financeira.

Palavras-chaves: Desregulamentação. Risco sistêmico. Perda de bem-estar. Falhas de mercado. Sistema Financeiro.

ABSTRACT

The present study seeks to understand how the concept of self-regulated markets gives support to the implementation of a deregulated financial system and what are the consequences for social welfare. By identifying the kinds of market failures, such as issues related to negative externalities, public goods, imperfect competition and asymmetric information, it is shown how the financial system may cause distortions and systemic crises. Considering the *subprime* crisis of 2007-2008, the work emphasizes the impacts of market failures on the macroeconomic conjuncture of the country at the center of the crisis, the USA, discussing also other periods. A chronology rebuilds the steps that have led the USA to the *subprime* mortgage crisis and its immediate effects on welfare as measured by higher public debt, and loss of income, and employment. The research also highlights the policies employed to correct these failures, mainly through sectorial regulations and the role of the State as an active institution, capable of promoting financial stability.

Keywords: Deregulation. Systemic risk. Welfare loss. Market failure. Financial System.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
2	A TRADIÇÃO NEOCLÁSSICA E AS FALHAS DE MERCADO	11
2.1	O Ótimo de Pareto e a distribuição dos fatores	11
2.1.1	A eficiência do sistema financeiro.....	12
2.2	Falhas de mercado e políticas públicas	14
2.2.1	Externalidades	15
2.2.2	Informações Assimétricas.....	16
2.2.3	Bens Públicos	19
2.2.4	Mercados em concorrência imperfeita.....	20
2.2.5	As falhas de mercado, desequilíbrio macroeconômico e o papel do Estado ...	23
3	CRISES FINANCEIRAS E A CRISE DO SUBPRIME	26
3.1	O processo especulativo	26
3.2	O avanço da desregulamentação financeira e as crises relacionadas	30
3.2.1	A evolução dos indicadores macroeconômicos	33
3.2.2	As operações hipotecárias do tipo <i>subprime</i>	37
3.2.3	A queda no preço dos imóveis e a repercussão nos mercados.....	38
3.2.4	O custo socioeconômico: o impacto sobre o produto e o emprego	40
4	AS REGULACÕES COMO FORMA DE ATUAÇÃO DO ESTADO NA CORREÇÃO DE FALHAS DE MERCADO	44
4.1	Os riscos do setor financeiro	45
4.2	Regulação Prudencial	48
4.2.1	Regulações Microprudenciais.....	48
4.2.2	Regulações Macroprudenciais.....	49
4.3	Regulações com resultados objetivos na correção das falhas de mercado	53
4.3.1	Glass-Steagall Act	54
4.3.2	O acordo de Bretton Woods	56
4.3.3	As contribuições do Glass-Steagall Act e do acordo de Bretton Woods.....	58

5	CONCLUSÃO.....	60
	REFERÊNCIAS.....	62

1 INTRODUÇÃO

Caracterizada como a *Era de ouro do capitalismo* (HOBBSAWM, 2000), o período pós-segunda guerra mundial, até o início da década de 1970, viu na atuação do Estado Keynesiano o motor para o desenvolvimento econômico, com o crescimento do bem-estar social. Este período apagou da memória as turbulências experimentadas pelo setor financeiro na Grande Depressão, sobretudo devido à estabilidade criada pela atuação de políticas reguladoras. O sistema financeiro, cuja participação foi central para a grande crise de 1929, foi submetido a reformas baseadas em uma forte regulação que limitava o nível de atuação dos agentes financeiros, impondo restrições e estabelecendo limites territoriais às operações bancárias. Porém, com as inovações financeiras nos anos 1960, o rompimento do acordo de Bretton Woods nos anos 1970 e o aumento da mobilidade de capitais, cresceu a pressão para eliminar as barreiras impostas à livre circulação do capital financeiro, conduzindo à desregulamentação nos anos 1980 e 1990.

As pressões das instituições financeiras, somadas às mudanças na tecnologia e nas comunicações, culminaram no processo de liberalização do setor, retomando a crença em um sistema livre de intervenção. Apesar de a experiência com um sistema financeiro liberalizado ter apresentado falhas na busca em obter um ambiente estável, o novo processo de desregulamentação foi contínuo, incluindo a completa revogação do Glass-Steagall Act, o grande marco regulatório bancário dos EUA.

Conseqüentemente, as últimas décadas foram marcadas por diversas turbulências, provocando pânico em mercados financeiros e recessões profundas em muitos países. O alerta sobre distúrbios do setor financeiro provocados por falhas de mercado não foi suficiente para que a regulamentação pudesse voltar a promover a estabilidade deste segmento, o que culminou com uma grave crise, a do segmento de hipotecas do tipo *subprime*. Esta crise, em semelhança com a de 1929, trouxe conseqüências negativas para outros setores, além do financeiro, deixando como herança elevados custos socioeconômicos na forma de um alto nível de desemprego e dívida pública e uma queda geral no nível de atividade econômica. Estes fatores justificam a elaboração desta pesquisa.

A ocorrência de crises financeiras, originadas em falhas de mercado, com efeitos negativos sobre a atividade econômica e o bem-estar levanta questões

acerca do papel do Estado como agente necessário para promover a estabilidade financeira. É com base nessa constatação que se procura averiguar a hipótese de que *as falhas de mercado no sistema financeiro podem gerar contágio para outros setores na forma de custos socioeconômicos, e que o Estado pode atuar para impedir a instabilidade financeira e o risco sistêmico*, voltando a ser mais ativo sobre a busca de políticas que promovam a estabilidade e o pleno emprego. Fornecer respostas à estas questões, ainda que parciais, são os objetivos geral e específico deste trabalho, que se inspira na teoria Novo Keynesiana, em especial nos trabalhos de Joseph Stiglitz, que considera os microfundamentos da macroeconomia, e portanto permite estabelecer uma conexão entre aspectos microeconômicos das falhas de mercado e consequências macroeconômicas destas falhas. Algumas teorias dentro da tradição neoclássica incorporam os problemas das falhas de mercado, mas permanecem no plano microeconômico e não derivam consequências macroeconômicas.

O trabalho está organizado da seguinte forma. O primeiro capítulo do trabalho pretende, via revisão teórica da visão neoclássica de mercados livres, avaliar as condições de validade dos pressupostos de um mercado financeiro capaz de atingir o máximo de bem-estar geral através de trocas livres de intervenção do Estado. Da mesma maneira, procura relacionar quais externalidades negativas podem surgir destas trocas em mercados livres, assim denominadas de falhas de mercado, e como elas atingem o bem-estar social de maneira negativa, dando ênfase, em especial, às crises provindas do sistema financeiro e seu caráter instável, com base em fundamentos Novos Keynesianos.

O segundo capítulo busca fazer uma leitura dos acontecimentos que geraram a crise de hipotecas do tipo *subprime*, mas considerando também outros períodos de instabilidade financeira com repercussões sobre o bem-estar em termos de emprego, renda e endividamento público por meio de revisão bibliográfica. Para isso, é necessário identificar quais as características das transações que podem resultar em crises financeiras e a evolução dos fatores macroeconômicos que sustentaram a formação de uma bolha no mercado de hipotecas americano, através de uma análise descritiva de dados.

No terceiro capítulo é feita uma análise embasada em revisão teórica e bibliográfica sobre as formas de atuação do Estado e alguns instrumentos regulatórios que podem ser capazes de promover a estabilidade financeira, partindo

de exemplos de regulações que conseguiram atingir esse enfoque e contribuíram para períodos de desenvolvimento socioeconômico. O capítulo final conclui o trabalho.

2 A TRADIÇÃO NEOCLÁSSICA¹ E AS FALHAS DE MERCADO

Sem exaurir as diferenças existentes dentro da tradição, a visão neoclássica é a vertente econômica que apoia as “leis” do mercado livre, também denominado de *laissez-faire*, para otimizar o resultado das relações entre os agentes econômicos. Seu conceito de cálculo racional privado leva a teoria a defender a não intervenção do estado no âmbito econômico, visto que cada indivíduo, ao maximizar seu próprio interesse, acaba naturalmente maximizando o bem-estar coletivo (SILVA; SOUZA, 2010).

A abordagem neoclássica explica como os mercados trabalham de maneira eficiente quando não há barreiras ao seu funcionamento. A alocação eficiente dos recursos necessita do livre trânsito de produtos e fatores produtivos, e o Estado é visto com um empecilho ao funcionamento eficiente dos mercados. Essa configuração de sistema autorregulado assume, em geral, que os indivíduos e as firmas trabalham em um ambiente de concorrência perfeita ou próximo disso. Em seguida são apresentados os principais componentes desta tradição.

2.1 O Ótimo de Pareto e a alocação eficiente dos fatores

A concorrência perfeita deriva das condições vigentes em um mercado de livre entrada e saída. Os principais requisitos para a obtenção do equilíbrio de mercado nestas condições são um mercado formado por muitos compradores e muitos vendedores sem poder de fixar preços, informações completas e disponíveis a todos os envolvidos com preços conhecidos, livre mobilidade dos fatores e a busca da maximização de lucros pelas firmas e utilidade pelos indivíduos (RIANI, 2011).

As condições acima citadas permitem a alocação ótima dos recursos. A busca da maximização do lucro e da utilidade leva a uma distribuição ideal dos fatores produtivos a tal ponto que não é possível aumentar o bem-estar de um indivíduo sem que afete de forma negativa o bem-estar de outro. Quando o sistema chega a este ponto, ele encontra o equilíbrio de mercado, alcançando assim o ótimo de *Pareto*:

¹ Este capítulo se baseia na visão neoclássica mais básica exposta em livros-texto, como por exemplo, VARIAN, Hal R., em *Microeconomia: Princípios Básicos* (1997).

Esta teoria leva à conclusão de que um sistema de concorrência e de livre mercado, inevitavelmente, aloca recursos, distribui renda e distribui os bens de consumo entre os consumidores de tal modo que nenhuma redistribuição de recursos por meio de mudanças no consumo, nas trocas ou na produção possa *visivelmente* aumentar o valor das mercadorias produzidas e trocadas. (HUNT, 2005, p. 367).

A convergência natural do sistema ao equilíbrio corrige eventuais desarranjos entre oferta e demanda de bens e serviços. Esta possibilidade é condicionada pelo nível de concorrência e o amplo conhecimento das informações do mercado sobre preços relativos, além da neutralidade da moeda e da flexibilidade dos preços.

Quando em excesso de oferta o mercado sinaliza aos produtores, através do aumento de estoque de mercadorias, que o preço praticado difere da disponibilidade de dispêndio por parte dos consumidores, reduzindo o preço até um novo ponto ótimo. O mesmo ocorre quando há um excesso de demanda, a circulação rápida de mercadorias sinaliza que, ao preço praticado, a procura por produtos excede a capacidade de produzi-los, reajustando o preço para determinar um novo equilíbrio. A livre entrada e saída de firmas do processo produtivo garantem os níveis ótimos de produção.

A distribuição de renda entre os fatores de produção é caracterizada pelo custo marginal dos insumos, onde, dado os custos fixos e variáveis, a média do custo por unidade produzida representa o limite máximo de emprego da mão de obra, quando igualado aos ganhos por unidade. Esse pressuposto permite que o sistema opere em pleno emprego com maximização dos lucros. A ocorrência de desemprego é voluntária, originada de trabalhadores que não estão dispostos a trabalhar por um valor igual à sua contribuição marginal (HUNT, 2005). Sendo assim, qualquer intervenção do governo no que tange a políticas de redistribuição de renda acaba sendo um prêmio à não produtividade.

2.1.1 A eficiência do sistema financeiro

De acordo com a análise acima descrita, ela também pode ser aplicada ao sistema financeiro, sem considerar possíveis especificidades do mesmo. Para a disponibilidade de empréstimos para investimentos, a renda poupada e a riqueza acumulada são o principal recurso. A equação “poupança igual a investimento” evidencia a noção da moeda como mero meio de troca. O papel dos intermediários

financeiros, nessa situação, é alocar de maneira eficiente os recursos disponíveis a quem os deseja empregar no âmbito produtivo. Os cálculos racionais na tomada de decisões por estes intermediários, feitos com base em modelos embasados em eventos probabilísticos, ameniza o risco de alocações financeiras mal sucedidas. Assim sendo, a formação de expectativas fundadas em cálculos racionais blindam o sistema financeiro contra eventuais crises na abordagem neoclássica básica.

De fato, a ocorrência de bolhas em ativos financeiros são quase sempre explicadas por uma relação exógena ao sistema. Se há um aumento repentino no preço de um ativo, o mesmo pode estar sofrendo um processo de especulação momentânea, o que desloca seu preço. O próprio mercado, regido por agentes racionais, acaba por solucionar este problema, reduzindo a procura do ativo até voltar a seu valor fundamental, acarretando ganhos de bem-estar para os demais envolvidos (SILVA, 2010).

A hipotética eficiência do mercado financeiro autorregulado e seu papel fundamental em disponibilizar recursos, a baixos custos, de poupadores para investidores respalda a necessidade de liberalização do sistema financeiro e do livre fluxo de capitais para, sem falhas, atingir o ótimo Paretiano. O livre fluxo de capitais permite ainda a alocação eficiente em mercados que sofrem com a falta de poupança interna em função de uma repressão financeira. Conforme Studart (1993), na visão liberal essa repressão financeira acarreta ineficiências de investimentos, visto que nestes mercados o estágio atrasado da produção não permite um ambiente de concorrência perfeita. A liberalização do fluxo de capitais acaba por suprimir esta falta de poupança interna, permitindo a aceleração do progresso econômico como um todo:

A repressão financeira resultaria, portanto, entre outros efeitos negativos, em um nível de investimento (e crescimento) abaixo do potencial, escolhas ineficientes de investimentos (porque alocados por mecanismos que não os de preços) e pressões inflacionárias. Por conseguinte tal literatura vê a liberalização financeira como uma panaceia para aceleração do crescimento, aumento da produtividade do investimento, redução da inflação [...] e redução do hiato tecnológico entre os setores produtivos. (STUDART, 1993, p. 105).

A tradição neoclássica e sua lógica assumem que os modelos funcionam com a racionalidade plena na previsão de eventos futuros, como por exemplo o retorno dos ativos. Seus pressupostos se baseiam em ideias que contornam os problemas

práticos da economia, onde os indivíduos não são profundos conhecedores das relações de mercado e não conseguem prever o futuro. O mercado é perfeito quando em concorrência plena, mas esta premissa posta em prática apresenta falhas não contempladas.

2.2 As falhas de mercado e políticas públicas

A individualidade e a heterogeneidade presente nos agentes do mundo real divergem da harmonia pregada pela doutrina neoclássica básica dos mercados livres. Algumas premissas da concorrência perfeita não possuem validade prática nas relações de mercado. Quando ocorrem distúrbios no processo de equilíbrio, o mercado reage de formas surpreendentes a estas imperfeições, podendo ocasionar efeitos nocivos e prolongados ao ambiente econômico. Segundo Canuto e Ferreira Junior (1999):

Capital está no âmago do capitalismo: Não surpreende, deste modo, que devamos buscar nas falhas dos mercados de capitais² a explicação para uma das mais importantes falhas do capitalismo, as marcadas flutuações no produto e no emprego que têm caracterizado o capitalismo durante toda sua história (STIGLITZ, 1992³, p. 269 apud CANUTO; FERREITA JUNIOR, 1999, p. 10).

Eventos como informações assimétricas, externalidades negativas, bens públicos e concorrência imperfeita impedem o pleno funcionamento da lógica racional que resulta no ótimo paretiano aplicado em mercados livres. A descoberta das falhas de mercado advém das próprias relações de trocas entre agentes e do ambiente em que estão envolvidas, mas estas falhas não são corrigidas de forma automática pelos mercados. Desconhecidas as condições futuras, nem sempre é possível tomar decisões sob a ótica da otimização utilitária, fazer escolhas em um mercado competitivo e com amplas informações disponíveis, e/ou, obter o máximo de bem-estar geral através da maximização de lucros individuais. Neste caso, políticas públicas podem desempenhar um papel importante na correção das falhas

² Stiglitz analisa as falhas de mercado em mercados de capitais, enquanto este estudo irá tratar esta abordagem de falhas do sistema financeiro como um todo.

³ STIGLITZ, Joseph E. Capital markets and economic fluctuations in capitalist economies. *European Economic Review*. North, v.36, p. 269-306: Elsevier, 1992.

de mercado, assim já descrito por Coase⁴, um dos precursores da Nova Economia Institucional. Diferente de Coase, a abordagem que será feita é sob a visão Novo Keynesiana que considera a intervenção do Estado na busca do bem-estar social, corrigindo manifestações de falhas de mercados que impedem este objetivo. Uma descrição mais detalhada sobre a manifestação destes tipos de falhas de mercado é apresentada nas próximas subseções.

2.2.1 Externalidades

As externalidades são fenômenos que ocorrem quando agentes não envolvidos diretamente nas relações de troca sofrem consequências diretas destas trocas:

An external economy (diseconomy) is an event which confers appreciable benefit (inflicts an appreciable damage) on some person or persons who were not fully consenting parties in reaching the decision or decisions which led directly or indirectly to the event in question (MEADE, 1973, p.15).

Estas situações de consequências diretas por decisões indiretas podem ser classificadas como externalidades positivas ou negativas. Um exemplo de externalidade positiva é a pesquisa e desenvolvimento de produtos, que, embora gere ganhos privados para quem as realiza, seus ganhos sociais podem ser excedentes a estes. Como exemplo de externalidade negativa, a poluição na produção de bens, que acabam afetando a sociedade à um custo maior que o do produtor. Este trabalho limita-se a discorrer sobre as externalidades negativas relacionadas ao mercado financeiro.

Diante de um problema de *“propriedade mal definida”* (VARIAN, 1997, p. 98), certos bens produzem custos sociais maiores que seus custos privados. Esta definição implica em medidas de correção para compensar os danos causados por estes bens. O problema é a mensuração do impacto e o custo adequado a ser imposto aos agentes causadores da externalidade. A dificuldade de mensuração do nível de abrangência das transações individuais indiretamente afetadas torna o mercado inadequado para resolver o problema. Problemas como poluição e exploração predatória de recursos naturais contabilizam custos a toda sociedade

⁴ Não será feita uma discussão da abordagem de Coase, mas sua contribuição, principalmente nos textos de 1937, *The Nature of the firm* e 1960, *The Problem of Social Cost*, é importante para o assunto.

sobre bens de uso comum, que são utilizados para fins de ganho privado. Como medida de definição de propriedade, estes bens adquirem características públicas, recaindo sobre o estado o papel de tributar, multar e de regular as atividades deste tipo, diminuindo o dano causado por estas atividades.

O potencial de risco sistêmico gerado pelas transações do sistema financeiro também pode ser definido como uma externalidade negativa. Estas transações possuem um caráter privado, em que os agentes trocam entre si seus ativos. São relações em que variam os envolvidos, podendo ser entre intermediários financeiros, empresas de bens e serviços e indivíduos. Neste caso, as perdas privadas não se limitam somente aos envolvidos diretos, pois estas redes de interações englobam uma complexidade de largo alcance. Por exemplo, uma instituição financeira compõe seus passivos através de rendas individuais poupadas, capital próprio e empréstimos bancários. A falência de uma instituição financeira potencializa o risco de operação de toda a cadeia de envolvidos, podendo abalar a estrutura de agentes que não apresentem problemas de saúde financeira. Assim sendo, o contágio sistêmico abala a confiança em todo o sistema e amplia os problemas de informação, podendo resultar em uma corrida bancária generalizada e, de tal modo, impossibilita a identificação de instituições saudáveis e não saudáveis. Neste caso o custo social extrapola as perdas privadas, não se limitando somente aos envolvidos diretos. A confiança e a estabilidade financeira acabam assumindo um caráter de bem público, mesmo que as relações deste segmento sejam de caráter privado. O risco associado a estas operações leva a uma consequência negativa, cabendo ao Estado a função de regular e garantir a segurança do sistema, minimizando perdas eventuais e a proliferação para os demais setores.

2.2.2 Informações Assimétricas

A eficiência nas relações de trocas é respaldada pelo nível de conhecimento sobre estas trocas. A transparência com que os agentes permutam entre si é definida pela informação disponível entre eles, estabelecendo assim a adequação ótima de quanto cada um está disposto a oferecer. Porém, nem sempre estas informações são acessíveis e completas, podendo inviabilizar o mútuo benefício das

trocas⁵. A vantagem de esconder informações em busca de proveitos individuais leva a perda de bem-estar no processo de troca. Problemas pós-operação e pré-operação caracterizam situações onde informações ocultas se estabelecem como parâmetros indesejáveis à melhor escolha possível. Estas operações são definidas como risco moral e seleção adversa, e acabam criando obstáculos sobre a tomada de decisão entre agentes. São frequentes no sistema financeiro, embora também se manifestem em mercados dominados por monopólios, monopsônios, oligopólios e oligopsônios, onde, devido à necessidade de obtenção ou venda de certo bem, nem sempre ele será negociado ao preço de concorrência.

A seleção adversa é um problema de pré-operação onde a falta de conhecimento sobre possíveis tomadores de crédito e seus respectivos riscos de inadimplência, impossibilita aos agentes financeiros diferenciar bons de maus tomadores. O problema é centrado na falta de percepção do risco de um projeto, onde o tomador tem mais conhecimento sobre a realização e a possibilidade de sucesso do que o provável financiador. Ocorrendo esta divergência, o agente financeiro pode oferecer um empréstimo a um custo maior que o desejável pelo tomador, aumentando assim o risco de inadimplência por parte do devedor. Uma medida da confiança do agente financeiro é a taxa de juros que ele cobra. Quanto maior for a precaução sobre os empréstimos, maior é o risco de atrair tomadores indesejáveis, segundo Greenwald, Stiglitz e Weiss (1993⁶, p. 31) apud Canuto e Ferreira Junior (1999, p. 22) “ *Isto pode levar ao racionamento de crédito, com a taxa de juros cobrada sendo aquela que maximiza o retorno esperado dos emprestadores [...]*”. A oferta de créditos caros retira bons projetos, deixando no mercado apenas indivíduos dispostos a aceitarem qualquer financiamento ofertado onde, “[...] *os termos sobre os quais os banqueiros estão desejando emprestar são suficientemente onerosos, de forma a induzir a firma a buscar recursos em outras*

⁵ Informações assimétricas também são tratadas pela teoria neoclássica por meio da economia da informação, que surge em função da deficiência dos próprios modelos tradicionais, assim como os problemas do agente-principal. Porém, estas abordagens não serão discutidas neste trabalho, que visa questionar o pressuposto da visão neoclássica básica de mercados com informações completas e disponíveis nas relações de trocas.

⁶ GREENWALD, Bruce C.; STIGLITZ, Joseph E.; WEISS, Alexander. New and old Keynesians. *Journal of Economic Perspectives*. Winter, v.7, p. 23-44: AEA, 1993.

fontes” (GREENWALD, STIGLITZ e WEISS, 1988⁷, p. 146 apud CANUTO; FERREIRA JUNIOR, 1999, p. 20). Há a impossibilidade de diferenciar os riscos de todos os projetos, e quando extrema, pode levar a um congelamento creditício no qual, a qualquer taxa de juros demandada, não há oferta de crédito. Essa falta de créditos desejáveis para financiar investimentos afeta a prospecção de negócios e a continuidade produtiva, levando a consequências negativas na economia. Um exemplo, portanto, de como falhas de mercado pode levar a custos socioeconômicos elevados.

Os problemas de pós-operação são problemas que decorrem do risco moral dos tomadores. Quando efetuada uma operação de crédito, o risco moral se manifesta pela falta de comprometimento em quitar os compromissos financeiros pelo devedor. Este tipo de adversidade também ocorre por parte de agentes financeiros. Mesmo com projetos seguros, o agente pode optar por cobrar um valor acima do que estaria disposto a ofertar, em troca de vantagens individuais. Em momentos de *boom* econômico, esta proliferação de tomadores com alta propensão de inadimplência aumenta. A abundância de créditos disponíveis no mercado pode levar a uma falta de rigor em análises de crédito dos tomadores, que buscam vantagens individuais aos seus competidores. Com isso, um lote grande de operações com clientes duvidosos é formado. Em um momento de aperto de crédito, a falta de liquidez destas operações duvidosas leva a um declínio da saúde financeira dos agentes, abalando as instituições financeiras e instaurando um risco sistêmico potencial.

Pode se relacionar estes aspectos a uma situação de causa e consequência onde, devido ao risco moral, eleva-se a seleção adversa, assim como a seleção adversa leva ao risco moral. A falta de transparência destas transações impossibilita o pressuposto teórico neoclássico ortodoxo de todo e qualquer indivíduo ser profundo conhecedor das informações que necessita para a tomada de decisões. Estas falhas dificultam a alocação eficaz de poupança disponível para indivíduos demandantes de fundos, evidenciando um problema estrutural abrangente de difícil combate, reduzindo a confiança das informações apresentadas.

⁷ GREENWALD, Bruce C.; STIGLITZ, Joseph E.; WEISS, Alexander. Money, imperfect information, and economic fluctuations. In. KOHN, M. et al (Org.). Finance constraints, expectations, and macroeconomics. Clarendon: Oxford, 1988.

2.2.3 Bens públicos

Certos tipos de bens não geram incentivos de mercados para sua produção. São bens que não possuem divisão de uso ou individualização de cobrança, ou seja, o uso deles não cria barreiras a mais indivíduos em utilizá-los ou um custo maior para ofertá-los. A não exclusividade e a não rivalidade inibem a oferta destes bens via mercado privado, pois não há como viabilizar um sistema de preços para eles (RIANI, 2011). Neste caso, haveria falhas sempre que o bem público fosse provido via mercado. Tomamos por exemplo a iluminação pública. Não há como cobrar individualmente de todos que tiram proveito de tal serviço e, por isso, deve ser ofertado por um agente capaz de vincular suas receitas por outras fontes de renda, no caso, o Estado. O Estado, com suas fontes de recursos, consegue manter bens de uso comum a todos, sem que haja conflitos de interesse na oferta destes bens, criando assim bens públicos puros. A inquestionável existência de bens com essas características realça a presença do Estado como participante na economia para sanar falhas de mercado. Se há bens que geram externalidades e adquirem características de bens públicos, é o Estado quem arca com as responsabilidades de provisão dos mesmos.

Um exemplo de bem público é a estabilidade financeira. Esta não é um bem econômico tangível e não é ofertado em mercados, embora sua condição seja vinculada a eles, e atinge a todos os indivíduos. A utilização da estabilização financeira como um instrumento de bem comum, não rival e não excludente, não acarreta custos extras nem cria empecilhos à entrada de novos usuários. Mais importante, há um custo socioeconômico elevado em não se ter este bem ofertado, visto o impacto econômico negativo das últimas décadas, em crises geradas pelo setor financeiro. Podem assim ser definidas as características da estabilidade financeira (BIERI *et al.*, 2010):

Financial stability carries all the textbooks hallmarks of a public good: first, its non-rival as its benefits to one consumer are not limited by the simultaneous consumption by others consumers. Second, financial stability is non-excludable as its benefits are available to all economic agents, even to those who do not pay for it (...). Lastly, individual agents cannot actively withdraw themselves from the influence of financial stability (BIERI, 2010, p. 331).

Muitos autores enquadram a estabilidade financeira como um bem público global, sendo a regulação estatal nacional incapaz de delimitar e impor regras a um

mercado globalizado, o que condiciona a possibilidade de tratamento da volatilidade do setor. Para que seja ofertado um bem público global, é necessário criar padrões internacionais de operação, tratados e institutos de cooperação mútua que impeçam o mau funcionamento destes mercados e o seu poder exacerbado de influência sobre decisões públicas e privadas. É um pensamento muito difundido a necessidade de uma nova arquitetura sobre as finanças internacionais, capaz de prover mecanismos funcionais tais como promover transparência e regulação sobre mercados de capitais e empréstimos internacionais, promover liquidação garantida oficialmente quando houver turbulências ou crises, desenvolver mecanismos para interrupção de dívida e negociação organizada de dívidas em níveis internacional, e prover mecanismos para desenvolvimento financeiro (GRIFFITH-JONES, 2003).

A concepção de bens públicos internacionais é respaldada pelo alto nível de contágio que o setor apresenta. Quando crises afetam um país específico, dificilmente não haverá manifestações em países vizinhos, ou em parceiros comerciais, com a geração de externalidades negativas. O poder de disseminação dificulta a implementação de medidas restritivas como o controle de capitais, pois sendo as finanças o motor do investimento, este capital é necessário aos mercados. Um país com alto controle de investimento estrangeiro é mais propenso a ser evitado, e nesta ocasião, somente um acordo de cooperação de igual teor a todos participantes, ou a maior parte, faz diferença, definindo assim um bem público global.

2.2.4 Mercados em concorrência imperfeita

Uma das características básicas da concorrência perfeita é a livre entrada e saída de agentes produtivos, permitindo uma gama diversificada de produtores para um mesmo bem, o que corrobora o equilíbrio do sistema via sinalização de preços. Nenhum agente individualmente é capaz de impor preços ao mercado sem sofrer consequências do lado da procura, ou seja, o equilíbrio de mercado é fruto de muitas firmas de igual porte que operam sobre as mesmas condições de custos de fatores produtivos. Porém, certas vantagens produtivas permitem que empresas dominem e sejam líderes de certos segmentos, ocasionando distorções competitivas e desequilíbrios no mercado..

Vantagens como custos decrescentes de produção e avanços tecnológicos permitem que certas firmas diminuam seus custos de produção, ofertando produtos a preços menores e, assim, eliminando a concorrência de outras empresas. Estas situações de imperfeição são caracterizadas como monopólios, oligopólios, monopsônios e oligopsônios, e descrevem as particularidades de certos mercados.

Empresas monopolistas são aquelas que impedem a entrada de outras empresas no mercado, sendo ela a determinante da oferta de produtos e do preço de mercado. A formação de uma empresa monopolista pode se dar através de ganhos decrescentes de custo de produção, onde quanto maior for a escala de produção menor é o custo de produzir por unidade. O avanço tecnológico produtivo também é uma ferramenta para diminuir custos, através de métodos mais eficientes de produção. Essa formação de custos menores possibilita em um primeiro momento a oferta de bens a preços abaixo dos praticados no mercado, eliminando produtores incapazes de acompanhar a queda nos preços. Num segundo momento, já quando única no mercado, a empresa monopolista determina a quantidade produzida e o preço a ser cobrado, podendo estabelecer níveis insuficientes de oferta e preços abusivos de vendas. A obtenção de patentes também dá respaldo a criação de empresas monopolistas, pois garante legalmente a exclusividade de uso para empreendedores que inovam métodos ou criam novos produtos, adquirindo a vantagem em ser o primeiro.

A estrutura do oligopólio é dada por poucas firmas, com significativo poder de mercado, ofertando um determinado bem. Um mercado com poucos participantes influentes acarreta em alto grau de interdependência, no qual a ação de um competidor afeta aos demais. Nesses mercados os produtos são substitutos entre si, podendo ser homogêneos ou diferenciados. Os produtos homogêneos são aqueles que não diferem de características entre si, concorrendo via preços, como por exemplo, a gasolina. Para produtos diferenciados há distinção de características físicas para um mesmo produto, concorrendo via qualidade e preferência dos consumidores, por exemplo, cigarros.

Estes mercados atuam de duas maneiras: eles podem ser constituídos por cartéis ou por empresas líderes. A formação de cartel garante a distribuição e o preço comum entre os participantes, inibindo a concorrência do setor impedindo novos participantes de ingressarem no mercado. Ela garante a distribuição perfeita do mercado sob a ótica do produtor, eliminando o risco de uma concorrência

descontrolada de preços. Nos mercados com empresas líderes, estas detêm o poder de formação inicial de preço, restando às demais seguirem estes preços para evitar uma possível exclusão.

Duas outras formas de concorrência imperfeita são representadas por monopsônios e oligopsônios. Monopsônios são mercados onde há somente um grande comprador, não estabelecendo teto de poder de barganha sobre seus vendedores. Ele determina a quantidade de produto a ser ofertado dado a sua demanda por insumos, influenciando diretamente a cadeia de produção de setores dependentes. Assim como os oligopólios, oligopsônios são constituídos por poucas empresas com alta influência de mercado, delimitando o número de compradores disponíveis. Mercados como o de processamento de soja possuem diversos produtores de insumos para poucos produtores finais, podendo ser caracterizado como um oligopsônio. Estas cadeias representam mercados com insuficiência de demanda por insumos e sofrem perdas de competitividade devido à influência e à dependência exercida sobre quem os abastece.

Um mercado composto por empresas oligopolistas é por vezes proporcionado por governos quando as empresas são consideradas grandes demais para quebrar. Em princípio, a interdependência setorial, quando aplicada ao setor financeiro, ganha forma ao longo da sua estrutura. Do financiamento de múltiplas atividades até a ampla gama de agentes que disponibilizam seus recursos para captação, o risco sistêmico decorrente do setor financeiro acaba por tornar grave a falência de algum de seus participantes. Grandes grupos financeiros recebem a proteção adequada do governo, para minimizar o potencial de risco de contágio universal. A confiança de um órgão independente e governamental disposto a socorrer entidades que passam por turbulências financeiras funciona de maneira ambígua. Se por um lado sinaliza ao mercado que o setor está blindado contra crises e que a confiança é garantida em caso de necessidade, por outro lado inibe estas instituições de serem precavidas ao assumirem riscos de negócios. Ao tentar passar segurança e confiança aos agentes, o governo não consegue impedir o crescimento indesejável destes grupos, e, ainda, pode promover a entrada de mais participantes. Cria-se assim, uma relação cada vez mais estreita de proteção e aumento de concentração de poder desta fração de mercado. O estreitamento desta relação atribui ao Estado criar medidas de regulação para restringir o risco aos demais setores.

2.2.5 As falhas de mercado, desequilíbrios macroeconômicos e o papel do Estado

As falhas de mercado rompem a estrutura de equilíbrio ótimo do sistema econômico como assumido pela tradição neoclássica. Estas falhas, conjuntas ou individuais, podem estabelecer um novo equilíbrio agregado a níveis mais baixos de renda e produção, sendo a diferença o custo socioeconômico das falhas de mercado. Este novo equilíbrio agregado em patamares menores atinge a confiança dos agentes, perturbando as expectativas futuras. Num cenário de incerteza quanto ao futuro, a situação presente influencia a tomada de decisão sobre o ambiente de negócios, afetando os níveis de investimento e dispêndio de renda. A perpetuação do ciclo de equilíbrios a níveis cada vez menores causa a ruptura abrupta das condições macroeconômicas, que já não permite decisões baseadas nas condições de pleno emprego de fatores. Nesta fase de contágio pessimista e de estruturas abaladas, cresce a demanda por liquidez dos indivíduos, refletindo a queda na procura por bens e serviços:

Como os agentes econômicos reconhecem que suas expectativas se assentam sobre bases bastante frágeis, suas decisões são passíveis de mudanças bruscas e repentinas. Em um contexto dessa natureza, a dinâmica da máquina econômica como um todo e, em particular, o comportamento da demanda efetiva são fortemente condicionados pelo grau de confiança que os agentes econômicos depositam em suas expectativas. (LIMA, 1992, p. 102).

A busca pela liquidez é a garantia de manter a riqueza dos agentes em um ambiente conturbado e irracional do ponto de vista neoclássico, já que a moeda é neutra. Da mesma forma, o aumento da demanda por moeda pode gerar corridas bancárias, diminuindo o volume de recursos disponíveis para empréstimos futuros e desestabilizando o sistema financeiro, segmento de extrema importância para a produção de bens e para o consumo. O reflexo de uma queda na produção e no consumo recai sobre o nível de emprego que, aliado a falta de incentivos do setor produtivo, alastra o pânico, podendo manter-se assim por tempo indeterminado.

A quebra de confiança dos agentes e o abalo que causa na formação de expectativas futuras é fruto do processo da forte ruptura das relações de troca. Como este processo se dissemina para o produto e a renda agregada, uma reversão do estado presente é necessária para impulsionar o dinamismo de retomada do crescimento. Em um ambiente de pessimismo e desconfiança é o governo quem deve demandar bens e serviços ao ponto em que as relações de mercado se

restabeleçam a níveis desejáveis. Através de bens públicos, gastos em infraestrutura, compras de setores extensivos em mão de obra, entre outros, o governo garante a demanda para a retomada de um novo ciclo expansionista, trilhando a economia cambaleante. Esta é uma outra função do Estado, que atua sobre os resultados macroeconômicos das falhas de mercado.

A regulação de setores de alto risco, como o setor financeiro, é outro ponto alvo das políticas públicas. O aumento no nível de empréstimos sem análise compatível de risco ocasiona um desarranjo da renda interna disponível e o nível de endividamento compatível. Com o afrouxamento das restrições de concessão de crédito, a busca por ganhos maiores dos agentes credores pode ocasionar uma piora na qualidade de seleção dos tomadores. Com um aumento de empréstimos de baixa qualidade, um risco de colapso sistêmico por inadimplência aumenta, podendo acarretar em crises e recessões duradouras. A grande influência especulativa deste segmento também representa um potencial desestabilizador da harmonia econômica. Uma regulação padronizada é desejável para manter a estabilidade do mercado, podendo ser através do controle de operações e dos agentes financeiros ou ações que garantam a segurança do sistema financeiro como um todo. Este tópico é abordado com maior detalhamento na próxima subseção.

Como característica, o Estado de bem-estar social é baseado na intervenção governamental na economia, mas nem toda intervenção governamental na economia tem por objetivo elevar o bem-estar social. São ações preventivas para conter possíveis danos herdados por crises econômicas, diminuindo o caráter instável do sistema capitalista. Assim, o Estado:

[...] desempenha funções fundamentais: [...] propiciando maior regularidade aos processos de produção, afastando-o dos conflitos na produção e dando estabilidade à economia, através da desconexão entre mudanças na demanda efetiva e no emprego. (LEAL, 1990⁸, p. 8 apud SILVA; SOUZA, 2010, p. 17).

Ele mantém as relações de mercado sob supervisão, evitando assim oscilações bruscas no produto, renda e consumo. Também atua como garantidor

⁸ LEAL, Suely M. R. **A outra face do da crise do Estado de Bem-Estar Social**: neoliberalismo e os novos movimentos da sociedade do trabalho. *Caderno de pesquisa*, NEPP/UNICAMP, n. 13, 1990.

das necessidades básicas da sociedade como educação, saúde, infraestrutura e distribuição de renda⁹.

⁹ Não é tratada, neste trabalho, esta forma de atuação do Estado, mesmo sendo importante a sua repercussão sobre o bem-estar social.

3 CRISES FINANCEIRAS E A CRISE DO *SUBPRIME*

Embora cada crise financeira resultante de falhas de mercado seja única, os sintomas de manifestação destas crises possuem pontos em comum. Como a estabilidade é um bem público, a ocorrência de uma crise financeira pode estabelecer um contágio do setor financeiro para os demais mercados, promovendo uma ruptura abrupta da atividade econômica e gerando uma externalidade negativa para o lado real da economia¹⁰. Alguns dos motivos principais das crises do setor financeiro podem ser: aumentos repentinos e de grande amplitude no preço de certos ativos, expansão do crédito com potencial risco sistêmico, piora na escolha de tomadores e políticas ineficazes de regulação sobre o capital financeiro (CLAESSENS *et al.*, 2012).

Há outras mudanças que podem culminar em crises financeiras, como: aumento da dívida pública, fuga de capitais estrangeiros, mudança de regime nas taxas de câmbio e piora na balança de pagamentos. Estes indicadores foram os principais responsáveis pelas crises vividas nos países em desenvolvimento na década de noventa do século 20, possivelmente como resultado das reformas liberais¹¹. O trabalho se detém a analisar o papel das especulações que afetam o bem público “estabilidade financeira” por bolhas nos ativos e como se desenvolve a externalidade negativa por contágio financeiro para o emprego, renda e dívida pública.

3.1 O processo especulativo

A ocorrência de aumentos repentinos no preço de determinados bens e ativos, causados por informações assimétricas, produz distorções na economia. O ambiente de negócios resulta das combinações de variáveis econômicas nos

¹⁰ Define-se como lado real da economia a produção de bens e serviços não financeiros e, conseqüentemente, o emprego e a renda proveniente da esfera produtiva.

¹¹ Devido à complexidade das crises financeiras alguns desencadeadores destas crises não serão tratados neste estudo, cujo objetivo é estudar as crises que decorrem de falhas de mercado, em especial as que originaram a crise do *subprime*. Todavia é importante relatar algumas destas crises, principalmente pelos impactos negativos sobre o bem-estar social, que também fazem parte deste estudo.

processos de produção e distribuição de renda entre os diversos setores econômicos. Este processo é relativamente estável quando não há falhas de mercado, mudanças ou choques que interfiram nele, ou seja, não havendo a ocorrência de mudanças bruscas nos determinantes da atividade produtiva e da distribuição de renda, a tendência será de estabilidade. Porém, quando um evento exógeno ou endógeno altera as condições vigentes o resultado pode ser um deslocamento substancial na demanda e na oferta, incorrendo em falhas de mercado. Exemplos de eventos exógenos são:

(...) a deflagração ou fim de uma guerra, uma ótima safra ou uma colheita fracassada, a adoção, em larga escala, de uma invenção de efeito difusos – canais, ferrovias, automóvel -, algum efeito político ou sucesso financeiro surpreendente, ou uma conversão de dívida que baixa as taxas de juros, de forma precipitada (KINDLEBERGER, 1992, p. 34).

Estes choques endógenos e/ou exógenos mudam as informações e as perspectivas de ganhos em determinados mercados, influenciando o comportamento e a confiança dos agentes e desordenando os níveis de procura e preços existentes. O aumento do preço de bens e/ou ativos financeiros ganham uma amplitude maior que a explicável pelos custos de produção ou resultados operacionais, gerando uma assimetria de informação sobre os ganhos factíveis (sucesso na realização do projeto) e os ganhos pretendidos (resultado momentâneo baseado no nível de procura). A esperança de obter retornos maiores precifica os ativos a valores que seguem a lógica especulativa dos agentes e não os fundamentos de mercado, fazendo com que um segmento novo ou já existente absorva estas novas correntes provindas do desnivelamento conjuntural, segundo Kindleberger (1992, p. 63) “[...] algum evento exterior que muda os horizontes, expectativas, oportunidades de lucro, comportamentos[...]”. Esses ativos atraem mais participantes que visam auferir maiores possibilidades de lucros, e encontram como combustível para absorver este impacto no nível de procura uma ampliação de crédito baseada em problemas de seleção adversa. Ou seja, as falhas de mercado desencadeiam um processo de desajustes e desequilíbrios que trazem consequências negativas à economia.

A expansão de crédito nem sempre culmina em crises, mas quando esta é desencadeada, o aumento do crédito dissemina a tensão para outros setores, podendo gerar externalidades negativas, “As manias especulativas ganham velocidade através da expansão da moeda e de crédito, ou talvez, em alguns casos, iniciem devido a essa expansão” (KINDLEBERGER, 1992, p. 77). Na falta de

isolamento de tensões ou externalidades, a manifestação de distúrbios setoriais pode se transformar em problemas conjunturais, em um efeito dominó, resultante da falta do bem público que é a estabilidade financeira.

Os instrumentos usados para a canalização de recursos podem advir de inovações financeiras de instituições não bancárias. Estas inovações ajudam a ampliar a disponibilidade de crédito, através de intermediários que não sofrem as restrições aplicadas aos bancos, dificultando o controle regulatório e dando maior liberdade às trocas financeiras. Os níveis de integração financeira também desempenham papel importante no contágio entre mercados. Atividades nos mercados de capitais e no setor bancário ocorrem em nível mundial, como estratégia de diversificação de portfólio e alocação de recursos. Estas operações entre países impedem o isolamento de dificuldades em mercados locais, e a falta de instrumentos que determinem regras em comum sobre a atuação financeira podem resultar em externalidades para outros mercados (países), contribuindo com a proliferação da instabilidade na ausência de um provedor do bem público 'estabilidade'. O compartilhamento de operações pode acarretar em um problema de contágio, em que a desconfiança se dissemina para outros mercados, mesmo que o comportamento da operação seja distinto entre esses mercados, o que acaba por impossibilitar a diferenciação de riscos. Na ausência de informação acurada, os mercados deixam de funcionar de forma eficiente.

A ampliação do crédito contribui para o aumento gradativo e desproporcional de preços, trazendo mais participantes ao processo especulativo. Não há limite para o movimento de aumento de preços nem tempo preciso para que atinja um pico antes da queda abrupta. O ganho de confiança incorporado ao ciclo especulativo influencia a tomada de decisões em investimentos, visto que há uma alta expectativa presente sobre retornos futuros. Cresce o número de indivíduos dispostos a redirecionar suas rendas em produtos financeiros com alto rendimento, gerando um processo de *boom* expansionista via aumento de fundos, acelerando a atividade econômica. Baseado na crença de que os fluxos de caixas permanecerão inalterados ou sem maiores divergências durante o período de maturação de investimentos, e na própria perspectiva otimista presente, o ciclo especulativo mantém a incorporação de agentes (SILVA, 2010).

Com certos tipos de ativos financeiros apresentando alta valorização em decorrência da crença de ganhos cada vez maiores, o alto grau de aceitação do

mercado pode acarretar em relaxamento nos critérios de escolha de tomadores de empréstimos, ocorrendo problemas de seleção adversa. O descuido sobre a avaliação real dos mercados canaliza o crédito e a procura para o determinado segmento chave, concentrando as operações financeiras sobre este setor.

Como empréstimos de longa maturação, por exemplo hipotecas, originam outras operações de curto prazo, como derivativos e ativos securitizados, a instabilidade do sistema compromete o fluxo de caixa de investimentos produtivos. Aumenta a proporção de endividamento com recursos externos, para manter os fluxos em investimentos já começados e assim, diminuindo a margem de retorno deles, segundo Greenwald, Stiglitz e Weiss (1993¹², p. 29) apud Canuto e Ferreira Junior (1999, p. 14) "*Mudanças na posição de saldos monetários da firma afetam a magnitude do montante a tomar como empréstimo para manter suas atividades de produção*". A reavaliação das condições do risco sobre projetos deteriora as entradas e saídas de recursos, e quando os resultados esperados não se concretizam, aumenta a busca por liquidez. Os ativos sofrem redução de procura e valor, promovendo uma deflação indesejada pela mudança de expectativas e pela maior demanda por moeda pelos participantes. Nesse momento, mudanças nas variáveis de curto prazo desestabilizam os ativos, cujos preços formaram uma bolha, e o mercado responde aos menores choques de maneira rápida e crescente. Tais mudanças podem ser relacionadas à taxa de juros, visto que o aumento excessivo de endividamento sobre o produto torna o comprometimento de renda dos indivíduos maior, criando uma sensibilidade maior aos custos financeiros.

Quando se atinge o pico do movimento de especulação, a tendência de crescimento no valor dos ativos sofre uma forte inversão. Com o temor de perder os recursos aplicados, alguns agentes antecipam a queda de preços, livrando-se dos papéis indesejados, repassando estes papéis por via de informações ocultas. Essa sinalização põe em alerta outros detentores dos mesmos papéis, que também aderem à saída. Há um processo de retirada maciça de participantes e uma liquidação nos preços dos ativos, desestruturando os mercados em todo seu nível de abrangência. A necessidade de estancar os prejuízos com a queda abrupta nos preços realoca os ativos a grandes quantidades e em piores condições no mercado. Os bancos reagem a estas perturbações aumentando o custo do crédito e

¹² Trabalho já referenciado anteriormente.

ampliando a instabilidade no sistema financeiro. Os problemas relacionados às operações financeiras derivadas dos ativos em bolha incorrem em perdas bancárias e congelamento na concessão de crédito, piorando os problemas relacionados a assimetria de informações:

[...] bancos são como firmas: sua atividade de produção é a seleção de candidatos a empréstimos. E exatamente como firmas são avessas a riscos, também são os bancos. Uma redução em seu patrimônio líquido (*equity*) ou um aumento de sua percepção de riscos associados aos tomadores de empréstimos reduzirá seu desejo de fazer empréstimos (STIGLITZ, 1988¹³, p. 315 apud CANUTO; FERREIRA JUNIOR, 1999, p. 26).

Há uma piora no cumprimento de contratos firmados com aumento do risco moral por inadimplência, e problemas de seleção adversa que impossibilitam a distinção entre tomadores, aumentando a pressão por restaurar a liquidez das carteiras de investimentos.

A piora na concessão de créditos afeta os custos de financiamentos. Abandonam-se os projetos correntes e os investimentos futuros com repercussão sobre o produto e o emprego, externalizando negativamente os efeitos do setor financeiro para o restante da economia. Com a mudança no perfil de preferência dos indivíduos, aumenta a busca por moeda, podendo acarretar em pânico bancário. A diminuição da propensão ao consumo tem reflexo imediato na cadeia produtiva, cresce o desemprego, cai a produção e, assim, continua o ciclo de contração de demanda e renda, gerando elevados custos socioeconômicos.

3.2 O avanço da desregulamentação financeira e as crises subsequentes

Após a perda de espaço do setor público vivenciada nos países capitalistas durante os anos 70 do século XX, a década seguinte foi marcada por reformas embasadas pelas ideias de mercados livres de intervenção governamental e de quaisquer barreiras geográficas, principalmente nos EUA e na Inglaterra. Estas reformas diminuíram a influência do setor público sobre a economia, e contribuíram para as oscilações e o desaquecimento econômico em nível global no período, atingindo os países em desenvolvimento. Os eventos pós-primeiro choque do petróleo, em 1973, promoveram uma desordem nos balanços de pagamentos das

¹³ STIGLITZ, Joseph E. Money, credit and business fluctuations. The Economic Record. Australia, v.64, p. 307-315: ESA, 1988.

principais economias mundiais. A pressão para financiar os déficits em conta corrente dos EUA e a inundação de eurodólares no mercado financeiro para fugir das regulamentações, culminaram com o rompimento da conversibilidade do dólar em ouro e com a quebra do acordo de Bretton Woods, responsável pela estabilidade financeira até aquele momento.

O crescimento da oferta de capitais disponíveis no mercado financeiro, oriundo dos petrodólares do oriente médio, encontrou nas economias do terceiro mundo o seu destino. Atraídos pelo baixo custo e longo prazo, os países em desenvolvimento tomaram grandes quantias de empréstimos para financiar os déficits em balança de pagamentos e projetos de infraestrutura. Quando o segundo choque do petróleo, em 1979, atingiu o comércio internacional, um acréscimo substancial nas taxas de juros norte-americanas para conter a inflação interna impossibilitou os países tomadores em cumprir com as obrigações dos empréstimos. O “calote” do terceiro mundo, uma constante da década de 80, provocou inúmeras falências no sistema financeiro e, em especial, uma notável deterioração socioeconômica nos países latino-americanos. Ao mesmo tempo, as economias industrializadas também apresentavam problemas internos, com o aumento considerável do desemprego e estagnação da produção, com exceção de alguns poucos países.

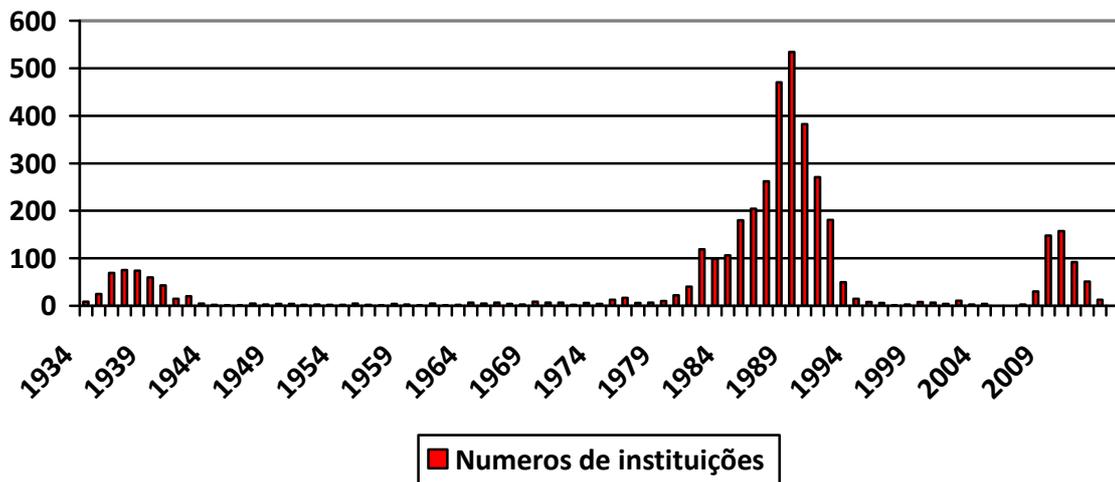
A liberalização do mercado financeiro trouxe a vulnerabilidade de volta ao sistema, invertendo o enfoque das políticas anteriores. As lições deixadas pelo crash de 1929 culminaram em maior rigidez sobre o sistema financeiro e uma cooperação mútua sobre o nível de atuação e exposição bancária, aplicadas até o início dos anos 70. A eficácia das regulamentações neste período transformou o ambiente de trabalho do setor bancário, conforme relatado por Wray (2006):

Na “era de ouro” dos Estados Unidos, nas décadas de 1950 e 1960 – quando falências em instituições financeiras eram praticamente desconhecidas – a regra seguida pela gestão era a de “três-seis-três”: pague 3% sobre os passivos, ganhe 6% sobre os ativos e vá para o campo de golfe às três da tarde (WRAY *et al.*, 2006, p. 153)

No início nos anos 70 e se acentuando nos anos 80, a mudança desse panorama modificou as operações bancárias. Com o enfraquecimento das regulações, como a revogação do *Regulation Q* nos EUA por meio da DIDMCA (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act) e a maior liberdade

financeira, os altos níveis de perdas e as falências no setor financeiro aumentaram, promovendo uma vulnerabilidade econômica mundial, vivenciada em situações como a crise das instituições de poupança e empréstimos (savings & loans) nos EUA e o pânico na bolsa de Nova Iorque em 1987. A combinação de níveis mais baixos de crescimento do PIB e alta instabilidade bancária, vista na figura 1, caracterizaram as duas décadas, agravando o problema do desemprego principalmente nos anos 80 do século XX, conforme a tabela 1. Os custos socioeconômicos da desregulamentação e de outros choques econômicos se faziam sentir, ainda que não seja possível distinguir e separar as causas.

Figura 1- Numero de falências bancárias nos EUA, período 1934 a 2013.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados coletados em United States (2013a).

Tabela 1- Média anual de crescimento do PIB e de desemprego nos EUA, período 1950 – 1989:

PERÍODO	MÉDIA DE CRESCIMENTO ANUAL DO PIB EM %:	MÉDIA DE DESEMPREGO ANUAL EM %:
1950 – 1959	4,17	4,51
1960 – 1969	4,44	4,78
1970 – 1979	3,26	6,22
1980 – 1989	3,05	7,27

Fonte: Elaboração própria a partir de dados coletados em United States (2013b: 2013c).

Para além das crises e choques, os anos 1980 também foram de intensas reformas políticas nos países industrializados. Os processos de fusões e aquisições na Europa e EUA ordenaram o novo panorama de globalização industrial e financeira, deslocando as unidades produtivas de seus territórios de origem para países atrativos pela alta produtividade e mão de obra barata. As novas tendências atingiram as indústrias manufatureiras, contribuindo com o aumento do desemprego

no primeiro mundo. Em razão deste deslocamento produtivo o crescimento interno do produto só foi consideravelmente satisfatório nos países do leste Asiático, Japão, China e Coréia do Sul durante esta década. Isto sugere que as causas das perdas de bem-estar no hemisfério ocidental são múltiplas e complexas, mas possibilitadas pela maior liberdade de movimentos de capitais preconizadas pelas teses do livre mercado.

3.2.1 A evolução dos indicadores macroeconômicos como medida de custo socioeconômico

A instabilidade da década de oitenta continuou no início dos anos 1990 nos EUA. A economia norte-americana começou a desfrutar de sólidos anos de crescimento do produto a partir do final de 1991, elevando o nível de emprego, com baixa inflação e baixas taxas de juros. O nível de desemprego atingiu o menor patamar desde 1973, com um percentual abaixo de 5% de desocupados em 1997 (UNITED STATES, 2013b). A melhora no ambiente econômico não foi abalada pela bolha nos ativos das empresas de tecnologia da informação e comunicação na virada do milênio. Ao mesmo tempo, a liberalização financeira varria os países do terceiro mundo em novas sucessões de crises espalhadas pelos Tigres Asiáticos, México, Rússia e Argentina, globalizando os custos socioeconômicos da desregulamentação. Se para os EUA a ocorrência de distúrbios no mercado financeiro não impactou fortemente a atividade econômica, as implicações foram mais rigorosas nesses outros países, conforme tabela 2 abaixo.

Tabela 2: Consequências das crises financeiras sobre o PIB, desemprego e inflação (variação em pontos percentuais com base no período anterior):

PAIS	ANO DA CRISE	CONTRAÇÃO DO PIB p.p.	VARIAÇÃO NA TX. DE DESEMPREGO p.p.	VARIAÇÃO NA TX. DE INFLAÇÃO p.p.
México	1994-95	6,22	2,70	28,00
Tigres Asiático*	1997-98	7,69**	2,00**	12,80**
Rússia	1998	5,30	1,50	12,90
Argentina	2001-02	10,98	2,90	26,80

*Tailândia, Malásia, Coréia do Sul, Filipinas e Indonésia; ** Média entre os países
Fonte: Elaboração própria a partir de dados coletados em World Bank (2013a).

A explicação destas crises vai além das análises sobre câmbio, reservas de moeda estrangeira ou falta de liquidez nos títulos públicos, todos fatores importantes. Todas essas crises foram provavelmente consequências, entre outras, de políticas de abertura externa, comercial e financeira, baseadas em cartilhas do FMI e de orientação laissez-faire e seguidas à risca por estes países. Mesmo com as “lições de casa” sendo feitas, ainda houve espaço para a especulação e a fuga de investimentos, baseadas nas análises pessimistas do mercado. O contágio similar que caracterizou estas crises, com consequências mais severas para a Argentina e o México, antecipou as externalidades negativas que um mercado financeiro desregulamentado pode ter sobre o produto e o emprego, evidenciando a falta de coordenação e cooperação mundial em busca da estabilidade financeira.

Nos EUA, uma década de estabilidade (1991–2000) aumentou a confiança no modo de operação da economia. A trajetória de queda do déficit público, só interrompida no 3º trimestre de 2001 (UNITED STATES, 2013d), alcançou resultados de superávit durante os anos de 1998 a 2000, um fato que não ocorria desde 1969. A média de crescimento econômico no período foi de 3,44 % a.a. com uma média de inflação em 2,80 % a.a. e uma taxa de desemprego de 5,59 % a.a. O aumento real da renda ficou em 0,95 % a.a. e a média da taxa básica real de juros em 4,82 % a.a. Esse ambiente de euforia só não foi melhor por conta do crescente déficit na balança comercial, passando de 32,10 bilhões de dólares em 1991 para 451,3 bilhões de dólares em 2000 um aumento expressivo de 558,27 % (WORLD BANK, 2013b).

Com relação à estabilidade financeira, a quantidade de empréstimos privados representava 123,75 % do produto interno em 1991, passando para 168,41 % em 2000 (WORLD BANK, 2013b), um aumento médio de 3,64 % a.a., apoiado, provavelmente, pela revogação da Glass-Steagall act¹⁴ em 1999. A revogação da Glass-Steagall act também modificou os produtos financeiros ofertados, possibilitando a ampliação do uso de derivativos financeiros e novos tipos de ativos securitizados para gerenciar riscos, utilizados amplamente como forma de alavancagem.

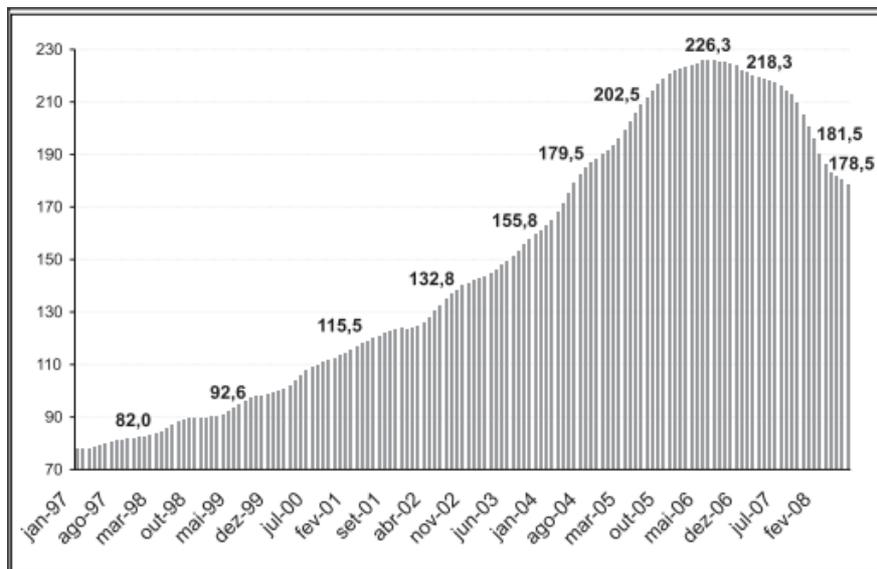
Este panorama macroeconômico permitiu satisfazer a necessidade de hipotecas por parte das classes menos privilegiadas, com dificuldades de obter

¹⁴ O Glass-Steagall Act será tratado mais detalhadamente na subseção 4.3.1.

empréstimos para aquisição de moradia própria via classificação dos riscos de créditos bancários, iniciando os problemas de seleção adversa que iriam resultar no princípio da crise do *subprime*. A oferta de empréstimos para classes menos privilegiadas e com maior probabilidade de inadimplência ganhou força na metade dos anos 90, tendo participação de 10,2 % do mercado total de hipotecas em 1995 e atingindo um pico de 14,5 % em 1997 (BARTH *et al.*, 2008).

Após os eventos de 11 de setembro em 2001, a mudança na taxa de juros norte-americana provocou uma queda na participação das hipotecas *subprime* sobre o montante de operações deste tipo no mercado, chegando a cair para 7,4 % em 2002 (BARTH *et al.*, 2008). As hipotecas *subprime* não foram criadas a partir de uma mudança na política monetária do FED, mas poderiam ser afetadas por mudanças na política monetária. A mudança na taxa de juros foi a consequência de uma expansão monetária para dirimir o efeito negativo dos atentados terroristas e a recuperação do índice Nasdaq após o estouro da bolha das empresas de TI. Mas ocorreu em um momento de fragilidade financeira permitido pela desregulamentação e liberalização financeiras. O efeito das taxas mais baixas de juros no mercado pode ter contribuído para uma aceleração no preço dos imóveis norte-americanos, vista na figura 2, mas entre os compradores de imóveis e o FED existem intermediários financeiros que aumentam ou restringem o acesso ao crédito para qualquer nível da taxa de juros. Assim, a seleção adversa poderia contribuir para uma expansão do crédito mesmo com taxas maiores de juros.

Figura 2 - Índice de preços dos imóveis nos EUA, jan 1997- fev 2008 (jan 2000 = 100).



O contexto macroeconômico nos EUA após a redução da taxa de juros num contexto de fragilidade financeira permitida pela liberalização e desregulamentação financeira foi ambíguo. Se por um lado serviu para continuar com a expansão econômica, mantendo as taxas de desemprego baixas, por outro permitiu aumentar o déficit em transações comerciais com o propósito de segurar a inflação interna com o ingresso de manufaturas asiáticas. Esses déficits sofreram aumentos constantes de 2002 a 2006, quando chegou ao ápice de aproximadamente 729,40 bilhões de dólares, diminuindo em 2007 para 648,80 bilhões de dólares, um valor ainda alto (WORLD BANK, 2013b). O financiamento destes déficits com títulos da dívida pública encontrava nos próprios países asiáticos seu destino, sendo a China o principal comprador.

O controle da inflação garantiu a média 2,83 % a.a. entre 2001 a 2008 (WORLD BANK, 2013b), segurando a pressão sobre o aumento de renda real dos trabalhadores. A característica do mercado de trabalho norte-americano também ajudou a manter constante a renda, visto que uma boa parte da mão de obra disponível é composta por trabalhadores migrantes, estabilizando a pressão por maiores remunerações. A falta de aumentos na renda implica em elevação de crédito para o consumo e maior parcela destinada a pagamento de compromissos futuros. Desta forma, cresce a vulnerabilidade e fragilidade dos consumidores em momentos de oscilações do emprego.

O conjunto de indicadores macroeconômicos sustentou a percepção de uma política econômica eficiente durante a década de noventa, mas a mudança no panorama que seguiu na metade inicial da primeira década do novo milênio, provocou uma piora nas condições de sustentação de um crescimento econômico sólido para a economia norte-americana. O avanço da inadimplência nos contratos financeiros (BORÇA JUNIOR; TORRES FILHO, 2008), verificado depois do aumento da taxa de juros de 2004 a 2006, já dava indícios do alto grau de vulnerabilidade a que estava exposta a população, e do esgotamento da sustentação do mercado imobiliário em alta. O montante de créditos privados sobre o PIB atingiu um pico de 213,97% em 2007, a taxas crescentes desde 2002, quando representava 167,60% do PIB (WORLD BANK, 2013b).

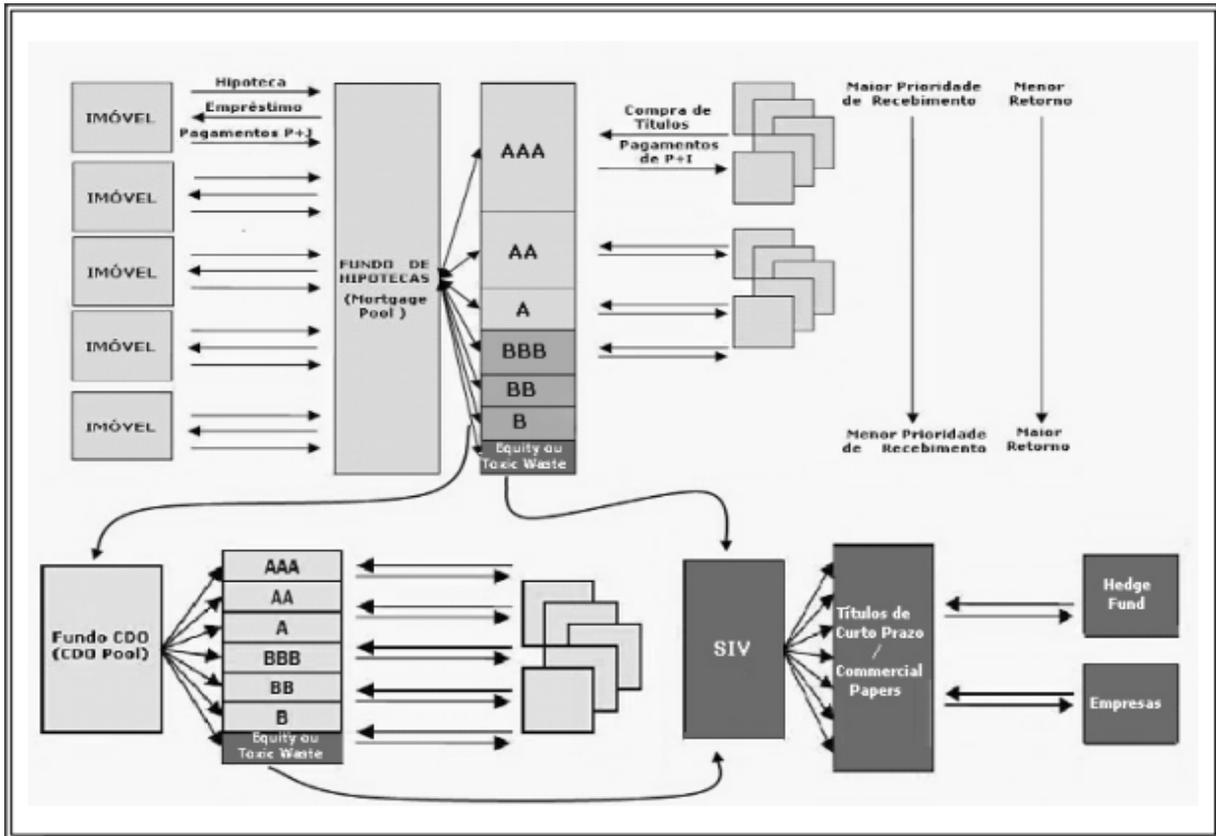
3.2.2. As operações hipotecárias do tipo *subprime*

Uma das características das hipotecas do tipo *subprime* era atender a indivíduos sem comprovação de renda fixa e sem garantias reais para lastro de empréstimos hipotecários, chamados de NINJAS (*no income, no job, no assets*). Ou seja, a inovação financeira tinha a seleção adversa como sub-produto necessário. Estas hipotecas não possuíam garantias diretas do governo, permitindo a criação de instrumentos que disseminavam o risco e transformavam essas operações, em conjunto com outras, potencialmente em títulos de maior confiança.

No início, todas as operações de crédito hipotecário do tipo *subprime* eram transferidas para um só fundo, o *mortgage pool*, onde eram submetidos a cálculos de capacidade de risco-retorno conforme análise das principais agências classificadoras. Quanto pior a classificação maior o prêmio de retorno, escalonando o risco de inadimplência para os demais detentores de cotas mais seguras. O uso de derivativos como as obrigações colateralizadas de crédito (CDOs) para cotas de maiores riscos reclassificava as posições iniciais, através do mix de outros tipos de recebimentos. Essa sofisticada engenharia financeira, cuja complexidade contribuiu para reduzir a transparência das transações, permitia a captação de recursos mais baratos para os bancos, mesmo em papéis com alto risco de liquidez (BORÇA JUNIOR; TORRES FILHO, 2008), sendo portanto menos sensíveis às políticas de aperto monetário do FED.

Mesmo após estas reclassificações de risco, ainda sobravam cotas denominadas de *toxic waste*, que representavam títulos residuais, propensos à inadimplência. Para estes títulos remanescentes criaram-se empresas de propósito específico (Structured Investment Vehicles, SIVs), que negociavam através de operações de curto prazo títulos lastreados em hipotecas de longa maturação. A utilidade das SIVs era “remunerar aplicações de caixa das empresas” (BORÇA JUNIOR; TORRES FILHO, dez 2008, p. 143), produzindo operações constantes de recompra no mercado. A estrutura é vista na figura 3.

Figura 3 - Estrutura das operações financeiras decorrentes dos contratos do tipo subprime.



Fonte: Borça Junior; Torres Filho (2008, p.140)

Os empréstimos *subprime* eram efetuados com baixas parcelas nos primeiros anos, aumentando substancialmente na sequência. A cobrança de juros era variável, mas a possibilidade de reavaliação do imóvel permitia aumentar o valor do empréstimo conforme a valorização do bem. Como garantia bancária em caso de incapacidade de honrar contratos hipotecários, o próprio bem entrava em execução. Fica claro o movimento especulativo descrito na seção anterior.

3.2.3. A Queda no preço dos imóveis e a repercussão nos mercados

A tendência de alta no mercado imobiliário americano foi interrompida no 3º trimestre de 2006 dando início ao processo de queda nos preços dos imóveis. A alta especulação sobre o setor havia garantido uma valorização média de 18,84 % a. a., até sua primeira redução, desde dezembro de 2001, verificada em agosto de 2006 (STANDART&POOR, 2013). Como medida de prevenção o FED reduziu a taxa de juros gradativamente durante o ano, postergando o efeito desastroso que seria um aumento repentino no número de inadimplentes. Com a oscilação nos preços do

setor imobiliário o instrumento de refinanciamento de hipotecas não podia ser utilizado, elevando o número de execuções de imóveis para pagamento de dívidas.

O aumento de execuções e da inadimplência atingiu a carteira de ativos bancários, que começaram a apresentar perdas massivas sobre as operações feitas pelos SIVs e CDO's. As operações feitas pelas SIVs não possuíam as obrigações constantes na legislação bancária por se tratarem de um sistema bancário paralelo, mesmo que fossem criados e administrados por grandes bancos. Havia plena liberdade de contratação, portanto. Os resultados destas operações por vezes não constavam nos relatórios bancários, maquiando a real situação de solvência financeira do mercado, reduzindo a transparência e contribuindo para falhas de mercado na forma de assimetria de informação.

Em julho de 2007, o quinto maior banco de investimentos norte-americano relatou dificuldades de liquidez para o resgate dos fundos de investimentos do tipo *hedge*. Em situação similar se encontrava o PNB Paribas, fazendo com que o Banco Central Europeu intervisse com o aporte de 95 bilhões de euros e depois mais 108,7 bilhões de euros para melhorar a liquidez do setor bancário. Em 14 de setembro de 2007 o bem público "estabilidade financeira" se dissipou, e a desconfiança sobre o Northern Bank provocou uma corrida bancária resultando em 2 bilhões de dólares de saque dos correntistas. No decorrer do ano seguiram as manifestações de perdas referentes ao setor *subprime*, incluindo o gigante Citigroup e o Merrill Lynch (FOLHA ONLINE, 2008).

Em fevereiro de 2008 o Northern bank foi nacionalizado pelo governo britânico, na tentativa de acalmar os ânimos do setor, dada a insuficiência do mecanismo de preço para induzir uma aquisição privada. Do outro lado do Atlântico, o FED aprovou a aquisição do Bearn Sterns pelo JP Morgan, impedindo a falência completa da instituição. Seguiu a intervenção dos Bancos Centrais do mundo inteiro com aporte de dinheiro para bancos com dificuldades. Em setembro, o governo norte-americano assumiu o controle da Fannie Mae e da Freddie Mac, que conjuntas representavam quase a metade das hipotecas norte-americanas. Mais tarde no mesmo mês, o Lehman Brothers, o quarto maior banco americano de investimentos, entrou em processo de falência. O pânico nos mercados aumentou, acarretando o congelamento dos empréstimos interbancários, afetando os meios de pagamento de empresas e indivíduos. Os processos de fusões e aquisições entre bancos seguiram, e uma injeção de 85 bilhões de dólares foi feita pelo governo na AIG, a

maior seguradora americana. Um pacote de 700 bilhões de dólares, com o nome de Troubled Assets Relief Problem (TARP), foi criado para resgatar as instituições financeiras nos EUA, no qual foram destinados 540 bilhões de dólares para a aquisição de ativos podres (*toxic waste*) (FOLHA ONLINE, 2008).

A revogação da Glass-Steagall Act contribuiu para a concentração do mercado financeiro com a volta dos bancos universais, que atuavam como instituições depositárias e de investimentos. Essa convergência aumentou a fragilidade do sistema financeiro conforme os resultados negativos foram divulgados, exigindo aportes de capital via intervenção pública como saída ao congelamento do mercado como um todo. As fusões e aquisições decorrentes da crise enxugaram ainda mais o número de instituições concorrentes, que já demonstravam deter um forte poder de mercado, explicitado pela repercussão da quebra do Lehman Brothers. O resultado dessa armadilha financeira é a própria concepção de que o setor financeiro é composto por empresas “grandes demais para quebrarem”, impedindo, de certa forma, que as forças do mercado eliminem concorrentes desqualificados, indo contra a própria lógica de um mercado autorregulado.

3.2.4 O custo socioeconômico: o impacto sobre o produto e o emprego

Com o pacote robusto criado pelo governo norte-americano o setor financeiro começou a desfrutar de alguma estabilidade no país, deslocando o alvo da turbulência para os países europeus, os chamados PIIGS (Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain).

A situação peculiar desenvolvida durante a crise criou uma ambiguidade para o setor público. A responsabilidade em “salvar” o mercado financeiro e a importância que ele representa reverteu as perdas privadas para o setor público, em decorrência dos inúmeros aportes de capital para bancos. No momento em que as instituições começaram a reportar perdas, a manifestação sobre a economia foi imediata. No último trimestre de 2007 a economia norte-americana, epicentro da crise, já registrava aumento nos custos socioeconômicos na forma de desemprego e desaquecimento na produção, ilustrando as externalidades negativas da crise financeira.

Tabela 3: Taxa de crescimento do PIB e nível de desemprego trimestral nos EUA:

Semestre	2/07	4/07	2/08	4/08	2/09	4/09	2/10	4/10
PIB %	3,60	1,70	1,30	-8,90	-0,30	4,00	2,20	2,40
Desemprego%	4,60	5,00	5,60	7,30	9,50	9,90	9,40	9,30

FONTES: Elaboração própria a partir de dados coletados em United States (2013b: 2013e).

Enquanto aumentava o número de execuções de domicílios por inadimplência e as dificuldades de honrar os empréstimos, a crise do *subprime* também atingia as famílias por conta dos cortes de orçamentos das empresas e a dificuldade de vender a produção e financiar as atividades regulares em um ambiente conturbado. A queda na produção aumentou a velocidade de retração de vagas disponíveis no mercado de trabalho e a sucessão dos fatos inibia qualquer retomada de investimento pela turbulência a qual vivia o ambiente de negócios. O pouco crédito disponível e a temerária definição sobre o alcance das perdas do setor financeiro concentrou os esforços dos governos neste setor, e pouco influenciaram sobre a retomada da atividade econômica. A emissão de títulos para injetar liquidez no sistema bancário aumentou consideravelmente a dívida pública, implicando em planos de austeridade para controle dos gastos públicos e crise nos países periféricos europeus, sugerindo uma forte externalidade negativa também em nível mundial. Essa situação limitou e ainda limita o poder de reação econômica, se refletindo em sucessivos anos de retração do produto e um nível de desemprego muito alto, verificados na tabela 4 abaixo.

Tabela 4: Dívida soberana, PIB e desemprego nos PIIGS em % (Portugal, Itália, Irlanda, Espanha e Grécia).

	2007	2008	2009	2010	2011
Portugal					
PIB	2,39	-0,01	-2,9	1,4	-1,6
Desemprego	8,1	7,7	9,6	11	12,9
Dívida Pública	75,40	80,70	93,30	103,60	111,90
Itália					
PIB	1,7	-1,2	-5,5	1,8	0,4
Desemprego	6,1	6,7	7,8	8,4	8,4
Dívida Pública	112,10	114,70	127,70	126,30	127,70
Irlanda					
PIB	5,2	-3	-6,99	-0,43	0,7
Desemprego	4,90	7,50	14,90	16,90	17,50
Dívida Pública	28,70	49,60	71,20	91,70	112,60
Espanha					
PIB	3,57	0,86	-3,72	-0,15	0,77
Desemprego	8,30	11,30	18,00	20,10	21,60
Dívida Pública	42,30	47,70	62,70	66,80	75,10
Grécia					
PIB	3	-0,2	-3,2	-3,5	-6,9
Desemprego	8,30	7,70	9,50	12,60	17,70
Dívida Pública	113,90	117,50	133,60	123,00	165,10

*dívida pública calculada sobre o PIB.

FONTE: Elaboração própria a partir de dados coletados em OECD (2013).

A recuperação econômica foi melhor nos países em desenvolvimento, que encontraram no mercado doméstico a saída para a recuperação da atividade. Em muitos destes países o efeito da crise não foi direto, mas sim uma consequência da piora das principais economias e da queda do ritmo de crescimento do comércio internacional. Por terem sido afetados de maneira mais branda, os governos possuíam mais folego para cuidar dos problemas relacionados à produção e à demanda agregada, direcionando os gastos para o setor produtivo, como por exemplo, investimentos em infraestrutura e programas de distribuição de renda. Como resultado, os países em desenvolvimento apresentaram bons índices de crescimento já em 2010, sendo os principais responsáveis pelo aumento de 16,07% do comércio internacional de 2009 para 2010, e 15,38% de 2010 para 2011. Porém as novas crises que continuam a afetar negativamente um contingente maior de países europeus trouxe recuo ao comércio internacional, permanecendo quase inalterado o montante de valores transacionados entre 2011 e 2012 (UNCTAD, 2013a).

O preço da instabilidade financeira criada e difundida pelas hipotecas do tipo *subprime*, demonstra o quão profundo pode ser o contágio financeiro sobre a atividade econômica real. Segundo Dowbor (2009) “[...] na medida em que o caos

financeiro gerado pelos especuladores está atingindo os produtores de bens e serviços, é o povo em geral que passa a sofrer as consequências”. Essas consequências sugerem uma mudança de perspectiva do Estado sobre o sistema, fazendo da estabilidade financeira uma prioridade social. Se a intervenção pode resultar em aumento sobre custos operacionais das instituições, o custo social de não ter intervenções, na forma de desemprego e queda na produção torna se muito maior. É com esse objetivo que as regulações são utilizadas como ferramentas eficientes de controle, conforme veremos.

4 AS REGULAÇÕES¹⁵ COMO FORMA DE ATUAÇÃO DO ESTADO NA CORREÇÃO DE FALHAS DE MERCADO

As implicações das falhas de mercados sobre o bem-estar social evidenciam a necessidade de intervenção do Estado no ambiente econômico, através de políticas restritivas e regulatórias sobre os agentes privados. Questões como danos ao meio ambiente, mercados com competição restringida e riscos financeiros sistêmicos exemplificam resultados de processos de trocas que extrapolam os agentes diretamente envolvidos, causando externalidades ao sistema em contraposição à suposta harmonia de mercados autorregulados.

In short, the markets in none of these fictitious commodities can 'clear' through simple variation in prices. Hence, the ideal of an interlocking system of self-regulating markets cannot possibly be achieved. There is no alternative to the creation of regulatory regimes that establish rules for structuring particular markets and for shaping the ways that these particular markets will interconnect. (BLOCK, 2000, p. 57).

As políticas setoriais específicas são desenhadas para amenizar o impacto negativo causado pelo setor financeiro, quando sem supervisão, sobre a economia. A formação de cartéis e a estruturação vertical de segmentos inibem a competição e a entrada de novos participantes, limitando o retorno que estes mercados poderiam proporcionar a seus consumidores em um ambiente de livre concorrência. Para estes mercados com problemas de concorrência e concentração de poder, a legislação avançou em alguns casos, como por exemplo, a lei Antitruste e órgãos de defesa econômica visando impedir a criação de conglomerados e grandes grupos privados com poder excessivo de mercado. O Estado controla e aprova os processos de fusões e aquisições de empresas, a distribuição dos mercados e a criação de legislação que ampara a defesa aos consumidores como arma contra o abuso de preços e falta de qualidade de bens e serviços ofertados. O mesmo ocorre com o meio ambiente, onde o Estado age de maneira punitiva, regulando os tipos de atividades e seus impactos ambientais e, assim, concedendo licenças de operações e compensações para dirimir o dano social causado. São agências e órgãos independentes que trabalham em aspectos corretivos fundamentados em instrumentos assim classificados:

¹⁵ A autorregulação não será discutida por não se tratar de uma das formas de atuação do Estado.

Instrumentos fiscais: impostos e taxas, multas, incentivos fiscais, subsídios, política tarifária controle e acompanhamento de custos, incluindo-se o tabelamento de preços. Instrumentos de controle e comando: controles de entrada e saída no mercado, controles da qualidade e quantidade da produção: no caso mais extremo, execução direta de atividades econômicas com base na propriedade estatal dos meios de produção. Demais instrumentos: legislação e medidas antitruste, disposição de informações obrigatórias, regulamentação da responsabilidade civil e a criação de direitos negociáveis de propriedade (os produtores adquirem o direito de produzir externalidades negativas desde que compensem ao governo ou aos diretamente afetados) (GIGONI NETO 2002, p. 19).

Nos dois casos apresentados há um regramento definido para situações pré e pós-ocorrências. No entanto, para uma abordagem de mercados com risco potencial de contágio sistêmico, os procedimentos pós-ocorrência apresentam uma dificuldade peculiar: a possibilidade de a correção surtir um efeito nulo e tardio. Por isso o desenvolvimento para a regulação do mercado financeiro se oferece de maneira distinta, conforme apresentado na próxima subseção.

4.1 Os riscos do setor financeiro

Das falhas de mercado contempladas pela intervenção do governo no setor não-financeiro, todas apresentam como aspecto em comum o isolamento de suas atividades. Estas falhas introduzidas na produção de bens e serviços não-financeiros, se limitam aos setores de atuação, sendo restritivas a eles. Como via de padronização, a legislação consegue formular como são feitas as atividades e mapear possíveis desvios de procedimentos, aplicando assim as penalidades impostas por conduta errada. O sistema financeiro não é passível de ser submetido a essa metodologia. As características do sistema, através de inovações frequentes e oferta de linhas de crédito para múltiplas atividades correlacionadas, impedem que sejam estabelecidas normas de conduta de maneira clara e objetiva. Além disso, impossibilita uma sanção maior, que seria o encerramento das atividades de certos agentes, pois poderia se manifestar como inviável economicamente devido aos efeitos externos negativos como a perda de renda dos depositantes, a sinalização assimétrica para outras instituições que não apresentem os mesmos problemas e o contágio para o setor produtivo que pode acarretar a falta de fundos para investimento.

Os agentes financeiros, em especial os bancos com carteira comercial, trabalham com duas linhas importantes de transação – aceitação de depósitos à vista e empréstimos de fundos de agentes superavitários para agentes deficitários. A alocação de fundos entre agentes permite aos bancos trabalharem de maneira alavancada, ou seja, emprestam muito mais do que disponibilizam de recursos próprios, utilizando-se de depósitos de terceiros. Estas operações de empréstimos são de tempo maior de maturação, enquanto os resgates de depósitos são de curto prazo. Os bancos aceitam depósitos a vista, garantindo a seus depositantes a disponibilidade de liquidez quando necessário, trabalhando com a criação de meios de pagamento sem aumentar a quantidade de moeda física em circulação. São chamadas de moeda bancária todas as transferências entre agentes sem a necessidade de moeda física. Contanto que haja confiança na instituição e no sistema bancário de reservas, ele funcionará sem maiores problemas, garantindo o montante de recursos a cada um de seus participantes.

A peculiaridade do sistema financeiro se desenvolve pelo potencial de contágio a outros setores, formado por duas vias de propagação. Uma delas é pela própria característica dos bancos, que trabalham com o processo de intermediação financeira, definido assim por Mishkin (2000):

[...] os bancos tem lucros com a venda de passivos com uma série de características (uma combinação especial de liquidez, risco e rendimento) e com o uso dos proventos para adquirir ativos com uma série diferente de características. (MISHKIN, 2000, p. 142).

A transformação de maturidade, outra função dos bancos, é a intermediação financeira que alimenta demandantes de crédito de longo prazo junto a ofertantes de fundos de curto prazo. O peso do risco para este processo de empréstimos é expresso nas taxas de juros, variando entre os diferentes tipos de projetos. Uma situação endógena, por exemplo, a dificuldade de um grande cliente bancário, ou exógena, o aumento da taxa de juros dos títulos públicos, pode levar a uma oferta de crédito com juros indesejáveis aos tomadores, acarretando em uma mudança na carteira de clientes. Retira-se do mercado indivíduos dispostos a investirem em negócios mais seguros, restando os agentes mais propensos ao risco e a inadimplência. O aumento do risco de *default* por parte destas alterações desenvolve um ciclo de maior precaução de agentes financeiros, o que dificulta filtrar

informações e perfis diferenciados, ocasionando uma piora na concessão de empréstimos expressa pelas assimetrias de informações que ocasionam em seleção adversa. Quando em larga escala, diminui a liberação de crédito bancário, afetando diretamente o financiamento de investimentos produtivos e reduzindo o nível de atividade econômica agregada, ou seja, aumento custos socioeconômicos (MISHKIN, 2000).

Outra via de propagação do risco sistêmico advém da perda de confiança sobre uma instituição financeira, levando os depositantes a buscarem a liquidez de seus recursos via saques em moeda física. Quando um número elevado de saques é demandado, a instituição entra em estado de insuficiência de moeda física devido às características de emprestar a prazos e quantidades maiores do que possui em reserva. Se o fato fosse isolado, ou seja, não se propagasse ao longo do sistema financeiro na forma de externalidades, este ciclo poderia resultar em falência da instituição em questão, sem maiores danos as outras e, assim, inibindo a desconfiança sobre todo o sistema. Porém, a conduta lógica não se aplica aos agentes neste caso, podendo induzir um comportamento de manada:

Se dificuldades com instituições financeiras que operam com determinado conjunto de contratos sinalizarem dificuldades com os cenários esperados, outras instituições podem também ser atingidas por dúvidas semelhantes. O mercado se retrairá com o fracasso de uma empresa financeira, e ao invés da ocupação do espaço vazio por concorrentes, o que o fracasso de uma instituição causará é o fracasso de outras, em uma reação em cadeia. (CARVALHO, 2005, p. 2).

A apreensão e a dúvida sobre uma instituição podem levar a um pânico bancário, ou corrida bancária, se alastrando a outras instituições que não apresentem dificuldades similares, ou mesmo nenhuma dificuldade, resultado da assimetria de informações. O pânico bancário aumenta o número de falências no sistema financeiro, destituindo as transferências de depósitos a vista e a quitação dos meios de trocas entre obrigações e direitos, externalizando negativamente os efeitos para todos os agentes econômicos. Quando o resultado é extremo a falta de políticas públicas capazes de garantir a estabilidade financeira, com a característica de bem um público, incorre em um congelamento imediato sobre a atividade econômica, mostrando a dificuldade de operação de mercados puramente livres na acepção neoclássica.

A ameaça de contágio é então uma característica própria do sistema financeiro através da atividade bancária, demandando uma atenção especial das

autoridades regulatórias, transcritas como regulações prudenciais, conforme veremos a seguir.

4.2 Regulação Prudencial

Tendo em vista os riscos relacionados à atividade bancária e ao sistema financeiro, a regulação deste setor é centrada em diminuir o risco sistêmico e acompanhar a saúde das instituições envolvidas. O direcionamento funcional, através de normas e acordos, visa conter o caráter instável e mutável do sistema financeiro, que tende a ser potencialmente prejudicial à economia quando não supervisionado. Segundo Carvalho e Kregel (2010, p. 17) “[...] a regulação prudencial [...] serve para impor um comportamento mais prudente aos bancos, já que não existe nenhum incentivo privado para que essas empresas ajam com prudência”. A abordagem da supervisão consiste em regulações microprudenciais e macroprudenciais, sendo a primeira centrada nas instituições e a segunda na atividade financeira como um todo.

4.2.1 Regulações Microprudenciais

O enfoque microprudencial consiste em supervisionar agentes e operações como forma de controlar o risco do sistema e reduzir o problema da informação assimétrica associado à falta de transparência de muitas transações e muitos riscos assumidos pelos bancos. Uma das formas de atuação é o controle de balanços, onde há uma separação de atividades por instituições e uma busca pela liquidez de depósitos. O controle por balanços procura estabelecer índices de ativos compatíveis com os passivos, com a preocupação na garantia das reservas compulsórias, composta de reservas primárias e secundárias, frente à retirada de depósitos. Esta estratégia se tornou obsoleta a medida que avançava a diversificação de fontes de recursos, diminuindo a importância dos depósitos à vista e a liberalização do mercado financeiro (CARVALHO, 2007).

Outra forma de atuação microprudencial é o estabelecimento do coeficiente de capital. Baseados nos problemas de agente-principal, quando executivos podem tomar decisões pensando no retorno pessoal em detrimento da instituição que trabalham (CAVALHO, 2007), os coeficientes de capital ponderam os riscos das

operações sobre os ativos dos bancos, balizando o montante posto em risco sobre o capital próprio em cada aplicação. A lista de atividades e a classificação do risco são viabilizadas por reguladores, criando assim, uma composição entre capital próprio e de terceiros, e incorrendo perdas aos acionistas em caso de insucesso das operações.

Esta estratégia visa a falta de cautela dos agentes financeiros ao tomar decisões muito arriscadas, haja vista que as perdas também recaem sobre eles. No entanto, quando em prática, os coeficientes de capitais criaram maior liberdade de operação no setor financeiro, pois, estando disponíveis os capitais próprios, as operações tramitavam livres. Outro problema desta regulação era calcular o risco de maneira precisa conforme a aplicação, estando os reguladores muitas vezes diante de novos instrumentos financeiros e, assim sendo, dependentes das avaliações das próprias instituições sobre o risco envolvido na nova atividade. Permanecendo a ponderação por coeficiente de capital, o enfoque dos reguladores voltou-se para a precisão dos riscos, determinada pelos próprios bancos. O desenvolvimento de modelos próprios das instituições contribuiu para reforçar a defesa da autorregulação do sistema financeiro, no qual o papel principal das autoridades era o de aprovar os métodos e tratamentos dados sobre estes modelos, em cenários de possíveis adversidades. Esta tática apresentou falhas quando os modelos foram submetidos a níveis altos de *stress*, ou seja, não avaliava a repercussão de perdas em casos de grande turbulência sobre o sistema, e não prevenia o nível de contágio submetido entre os agentes envolvidos.

A criação de empresas financeiras não bancárias também delimita o nível de regulação do sistema financeiro, pois estas empresas não estão enquadradas no mesmo regime que os bancos, dificultando ainda mais os mecanismos de controle das autoridades.

4.2.2 Regulações Macroprudenciais

Políticas macroprudenciais visam o controle e a estabilidade do sistema financeiro como um todo, corrigindo a falha de mercado associada ao bem público representado pela estabilidade financeira. O primeiro grande marco destas políticas foi sobre as garantias dadas ao sistema via prestador de última instância, em que o Banco Central promove o regaste de instituições com dificuldades de liquidez, uma

espécie de banco dos bancos, alimentando a confiança setorial e mantendo o benefício público dos meios de pagamentos. Por muitas décadas a separação de instituições nos EUA também fora uma estratégia macro, diferenciando de maneira clara a atuação de bancos comerciais, bancos de investimento e outros serviços financeiros. Era vetada a participação de instituições não correspondentes às suas atividades, minimizando a possibilidade de contágio sistêmico da rede financeira, e diminuindo o risco de um colapso econômico quando algum dos setores se encontrava em fragilidade.

A concepção de que o risco do sistema financeiro não coincide com a soma dos riscos individuais, mas com o comportamento agregado de agentes e firmas, salienta a importância de identificar onde o risco sistêmico é criado, em contraposição a controlar os riscos das operações. Para adotar métodos de prevenção à propagação, Miller e Zhang (2011) usam a metáfora de um circuito elétrico, onde “disjuntores” impedem o avanço de possíveis choques para toda a rede de conexões. Nesta análise, a restrição de fluxos de capitais através da formação delimitada de pequenos grupos, pode diminuir o impacto e a exposição que bancos grandes demais para falir teriam no sistema financeiro. Delimitar as operações de bancos universais para que não haja impacto sobre poupanças privadas e empréstimos de pequenos negócios, assim como a pronta intervenção de autoridades em agentes que apresentem problemas de solvência, são algumas das regulações propostas.

Após a identificação de três tipos principais de externalidades específicas do setor financeiro que precisam ser corrigidas, são apresentadas políticas capazes de suavizar os ciclos financeiros de expansão de crédito e a prevenção de contágio.. As externalidades são classificadas como: relacionadas à complementariedade de estratégias, à liquidação de vendas de ativos e à interconexão do sistema (NICÒLO; FAVARA; RATNOVSKI, 2012).

A alta correlação de riscos entre instituições financeiras fundamenta-se em ações que tendem a ter um comportamento coletivo, podendo ocasionar externalidades decorrentes do compartilhamento de estratégias. Um exemplo é visto nos ciclos de expansão de crédito e o aumento de concorrentes nos mesmos tipos de atividades. O aumento do número de participantes amplia a oferta de empréstimos, ocorrendo assim, uma piora na escolha de tomadores, como no caso da crise do subprime com o tomadores NINJA. A supressão de informações também

é uma tática partilhada entre agentes. O conhecimento sobre a saúde financeira de instituições apresenta um efeito menos nocivo, do ponto de vista mercadológico, quando as perdas sob os mesmos produtos são reportadas de maneira conjunta pelas instituições. O mesmo ocorre quanto à necessidade de socorro do Banco Central, visto que é preferível uma assistência conjunta a uma individual (NICÒLO; FAVARA; RATNOVSKI, 2012).

A liquidação de ativos financeiros surge da venda forçada de ativos que não encontram compradores dispostos a pagarem seu “valor fundamental”, como no caso do financiamento de imóveis e empréstimos imobiliários securitizados na crise do subprime. A alocação de ativos para fundos de investimento garantem a liquidez desejada por bancos, para que assim redirecionem este crédito junto a tomadores. Durante a retração normal aos ciclos financeiros, a busca por liquidez de fundos de investimento diminui o processo de maturação de empréstimos, promovendo a precipitação na venda de ativos financeiros. Este processo amplifica o movimento de instabilidade, pois, estes ativos vendidos a preços menores afetam outros de características parecidas, resultando em um novo ciclo de liquidação a preços indesejáveis e comprometendo os coeficientes de capital próprio das instituições financeiras com consequências diretas na concessão de crédito (NICÒLO; FAVARA; RATNOVSKI, 2012).

A interconexão do sistema decorre de operações comuns às instituições financeiras, tais como, fundos mútuos, semelhança nas diversificações e empréstimos interbancários. O risco sistêmico potencial de interconexões é agravado quando atinge grandes instituições e seu nível de atuação internacional, além da complexidade envolvida nas suas atividades. A interligação também está presente em outros agentes financeiros que compõem a infraestrutura do sistema, ampliando a exposição do mercado na ocorrência de choques adversos. O contágio internacional da crise do subprime é um exemplo.

A finalidade das políticas macroprudenciais é atuar para diminuir o risco sistêmico a qual está exposto o sistema financeiro. O mapeamento das externalidades decorrentes das relações entre bancos permite definir quais políticas conseguem combater de maneira eficaz estas imperfeições. A tabela abaixo apresenta as formas de regulações atuais, tanto micro- como macroprudencial, e a abrangência delas sobre as externalidades (NICÒLO; FAVARA; RATNOVSKI, 2012):

Tabela 5: Políticas de regulação e os efeitos sobre as externalidades:

Externalidades de:	Regulações que previnem:			
	Requerimento de capital	Requerimento de liquidez	Restrições de atividades, ativos ou passivos	Tributação, Imposto
Complementariedade de estratégias	X		X	
Liquidação de ativos	X	X		X
Interconexão de sistema	X		X	X

Fonte: Tradução nossa com base em Nicolò; Favara; Ratnovski, IMF Staff Conference (2012, p. 11).

Para a correção de externalidades referentes à complementariedade de estratégias, tanto a requisição de capital próprio como a restrição de alocação de ativos servem como instrumentos de controle. Aumentar a necessidade de capital próprio em empréstimos induz a uma maior cautela por parte dos bancos em projetos muito arriscados. Nos ciclos de expansão de crédito a exigência de uma variação de capital próprio ao longo do tempo é necessária para a expansão do crédito. A restrição na alocação de ativos previne uma grande exposição ao risco, e, junto com uma exigência de garantias sobre créditos e de débitos sobre renda delimitam a oscilação dos ciclos (NICÒLO; FAVARA; RATNOVSKI, 2012).

A prevenção de liquidação de vendas de ativos pode utilizar instrumentos como tributação diferenciada entre ativos de longo e curto prazo, exigência de fontes de financiamento estáveis para operações de curto prazo e variação de capital próprio no tempo. A variação de capital próprio exige uma contrapartida elevada por parte dos bancos durante a expansão do crédito, acarretando cuidado na alocação de recursos para projetos mais arriscados. A diferença de tributação para diferentes prazos incentiva projetos de maior tempo de maturação e limita a procura por ativos inflacionados. A exigência de financiamento com fontes estáveis para o curto prazo também ajuda a diminuir a volatilidade em períodos de turbulência (NICÒLO; FAVARA; RATNOVSKI, 2012).

Políticas de regulação sobre a interconexão do sistema podem usar ferramentas conjuntas como restrição por tipo de atividades bancárias, restrição na composição de ativos bancários, requisição de capital próprio e tributação sobre operações de risco. Uma composição de capital com um capital próprio mínimo derivado da importância sistêmica da instituição aumenta o custo de ampliação de mercado para os bancos. A restrição na composição de ativos bancários impedem negociações por conta própria, e a distinção de operações entre bancos de

investimento e de varejo ajudam a criar barreiras que impeçam a perpetuação de contágio pelo sistema. A tributação sobre atividades propensas a gerar externalidades ajuda a internalizar o risco destas operações (NICÒLO; FAVARA; RATNOVSKI, 2012).

4.3 Regulações com resultados objetivos na correção das falhas de mercado

Seria a regulação capaz de corrigir falhas de mercado e evitar crises financeiras e seus elevados custos socioeconômicos? A grande depressão de 1929 deixou um legado traumático sobre a população, incorrendo em grandes perdas de bem-estar social e uma clara necessidade de mudança para garantir maior suporte aos indivíduos e empresas. A queda no nível de atividade e no aumento do desemprego produziu mazelas às maiores potências da época, deteriorando as condições de sobrevivência não só das classes mais baixas, e, servindo de motor para a ascensão de governos totalitários em alguns países Europeus. O crash da bolsa de Nova Iorque em 1929 produziu um pânico bancário, aumentando vertiginosamente o número de falências do setor e, assim, causando um efeito dominó sobre a produção e o emprego, o congelamento do comércio internacional e o protecionismo econômico.

O movimento especulativo sobre a bolsa de valores produziu um aumento desproporcional no preço dos ativos das empresas, indicando as falhas crônicas que a falta de monitoramento sobre o sistema financeiro podem ocasionar. O alto volume de empréstimos para fins de corretagem mobiliária, a falta de seguro para depósitos pessoais e o congelamento de crédito para empresas e indivíduos após o estouro da bolha registrou aproximadamente 9.000 falências bancárias entre 1930-33 (MISHKIN, 2000). A criação de leis e acordos de cooperação internacional foram as respostas para os eventos pós-crash de 1929, em duas linhas distintas de atuação, conforme discussão a seguir¹⁶. Como política de regulação com atuação micro e macroprudencial o Glass-Steagall Act, legislação bancária de 1933, fora implantada nos EUA. Para a recuperação do comércio internacional foi formulado o acordo de Bretton Woods em 1944, atuando como política regulatória macroprudencial para o controle dos fluxos de capitais e as relações de trocas internacionais.

¹⁶ Não serão discutidas todas as formas de regulação financeira, mas somente os dois exemplos supracitados.

4.3.1 Glass-Steagall Act

A turbulência do sistema financeiro com início em 1929 e se alastrando com ímpeto até 1933 determinou a intervenção regulatória do governo norte-americano para diminuir o nível de exposição do sistema, principalmente do setor bancário. Os altos números de falências bancárias registrados à época evidenciaram a fragilidade do setor, afetando os depósitos individuais, até então desprotegidos de garantias, e aumentando o nível de contágio da crise para outros setores. Até a implantação da legislação bancária, o *Banking Act* de 1933, os bancos comerciais norte-americanos atuavam também como bancos de investimento com atividades no mercado de capitais, aumentando a exposição de risco relativa a este tipo de operação (MISHKIN, 2000). Essa atividade universal dos bancos foi considerada como a causa principal sobre o excessivo número de quebras de instituições, determinando o pilar fundamental da nova legislação.

A separação de bancos por atividades relacionadas restringiram a participação de bancos comerciais no setor de valores mobiliários (MISHKIN, 2000) segmentando o setor bancário entre bancos de investimento e bancos de varejo, impondo penalidades quando houvesse interferência na atuação de um tipo de banco na área que fosse além de sua limitação. Classificavam-se como bancos comerciais as instituições financeiras depositárias, incluindo neste segmento associações de poupanças e empréstimos (Savings & Loans). A classificação de bancos de investimentos era referente às instituições financeiras não depositárias, incluindo seguradoras, financeiras, entre outros (LEITE; CAVALCANTI FILHO; CORDEIRO, 2011). A exposição das poupanças dos depositantes, sem possibilidade de resgate quando decretada uma falência bancária, estabeleceu a criação do Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) que obrigava a compra de seguros federais dos bancos comerciais sobre depósitos individuais (MISHKIN, 2000), também aumentando o poder de supervisão do sistema financeiro junto com o FED. O conjunto de normas e leis constituídas para o sistema financeiro norte-americano foi determinado, em síntese, como segue:

- (a) foram legalmente separadas as atividades típicas de banco comercial e as atividades de banco de investimento, impedindo-se o primeiro de atuar no mercado de capitais e o segundo de captar depósitos a vista,...]; (b) foram instituídos tetos para os juros pagos pelos bancos sobre depósitos a vista (fixado em zero) e a prazo (regra conhecida como "Regulamento Q"),

visando conter o risco dessas instituições através da inibição da competição via preços – no caso, pela oferta de juros altos para atrair depositantes; (c) criou-se o FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), um seguro de depósito obrigatório para bancos e instituições de poupança sob jurisprudência federal, visando conter os riscos de uma corrida bancária diante de dificuldades de liquidez localizadas. O FDIC garantia (e garante) o resgate dos depósitos até o limite de US\$ 100.000; (d) foram concedidos amplos poderes de supervisão e intervenção, na eventual constatação de irregularidades, ao Federal Reserve System (Fed, banco central americano), ao FDIC e ao OCC (Office of the Comptroller of the Currency) (HERMANN, 2002¹⁷, p. 22 apud LEITE, CAVALCANTI FILHO; CORDEIRO 2011, p. 7-8).

Assim o Glass-Steagall Act conseguiu implementar a regulação sobre o sistema financeiro norte-americano, promovendo um ambiente de estabilidade financeira que perdurou até o final dos anos 60, onde a mudança do panorama macroeconômico, como o aumento da taxa de juros pelo FED nos anos 70 e os novos instrumentos financeiros do mercado de Eurodólares, enfraqueceu a legislação, passando por diversas revogações a posteriores. A mudança do cenário econômico nos anos 70 aumentou a procura por inovações financeiras capazes de diminuir os custos de fundos para empréstimos dos bancos, aumentando o risco das operações destes. Operações com derivativos e a ampliação de tipos de ativos securitizados são alguns exemplos destas inovações.

A evolução das operações bancárias acompanhou a desregulamentação financeira guiada pelo *laissez-faire*, implicando na primeira importante revogação do Glass-Steagall Act, referente ao fim da *Regulation Q* em 1980, através do *Depository Institutions Deregulation and Monetary Act Control* (DIDMAC), que também incluía maior liberdade de atuação das instituições depositárias, o que “*contribui para a crise das instituições de poupança e empréstimos nos anos 80*” (NÓBREGA *et al.*, 2010, p. 4). Durante a década de 90 muitos bancos comerciais já atuavam no mercado de capitais através de permissões concedidas pelo FED, incluindo a possibilidade de suas holdings obterem subsidiárias capazes de atuar como bancos de investimento (NÓBREGA *et al.*, 2010). Em 1999 o governo norte-americano sancionou a *Financial Services Modernization Act*, decretando a eliminação do Glass-Steagall Act e as implicações que dele derivavam. Do enfraquecimento do Glass-Steagall Act dos anos 70 até sua revogação completa em 1999, a volta das crises financeiras foi uma constante no período, muitas delas tendo como epicentro

¹⁷ HERMANN, J. **Liberalização e Crises Financeiras**: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990. Tese de doutorado. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2002. Note-se que atualmente o seguro de depósitos para valores é de até US\$ 250 mil.

os EUA. Não causa surpresa o encaminhamento dado a estas crises, que, ao contrário de 1929, aumentou a desregulamentação do sistema financeiro, incluindo a volta dos bancos universais, tão questionados na década de 30, e culminando em dois dos principais fatores por trás da crise do *subprime* em 2008, mercados desregulados e grandes corporações bancárias.

4.3.2 O acordo de Bretton Woods

O protecionismo econômico durante o período antecedente à segunda guerra mundial e pós-crash de 1929 foi a maneira pela qual as principais economias da época encontraram uma saída a evasão de divisas para o exterior. Com sérios problemas referente à baixa produção e ao grande desemprego, barreiras ao comércio internacional foram erguidas, com o intuito de estimular o mercado e a produção interna. Uma crise nas taxas de conversão de câmbio com alta desvalorização cambial sendo usada como política de competitividade levou ao abandono do padrão câmbio-ouro como referencial de conversibilidade de moedas. O controle de capitais e dos saldos em balança de pagamentos, seguidos à risca durante a década de 30, resultaram na necessidade de um rearranjo mundial sobre os termos de trocas internacionais, conforme a guerra encontrava seu desfecho com a queda dos regimes totalitários.

Nesse contexto o acordo de Bretton Woods foi baseado em três pilares fundamentais: um padrão de conversão cambial confiável, sem liberdade de flutuação de acordo com a oferta e a demanda; um emprestador capaz de arbitrar e regulamentar o fluxo de capitais estrangeiros e financiar os desequilíbrios de saldos comerciais, restringindo a plena mobilidade de capital, e uma instituição que pudesse prover recursos para a reconstrução e desenvolvimento econômico, em especial dos países afetados pela segunda guerra mundial. Ou seja, estas medidas iam contra a ideia de mercados autorregulados e apontavam para o Estado como regulador financeiro e provedor de recursos.

Ficou estabelecido um fundo de compensação para equilíbrio na balança de pagamentos de países deficitários, denominado de Fundo Monetário Internacional (FMI), onde cada participante deveria contribuir com uma quota de acordo com as negociações elaboradas. Um banco com o intuito de promover a reestruturação de economias devastadas pela guerra e em desenvolvimento também foi criado com o

nome de Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento (BIRD) ou Banco Mundial. Quanto ao câmbio, ficou definido o dólar como moeda de troca, sendo este atrelado ao ouro, com a responsabilidade dos EUA em controlar a inflação interna e manter o lastro com integridade. O acordo também propunha, para ajustes de saldos comerciais, uma desvalorização do câmbio em até 1% como instrumento para alcance de equilíbrio.

Segundo Carvalho (2004), a tentativa dos países europeus em tentar crescer e recuperar a atividade produtiva de maneira rápida se deparou com a falta de recursos disponíveis para transferência pelo FMI, que adotava uma postura mais reguladora do que provedora. À medida que pressões inflacionárias internas colocavam em cheque a estabilidade financeira internacional, o FMI elaborava suas políticas de maneira cautelosa, preocupado em identificar os males e o combate necessário para os ajustes internos. A ajuda para os países Ocidentais partiu do Banco Mundial, e o apoio do governo norte-americano com a injeção de dólares através do Plano Marshall de 1948 promoveu a liquidez necessária para o estabelecimento do dólar como moeda de troca internacional. O regime de câmbio começou a sofrer desconfiança quando as injeções de dólares ao exterior repercutiram em déficits de pagamentos dos Estados Unidos (CARVALHO, 2004). Sucessivas intervenções foram necessárias para manter a estabilidade do dólar até que, em 1971, em uma medida do governo Nixon, a conversibilidade do dólar ao ouro foi suspensa e adotada a livre emissão do dólar, o que levou ao abandono do câmbio fixo pelos países desenvolvidos no período de 1971 – 73 (CARVALHO, 2004).

Embora as duas instituições criadas no acordo perdurem até hoje, o sucesso delas é melhor atribuído ao Banco Mundial ao passo que o FMI segue atuando por medidas estabilizadoras, com o enfoque sobre a inflação e a exigência de orçamentos públicos equilibrados, pouco contribuindo com a finalidade do desenvolvimento socioeconômico. Sua posição sobre resgates de economias em desenvolvimento é condicionada ao comprometimento de mudanças macroeconômicas e institucionais denominadas de “*condicionalidades estruturais*” (CARVALHO, 2004, p. 13).

4.3.3 As contribuições do Glass – Steagall Act e do acordo de Bretton Woods

No âmbito das políticas reguladoras, o Glass-Steagall Act permitiu que o sistema financeiro norte-americano desfrutasse de longos anos sem grandes perturbações, sugerindo a necessidade de regulação financeira e levantando dúvidas sobre a autorregulação. O número de falências bancárias que fora aproximadamente de 9.000 entre 1929-33 (MISHKIN, 2000) caiu pra 568 entre 1934-80 (UNITED STATES, 2013a), uma notável redução. A criação de meios que garantissem assistência e segurança para depositantes e a regulação sobre a atividade bancária, desenvolveu um ambiente de calma no mercado financeiro dos EUA, fazendo das crises passadas uma lembrança distante. Junto com a estabilidade econômica de 1940 até os anos 70, o ambiente de equilíbrio financeiro e produtivo parecia ser a medida correta para um ambiente de pleno emprego, com reduzidos custos socioeconômicos na ausência de crises. Porém, os novos instrumentos financeiros e a exploração de novos mercados tornaram obsoleta a legislação do *Banking Act*, que pouco a pouco sofreu revogações que culminaram na volta dos problemas que levaram à sua criação.

Os resultados do acordo de Bretton Woods por vezes são contraditórios, seja pela expectativa criada sobre seus pilares, seja pelo rumo tomado pelas instituições que dele nasceram. O sucesso em reestabelecer a ordem monetária e financeira mundial, um bem público, permitiu uma taxa de crescimento do comércio internacional de 7,50% a.a. (UNCTAD, 2013b), impulsionados pelo novo regime de taxas de câmbio atreladas ao dólar. A criação de um fundo capaz de disponibilizar recursos para financiar os saldos em balança de pagamentos foi mais eficaz, ainda que com imperfeições, em manter a estabilidade financeira e a aceitação dos novos padrões de troca. Atuando como um mediador de transações internacionais, com a função principal de manter a paridade das moedas pela conversão dólar-ouro e o câmbio fixo, por vezes o fundo se mostrou insuficiente na alocação de recursos para os desequilíbrios em balança de pagamentos, mas conseguiu desenvolver bem a função reguladora para a estabilidade do câmbio.

A suspensão do lastro do dólar ao ouro derrubou uma das bases do acordo, e o FMI mudou sua política de auxílio ao equilíbrio de saldos comerciais para o socorro de países em desenvolvimento, a tônica das décadas de 1980 e 1990. O Banco Mundial manteve o volume de empréstimos abaixo do demandado para a

reconstrução dos países ocidentais, que foram mais beneficiados pelo Plano Marshall, mais ainda é utilizado como ferramenta para obtenção de empréstimos a baixo custo para países em desenvolvimento. De qualquer maneira foi durante a vigência do acordo de Bretton Woods e da regulação nacional pelo Glass-Steagall Act que o mundo desfrutou da *Era de ouro* do capitalismo (HOBBSAWM, 2000) com crescimento robusto do produto e taxas de desemprego próximas as desejáveis de uma economia em pleno emprego, sem a decorrência de crises financeiras profundas e com ampla expansão do bem-estar social. O acordo de cooperação mútua conseguiu mudar o panorama do comércio internacional, corroído desde o crash de 1929 até o fim da segunda guerra mundial.

5 CONCLUSÃO

A hipótese de que falhas de mercado no sistema financeiro não são corrigidas pelo próprio mercado e afetam o bem-estar social parece ser corroborada pelos eventos recentes, visto que hoje, passados quase cinco anos do início da crise do subprime, a retomada de um crescimento econômico global ainda é lenta, com recessão na maioria dos países da zona do Euro, que vivem uma crise de endividamento público com retração do produto e do emprego, colocando em dúvida a própria continuidade da União Europeia. A disposição vista no setor público para conter os contágios no auge da crise com as injeções de liquidez dos bancos centrais parece não ter continuidade em termos do aumento da demanda agregada via gastos públicos. O que se segue é a cartilha dos planos de austeridade, aumentando o desconforto social e agravando a queda de bem-estar.

O desafio posto é como aumentar o ritmo de crescimento em um momento de transição entre economias, com grande perda de influência do chamado primeiro mundo, e com economias que prosperaram graças à produção voltada para exportação. Com as economias mais avançadas controlando o gasto público e equilibrando os saldos em transações comerciais em busca de superávits, a dependência de um grande comprador, como a posição ocupada pelos EUA por muitas décadas, é um dos desafios para estabelecer um novo ciclo expansionista.

Se o passado demonstrou os problemas que um sistema financeiro regido por conta própria pode provocar, ele também tem exemplos de como um ambiente com estabilidade financeira pode auxiliar na retomada do crescimento econômico. Ao mudar a atuação desenvolvimentista e intervencionista das políticas de Estado, o novo enfoque reordenou as arestas econômicas para um mercado supostamente capaz de se adequar por conta própria, desafogando o peso e o custo do Estado sobre a economia, segundo as proposições da abordagem neoclássica.

A nova ordem, porém, repercutiu nos déficits orçamentários e na dívida pública, e ainda alterou o destino final dos gastos, antes com a finalidade de aumentar o bem-estar social, hoje com a finalidade de acalmar o mercado financeiro.

A concentração de mercado ditada por cada vez menos participantes também arma uma situação de completa rendição das políticas públicas, que se tornam reféns de instituições grandes demais para falirem. O dito mercado autorregulado se

vê atormentado quando deixado a sofrer as consequências de seus atos, e o pânico toma dimensões desproporcionais sobre a economia, como as vistas durante a última crise em que os custos socioeconômicos atingiram níveis elevados.

Para impedir que sistemas financeiros instáveis, derivados de falhas de mercado, continuem a varrer economias inteiras é imperiosa a necessidade de regulações financeiras. Simplificar os instrumentos financeiros e criar mecanismos globais que promovam a estabilidade financeira através de forte regulamentação e supervisão são algumas das ferramentas a serem utilizadas. Entretanto, não somente criar regulações para o setor financeiro, mas também é necessário se firmar acordos de cooperação para a retomada de tempos mais prósperos, como os vistos durante a vigência do Bretton Woods, com arranjos sobre taxas de câmbio e instituições que promovam a expansão do comércio internacional de maneira coordenada. O certo é que uma mudança de perspectiva é necessária, assumindo uma posição econômica mais centrada no desenvolvimento humano, “mais irracional”, e menos dogmática sobre a crença na capacidade de autorregulação dos mercados.

REFERÊNCIAS

- BARTH, James R. *et al.* A short history of the subprime mortgage market meltdown. **Perspectives on the Subprime Mortgage Market**, Santa Monica, p. 1-8, Jan. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1070404>>. Acesso em: 30 maio 2013.
- BIERI, David S. Regulation and financial stability in the age of turbulence. In: KOLB, Robert W. (Org.). **Lessons from the financial crisis: causes, consequences, and our economic future**. Hoboken: John Wiley, 2010. p. 327-335.
- BLOCK, Fred. Disorderly Coordination: The Limited Capacities of States and Markets. In. BULAMARQUI, Leonardo(Org.); CASTRO, Ana C.(Org.); CHANG, Ha-Joon(Org.). **Institutions and the role of the state**. Bodmin: MPG, 2000, p. 53-70.
- BORÇA JUNIOR, Gilberto R.; TORRES FILHO, Ernani, T. Analisando a crise do subprime. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129-159, dez 2008. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev3005.pdf>. Acesso em: 10 maio 2013.
- CANUTO, Otaviano; FERREIRA JUNIOR, Reynaldo, R.; Assimetrias de informação e ciclos econômicos: Stiglitz é Keynesiano?. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 20, n. 2, p. 7-42, 1999.
- CARVALHO, Fernando J. C. de. Bretton Woods aos 60 anos. **Revista Novos Estudos**. São Paulo, n. 70, p. 51-63, nov. 2004. Disponível em: <http://www.novosestudos.com.br/v1/files/uploads/contents/104/20080627_bretton_woods.pdf>. Acesso em: 29 maio 2013.
- CARVALHO, Fernando J. C. de *et al.* **Economia monetária financeira: teoria e política**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- CARVALHO, Fernando J. C. Inovação financeira e Regulação Prudencial: da regulação de liquidez aos acordos da Basileia. In: SOBREIRA, Rogério (Org.). **Regulação financeira e bancária**. São Paulo: Atlas, 2005. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/inovacao_financeira_e_regulacao.pdf>. Acesso em: 18 abril 2013.
- CARVALHO, Fernando J. C; KREGEL Jan A. **O que fazem os sistemas financeiros e seus reguladores?**. Rio de Janeiro: IBASE, 2010. Disponível em: <<http://www.ibase.br/pt/wp-content/uploads/2011/06/govg-o-que-fazem-os-sistemas-financeiros-e-seus-reguladores.pdf>>. Acesso em: 22 abril 2013.
- CLAESSENS, S. *et al.* **Understanding Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses**. Conference. IMF. Washington: 2012. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/fincrisis/pdf/ck.pdf>>. Acesso em: 02 maio 2013.

DOWBOR, Ladislau. Navegando na crise: o potencial de mudanças. In. BISPO, Carlos R. *et al.* (Org.). **Crise financeira mundial: impactos sociais e no mercado de trabalho**. 1 ed. Brasília: ANFIP, 2009, p. 131-143.

FOLHA ONLINE. Veja a cronologia das crises nos mercados financeiros. **Folha de São Paulo**, 29 de agosto de 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/bbc/ult272u450232.shtml>>. Acesso em: 16 maio 2013.

GIGONI NETO, Gontran. Instituições regulatórias do transporte rodoviário intermunicipal de passageiros: o caso das agências reguladoras estaduais brasileiras. 2002. 179 f. Dissertação (mestrado em engenharia) 2002 – Coordenação dos Programas de Pós-graduação de Engenharia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2002.

GRIFFITH-JONES, Stephany. International financial stability and market efficiency as a global public good. In. CONCEIÇÃO, Pedro *et al.* (Org.). **Providing global public goods: managing globalization**. New York: Oxford University Press, 2003.

HOBSBAWM, Eric. **Era dos extremos: O breve século XX 1914-1991**. 2. ed. São Paulo: Schwarcz, 2000.

HUNT, E. K. **História do pensamento econômico: uma perspectiva crítica**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

KINDLEBERGER, Charles P. **Manias, pânico e crashes: Um histórico das crises financeiras**. Porto Alegre: Ortiz, 1992.

LEITE, Karla V. B. da S.; CAVALCANTI FILHO, Paulo F. de M. B.; CORDEIRO, Ariela D. **Do fim de Bretton Woods à crise Sub-prime: a securitização como solução e causa de duas crises financeiras**. IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. Rio de Janeiro: 2011.

LIMA, Gilberto T. **Em busca do tempo perdido: a recuperação pós-keynesiana da economia do emprego de Keynes**. Rio de Janeiro: BNDES, 1992.

MEADE, James E. **The Theory of Economic Externalities: The Control of Environmental Pollution and Similar Social Costs**. Leiden: Sijthoff, 1973.

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, bancos e mercados financeiros**. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

MILLER, Marcus; ZHANG, LEI. **Whiter Capitalism? Financial Externalities and Crisis**. 2011. Disponível em <<http://www.iea-world.com/docs/1044.pdf>> acesso em abril 2013.

NICOLÒ, Gianni de; FAVARA, Giovanni; RATNOVSKI, Lev. **Externalities and Macprudential Policy**. 2012. (Discussion Note). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1205.pdf>>. Acesso em: 15 abril 2013.

NÓBREGA, Mailson da. Origens da crise. In: GARCIA, Márcio; GIAMBIAGI, Fábio. (Org.). **Risco e Regulação**: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 3-18.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT - OECD. **Statextracts**. 2013. Disponível em: <<http://stats.oecd.org/Index.aspx#>>. Acesso em: 14 de maio 2013.

RIANI, Flávio. **Economia do setor público**: uma abordagem introdutória. 5ª ed. Rio de Janeiro: LTC, 2011.

SILVA, Gustavo T. F. da. As crise financeiras mundiais de 1929-2008: Uma análise comparativa a partir da abordagem pós-Keynesiana. 2010. **Dissertação (mestrado em economia)** – Faculdade de Ciências Econômicas. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre: 2010.

SILVA, Leonardo X. da; SOUZA Marcelino de. Estado, Macroeconomia e Políticas Públicas: Objetivos e instrumentos de política econômica e estrutura da análise macroeconômica. In: SILVA, Leonardo X. da (Org.). **Estado e Políticas Públicas**. Porto Alegre: UFRGS, 2010, p. 19-35.

STANDART & POOR'S. **S&P/Case-Shiller home price índices**. 2013. Disponível em: <<http://www.standardandpoors.com/indices/sp-case-shiller-home-price-indices/en/us/?indexId=spusa-cashpidff--p-us---->>. Acesso em: 19 maio 2013.

STUDART, Rogério. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. **Revista de Economia Política**, São Paulo, vol. 12, n. 1, p. 101-118, janeiro-março 1993.

THE WORLD BANK. **World development indicators**. 2013a. Disponível em: <<http://databank.worldbank.org/data/views/reports/tableview.aspx?isshared=true&ispopular=series&pid=9#>>. Acesso em: 17 maio 2013.

THE WORLD BANK. **World development indicators**. 2013b. Disponível em: <<http://databank.worldbank.org/data/views/reports/tableview.aspx#>>. Acesso em: maio 18 2013.

UNITED STATES. Bureau of Economic Analysis. **National Income and product accounts tables**. 2013e. Disponível em: <<http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=9&step=1#reqid=9&step=3&isuri=1&910=X&911=0&903=1&904=2007&905=2010&906=Q>>. Acesso em: 18 maio 2013.

UNITED STATES. Bureau of Economic Analysis. **National Income and product accounts tables**. 2013c. Disponível em: <<http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=9&step=1#reqid=9&step=3&isuri=1&910=X&911=0&903=1&904=1950&905=1989&906=A>>. Acesso em: 10 maio 2013.

UNITED STATES. Bureau of Labor Statistics. **Databases, Tables & Calculators by Subject**. 2013b. Disponível em: <<http://data.bls.gov/pdq/SurveyOutputServlet>>. Acesso em: 13 maio 2013

UNITED STATES. Federal Deposit Insurance Corporation. **Failure and assistance transactions.** 2013a. Disponível em: <<http://www2.fdic.gov/hsob/HSOBSummaryRpt.asp?BegYear=1934&EndYear=2013&State=1&Header=0>>. Acesso em: 28 maio 2013.

UNITED STATES. Federal Reserve Bank of St. Louis. 2013. **Federal Reserve Economic Data.** 2013d. Disponível em: <<http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?id=GFDEGDQ188S>>. Acesso em: 19 maio 2013.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. UNCTAD. **Exports and imports of goods and services, annual, 1980-2012.** 2013a. Disponível em: <<http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=25116>>. Acesso em: 1 de junho 2013.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. UNCTAD. **Value growth rates of merchandise exports and imports, annual, 1950-2012.** 2013b. Disponível em: <<http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=102>>. Acesso em: 02 junho 2013.

VARIAN, Hal R. **Microeconomia:** princípios básicos. 2 ed. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

WRAY, L. R. **Basiléia II e a estabilidade financeira: uma abordagem Minskyana.** In: ANDRADE, R. P. de; MENDONÇA, A. R. R. de (Org.). **Regulação Bancária e Dinâmica Financeira: Evolução e perspectivas a partir dos Acordos de Basiléia.** Campinas: Unicamp IÊ, 2006, p. 145-175.