

Introdução

As Finanças são o cérebro das economias de mercado. As instituições financeiras ao fazerem a intermediação de recursos dos agentes superavitários, agentes econômicos com excesso de recursos, porém com ausência de planos de investimentos que remunerem este capital com máxima eficiência, para os agentes deficitários, agentes econômicos com escassez de recursos, mas com projetos de investimentos para remunerar com eficiência o capital disponibilizado, desempenham papel fundamental no mundo moderno.

A desregulamentação financeira aliada à livre mobilidade de capitais entre os mais diversos países permitiram que estes capitais pudessem procurar, ao redor do mundo, as melhores oportunidades de remuneração. Dá-se a este fenômeno o nome de globalização financeira.

A globalização, em todos os aspectos, trouxe inquestionáveis melhorias para o bem-estar da população mundial. Hoje em dia, temos carros mais modernos e seguros, os aviões estão cada vez mais velozes, a medicina avançou significativamente e a expectativa de vida, mesmo em países emergentes, tem se elevado consistentemente. No campo financeiro, os benefícios da globalização financeira não são diferentes. Podemos, atualmente, compor uma carteira de ações com empresas dos mais diversos países e setores econômicos, comprar títulos governamentais de vários países, bem como operar as mais diversas moedas.

No entanto, esta mesma globalização que possibilitou o acesso aos mais diversos produtos, desta forma, possibilitando um aumento no comércio internacional e também um aumento na qualidade de vida das pessoas, pode trazer muita incerteza e insegurança para o mercado financeiro se não houver a regulação necessária para evitar o risco sistêmico.

O objetivo desta monografia é explicar como a globalização financeira ocorrida nas últimas décadas simplificou os procedimentos de securitização de ativos e dívidas regionais para em seguida revendê-los ao redor do mundo sem a supervisão e regulação necessárias, desta forma, podendo causar choques mundiais diante do estouro de uma bolha originada regionalmente.

Para isto, abordaremos durante o primeiro capítulo o processo histórico da mundialização financeira, passando pela criação da OCDE e o aumento no comércio internacional possibilitado por ela. Em seguida é feita uma abordagem na importância da conferência de Bretton Woods, a ruptura do padrão ouro e as vantagens do regime de câmbio flutuante. Finalizando o primeiro capítulo, analisaremos o início do mercado de bônus e de securitização de dívidas.

Durante o segundo capítulo, veremos algumas medidas de intenção regulatória que foram tomadas já durante a globalização dos mercados financeiros, como os acordos de Basiléia e os papéis desempenhados por Federal Reserve, Securities Exchange Commission, Banco Central do Brasil, Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central Europeu na fiscalização e regulação financeira nos países em que atuam.

Concluindo este trabalho, iremos analisar mais a fundo durante o terceiro capítulo, a crise de 2008 e os aspectos que a impulsionaram durante as últimas décadas, começando pela evolução do mercado hipotecário norte americano até a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers, marcada como o ápice da crise. Por fim, abordaremos as principais propostas apresentadas até então para tentar fortalecer as instituições fiscalizatórias e evitar que novas crises sistêmicas como esta causem um impacto tão descontrolado como o que vimos.

CAP. 1 – O processo de globalização financeira

O primeiro capítulo deste trabalho procurará mostrar historicamente os processos que contribuíram para que a globalização financeira acontecesse. Nenhum mercado financeiro existe se por trás dele não existir uma economia real ativa que sustente as operações financeiras realizadas sobre ela. A criação da OCDE, com o aumento no comércio internacional gerado por ela será o ponto de partida para a análise feita no primeiro capítulo. A partir daí, abordaremos o tratado de Bretton Woods e sua importância para o desenvolvimento do mercado financeiro internacional assim como a criação de duas grandes instituições: O FMI e o BIRD. Em seguida, analisaremos a importância do regime de câmbio flutuante para a confiabilidade dos sistemas financeiros internacionais e passaremos também o foco a um tema de grande importância para o desenvolvimento da globalização financeira: O início do mercado de bonds e de securitização de dívidas.

1.1 A criação da OCDE e sua participação na globalização financeira

Situaremos como início da nossa análise o período pós segunda guerra mundial. Desta maneira, a criação da OCDE, Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico se mostra um marco importante para abordarmos. Inicialmente criada com o nome de Organização para Cooperação Econômica Européia, após a segunda guerra mundial, com o propósito de coordenar o Plano Marshall, para a reestruturação dos países europeus, a “OCEE” foi convertida para o nome atual em 1961, com a adesão inicial de 20 países, entre eles Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Alemanha e França. Tinha o objetivo de realizar a maior expansão possível da economia dos países membros, assim como o aumento do emprego, renda e da qualidade de vida destes países. Compartilhando informações, desenvolvendo programas de cooperação e principalmente incentivando a expansão de serviços financeiros, podemos dizer que esta organização foi o embrião do cenário de interação e interdependência que temos atualmente.

Apesar da integração do comércio em si, mediante as medidas acima mencionadas, possibilitar um passo à frente no processo da mundialização das economias, o lado financeiro e a interligação entre os sistemas monetários, ou seja, a globalização do lado “não-real” da economia é um aspecto mais importante para análise neste trabalho, visto que a crise subprime teve sua origem exclusivamente devido à desregulamentação do setor financeiro. Para E. Shaw e R. Mckinnon, o modelo de liberalização desenvolvido por eles tinha por objetivo aumentar a

demanda dos poupadores e investidores por ativos monetários, visto que a regulamentação existente até então inibia o desenvolvimento da relação poupadores / instituições financeiras, desta maneira, restringindo o desenvolvimento e crescimento econômico.

No que tange às relações do país com o exterior, o modelo de liberalização recomenda: (a) ampla abertura comercial, a ser promovida pela eliminação dos impostos sobre exportações, pela redução (ao mínimo possível) dos impostos sobre importações e pela eliminação dos controles quantitativos sobre estas últimas; (b) ampla abertura financeira, pela eliminação gradual dos controles sobre fluxos de capital; (c) substituição dos regimes de câmbio administrado (fixo ou sem-fixo), característicos da política de repressão financeira, por regimes flexíveis. (SHAW, 1973, cap 7)

Percebemos que dos três aspectos citados, dois (“b” e “c”) são aspectos financeiros / monetários que certamente quando desenvolvidos facilitariam uma intensificação da troca de mercadorias entre os países.

O processo de integração financeira ganhou força entre os anos de 1979 e 1987, resultado de políticas de liberalização e desregulamentação adotadas inicialmente pelos Estados Unidos e Reino Unido seguidos dos demais países industrializados. Dado que a integração do setor financeiro dos mercados acontece mais facilmente frente à desregulamentação e desburocratização dos mesmos é preocupante a seguinte afirmação de François Chesnais:

Não desapareceu o “desenvolvimento desigual” dos países (mesmo dentro da OCDE), nem a concorrência entre eles, tendo a moeda e as finanças entre seus instrumentos. Pelo contrário, foram até reavivados pela liberação e desregulamentação financeiras. É isso que explica porque, em segundo lugar, esse todo “mundializado” é marcado por uma carência de instâncias de supervisão e controle, sobre a qual concordam todos os especialistas, por mais que divirjam em suas avaliações sobre o grau dessa carência e as soluções para remediá-la. Por fim, a unidade dos mercados financeiros é assegurada pelos operadores financeiros, em graus diferentes de um a outro compartimento. (câmbio, obrigações, ações etc).(CHESNAIS, 1996, p. 12)

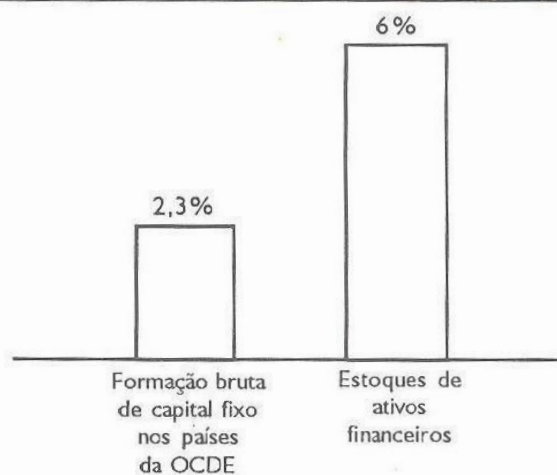
Chesnais demonstra claramente através desta afirmação o fato de que da desregulamentação é marcante, se não essencial, para a mundialização do setor financeiro. Tomando este fator como dado, os responsáveis então pela fiscalização, ainda de acordo com Chesnais, seriam os próprios operadores do mercado. É neste ponto que se encontra um grande problema: Existe conflito de interesse no fato da fiscalização do sistema ser feita pelos operadores financeiros. Estes são remunerados de acordo com sua produtividade, desta forma, o risco sistêmico da interdependência dos mercados cresce cada vez que novas operações são feitas em cima de um mesmo ativo.

O desenvolvimento da esfera financeira resultando na demonstração do seu alto dinamismo possibilitou um crescimento superior ao dos investimentos no setor real durante a década de 80. Porém esta é uma relação insustentável que demonstra a capacidade de alavancagem do sistema financeiro, criando o risco sistêmico e a interdependência que já desencadeou crises que abalaram o próprio sistema financeiro.

É só do investimento que pode nascer o emprego; é o investimento que ajuda a determinar, no longo prazo, o ritmo da criação de riquezas. Também a comparação entre a modesta taxa de crescimento da formação bruta de capital fixo do setor privado dos países da OCDE (que é um importante índice de investimento) e a do valor do estoque de ativos financeiros, é um convite a compreender as razões de ser as conseqüências de ritmos tão contrastantes. Ora, de 1980 a 1992, a taxa média de crescimento anual do estoque de ativos financeiro foi 2,6 vezes maior que a da formação bruta de capital fixo do setor privado dos países da OCDE. (CHESNAIS, 1996, p. 14)

Chesnais deixa claro, através da passagem acima, que o natural é que a economia real cresça a taxas superiores às do sistema financeiro, pois somente a partir de investimentos no setor real é possível a criação de empregos, renda e conseqüentemente o volume de riquezas através do qual, futuramente, o sistema financeiro iria realizar suas transações. A partir desta cronologia, é estranho haver um crescimento tão mais intenso do sistema financeiro como demonstra a figura abaixo:

Figura 1
Formação bruta de capital fixo do setor privado e o crescimento do estoque de ativos financeiros (1980-1992). (taxas médias de crescimento anuais)



Fonte: OCDE, contas nacionais, diversos anos.

O crescimento do estoque de ativos financeiros ser 2,6 vezes maior que a formação bruta de capital durante a década de 80 entre os países participantes da OCDE, pode ser explicado pela liberalização e desregulamentação dos respectivos sistemas financeiros nacionais, alvos do processo de globalização financeira.

1.2 – A conferência de Bretton Woods e o estabelecimento do padrão-ouro

A queda do sistema de Bretton Woods, estabelecido em 1944, é um assunto que não se pode deixar de comentar diante da sua importância em relação ao processo de mundialização financeira. Estabelecido em 1944, o acordo tinha como objetivos principais a definição de um

sistema de regras e instituições para regular a política econômica internacional e garantir sua reconstrução e estabilidade após a segunda guerra mundial. Durante a conferência, houve a criação de duas importantes instituições: O BIRD, Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento, que tinha a função de emprestar recursos aos países membros para projetos de desenvolvimento econômico, e a criação do FMI, Fundo Monetário Internacional, cuja função era financiar as dívidas de curto prazo. A principal decisão da conferência foi que cada país teria a obrigação de adotar uma política monetária que mantivesse a taxa de câmbio de suas moedas dentro de um determinado valor em relação ao dólar, que por sua vez, estaria lastreado ao ouro. Desta forma, estabeleceu-se um novo padrão monetário, o dólar-ouro, substituindo o ouro, que era vigente até então.

A revogação do sistema de Bretton Woods pôs fim ao padrão-ouro para o dólar, abrindo caminho, imediatamente, para o sistema de "taxas de câmbio flexíveis". A adoção de taxas de câmbio flexíveis foi o ponto de partida de uma instabilidade monetária crônica. Ela fez do mercado de câmbio o primeiro compartimento a entrar na mundialização financeira contemporânea, e um dos compartimentos onde uma parcela especialmente elevada dos ativos financeiros procura se valorizar, preservando, ao mesmo tempo, a máxima liquidez. (CHESNAIS, 1996, p. 25)

1.3 – A ruptura do padrão-ouro e o regime de câmbio flutuante

Em 1971, diante do aumento da demanda internacional por ouro, o então presidente norte-americano Richard Nixon, suspende o sistema de Bretton Woods, cancelando a conversibilidade do dólar em ouro. O duplo déficit americano, orçamentário e comercial, resultado do dilema de Triffin, é uma das principais razões para a decisão. Segundo Robert Triffin, havia uma contradição na estrutura do sistema de Bretton Woods, a principal maneira que os Estados Unidos encontraram para bombear dólares no sistema monetário internacional foram os persistentes déficits em seu balanço de pagamentos.

Com o fim do sistema de Bretton Woods, onde os países eram obrigados a terem suas moedas fixadas a um câmbio determinado diante do Dólar, surgiu a possibilidade de ter o câmbio flutuante. A escolha entre manter o câmbio fixo ou liberá-lo para que flutue é uma escolha particular de cada país de acordo com sua política externa, que afeta diretamente os níveis de importação e exportação do país assim como pode também aumentar a dívida externa diante da possível desvalorização de sua moeda causando instabilidade e dificuldade na obtenção de investimentos externos. Desde 1971, o regime de câmbio das principais moedas do mundo é flutuante, estabelecido pelo mercado, sem estar atrelado a um padrão comum, o que não significa tranquilidade. A alta volatilidade das taxas de câmbio em comparação à estabilidade do regime de Bretton Woods gera dúvidas quanto ao melhor regime a ser adotado, decisão específica de cada país.

Um regime de câmbio flutuante implica a existência de um mercado de moeda estrangeira competitivo, no qual o preço de uma moeda em relação à outra é determinado entre outras coisas pela oferta e procura, mas nunca sofre interferência oficial. O valor de troca de uma moeda nacional por uma moeda estrangeira está estreitamente ligado ao saldo da balança comercial (exportações menos importações).

A forma pura de câmbio flutuante raramente é encontrada no dias de hoje, sendo a versão mais comum a de taxas administradas. Nesse caso, embora as forças de mercado sejam o principal determinante do regime flutuante, na prática há ocasiões em que os bancos centrais tentam influenciar as taxas de mercado. Podem fazer isso ajustando as taxas de juros (para influenciar os fluxos de capital para dentro ou fora do país) ou por meio da intervenção direta no mercado de moeda estrangeira. (SANCHEZ, 1999, p. 28)

Como podemos ver, apesar do fim do sistema de Bretton Woods ter possibilitado a criação do sistema de câmbio flutuante, são raros os países que não exercem algum tipo de interferência direta no mercado visando atingir alguma taxa pré estabelecida. Cada país tem um volume de exportações e importações diferente. Onde as exportações são superiores às importações, é de interesse do governo manter uma taxa de câmbio mais desvalorizada do que valorizada, tornando, desta forma, os preços dos produtos produzidos internamente mais competitivos diante das outras economias. No caso de um país que não tenha capacidade de produzir suficientemente para atender sua própria demanda e tenha que manter sempre um alto nível de importações, é de interesse deste país manter sua moeda valorizada e atraente para os demais países, pois é seu maior meio de pagamento das importações. As principais vantagens de se operar com câmbio flutuante são o fato de que as autoridades monetárias não precisam se preocupar com corridas especulativas contra ou a favor de sua moeda e também não precisam implementar políticas domésticas com a preocupação de proteger o valor da moeda à uma taxa fixa, já como desvantagens podemos citar o fato de que ter um regime de câmbio flutuante traz um elemento de incerteza ao comércio internacional podendo gerar grandes movimentos especulativos nas taxas de câmbio afetando diretamente a competitividade de diversos setores produtivos do país.

Numa economia que possui câmbio fixo, os países fixam um valor de relação entre a moeda do país e o dólar. Para manter a moeda na taxa fixa, o país precisa manter uma política monetária ativa, comprando ou vendendo moeda ao preço fixado. Para ter capacidade de manter a moeda a um preço fixo, é necessário que mantenham altas reservas da mesma, assim como ouro e também outras moedas líquidas internacionais, que sejam capazes de atender o processo de oferta e demanda do mercado.

Uma forma mais flexível é o chamado regime de câmbio fixo ajustável ou de banda cambial ajustável. Nesse caso, o banco central determina a taxa de câmbio dentro de uma banda de flutuação publicamente anunciada e intervém no mercado toda vez que a taxa ameaça sair dessa banda. (O banco central atua no mercado comprando a moeda quando os preços caem e vendendo quando estão em ascensão.) Contudo, aceita-se que, na ocorrência de um desequilíbrio persistente, a taxa seja alterada. (SANCHEZ, 1999, p. 29)

Apesar do acordo de Bretton Woods ter encerrado a obrigatoriedade da manutenção do câmbio fixo em relação ao dólar, muitos países mantiveram suas taxas fixas em relação à moeda americana temendo uma grande desvalorização da mesma e dificultando as importações dos países. Manter o câmbio fixo elimina a incerteza que envolve as taxas flutuantes, podendo trazer mais tranquilidade ao sistema importador / exportador negociando contratos de maior prazo com menos risco, porém torna necessária a manutenção de grandes reservas de moeda por parte dos bancos centrais a fim de atender os processos de troca de moeda à taxa estabelecida pelo próprio banco.

1.4 – O surgimento dos mercados de *bonds* e securitização de dívidas

Uma fase de destaque no processo de globalização do sistema financeiro que foi responsável por mudanças que modernizaram fortemente o sistema e formaram um modelo de negociação que é característico dos dias atuais foi resultado da tomada de decisões por Paul Volcker e Margaret Thatcher, respectivamente presidente do FED e primeira ministra britânica. Responsáveis pela liberalização das finanças e parte da mundialização do sistema financeiro, as medidas tomadas por ambos revogaram o controle do movimento de capitais com o exterior, desta maneira, “internacionalizando” os sistemas financeiros nacionais. Estes foram os primeiros passos que trouxeram o mercado como um todo para a situação que temos atualmente. O movimento de desregulamentação monetária e financeira que se sucedeu a partir deste ponto é o grande responsável pela situação de risco sistêmico que envolve todo o mercado financeiro atualmente. A primeira consequência do processo de expansão financeira após as medidas adotadas por ambos Margaret Thatcher e Paul Volcker foi o surgimento de um mercado de “securitização” de dívidas dos governos chamado mercado de bônus. Bônus são geralmente ativos de renda fixa atrelados às dívidas dos países, mas que futuramente viriam também a englobar dívidas de empresas.

A formação dos mercados de bônus liberalizados veio responder às necessidades, ou atender aos interesses, de dois grupos de atores importantes: os governos e os grandes grupos que centralizavam poupança. Atendeu, em primeiro lugar, às necessidades de financiamento dos déficits orçamentários dos governos dos países industrializados. A implantação de um mercado de bônus, bastante aberto aos investidores financeiros externos (ou, no caso dos Estados Unidos, a extensão desse mercado, mediante a criação de mercados secundários e de sua abertura para o exterior) permitiu o financiamento dos déficits orçamentários, através da colocação de bônus do tesouro e outros títulos da dívida nos mercados financeiros. (CHESNAIS, 1996, p. 26)

O mercado de bônus, como mostra a citação acima, veio a atender de maneira eficiente a necessidade de financiamento da dívida dos países. A securitização de dívidas estatais criou uma nova classe de ativos para investimento. Tal mecanismo obteve tanto sucesso que o montante da dívida americana cresceu de forma ainda mais acelerada diante da facilidade na obtenção de crédito internacionalmente. Em 1970, o valor da dívida americana era de 322 bilhões de dólares. Em 1980 este valor passou para 902 bilhões de dólares. Em 1992 já se encontrava na casa dos 4,06 trilhões de dólares. Tal expansão pode ser explicada parcialmente pelas emissões vinculadas às taxas de câmbio, onde investidores poderiam comprar títulos americanos e ainda ganhar na variação do câmbio no período, quando venceriam os títulos e seus recursos seriam reconvertidos às moedas de origem.

O problema é que, se a taxa de crescimento esperado não se confirmar, então a queda nos resultados da exportação não vai causar somente problema para o pagamento das dívidas. Como o valor dos ativos está relacionado com o seu potencial ganho, uma queda nas expectativas de resultados vai causar, também, uma queda no valor desses ativos. Isso vai, em contrapartida, levar o risco de crédito para um nível muito alto. Em outras palavras, um colapso no valor desses ativos não vai mais ser capaz de proteger o capital emprestado pelo credor estrangeiro. Esse cenário pode ser descrito como over lending, over borrowing, ou ainda over investment. Essa situação pode, primeiramente, levar a uma crise bancária, e depois a uma crise cambial. (SOBREIRA, 2005, p.52)

Esta passagem demonstra o risco que a globalização do mercado financeiro pode trazer a uma economia. Com o “over lending”, que também pode ser chamado de alavancagem, pode-se gerar perdas maiores que os valores inicialmente investidos. O problema principal, que é a razão deste trabalho, é a expansão desenfreada e não-lastreada do volume de riqueza produzido no âmbito do mercado financeiro. A facilidade da emissão de dívidas e a alta “absorção” de qualquer volume emitido por parte dos mercados internacionais torna impossível o acompanhamento e fiscalização destas emissões. Nas finanças de mercado, onde os bancos não são as principais instituições, a fiscalização das ações praticadas no mercado tornou-se um procedimento praticamente impossível de ser realizado, pelo fato da “negociação de balcão” destes ativos ter sido “pulverizada” através de mutual funds, sociedades de investimento e outras instituições financeiras.

CAP. 2 – O patamar atual da regulação prudencial dos mercados financeiros

Abordaremos durante o segundo capítulo as principais medidas regulatórias que foram implantadas durante o desenvolvimento dos sistemas financeiros internacionais já com a intenção de trazer mais segurança e confiabilidade a um sistema que crescia descontroladamente e sem nenhuma supervisão. Inicialmente abordaremos mecanismos bancários como o redesconto, o compulsório e as operações de open-market, que apesar de sua criação se situar historicamente fora do período de análise proposto neste trabalho, são de enorme importância para a prática da política monetária de um país e que conseqüentemente reflete no desenvolvimento do setor bancário e financeiro, contraindo-o ou expandindo-o.

Após este passo, discutiremos a importância e os desdobramentos dos dois acordos de Basiléia realizados até então e também os impactos da criação de órgãos importantes para o trabalho de regulação e supervisão, como o FED, a SEC, a CVM e o Banco Central Europeu.

2.1 Aspectos econômicos da regulação de mercados

Durante o primeiro capítulo abordamos o cenário histórico durante desenvolvimento do processo de globalização do mercado financeiro internacional, passando por diversas fases como criação da OCDE, a conferência de Bretton Woods, o início do processo de securitização de ativos, entre outras. Tais fases, apesar de terem contribuído para o avanço do mercado financeiro, não foram, em alguns países, suficientemente reguladas para que garantissem a segurança de um crescimento sustentado evitando desta forma, colapsos que acabariam afetando cada vez mais agentes, diante da interação cada vez maior entre eles.

Apesar do crescimento não ter sido suficientemente regulado, resultando em diversas crises já ocorridas, foram realizados encontros internacionais sobre o assunto e criados órgãos regulatórios locais objetivando justamente um maior controle sobre a atividade do setor. Abordaremos no segundo capítulo algumas dessas medidas e órgãos criados, suas atividades e medidas tomadas para, de alguma forma, controlar e regular o crescimento do mercado financeiro internacional.

Com o processo de globalização financeira, ocorrido a partir dos anos 80, o sistema financeiro internacional sofreu grandes alterações.

...Esse fenômeno foi também captado por Jairo Saddi, ao constatar que, até a década de 1980, qualquer sistema financeiro apresentava três características básicas: era fechado, com pequeno número de participantes; cada banco possuía atuação limitada em mercados específicos, cada qual com seu escopo de atividade reduzido por lei; e, como regra geral, o mercado de atuação de cada banco era seu país de origem. De 1980 para cá, os mercados financeiros mundiais sofreram grandes alterações, principalmente pelo fenômeno da globalização e pela adoção de políticas neoliberais. Isso fez com que quase a totalidade dos países abrisse seus mercados para os capitais e instituições financeiras estrangeiros. (TURCZYN, 2005, p.351-352)

Com este desenvolvimento, a atividade bancária foi altamente afetada, o processo de “desintermediação”, onde a obtenção de crédito é feita diretamente entre credor e devedor, e o surgimento da indústria de fundos, desviaram recursos que originalmente seriam aplicados em bancos e ajudaram a tornar mais difícil o trabalho de controle e regulação do setor.

Nessas condições, embora a desregulação seja no dizer de Nazaré da Costa Cabral, assumida como princípio fundamental da época atual, inserida numa ótica de reforço do papel do mercado, de liberalização e de concorrência acrescida no mercado mundial, a verdade é que, num setor com as especificidades e com a elevada propensão a riscos – como é o setor financeiro, especialmente o bancário -, justifica-se a intervenção governamental. Mantêm-se válidos os argumentos desde sempre invocados para justificar a regulação bancária: proteger depositantes; evitar falências; introduzir alguma restrição na concorrência; e, ainda, evitar o colapso do próprio sistema bancário como um todo. (TURCZYN, 2005, p.352)

O Banco Central de cada país é responsável por controlar a liquidez da moeda nacional e a atividade dos bancos e tem em suas mãos instrumentos que possibilitam que ele regule o sistema bancário. Apesar destes instrumentos terem sido criados e já serem utilizados muito anteriormente ao período em que estamos analisando, é importante abordarmos e entendermos como eles funcionam pois tiveram participação importante no desenvolvimento da crise subprime do setor imobiliário americano, iniciada em 2008. Estes instrumentos são o redesconto, o depósito compulsório e as operações de open market. Começando pelo depósito compulsório, este é um componente importante do controle do multiplicador dos meios de pagamento. As reservas de liquidez dos bancos comerciais são compostas pelo depósito compulsório, que é feito junto ao banco central, do total de papel moeda e moedas metálicas mantidas em caixa e também dos depósitos voluntários dos bancos na autoridade monetária. Desta forma, a soma destes três fatores compõem a taxa de reserva dos bancos comerciais mantidos junto às autoridades monetárias. O banco central tem o poder de alterar a taxa do depósito compulsório, desta forma tendo a capacidade de “enxugar” ou “irrigar” o sistema financeiro nacional controlando a oferta de moeda. Os bancos comerciais tendo mais moeda para trabalharem, emprestam mais aumentando desta forma o multiplicador da economia e se isto for feito de maneira descontrolada pode gerar problemas como aumento da inadimplência, inflação e diminuição da confiança no sistema bancário.

A determinação do total das reservas (fixação da taxa de reservas) que os bancos comerciais devem manter junto às autoridades monetárias, à ordem do Banco Central, é um dos mais poderosos instrumentos de controle do efeito multiplicador dos meios de pagamento. Quando o Banco central aumenta as taxas de reservas compulsórias que os bancos comerciais devem manter à sua ordem, fica reduzida a proporção dos depósitos que pode ser convertida em empréstimos. Inversamente, se o Banco Central reduz a taxa de reservas, as disponibilidades para empréstimos aumentam. (LOPES, 2005, p. 257)

Por sua vez, o redesconto, ou empréstimos de liquidez são operações de curtíssimo prazo que o Banco Central executa para suprir os bancos comerciais de suas necessidades momentâneas de caixa. Estas operações acontecem sempre quando não há outra alternativa para a obtenção do caixa necessário por parte dos bancos comerciais. Com caráter punitivo por parte do Banco Central, o redesconto é uma operação onde títulos dos bancos comerciais são descontados a taxas prefixadas superiores às que os bancos comerciais cobram de seus próprios clientes, portanto recorrer a este procedimento deve ser sempre a última opção para os bancos comerciais, sempre em caráter de urgência. Controlar a oferta de moeda na economia, ou seja, os meios de pagamento através do procedimento de redesconto se dá aumentando ou reduzindo as taxas de juros cobradas dos bancos comerciais, alterando os tipos de títulos que podem ser descontados, alterando prazos de resgate concedidos aos bancos comerciais ou até mesmo fixando limites para a operação de redesconto por banco comercial.

Manejando as operações de redesconto, o Banco Central pode atuar de diferentes formas sobre as reservas bancárias, com subseqüentes reflexos sobre os meios de pagamento. A expansão da taxa de juros para essas operações, a redução dos prazos para resgate de títulos descontados, a redução dos limites operacionais e a imposição de maiores restrições quanto aos títulos aceitos para redesconto são formas que levarão à redução dos meios de pagamento. Para a expansão, o Banco Central operaria em direções opostas. (LOPES, 2005, p. 261)

A eficácia da utilização da atividade de redesconto visando o controle dos meios de pagamento depende de como os bancos comerciais se comportam diante das alterações das regras quanto à operação por parte do Banco Central. É de se esperar que, com o aumento das taxas de juros cobradas pelo procedimento de redesconto, os bancos comerciais passem a manter mais reservas voluntárias em caixa, visando a normal liquidação de suas operações financeira. Da mesma forma, se o Banco Central reduzir os prazos para o resgate das operações descontadas, é de se esperar que os bancos comerciais sejam mais cautelosos quanto aos seus níveis de reserva, diminuindo suas operações de empréstimo e mantendo desta forma um quadro mais “saudável” de níveis de reserva.

Em muitos países, existe ainda o mercado interbancário, onde os próprios bancos comerciais suprem suas necessidades de caixa ao final do dia para a liquidação das operações financeiras pendentes, sem a necessidade de recorrer ao Banco Central. As taxas destas operações são estipuladas pelo próprio mercado, mas certamente são inferiores às cobradas pelo

Banco Central demonstrando, novamente, o caráter de urgência máxima, sempre atrelado ao pedido de operação de redesconto quando este é feito diretamente ao Banco Central.

As operações de mercado aberto, open market, são, relativamente às operações de redesconto de títulos e também às alterações nas taxas de depósitos compulsórios, muito mais rápidas e eficazes. As operações de open market, são, como o nome diz, realizados diretamente no mercado através da maciça compra ou venda de títulos públicos. Por meio deste procedimento, o Banco Central consegue injetar ou retirar moeda da economia e desta forma fomentar ou contrair a atividade econômica.

O funcionamento deste instrumento é de fácil compreensão. Quando as autoridades monetárias desejam expandir a oferta monetária, realizam operações maciças de resgate dos títulos da dívida pública em circulação; com isso, injetam no mercado moeda de alto poder de expansão. Contrariamente, quando desejam o efeito oposto, emitem e colocam em circulação volumes maciços de títulos da dívida pública, retirando do sistema monetário, na proporção dos títulos adquiridos pelos bancos ou pelo público, moeda que se encontrava em circulação; com isso, torna-se menor a oferta monetária. (LOPES, 2005, p. 264)

A atividade de open market, com a emissão e recompra de títulos públicos possibilita o controle diário do volume da oferta de moeda, a manipulação da taxa de juros à curto prazo, a criação de liquidez para os títulos públicos e também a possibilidade tanto para os bancos quanto para as pessoas que possuem disponibilidade de caixa de diversificarem suas aplicações adquirindo títulos de curto prazo emitidos pelo Banco Central ou Tesouro Nacional. O controle do volume da oferta de moeda e a manipulação das taxas de juro no curto prazo são obtidas no mercado primário, onde o Banco Central realiza as operações diretamente com os bancos comerciais e instituições financeiras, desta forma, impactando as reservas destes agentes, enquanto a criação de liquidez para os títulos públicos e a possibilidade de diversificação de aplicações são efetuados no mercado secundário, onde instituições financeiras credenciadas pelo Banco Central intervém em seu nome, atuando no mercado aberto e desta forma afetando as condições de liquidez da economia.

Para analisar os instrumentos de política monetária acima, desviamos da janela temporal que engloba o tema do estudo deste trabalho, porém isto se deu devido à importância do entendimento dos instrumentos disponíveis para os Bancos Centrais exercerem a regulação que seria necessária para evitar crises como a de 2008-2009. A apenas utilização destes instrumentos pode não ser suficiente para evitar colapsos desta magnitude, porém eles representam as maiores armas dos Bancos Centrais no controle da economia de cada país.

Um consenso que existe no pensamento econômico é o fato de que o sistema financeiro criou um aspecto especial que o torna diferente das outras relações econômicas: O conhecido risco sistêmico. O risco sistêmico é, como o nome diz, relacionado ao sistema como um todo. A possibilidade de um colapso numa economia local abalar as estruturas do mercado financeiro

internacional devido à sua interligação resultante da globalização do mercado financeiro internacional gera preocupações e a necessidade de regulação ativa. Numa empresa, a lógica capitalista a libera para investir seus recursos próprios onde bem entender, absorvendo os lucros no caso de sucesso e também arcando com os prejuízos na possibilidade de um fracasso. Não há de se esperar que outras empresas sejam responsabilizadas pelos prejuízos gerados pela má gestão de uma outra empresa, de uma certa forma espera-se que outras empresas sejam beneficiadas pelo fracasso de uma terceira, absorvendo seus clientes e receita.

No aspecto financeiro, os contratos de desenvolvem em volumes muito superiores à economia real tornando o risco sistêmico muito mais perigoso. A quebra de uma instituição financeira gera uma crise de confiança no mercado abalando as demais instituições e retraindo o mercado como um todo. O contágio da onda de pessimismo no setor financeiro estabelecido pela crise de confiança é um aspecto específico do sistema financeiro, daí a necessidade de supervisão.

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. Este risco está presente mesmo quando o problema original, com a primeira instituição, seja devido à incompetência de seus gestores e quando as instituições que podem sofrer o contágio estejam perfeitamente sãs. Na verdade este é o cerne do problema do contágio, e das dificuldades que ele causará para o desenho de uma estratégia eficaz de regulação financeira. (SOBREIRA, 2005, p.122)

Desta forma, o contágio é uma característica específica do mercado financeiro resultado de uma imperfeição conhecida como externalidade. Esse problema precisa de intervenção e ela pode ser exercida de duas formas: O processo da criação de sistemas de segurança que fiscalizariam o sistema e suas atividades como um todo e a criação de regras, visando regular o sistema e assim torná-lo resistente a choques. Estes dois tipos de procedimentos são conhecidos como regulação prudencial, que como o nome diz, procura reduzir a exposição do sistema a riscos. Da mesma forma que o contágio e o risco sistêmico são características únicas do sistema financeiro, a regulação prudencial também é.

O comitê da Basileia é uma organização que possui autoridades de supervisão bancária objetivando fortalecer os mercados financeiros internacionais e as relações entre seus agentes. O grupo foi criado em 1974 pelos presidentes dos Bancos Centrais dos países que integravam o G10. O acordo de 1988, que foi ratificado por mais de 100 países, procurava exercer praticamente um nivelamento entre os bancos que exerciam atividades internacionais até então.

Dois objetivos fundamentais estão no coração do trabalho do Comitê sobre a convergência regulatória. Estes são, primeiro, que a nova estrutura deveria servir para reforçar a saúde e a estabilidade do sistema bancário internacional; e, em segundo lugar, que a estrutura deveria ser justa e ter um alto grau de consistência em sua aplicação a bancos em diferentes países com vistas a diminuir uma fonte existente de desigualdade competitiva entre bancos internacionais. (...) a estrutura [proposta] pelo Comitê é dirigida mais especificadamente a bancos que participem do mercado internacional (BCBS, 1988, p. 1-2)

Com o processo de globalização, a concorrência entre os bancos americanos, europeus e japoneses tinha se acirrado bastante, com os bancos americanos em posição inferior aos outros dois. Os bancos americanos, na época, eram limitados nas escolhas de suas atividades em decorrência da lei Glass – Steagall, que estabelecia uma separação entre os bancos comerciais, que emprestavam dinheiro, e os bancos de investimento, que organizavam a venda de títulos. Desta forma, com a globalização do mercado financeiro e os novos mercados que surgiam à época, como a securitização de dívidas de empresas, os bancos americanos se viam em posição muito inferior à dos europeus e japoneses por terem de atuar com recursos próprios, enquanto os demais captavam diretamente de terceiros, o que acabava tornando o custo de capital dos bancos americanos muito elevado, obrigando-os a emitir ações e títulos que pagassem juros relativamente altos para atrair o investidor.

2.2 O Acordo da Basiléia e seus aperfeiçoamentos

A intenção do comitê da Basiléia de 1988 foi sanar este problema através da medida que obrigava todos os bancos a atuarem com capital próprio e impondo limites de alavancagem para a utilização deste capital, no caso, 12 vezes. Desta forma, o acordo estava direcionado apenas aos bancos que exerciam atividades internacionais. Analisando desta maneira, o Comitê da Basiléia de 1988 existiu diante de um problema concorrencial, o que na verdade era um engano, visto que o problema na verdade decorria da ineficiência dos sistemas de regulação existentes até então.

Ao invés de fazer com que os bancos europeus e japoneses fossem regulados de forma a utilizar apenas o capital próprio, o acordo poderia ter impactado apenas os bancos americanos, reformando a lei Glass – Steagall e liberando os bancos para captarem recursos de terceiros. Porém, o acordo não foi aplicado de nenhuma das duas maneiras. Os países do G10 implantaram-no não apenas nos bancos internacionais, mas em todo o restante do setor financeiro.

De fato, não apenas os países industrializados adotaram-no de forma muito mais generalizada que o previsto, mas também o fizeram praticamente todos os outros países considerados desenvolvidos e um grande número de países emergentes e em desenvolvimento. No final da década de 1990, o FMI e o Banco Mundial tornaram a adesão ao acordo o elemento principal na avaliação da solidez financeira dos países-membros, no programa conhecido como Padrões e Códigos. (SOBREIRA, 2005, p. 134)

O problema principal do acordo da Basiléia de 1988, foi o fato da imposição do limite de 12 vezes de alavancagem sobre o capital próprio não ser reajustado de acordo com a inflação do período. Desta forma, uma inflação de 4% ao ano, vezes 12 meses resultava numa diminuição de 48% do capital disponível para empréstimo dos bancos. No lado brasileiro, esta foi a causa da

crise da dívida externa no ano de 1982, período que a economia americana apresentava uma inflação de 12% ao ano, obrigando os bancos a resgatarem 144% de seus empréstimos de volta.

Além disso, o acordo de 1988 passou a ser visto de dois ângulos diferentes, o da ferramenta de estabilidade financeira ou de ferramenta de política monetária. Limites de capital mínimo emprestável pelos bancos americanos haviam sido aplicados mesmo antes do acordo da Basiléia, como em 1981, quando P. Volcker instaurou o limite de 5% sobre o capital próprio, e 5,5% sobre o capital total. Porém, 17 dos maiores bancos americanos foram liberados desta regra com o discurso de que eram mais confiáveis e líquidos e que por isso não necessitavam de limites. Este discurso foi quebrado após a moratória do México em 1985 quebrar o Continental Illinois Bank mesmo estando dentro dos limites impostos pelo governo.

Em junho de 2004, foi ratificado o novo acordo de Basiléia, conhecido como Basiléia II. Desta vez, o acordo obriga os bancos a calcularem seus próprios padrões mínimos de capital, avaliando regularmente os riscos de crédito. Os cálculos de risco teriam que ser divulgados com supervisores de crédito. O acordo de Basiléia II está apoiado em três pilares: A exigência mínima de capital, revisão supervisória e disciplina de mercado.

O primeiro pilar, que é a exigência mínima de capital, envolve cálculos de risco de crédito, que está relacionado à possibilidade de perda diante do risco de default (não pagamento da dívida) por parte dos emitentes da dívida. No caso dos bancos menores que possuem empréstimos menos complexos, existe a possibilidade de terem uma abordagem de risco “padrão”, parecida com o do acordo de Basiléia I, desta forma, não necessitando que divulguem suas próprias informações sobre risco. Já os bancos mais sofisticados, possuem duas opções para avaliações internas de risco: Na básica, além de abordar diversas informações para avaliação de risco que já eram bastante praticadas, os bancos têm que fornecer informações relativas à possibilidade de default. Já para bancos ainda mais sofisticados, resta a opção avançada, onde, além do risco de default, os bancos têm que calcular a perda em caso de default, a exposição do credor no momento de default e a duração da exposição de risco.

Com esse novo sistema de risco, onde existem diversas metodologias para bancos sofisticados e bancos simples, o certo é que existe uma maior dependência das agências de classificação de risco como Moody's, Standard & Poor's, apesar de ainda existirem dúvidas quanto à real capacidade de análise destas agências, dado que antes do colapso da Enron em 2001 nenhuma destas agências divulgou nenhum tipo de alerta.

Em relação ao segundo pilar do acordo de Basiléia II, a revisão supervisória, refere-se à qualidade da supervisão prudencial de cada país, assim como as jurisdições nacionais. Para que este pilar tenha sucesso, os supervisores teriam de manter um relacionamento ativo com os

supervisionados, avaliando os métodos de cálculo de risco de cada banco, principalmente das instituições que usarem a opção avançada de cálculo de risco, onde tem que divulgar muito mais variáveis relacionadas à esta questão.

Os supervisores também terão de se assegurar de que as mensurações de risco dos bancos são razoavelmente acuradas e que estão associadas a montantes adequados de capital. Em caso contrário, pedir-se-á aos bancos que reservem mais capital ou que reduzam a exposição ao risco, ou uma combinação de ambos. Agências supervisorias não tem apenas a tarefa de aplicar níveis mínimos de capital correspondentes ao perfil individual de risco de qualquer banco, mas também podem pedir aos bancos que reservem capital adicional acima do mínimo. A extensão desse colchão extra de segurança depende, evidentemente da exposição agregada de risco do banco. (MENDONÇA, 2006, p. 196)

Outro aspecto do segundo pilar é o fato de que ele estipula uma diferença entre a divisão de trabalho entre diferentes supervisores nacionais relacionados a bancos internacionalmente ativos. Basiléia II exige um nível muito superior de troca de informações entre os supervisores nacionais que atuam com estes bancos, visando manter um controle de seus riscos. Certamente, manter um relacionamento próximo aos bancos, por parte dos agentes de supervisão e a troca de informações entre si, cria uma sensação de constante fiscalização, fazendo com que os bancos mantenham um maior nível de segurança, porém o fato dos fiscais serem responsáveis por bancos de seu país em questão e a não existência de um órgão internacional responsável por este procedimento devido à questão de soberania de cada país gera uma dúvida quanto à seriedade da jurisdição de cada país na garantia da execução dos termos acordados na reunião de Basiléia II.

Os banqueiros europeus estão descontentes com a incapacidade dos seus políticos de oferecerem uma estrutura supervisória centralizada e moderna. Eles sabem como a supervisão consolidada é crucial para seus modus operandi. Tanto estimativas de risco quanto exigências de capital têm de ser calculadas no nível do grupo ao invés de apenas somá-las a partir das unidades individuais. Apenas a cúpula gerencial do grupo atinge uma percepção do todo e tem condições de levar em consideração os benefícios da diversificação. (MENDONÇA, 2006, p. 199)

No caso europeu, o problema de não existir uma agência reguladora e fiscalizatória regional diz respeito a tradições nacionais muito antigas, que acabam burocratizando o processo. Além do fato de maior controle diante da possível centralização do processo de fiscalização em apenas uma agência, existem também os ganhos econômicos decorrente das economias de escala e redução de custos. A defesa dos países é que havendo agências reguladoras menores, especializadas especificamente em alguns temas, a qualidade da supervisão é maior, são mais flexíveis e a competição entre as diversas agências resultaria numa melhora do processo de fiscalização.

Passando ao terceiro pilar, que é a disciplina de mercado, este significa que os mercados em si são responsáveis também por uma parcela da fiscalização dos bancos, e fariam isso através da punição dos bancos por parte dos investidores quando houver algum problema decorrente de suas operações. Bancos com dificuldades teriam de pagar juros mais altos à seus fundos e suas

ações cairiam na bolsa, enquanto os bancos com melhor situação financeira se beneficiariam com créditos mais baratos por parte dos investidores e ações mais bem cotadas.

A idéia é fazer com que os bancos divulguem suas informações de risco de uma maneira mais clara e acessível a todos os participantes do mercado financeiro, desta maneira fazendo com que qualquer pessoa possa ter e exercer uma opinião em relação a qualquer banco.

Basiléia II propõe especificações abrangentes e bastante precisas a respeito daquilo que os bancos precisam deixar que o público saiba sobre eles e também em que formato isso deve se dar. Essas exigências de divulgação de informação incluem informações gerais sobre como os bancos pretendem lidar com questões estratégicas centrais como mitigação de risco ou planos para levantar capital. (MENDONÇA, 2006, p. 202)

O terceiro pilar mencionado acima é praticamente uma versão dos mercados eficientes. Leva em consideração que o mercado é capaz de se auto-regular e que a força restritiva do mercado é capaz fazer com que o comportamento dos banqueiros seja afetado. Neste cenário, não existe a questão de informações assimétricas e todos os agentes tomam decisões racionais. Entretanto, sabemos que este cenário não é sempre verdadeiro, portanto o terceiro pilar sozinho não é capaz de fazer com que o mercado seja regulado suficientemente, tornando necessários os outros dois pilares.

Desta maneira, pudemos entender as diferenças e as necessidades que fizeram com que as reuniões de Basiléia I e Basiléia II acontecessem. Basiléia I começa estipulando limites de capital emprestável de acordo com o capital próprio do banco, mas faz isso em busca de um nivelamento competitivo entre bancos e não com intenção regulatória, o que acaba levando-o ao fracasso. Basiléia II estipula métodos muito mais detalhados de procedimento e desta vez foca-se em criar métodos de fiscalização para tornarem o sistema financeiro mais eficiente e seguro.

2.3 Os papéis desempenhados pelo Federal Reserve (FED) e pela Securities Exchange Commission (SEC) na regulação norte-americana

Novamente desviando do período histórico de análise do tema, porém novamente com a devida importância, falaremos a seguir de dois exemplos de agências regulatórias nacionais criadas para supervisionar a atividade bancária em seus respectivos países, a SEC, Securities Exchange Commission nos Estados Unidos e a CVM, Conselho de Valores Mobiliários, no Brasil.

A SEC é uma agência independente, pertencente ao governo americano e tem por objetivo garantir o cumprimento de leis federais relacionadas à regulação do mercado financeiro americano. Foi criada em 1934, pelo “Ato de 1934”, lei criada para regular o mercado secundário de trading de ações, bônus e debêntures. A SEC é composta por cinco membros,

sendo que não mais de três deles devem pertencer a um único partido político. A agência surgiu após a quebra da bolsa americana em 1929, e a principal razão para sua criação foi para regular o mercado de ações e prevenir abusos corporativos relacionados à emissão de títulos de divulgação de resultados. À SEC foi dado o poder de licenciar e regular bolsas americanas, as companhias que lá são negociadas, assim com os “traders” que nelas atuam.

Atualmente, a SEC é responsável por administrar sete principais leis que governam o mercado americano: O ato de 1933, que objetivava a suficiente divulgação de informações relacionadas às empresas, o ato de 1934, responsável por regular o mercado secundário, o ato de 1939, que completava o ato de 1934 no que dizia respeito à emissão de títulos de dívida, os atos de 1940, que regulavam conflitos de interesse entre companhias de investimento e o mercado além de controlar a atuação de consultores de investimento, o ato de 2002, que foi criado após escândalos corporativos como o caso da Enron e Tyco e tinha por objetivo a maior fiscalização das atividades financeiras destas empresas, e por último, o ato de 2006, que foi uma reforma das agências de risco.

A SEC foi bastante criticada no caso da crise de 2008-09. Uma investigação iniciada em 1992 em um fundo que era administrado por Bernardo Madoff e prometia retornos estáveis foi considerada fracassada por não indicar nenhuma suspeita das atividades ilegais do fundo que acabaram por se tornar o “estopim” da crise. Eventos como esse colocam em dúvida a idoneidade dos fiscais pertencentes à agência.

2.5 A regulação no Brasil: O Banco Central do Brasil (BCB) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

No lado brasileiro, a CVM é responsável por disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado financeiro. Entre as atribuições de fiscalização da CVM estão o registro de companhias abertas, o registro de distribuições de valores mobiliários, o credenciamento de auditores independentes e administradores de carteiras de valores mobiliários, a organização, funcionamento e operação da bolsa de valores, a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários, a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários, a suspensão ou cancelamento de registros, credenciamentos ou autorizações, a suspensão de emissão, distribuição ou negociação de determinado valor mobiliário ou decretar recesso de bolsa de valores.

A CVM é vinculada ao Ministério da Fazenda e foi criada em 1976, durante a gestão do então presidente Ernesto Geisel. Além das atribuições descritas acima, a CVM tem ainda a

competência para apurar, julgar assim como punir irregularidades cometidas no mercado financeiro. Se houver qualquer suspeita a CVM tem autoridade para abrir um inquérito administrativo objetivando recolher informações, depoimentos e provas que possam identificar o responsável por algum delito ou prática ilegal de mercado.

Até agora, abordamos neste trabalho inicialmente uma visão histórica do processo de globalização financeira, iniciado na criação da OCDE, passando por diversas etapas que resultaram em políticas liberalistas e processos de desregulamentação do mercado financeiro, o que propiciaram seu crescimento. No segundo capítulo abordamos medidas que foram tomadas após colapsos evidenciarem a excessiva falta de regulação do mercado financeiro, que por razão delas, tornaram necessárias medidas que prevenissem novas crises e assegurassem a sustentabilidade da relação comercial e financeira entre os países.

2.4 O Banco central Europeu (BCE) e o tratado de Maastricht

O Banco Central Europeu, criado em 1998, tem sua sede em Frankfurt, na Alemanha e à época de sua criação era composto por apenas onze países: Portugal, Bélgica, Espanha, Alemanha, Irlanda, França, Luxemburgo, Itália, Países Baixos, Finlândia e Áustria. Sua principal competência é gerir o Euro, moeda dos países que compõem a União Européia e é utilizada por mais de dois terços dos habitantes da Europa. Além de gerir a moeda, outra principal atribuição ao BCE é manter a estabilidade dos preços na região, ditando as políticas monetárias a serem aplicadas em cada país. Apesar de ter total independência, o BCE trabalha juntamente com o SEBC (Sistema Europeu de Bancos Centrais), que é composto pelos bancos centrais de cada país integrante da União Européia. O BCE é composto de três principais pilares: A comissão executiva é composta pelo presidente e vice-presidente, além de quatro superintendentes eleitos pelos presidentes e primeiros ministros dos países da UE. Esta comissão tem o papel de executar a política monetária definida pelo conselho e instruir os bancos centrais de cada país. Os mandatos da comissão executiva são por oito anos não renováveis. O Conselho do Banco Central Europeu, como já dito acima tem a função principal de decidir qual será o tom da política monetária a ser aplicada na zona do Euro. É composto pelos presidentes dos bancos centrais nacionais e também fazem parte desta comissão os seis integrantes da comissão executiva.

O Banco Central Europeu foi uma consequência da criação da União Européia, que foi estabelecida após o tratado de Maastricht, em 1992. O tratado de Maastricht consolidou politicamente um processo de unificação que já começara a se desenvolver entre diversos países

européus. O tratado visava a estabilidade política do continente europeu e autorizou a livre circulação de produtos, serviços, pessoas e principalmente de capitais.

“O Tratado de Maastricht, acordado em 1992, entrou em vigência em 1º de Janeiro de 1993 e veio para instituir a União Européia. Novos limites foram traçados para o continente europeu, em especial para os estados membros da união, que a partir da assinatura do tratado assumiram novos compromissos. O tratado visa aumentar o compromisso no desenvolvimento conjunto, na coletividade, como uma “união”. Comparativamente ao Tratado de Roma, alguns artigos são de todo modificados. Na sua grande maioria, o tratado veio para intensificar as relações entre os Estados membros e, para isso, modificou substancialmente o conteúdo do tratado anterior.”(MOREIRA, 2004, p.48-49)

A passagem acima demonstra que o tratado de Maastricht assim como a criação da União Européia foram medidas que visavam aumentar o fluxo de comércio entre os países europeus unificando-os num grupo só. Processos como este são incentivadores da desregulamentação não só dos sistemas financeiros de cada país como também das demais interações econômicas e sociais existentes, podendo levar à problemas caso não sejam minimamente regulamentados. O Banco Central Europeu, criado 6 anos à frente da União Européia procura exercer parcialmente esta função de controle sobre as atividades desempenhadas entre as nações européias. Sua função não é a de apenas fomentar o crescimento e fortalecimento da união européia, mas também de criar um ambiente estável e seguro para que este crescimento e fortalecimento possa se dar de forma sustentável.

CAP. 3 – A crise financeira internacional de 2007-2009 e as propostas de aperfeiçoamento regulatório.

Após a abordagem realizada nos dois primeiros capítulos, onde foi exposto o processo de globalização dos sistemas financeiros, bem como o estágio atual da regulação prudencial nestes mercados, com foco nos mercados norte-americano, europeu e brasileiro, aprofundaremos nossa análise sobre os aspectos específicos da crise financeira internacional de 2007-2009.

Iniciaremos o capítulo tentando entender como se deu a evolução do mercado hipotecário norte-americano e sua inter-relação com o mercado de derivativos, causas primárias da crise. Em seguida analisaremos os impactos da quebra do banco de investimento Lehman Brothers sobre a crise de liquidez e o conseqüente travamento do mercado de crédito global. Por fim, analisaremos as principais reformas propostas até então para o aperfeiçoamento da regulação do sistema financeiro internacional, com especial atenção às propostas do governo Obama.

3.1 A evolução do mercado hipotecário norte-americano

De acordo com o estudo publicado pela empresa Integrated Financial Engineering, realizado para o U.S Department of Housing and Urban Development em 2006, o mercado hipotecário norte-americano pode ser dividido em quatro principais fases. A fase anterior a 1930, chamada de “era da exploração”, o período entre 1930 e 1960, conhecido como a “era da institucionalização”, seguida da “era da securitização” que envolve a década de 1970 e finalmente a “era da automatização”, que se inicia na década de 80 e existe até hoje. Apesar de alguns destes períodos estarem fora do foco histórico deste trabalho, abordaremos cada um deles para conseguirmos compor o cenário que moldou o mercado hipotecário americano da forma como é hoje.

Durante a “era da exploração”, os prazos médios dos empréstimos concedidos para o setor imobiliário variavam entre 6 e 10 anos, com pagamentos semestrais de juros, taxas flutuantes e um limite de crédito em relação ao valor do imóvel de cerca de 50%.

Durante o início do século XX, os bancos de hipoteca foram formados para financiar a ocupação imobiliária dos estados do centro-oeste e oeste norte-americano. Os bancos foram formados basicamente por financeiras já existentes na costa leste norte-americana, já mais desenvolvida. Os fundos para o desenvolvimento imobiliário desta região foram levantados através de uma forma “primitiva” dos ativos imobiliários do mercado financeiro atual. Os “MBB’s” (Mortgage-backed bonds) eram bônus (*bonds*) hipotecários oferecidos por agentes destas financeiras da costa leste à investidores da região e até mesmo de países europeus, com o argumento de que este tipo de investimento seria uma forma de diversificar e reduzir o risco do portfólio.

Durante os primeiros anos, o mercado dos “MBB’s” cresceu fortemente, beneficiando-se do ganho de escala provido pela praticamente inexistência de tal serviço até então, gerando lucros tanto para os investidos dos bônus (*bonds*) como para as financeiras responsáveis pela emissão destes ativos. Porém, os primeiros problemas quanto à este tipo de investimento começaram a surgir já no início de sua criação. A recessão de 1890, relacionada a problemas no desenvolvimento da malha ferroviária norte-americana fez com que investidores europeus retirassem seus fundos destes ativos, causando problemas às financeiras do mercado hipotecário .

No início da “era da institucionalização”, o *boom* da economia observado durante os anos 20, ajudou na ampliação dos recursos disponíveis para o mercado imobiliário, permitindo que novos integrantes aderissem ao mercado, como, por exemplo, as empresas de seguro.

O *crash* da bolsa de Nova Iorque em 1929, que causou um forte declínio na atividade econômica dos Estados Unidos, trouxe como consequência dois aspectos que foram particularmente responsáveis pela deterioração das condições do setor imobiliário. Primeiro, a forte elevação da taxa de desemprego fez com que os tomadores de crédito tivessem problemas de liquidez e dificuldades em pagar as hipotecas, ocasionando um aumento da inadimplência. Segundo, a queda do ritmo da economia fez com que houvesse grande deflação, resultando numa queda de até 50% nos preços das casas. A queda no preço dos imóveis fez com que o valor da dívida superasse o valor do imóvel, acarretando problemas aos mutuários, mas também, aos bancos, pois o valor do colateral (garantia) era inferior ao valor do empréstimo.

Diante do problema do risco sistêmico, o governo americano implementou algumas medidas para impulsionar o setor imobiliário que acabaram dando o nome de “era da institucionalização” à este período. Foram criadas as instituições HOLC (*Home Owner Loan Corporation*) e RFC (*Reconstruction Finance Corporation*) com o objetivo de liquidar os empréstimos inadimplentes, assim como, as financeiras que, àquela altura, também estavam insolventes. O programa de aquisição de ações e dos direitos sobre empréstimos em *default* das financeiras obteve grande sucesso do ponto de vista do combate ao risco sistêmico.

Além da criação das duas instituições, foi criado o FHL Banks (*Federal Home Loan Banks*), que seria responsável por regular as operações de crédito imobiliário e impor limites quantitativos, tanto nos ativos, quanto nos passivos das instituições de crédito. Algumas medidas regulatórias da época controlavam os prazos dos empréstimos (média de 10 a 12), e o seu alcance (as instituições estavam autorizadas a emprestar apenas a pessoas num raio de 50 milhas de seu escritório sede).

Durante a administração do presidente Roosevelt (1933 – 1945) mais algumas medidas em prol do setor imobiliário foram tomadas. O FHA (*Federal House Administration*), por exemplo, foi criado para prover seguros para as instituições de crédito contra a falência do sistema de hipotecas. Um novo tipo de empréstimo, com menor volume de pagamento à vista e maior prazo de vigência, acima de vinte anos, também foi criado. Além disso, instituições privadas de hipotecas foram autorizadas a emitirem bônus (*bonds*) e comprarem hipotecas de instituições primárias, criando assim um mercado secundário.

A “era da securitização” teve sua vigência durante a década de 1970. Durante o final da década de 60, o sistema de financiamento imobiliário americano enfrentava um novo desafio - a elevação da inflação e das taxas de juros dos empréstimos. Entre as décadas de 1960 e 1980, a economia norte-americana enfrentou três grandes picos no nível de inflação, em decorrência dos

altos déficits orçamentários durante a guerra do Vietnam e também dois choques no preço do petróleo.

A elevação das taxas de juros afetou negativamente a demanda por novas hipotecas, reduzindo a participação do setor imobiliário no crédito total da economia, de 43% em 1979 para 30% em 1986. Uma nova instituição foi criada pelo governo - a *Resolution Trust Corporation* – com o objetivo principal de trazer liquidez aos ativos em *default* das instituições de crédito com problemas.

Novas medidas de estímulo ao financiamento para o setor imobiliário também foram tomadas. Dentre elas, destacou-se a autorização para que as instituições de crédito desenvolvessem novos produtos de financiamento, tanto para os tomadores de empréstimos, quanto para os investidores do setor, abrindo caminho para a expansão da “securitização” das hipotecas.

Além disso, o governo fortaleceu a liquidez das instituições de crédito imobiliário ao privatizar, em 1968, a *Fannie Mae* e permitir que ela comprasse hipotecas convencionais. Outra gigantesca instituição de crédito para o setor imobiliário foi criada, em 1970, como forma de aumentar ainda mais a liquidez de hipotecas, a *Freddie Mac*. Estas duas empresas ajudaram a formar, em 1970, o mercado de títulos lastreados em hipotecas (*Mortgage Backed Securities* – MBS), que teria grande sucesso no início dos anos 80. A expansão da emissão dos títulos hipotecários estimulou a integração do mercado de hipotecas com o mercado financeiro tradicional norte-americano já existente, o que acabou aumentando ainda mais a base de instituições de crédito capazes de fomentar o mercado imobiliário.

O grande aumento no volume de securitização de dívidas imobiliárias acabou criando ativos cujo lastro era composto por tomadores de empréstimo com diferentes capacidades de pagamento. Os diferentes níveis de rentabilidade e risco dos ativos imobiliários acabaram por configurarem-se boas alternativas de investimento para investidores como fundos de investimentos, fundos de pensão, empresas seguradoras e investidores internacionais.

A “era da automatização”, iniciada durante a década de 90 e vigente atualmente, foi marcada pelo expressivo aumento na transmissão de dados, permitido pelos avanços da tecnologia da informação e com o surgimento da internet. Para o mercado imobiliário norte-americano, o principal impacto do avanço tecnológico foi a criação dos “AUS” (*Automated Underwriting System*), que são basicamente sistemas automáticos de aprovação ou não de empréstimos baseados em características específicas de risco - tanto da hipoteca quanto do tomador do empréstimo. O sistema utiliza dados estatísticos de inadimplência, tanto da região, quanto do perfil do candidato a receber o empréstimo.

O impacto mais direto da utilização deste tipo de sistema foi a imediata redução dos custos de transação e intermediação dos novos empréstimos hipotecários sob análise. Além disso, estes programas permitem fácil acesso a dados importantes para a concessão do crédito como histórico de inadimplência do tomador, volume do pagamento à vista ideal e a relação salário / mensalidade da hipoteca, o que permite que a decisão de concessão ou não da hipoteca seja mais precisa, trazendo mais segurança ao sistema como um todo.

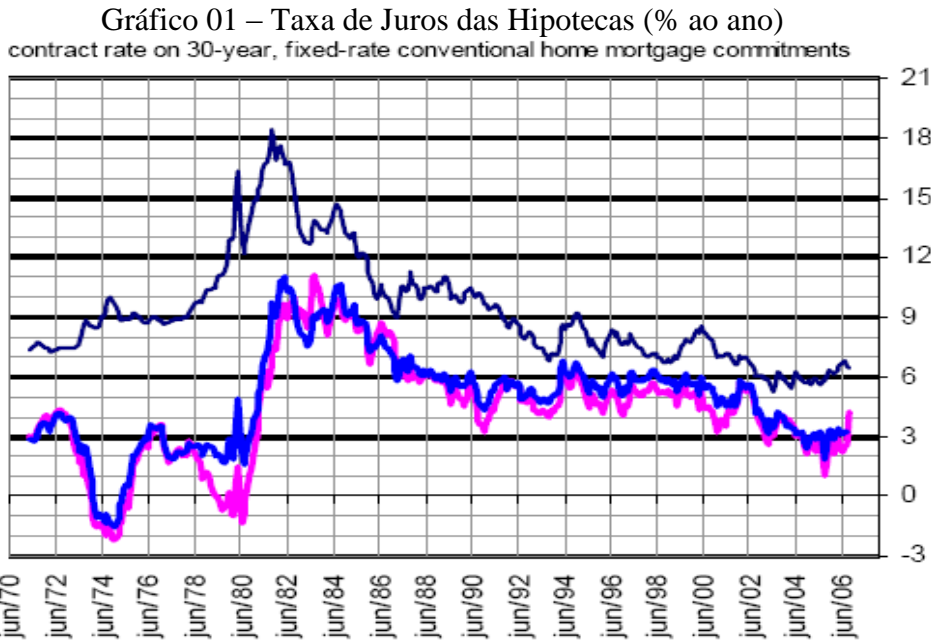
3.2 A formação da bolha imobiliária

Diversos são os fatores responsáveis pela aceleração no preço dos imóveis nos anos que antecederam a crise. Aumento da população, boom do segundo imóvel, facilidades no crédito imobiliário e o surgimento de hipotecas exóticas são alguns destes fatores. A população norte-americana atingiu 300 milhões de habitantes em 2006¹ e apresentou taxa de crescimento anual de 1,1% nos últimos dez anos. O número de lares (*households*) – que é o que interessa para o mercado imobiliário – foi fortemente correlacionado com o crescimento populacional neste período.

As facilidades nas condições de crédito imobiliário no período foram enormes e impulsionaram a demanda do norte-americano pelo segundo imóvel. De acordo com Monteiro (2004), dados do *Home Mortgage Disclosure Act* (HMDA) revelaram que entre 2000 e 2004 duplicou o número de empréstimos (de 405 para 881 mil) para a compra do segundo imóvel. Uma alteração na legislação tributária em 1997 também ajudou a fomentar a demanda pelo segundo imóvel. Foi oferecida aos vendedores isenção de impostos até o valor de US\$ 500 mil em ganhos de capital.

A capacidade de pagamento da hipoteca também foi favorecida. A queda de 200 pontos base na taxa de juros das hipotecas, ocorrida a partir do ano 2000, fez com que para uma mesma prestação, o valor do empréstimo fosse 23% maior (NAR, 2006). Em termos reais, a taxa de juros das hipotecas durante 2004 e 2005 foi a metade da observada durante a década de 90. Em termos nominais, a taxa de juros das hipotecas, foi a menor dos últimos 35 anos.

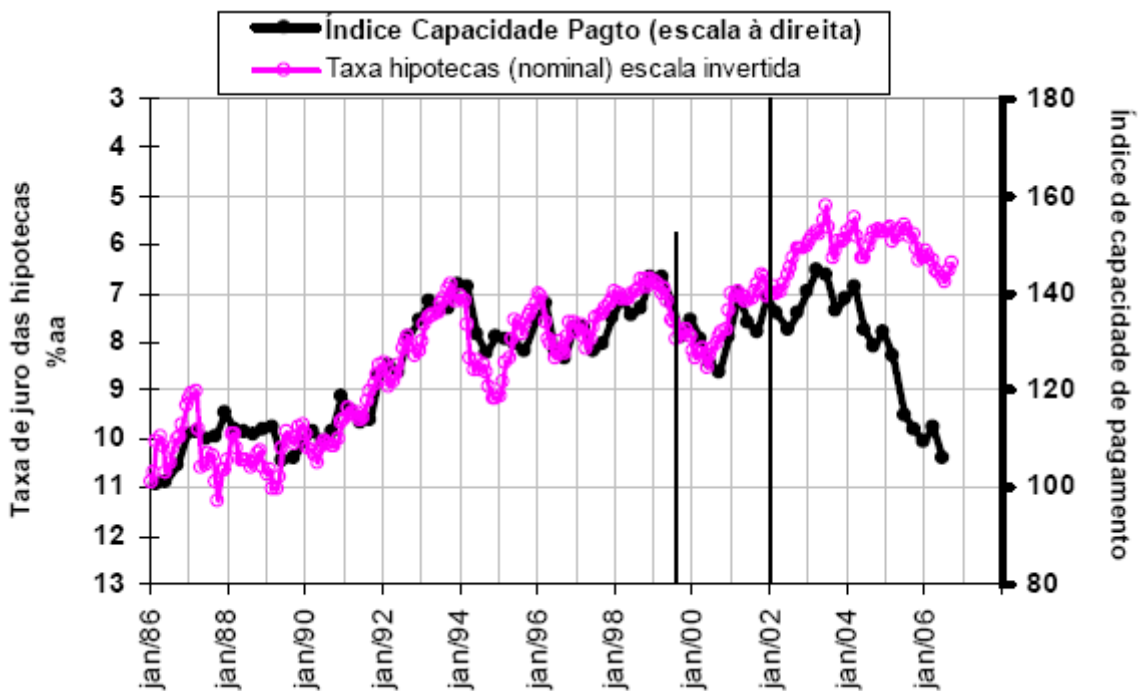
¹ Estimativa do *Census Bureau*.



Fonte: Census Bureau e Federal Reserve

Em junho de 2004, o Federal Reserve (FED) iniciou o processo de contração da política monetária. O processo, que foi gradual, elevou a taxa básica de juros da economia norte-americana passou de 1% para 5,25% ao ano, em junho de 2006.

Gráfico 02 – Capacidade de Pagamento e Taxas de Juros das Hipotecas



Fonte: National Association of Realtors e Federal Reserve.

É fato que os norte-americanos passaram a encarar os imóveis como um investimento através do qual poderiam acumular e extrair renda. Blanchard (1981) argumentou que movimentos, como o observado no mercado imobiliário norte-americano, não se tratam necessariamente de um comportamento irracional. Segundo o autor, é possível que os especuladores estejam cientes do desalinhamento entre preços e fundamentos, mas continuam a investir por acreditarem que a bolha esteja longe do estouro.

Mesmo com a elevação das taxas de juros das hipotecas e a redução da capacidade de pagamento das hipotecas, os norte-americanos continuaram comprando imóveis. A explicação para essa aparente contradição foi o surgimento de uma inovação financeira - as hipotecas exóticas. As hipotecas exóticas eram basicamente negociações diferenciadas que visavam atingir um público-alvo que até então não tinha capacidade de arcar com os pagamentos mensais que uma hipoteca normal geraria. A quantidade de agências que concediam este tipo de empréstimo cresceu fortemente durante o início dos anos 2000 e com isso a capacidade de análise de risco de crédito se deteriorou, fazendo com que o crédito de 2º linha se expandisse fortemente, trazendo desconfiança aos órgãos reguladores responsáveis por fiscalizar a solidez do mercado hipotecário norte-americano.

A busca por novos mercados por parte das agências hipotecárias juntamente com uma diminuição das exigências para a concessão de novos empréstimos tornou necessária a emissão de um documento, por parte dos agentes reguladores, alertando para o risco que tais operações poderiam trazer ao sistema. Estes produtos permitem aos tomadores de empréstimo trocar pagamentos mensais iniciais mais baixos por pagamentos maiores no futuro, ao mesmo tempo em que qualificam pessoas que não estariam aptas a recorrerem à empréstimos em outras instituições hipotecárias (FRB, 2006).

Desta forma, diante de um mercado hipotecário que já estava relativamente saturado, a proliferação das “hipotecas exóticas” foi uma busca irracional e desesperada por novos tomadores de empréstimo, mesmo que de pior qualidade e sem capacidade de honrar suas dívidas, por parte das instituições que concediam este tipo de empréstimo, sustentada também por investidores incapazes de analisar os riscos e as particularidades que tais operações ofereciam ao sistema.

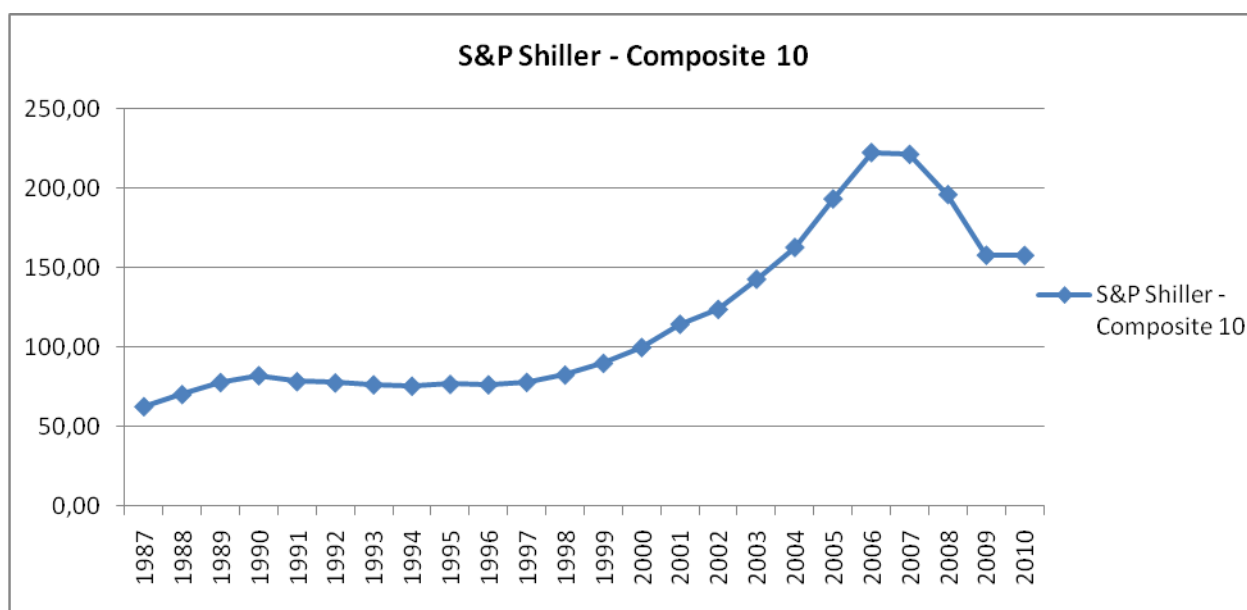
Já segundo Greenspan (2009), ex-presidente do banco central americano, o FED, e responsável pela administração da política monetária durante os anos em que se deu a escalada dos preços dos imóveis nos Estados Unidos, existem duas principais explicações para a formação da bolha. A primeira delas e com reduzido impacto, foi a política monetária expansionista desenvolvida pelo FED, o que ocasionou uma forte expansão do crédito para o setor imobiliário.

A segunda explicação para a bolha, muito mais sustentável segundo o autor, foi o fato de que taxas de juros de longo prazo das hipotecas permaneceram muito baixas. Entre os anos de 2002 e 2005, as taxas de juro das hipotecas influenciaram muito mais diretamente os preços das casas do que as taxas de juros dos fundos do FED.

A queda das taxas de juro de longo prazo na economia norte-americana deveu-se, basicamente, ao que é chamado na literatura econômica de desequilíbrio global (*Global Imbalances*)². O fortíssimo crescimento econômico da China e de outras economias emergentes, em boa parte baseado na ampliação das exportações, levou a um excesso de poupança global, onde os expressivos superávits comerciais destes países foram investidos nos títulos de renda fixa de longo prazo da economia dos EUA.

O direcionamento destes recursos ao mercado imobiliário norte-americano permitiu que as taxas de longo prazo das hipotecas permanecessem baixas, alimentando a demanda por empréstimos hipotecários e sustentando a elevação dos preços, como pode ser observado no gráfico 03.

Gráfico 03 – Evolução do Índice de Preços S&P Case-Shiller



Fonte: Standard & Poors

3.3 O colapso do Lehman Brothers, crise bancária e o contágio

² Eichengreen (2006) oferece uma análise detalhada da literatura.

Após se colocar sob a proteção do parágrafo 11 do “American Bankruptcy Act”, que garante à instituição continuar operando enquanto se reorganiza e renegocia suas dívidas (ALLIANCE, 2008), o Lehman Brothers trouxe ainda mais incerteza e desconfiança para um mercado que na semana anterior, em Setembro de 2008, havia assistido o Federal Reserve assumir as operações e garantir a liquidez dos ativos de duas gigantescas instituições de hipotecas americanas sob imensa pressão: Fannie Mae e Freddie Mac. Além disso, em Março de 2008, o mesmo FED havia também garantido a sobrevivência de outro banco e cujos investimentos no setor hipotecário estavam alavancados demais e colocavam toda a operação do banco à beira da falência: O Bear Stearns, que também recebeu ajuda do governo para ter sua compra pelo JP Morgan facilitada.

O fato do Federal Reserve garantir a liquidez destas instituições “too big to fail” ainda arrastava o já frágil mercado financeiro internacional. As agências de classificação de risco estavam sob imensa pressão e o governo americano via-se na obrigação de garantir a sobrevivência de instituições massivas com o medo de que a quebra de alguma delas pudesse gerar uma crise em cadeia, colocando em risco a estabilidade de toda a economia não só americana, como global, gerando desemprego e instabilidade financeira. No entanto, não eram apenas as agências de risco, bancos e instituições de crédito hipotecário que enfrentavam pressão, o governo americano acolhendo estas instituições em dificuldades com dinheiro público também enfrentava enormes pressões da sociedade. Diante dessas pressões, em 14 de Setembro de 2008 o FED se recusou a também “salvar” o Lehman Brothers, o que marcou o ápice da crise imobiliária americana e segundo especialistas se mostrou um erro por parte do governo americano.

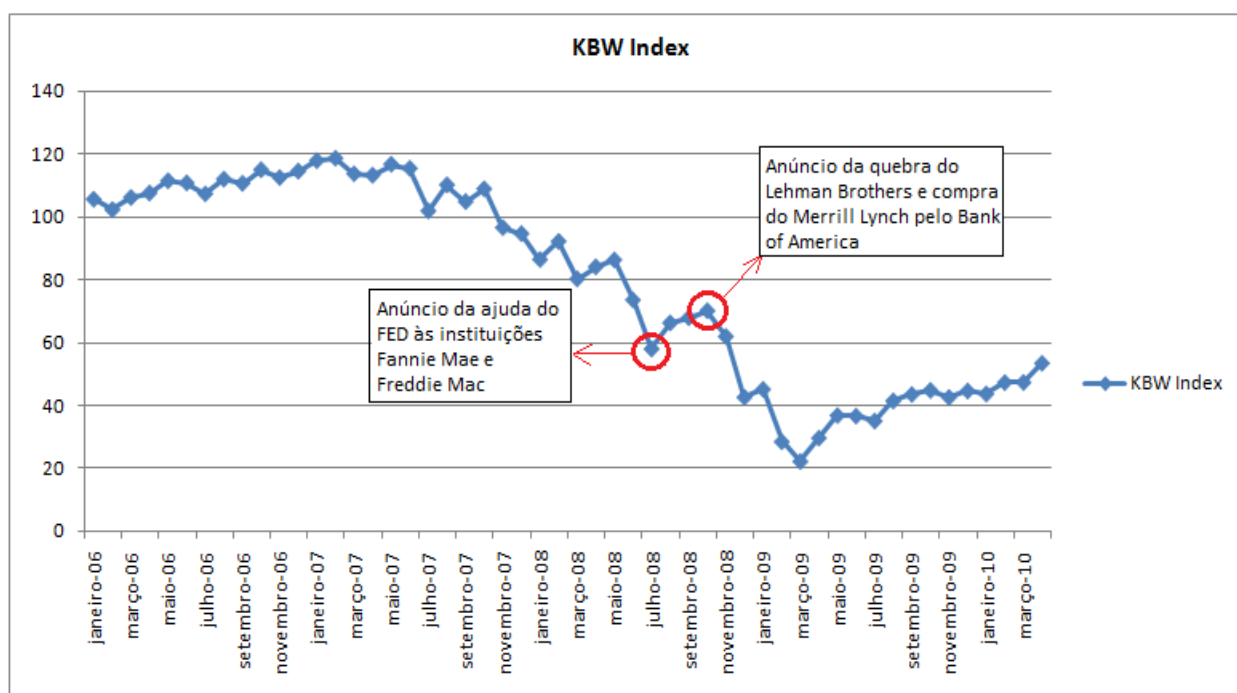
Ao recusar garantir os ativos do Lehman Brothers, o Federal Reserve tentou mandar um sinal ao mercado de que a falência de uma instituição financeira é um mecanismo natural de saída de uma economia saudável e que após garantir as operações da Fannie Mae e Freddie Mac, que representavam mais da metade de todos os contratos hipotecários americanos, não haveria mais nenhum colapso e que por isso, não era função do FED salvar todas as instituições que estivessem enfrentando dificuldades.

Esta decisão se tornaria muito custosa aos americanos, porém, se o Lehman Brothers tivesse sido salvo, esta atitude poderia enfraquecer ainda mais o mercado financeiro americano, pois estaria sendo enviada uma mensagem de que os excessos praticados por bancos e instituições de crédito poderiam continuar e que estas instituições nunca teriam de pagar pelos prejuízos, o que no final das contas poderia ser ainda mais prejudicial do que a quebra da instituição e o choque que foi gerado diante da situação econômica.

Enquanto isso, o banco Merrill Lynch anunciava a sua aquisição por parte do Bank of America, demonstrando ter sido parte de mais um pacote de salvamento e injetando ainda mais incerteza no sistema. O FED anunciava que aceitaria produtos de maior risco como garantias de seus empréstimos às instituições em dificuldades como forma de aceleração do processo de limpeza dos ativos “tóxicos” como ficaram conhecidos os produtos de derivativos alavancados em pacotes de hipotecas sub-prime, presentes na carteira de investimentos da maioria dos bancos americanos.

Os impactos imediatos da quebra do Lehman Brothers foram marcantes. Isto seria o primeiro grande teste de sobrevivência do mercado de derivativos americano. No dia 15 de Setembro de 2008, segunda-feira de manhã, dia seguinte ao anúncio da quebra do Lehman Brothers, os índices de ações abriram o dia em expressivas quedas: O S&P caía 4,65% enquanto o FTSE, índice do mercado de Londres apresentava uma queda de 4,04% (ALLIANCE, 2008). O gráfico 04 demonstra a variação do índice KBW, que é composto por ações de 24 bancos americanos de diferentes setores e que demonstra o forte contágio da quebra da instituição:

Gráfico 04 – O contágio da quebra do Lehman Brothers



Fonte: Bloomberg

Os impactos causados pela quebra do Lehman Brothers são muitos. Bolsas ao redor do mundo caíram fortemente, gerando uma crise de confiança nos bancos que fez com que bilhões de dólares investidos em países emergentes fossem resgatados e levados aos títulos do governo

americano, curiosamente ainda considerados os mais seguros. O maior impacto desta retirada de dinheiro das economias foi a falta de crédito.

As economias atualmente dependem do acesso ao financiamento para se sustentarem, e toda uma indústria de crédito foi montada para garantir às empresas o crédito necessário para seu desenvolvimento. No entanto, para que esta indústria creditícia funcione corretamente, é necessário que se tenha capacidade de avaliar os riscos diante dos retornos esperados para cada empréstimo concedido. Incerteza é obviamente uma parte da equação das empresas concedentes de crédito, contanto que fique limitada a certo nível de normalidade.

Durante o ápice da crise imobiliária americana, após terem tomado enormes riscos e registrado perdas monumentais, as financeiras perderam força, mas principalmente perderam a confiança que tinham nos tomadores de seus empréstimos, fazendo com que novos empréstimos fossem cada vez mais difíceis de serem concedidos, diante da impossibilidade de calcular as possíveis perdas, o que acabou “engessando” economias internacionalmente.

3.4 As propostas para a reforma regulatória

Diante do enorme impacto causado internacionalmente por uma crise oriunda de um setor específico da economia de um país, líderes têm se juntado com o intuito de discutir medidas de reforma regulatória para tentar impedir que novos episódios como este afetem outras economias de forma tão profunda como a crise imobiliária americana afetou. Um dos pilares do novo governo americano de Barack Obama é justamente esta reforma. Vamos discutir neste tópico os cinco principais aspectos das reformas apresentadas pelo Department of Treasury, no estudo publicado em 2009 intitulado “Financial Regulatory Reform” fim de garantir maior estabilidade para os mercados financeiros.

A primeira proposta foi promover uma supervisão e regulação mais robusta de empresas relacionadas ao setor financeiro da economia. Segundo o governo americano, instituições financeiras que são críticas para o funcionamento do mercado em geral deveriam estar sujeitas a um forte acompanhamento fiscalizatório do governo e nenhuma destas instituições deveria estar livre de algum nível de regulação. Desta forma, as propostas para esta área de supervisão são:

- A criação de um conselho de supervisão de empresas de serviços financeiros para identificar falhas que futuramente se desenvolveriam para um risco sistêmico.

- Autorização para o Federal Reserve supervisionar todas as empresas que poderiam apresentar alguma ameaça ao sistema financeiro americano, até mesmo as que não financeiras.
- A criação de um novo banco nacional de supervisão.
- A criação de um registro nacional de todos os gestores de hedge funds e outras formas de ativos que reúnem capital privado.

A segunda proposta apresentada pelo governo Obama foi a de estabelecer um nível de supervisão também sobre os mercados e não apenas sobre as instituições financeiras. Segundo o governo, os mercados financeiros deveriam ser fortes o bastante para suportar tanto um stress sistêmico quanto a possível quebra de uma, ou mais, grandes instituições. Desta forma, para fortalecer o sistema financeiro como um todo, as propostas apresentadas foram:

- Aumentar a regulação sobre os mercados de securitização, incluindo novos requerimentos para promover maior transparência dos ativos que estão sendo securitizados, maior regulação para agências de classificação de risco e também o requerimento de que as empresas emissoras destes ativos securitizados detenham uma parcela dos mesmos, assumindo também o risco do ativo que venderam ao mercado.
- Forte regulação para o mercado de derivativos de balcão, que até então não enfrentavam nenhum tipo de fiscalização.
- Poder para o FED fiscalizar os sistemas de pagamento, custódia e liquidação de ativos existente atualmente.

O terceiro pilar da reforma proposta foi o de proteger consumidores e investidores de abuso financeiro. Para conseguir reconstruir a confiança no sistema financeiro americano, é necessário evitar que consumidores percam grande parte de suas economias com produtos financeiros mal geridos. Para isto, é preciso promover transparência, simplicidade e clareza nos produtos financeiros e desta forma, as propostas para que este objetivo seja atingido são:

- Uma nova agência de proteção a consumidores contra práticas abusivas por parte de gestores financeiros.
- Regulação mais forte sobre produtos e serviços financeiros direcionados a consumidores quanto para investidores a fim de promover transparência.
- A igualdade de condições para prestadores de serviços financeiros bancários ou não.

A quarta área de atuação para promover maior estabilidade financeira foi a de gestão de crise. É necessário prover o governo com instrumentos mais eficazes para que crises como esta não alcancem níveis tão dramáticos quanto os que foram atingidos. Para isto, as alterações propostas são:

- Um novo regime de atuação para solucionar problemas de instituições não bancárias cuja falência poderia causar enormes riscos sistêmicos.
- Uma revisão do sistema de concessão de empréstimos emergenciais pelo FED para aumentar a responsabilidade das instituições em dificuldades.

Finalmente, a quinta proposta apresentada pelo governo Obama está voltada para os mercados financeiros internacionais. Segundo o governo, é necessário aumentar os padrões de regulação internacional e também a cooperação internacional. O problema não é só americano, são globais. As crises oriundas em países específicos se alastram por economias distantes rapidamente e isto só acontece porque os erros são alimentados internacionalmente. Desta forma, o governo americano sugere que sejam elaboradas reformas internacionais que acompanhem as propostas apresentadas internamente para regulação do sistema financeiro americano, buscando criar uma fiscalização mais próxima das atividades dos mercados financeiros internacionais, supervisionando firmas internacionalmente atuantes e desta forma aumentando a capacidade internacional de gestão de crises.

3.5 Conclusão

O objetivo deste trabalho foi demonstrar como o mercado financeiro está globalizado e interligado, fazendo com que ações tomadas regionalmente possam impactar das mais diversas maneiras economias afastadas e sem nenhuma familiaridade com as atividades responsáveis pela origem da crise.

A crise de 2008, originada no setor imobiliário norte-americano causou enormes impactos no mundo, chegando a ser comparada à quebra da bolsa de Nova Iorque em 1929. As baixas taxas de juro cobradas por empréstimos para a aquisição de casas fez com que a demanda por este tipo de crédito crescesse fortemente no início dos anos 2000 nos Estados Unidos, impulsionando o setor e fazendo com que o preço das casas disparasse.

O crédito para este tipo de operações foi disponibilizado a tal ponto tão facilmente, que não era necessária a comprovação de renda, fazendo com que pessoas sem condições de honrar os pagamentos mensais obtivessem o crédito da mesma maneira que bons pagadores obtinham. A facilidade era tanta que pessoas demandavam empréstimos até para a construção de um segundo imóvel, com intenção de investimento e não moradia.

Estas concessões foram facilitadas por diversos aspectos. A relativa “calmaria” nos mercados financeiros internacionais, fazia com que o volume de capital aportado

internacionalmente em fundos que direcionavam o dinheiro para o setor imobiliário norte-americano fosse cada vez maior. As agências de classificação de risco tiveram sua parcela de culpa classificando títulos “podres” como “AAA”, trazendo confiança dos investidores incapazes de realizar análises técnicas e inflando ainda mais o mercado.

Ao juntar a forte demanda por empréstimos para o setor imobiliário, com a ainda mais forte oferta de capital internacional para o desenvolvimento deste setor, os preços destes imóveis não poderiam apresentar outro comportamento a não ser o de consecutivas altas, o que trazia ainda mais segurança aos investidores que ainda estivessem indecisos.

A crise começa a estourar no momento em que tanto capital investido precisa ser emprestado. Após a saturação dos bons tomadores de empréstimo, as condições mínimas para o recebimento dos recursos são rebaixadas pelas instituições de crédito, assim como as taxas de juros, trazendo para próximo de si, maus pagadores.

A crise começa a estourar no momento em que as parcelas das hipotecas não são pagas. O preço das casas começa a diminuir e a quebra do Lehman Brothers, uma das principais instituições hipotecárias americana, trás o pânico para os mercados. Bolsas despencam ao redor do mundo por meses. Bancos e fundos quebram e são absorvidos por concorrentes que não estavam tão expostos ao setor imobiliário. O reflexo na economia real se dá de inúmeras maneiras. Empresas que deveriam utilizar mecanismos financeiros para se protegerem apenas quanto à variação do câmbio em suas operações na verdade os utilizam com especulação, e também quebram. A produção industrial diminui e o desemprego se alastra ao redor do mundo. Muitas economias entram em recessão, quando há regresso do PIB por dois ou mais trimestres consecutivos. Pessoas mal instruídas por seus agentes financeiros também perdem fortunas no mercado financeiro e o caos está instalado.

Este trabalho procurou mapear o desenvolvimento do mercado financeiro internacional nos últimos anos até o ponto em que ele se encontra hoje. A grande desvoltura deste mercado foi atingida parcialmente pela falta de regulação e supervisão por parte dos governos. Chegou-se a tal ponto que o mercado é capaz de se auto-destruir. Para evitar que novos colapsos desta magnitude voltem a atingir as economias é necessário que o desenvolvimento do setor financeiro seja acompanhado de perto por conselhos de supervisão e regulação que mantenham um crescimento saudável e sustentável.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BLANCHARD, O. *Speculative Bubbles, Crashes and Rational Expectations*. Economics Letters, 1981

CHESNAIS, F. *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.

CORAZZA, G.; OLIVEIRA, Reci. *Os Bancos Nacionais Face à Internacionalização do Sistema Bancário Brasileiro*. Análise Econômica (UFRGS). 2007

DEPARTMENT OF TREASURY. *Financial Regulatory Reform. A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*.

Disponível em: www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf

EICHENGREEN, B. *Global imbalances: The new economy, the dark matter, the savvy investor, and the standard analysis*. Journal of Policy Modeling. 2006

GARCIA, Marcio G. P. *Regulação e supervisão bancária no Brasil: algumas reflexões*. Rio de Janeiro: Depto. de Economia – PUC. 1995.

GREENSPAN, A. *A era da turbulência: aventuras em um novo mundo*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

Idem. *The FED didn't cause the housing bubble*. 2009.

Disponível em:

http://www.iepecdg.com.br/Arquivos/Leiturassugeridas/090311_greenspan_fed_housing_bubble.pdf

INDUSTRIAL ALLIANCE INVESTMENT MANAGEMENT INC. *The collapse of the Lehman Brothers investment bank*.

Disponível em:

http://www.iaclarington.com/docs/news/IAIM%20Commentary_Sept17_2008.pdf

INTEGRATED FINANCIAL ENGINEERING. *Evolution of the U.S Housing Finance System*. 2006.

Disponível em: http://www.rebuz.com/research02/0606/US_evolution.pdf

JOINT ECONOMIC COMMITTEE – UNITED STATES CONGRESS. *The U.S housing bubble and the global financial crisis: Vulnerabilities of the alternative financial system*. 2008

Disponível em:

http://www.house.gov/jec/studies/2008/The_US_Housing_Bubble_June_2008_Study.pdf

LECH, Marcelo Mendes, MOREIRA, Luis Carlos Lopes. *A política externa e de segurança comum na união européia*. Canoas: Ulbra. 2004.

LOPES, J. C. *Economia Monetária*. São Paulo: Atlas, 2005.

MENDONÇA, A. R. R. (Org.) *Regulação bancária e dinâmica financeira: evolução e perspectivas a partir dos acordos de Basileia*. Campinas: Unicamp. 2006.

NAR (National Association Of Realtors). *Profile of U.S. Real Estate Markets*, 2005

SANCHEZ, Inaiê. *Para entender a internacionalização da economia*. São Paulo: SENAC, 1999.

SOBREIRA, R. (Org.). *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo: Atlas, 2005

TURCZYN, S. *O Sistema Financeiro Nacional e a regulamentação bancária*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005

FUNDAÇÃO ARMANDO ALVARES PENTEADO
FACULDADE DE ECONOMIA

A CRISE DE 2008-2009 DIANTE DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA,
RISCO SISTÊMICO E NECESSIDADE DE REGULAÇÃO PRUDENCIAL

FERNANDO ALTOÉ PENIDO

Monografia de conclusão de curso
apresentada à Faculdade de Economia
para obtenção do título de graduação em
Ciências Econômicas, sob orientação do
Prof Denísio Augusto Liberato Delfino.

São Paulo, 2010

PENIDO, Fernando Altoé. A CRISE DE 2008-2009 DIANTE DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA, RISCO SISTÊMICO E NECESSIDADE DE REGULAÇÃO PRUDENCIAL, São Paulo, FAAP, 2010, 36 p.
(Monografia Apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Economia da Fundação Alvares Penteado)
Palavras-chave: Crise. Hipoteca. Setor Imobiliário. Risco Sistêmico. Regulação.

DEDICATÓRIA

Dedico esta monografia ao meu pai.

SUMÁRIO

Lista de Siglas

Lista de Gráficos

Resumo

INTRODUÇÃO	1
1. O processo de globalização financeira	
1.1 A criação da OCDE e sua participação na globalização financeira	3
1.2 A conferência de Bretton Woods e o estabelecimento do padrão-ouro	5
1.3 A ruptura do padrão-ouro e o regime de câmbio flutuante	6
1.4 O surgimento dos mercados de bonds e de securitização de dívidas	8
2. O patamar atual da regulação prudencial dos mercados financeiros	
2.1 Aspectos econômicos da regulação de mercado	10
2.2 O Acordo da Basileia e seus aperfeiçoamentos	15
2.3 Os papéis desempenhados pelo Federal Reserve (FED) e pela Securities Exchange Commission (SEC) na regulação norte-americana	18
2.5 A regulação no Brasil: O Banco Central do Brasil (BCB) e a Comissão de valores Mobiliários (CVM)	19
2.4 O Banco Central Europeu (BCE) e o Tratado de Maastricht	20
3. A crise de 2008-2009 e as novas propostas de aperfeiçoamento regulatório	
A evolução do mercado hipotecário americano	21
A formação da bolha imobiliária	25
O colapso do Lehman Brothers, crise bancária e contágio	28
Propostas de Reforma Regulatória	31
Conclusão	33

Lista de siglas

AUS – Automated Underwriting System

BCB – Banco Central do Brasil

BCE – Banco Central Europeu

BIRD – Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EUA – Estados Unidos da América

FED – Federal Reserve

FHA – Federal House Administration

FHLB – Federal Home Loan Banks

FMI – Fundo Monetário Internacional

FTSE – Financial Times Stock Exchange

HMDA – House Mortgage Disclosure Act

HOLC – Home Owner Loan Corporation

KBW – Keefe, Bruyette & Woods

MBB – Mortgage Backed Bonds

MBS – Mortgage Backed Securities

OCDE – Organização para cooperação e desenvolvimento econômico

PIB – Produto Interno Bruto

RFC – Reconstruction Finance Corporation

SEBC – Sistema Europeu de Bancos Centrais

SEC – Securities Exchange Commission

S&P – Standard & Poors

UE – União Européia

Lista de Gráficos

Gráfico 1 – Formação bruta de capital fixo do setor privado e o crescimento do estoque de ativos financeiros	5
Gráfico 2 – Taxa de juros das hipotecas	25
Gráfico 3 – Capacidade de pagamento e taxas de juros das hipotecas	26
Gráfico 4 – Evolução do índice de preços S&P Case-Shiller	28
Gráfico 5 – Variação do índice KBW	30

Resumo

Esta monografia tem por objetivo discutir as principais causas da crise imobiliária norte-americana que afetou o mundo nos anos de 2008 e 2009. Para isto, durante o primeiro capítulo, discutiremos o processo de globalização dos mercados financeiros nas últimas décadas, focando nos principais passos que possibilitaram ao mercado se desenvolver e chegar ao nível de interdependência apresentado hoje. Durante o segundo capítulo, abordaremos as medidas de fiscalização tomadas durante o processo de globalização e as instituições responsáveis por desempenhar este papel. No terceiro capítulo, focaremos as atenções para a evolução do mercado hipotecário norte-americano, setor originário da crise, o estouro da bolha, o impacto internacional da crise e concluiremos o trabalho apresentando as principais propostas regulatórias para que novas crises como esta sejam evitadas.