

Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas

Marcos Antonio Macedo Cintra*

Rafael Fagundes Cagnin**

Resumo – Este artigo procura analisar as principais tendências e transformações no sistema monetário-financeiro dos Estados Unidos após 1980, tendo como pano de fundo o processo de concorrência entre as instituições financeiras, por meio de novos instrumentos, bem como a interação com o ambiente institucional e regulatório. O artigo discute a perda relativa de posição do sistema bancário e a ascensão dos investidores institucionais na estrutura do sistema financeiro americano, bem como a expansão dos novos instrumentos de dívida e do mercado de capitais. O avanço das finanças diretas imprime sua lógica de gestão da riqueza e do crédito, a partir da diversificação dos portfólios de ativos, aos grandes bancos norte-americanos. Esse processo tem sido acompanhado pelo aperfeiçoamento dos modelos e técnicas de monitoramento, mitigação e transferência de risco. A generalização das formas de gestão de ativos pelos grandes investidores (bancos, corporações, investidores institucionais, *hedge funds*) e dos modelos de monitoramento de risco resultam em minicrises globais recorrentes.

Palavras-chave – sistema financeiro americano, investidores institucionais, bancos universais, EUA.

JEL – G21, E44.

1. Introdução

No último quartel do século XX, a crescente liberalização dos movimentos de capitais entre as principais praças financeiras e a desregulamentação dos mercados, em um sistema de taxa de câmbio flutuante, chamado de “dólar flexível”, foram acompanhadas por processos acele-

* Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e pesquisador do Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais (Ceri). Rua Pitágoras, 353, Barão Geraldo 13083-970 – Campinas, SP. Caixa-Postal: 6135. E-mail: mamcintra@gmail.com.

** Mestre pelo IE/Unicamp. Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Centro de Estudos de Conjuntura. Rua Pitágoras 353 – Cidade Universitária – 13083-970 – Campinas, SP. Caixa-Postal: 6135. E-mail: rfcagnin@gmail.com.

rados de introdução de inovações financeiras, liderados pelas instituições norte-americanas (TAVARES & MELIN, 1997; SERRANO, 2002; BRAGA & CINTRA, 2004). O sistema financeiro norte-americano atuou como grande banco comercial global, gerindo os processos de expansão e retração do crédito e de valorização e desvalorização da riqueza americana e de grande parte da riqueza mundial, nem sempre de forma benigna para todos os países.

A intensificação da concorrência nos mercados financeiros e de crédito provocou uma rápida transformação das práticas de intermediação, dos métodos de avaliação de ativos e gestão dos riscos associados, além de importantes alterações na hierarquia e no papel das instituições financeiras e monetárias. As finanças diretas e “securitizadas” ganharam importância relativa, uma vez que a desregulamentação e a liberalização foram rompendo os obstáculos internos e externos impostos, desde a crise dos anos 1930, à atuação dos diferentes agentes econômicos e financeiros. Os bancos comerciais voltaram a operar como supermercados financeiros. A irrestrita expansão do crédito elevou o nível de endividamento das famílias, corporações e instituições financeiras. O crescimento do crédito contribuiu para a superacumulação em setores da “nova economia” e para a formação de uma bolha especulativa no mercado de ações de empresas ligadas à tecnologia (National Association of Securities Dealers Automated Quotations System – Nasdaq). Após o segundo semestre de 2002, a “exuberância irracional” contaminou diversos mercados: imóveis, bônus, *commodities*, petróleo, ações e moedas de países emergentes.

Este artigo procura discutir essas transformações, tendo como substrato a análise de Hyman Minsky acerca das modificações nas práticas monetárias e financeiras e seus impactos na dinâmica do sistema financeiro norte-americano. Minsky (1957) já ressaltava o caráter inovador e dinâmico da atividade bancária, a partir do desenvolvimento do mercado de fundos federais, uma das principais inovações institucionais do sistema financeiro dos Estados Unidos após a Segunda Guerra Mundial. Minsky (1986) destacou também a dupla natureza das inovações financeiras na economia capitalista contemporânea. No âmbito microeconômico, a introdução de inovações financeiras está submetida à lógica de valorização do capital, e os bancos e outras instituições financeiras criam novos instrumentos e novas práticas financeiras na busca de vantagens competitivas de caráter monopolista, mesmo que temporá-

rias, uma vez que rapidamente imitadas pelos concorrentes (pois não há registro de patente). Os novos instrumentos e procedimentos (novos meios de se obterem comissões, por exemplo) são utilizados pelas instituições para ampliar suas possibilidades de atuação e, por conseguinte, de ganhos. Simultaneamente, ao inovar, as instituições satisfazem a demanda do público por créditos, por novos ativos e produtos financeiros. No âmbito macroeconômico, as inovações podem nascer das necessidades de uma economia em expansão, estagnada ou em deflação de dívida. Na expansão, elas atenuam o aumento pró-cíclico das taxas de juros, possibilitando a ampliação do patamar de endividamento dos agentes econômicos e deflagrando, subseqüentemente, um processo de realimentação entre a introdução de inovações financeiras, o financiamento dos investimentos e os lucros realizados (MINSKY, 1986, p. 178). As inovações permitem que a oferta de financiamento se ajuste à demanda, mas enfraquecem a capacidade do banco central de influenciar o processo de criação monetária, contribuindo para o aumento da fragilidade financeira dos agentes econômicos e do risco sistêmico, uma vez que ampliam a complexidade das relações de débito e crédito (FREITAS, 1997, p. 73)¹. A instabilidade emerge quando os fluxos de receitas esperadas tornam-se insuficientes para validar os compromissos financeiros assumidos, seja em virtude da frustração das expectativas, seja pela elevação inesperada das taxas de juros.

2. A evolução da estrutura do sistema financeiro americano

A estrutura do sistema financeiro norte-americano mudou dramaticamente nos últimos anos. Enquanto as inovações e a reestruturação foram transformando o sistema financeiro dos Estados Unidos, os legisladores e órgãos reguladores foram dismantelando os controles quantitativos, que constituíam uma das principais características daquele sistema (Glass-Steagall Act de 1933 e Securities Exchange Act de 1934). Entende-se por controles quantitativos *tetos sobre taxas de juros sobre os depósitos*, controles sobre os fluxos de capitais internacionais, depósitos compulsórios sobre depósitos a prazo, limites diretos sobre a expansão creditícia e regras sobre a transparência na gestão dos negócios nos mercados de capitais.² Esses instrumentos de política “macroprudencial” contribuíram para a estabilidade financeira norte-americana, restringi-

ram a expansão exacerbada do crédito doméstico e internacional sob as regras do Acordo de Bretton Woods e, assim, promoveram a criação de instituições híbridas, durante os “anos dourados do capitalismo” (1947-1973).

Em 1974, os EUA aboliram os controles sobre os fluxos de capital, inclusive os limites diretos antes impostos aos empréstimos bancários, a fim de controlar a saída de capital nos anos 1960³. Progressivamente se foi concedendo aos fluxos de capitais uma liberdade irrestrita, determinando a dinâmica da expansão creditícia em um mundo financeiramente cada vez mais integrado, ainda que organizado de forma assimétrica e hierárquica. Em 1980, o Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (1980) extinguiu a Regulation Q, que regulamentava os tetos sobre as taxas de juros sobre os depósitos das instituições depositárias. Essa medida desencadeou o processo de desregulamentação do sistema financeiro doméstico. A desregulamentação facilitou a aglomeração e o envolvimento dos bancos com o financiamento de posições nos mercados de capitais e em operações “fora de balanço”. Isso resultou em um elevado grau de “alavancagem” das empresas e instituições financeiras. As alterações implementadas pelo Legislativo e/ou órgãos reguladores foram *ad hoc*, tornando *de jure* uma situação *de facto*, até a plena formação dos *full-service banking*,⁴ mantendo formalmente separadas suas distintas jurisdições e reforçando os limites para as conexões patrimoniais do sistema financeiro com os setores produtivos.

Durante esse processo, grande parte da gestão da riqueza e do crédito migrou das instituições de depósito (bancos comerciais, instituições de poupança e uniões de crédito) para os investidores institucionais (fundos de pensão, companhias de seguro e outras formas de investimento coletivo). A participação dos ativos das instituições de depósito caiu de 52% dos ativos totais do setor financeiro americano em 1980 para 22,4% no segundo trimestre de 2007 (ver Tabela 1). Como reverso, ocorreu o aumento da participação dos investidores institucionais e o crescimento dos mecanismos de securitização de dívida. Estimulado em parte pelo Employee Retirement Income Security Act (ERISA, 1974), os ativos dos fundos de pensão aumentaram de US\$ 786 bilhões em 1980 para US\$ 7,4 trilhões em 2000. Entre 2000 e 2002, os fundos de pensão enfrentaram forte deflação dos seus estoques de ativos, os quais se recuperaram nos anos seguintes, alcançando US\$ 10 trilhões em 2007. Todavia, a participação relativa dos fundos de pensão caiu de 21% em 2000 para 17,3% em 2007, o mesmo patamar de 1980.

Em conjunto, os ativos dos investidores institucionais pularam de US\$ 2 trilhões em 1980 para US\$ 28,7 trilhões no segundo trimestre de 2007, mesmo com a desvalorização provocada pela crise no mercado acionário (2000-2002). Assim, os investidores institucionais transformaram-se em um dos principais mecanismos de poupança e investimento da economia norte-americana (ver Tabela 2). A participação dos investidores institucionais no total de ativos financeiros cresceu de 43,3% em 1980 para 57,1% em 1999, caindo para 49,4% em 2007. Em termos de participação no PIB, os ativos dos investidores institucionais saltaram de 72,4% em 1980 para 216,4% em 1999 e 208,2% em 2007 (ver Tabela 1 na página seguinte).

O aumento da participação relativa dos investidores institucionais americanos desencadeou uma expansão simétrica do papel desempenhado pelo mercado de capitais, uma vez que estes compõem a maior parte de seus portfólios com *securities* (títulos e ações). Em princípio, esses mercados teriam a virtude de combinar as vantagens da melhor circulação das informações com a redução dos custos de transação e a distribuição mais racional do risco.⁵ Todavia, esses mercados ficam sujeitos a ondas de euforia e pessimismo dos investidores, sendo que “a correção de preços” dos ativos ocorre por desvalorização dos estoques, tornando a dinâmica do sistema financeiro muito mais instável. O ajuste dos preços suscita o desaparecimento súbito da liquidez e a contração do crédito. De acordo com Belluzzo (1995, p.15-16), “os mercados de capitais, de maneira geral, tendem a individualizar as perdas, isto é, descarregar sobre os agentes privados o risco da inadimplência ou da iliquidez. Isso significa que essas formas são intrinsecamente deflacionárias. Dito de outra forma: as tensões de iliquidez ou de inadimplemento que surgem em algum ponto do sistema são ‘resolvidas’ pela queda de preços dos instrumentos financeiros”. É essa dinâmica financeira profundamente instável, característica dos mercados de capitais norte-americanos, que passa a comandar a gestão da riqueza e do crédito americano, bem como de grande parte da riqueza mundial.⁶ A despeito de regulamentações diferenciadas nos diversos países, essa forma de gestão dos ativos financeiros tende a se generalizar pelos diferentes sistemas financeiros domésticos.⁷

Tabela 1 – Total de Ativos do Setor Financeiro dos EUA (US\$ bilhões)

	1950		1960		1970		1980		1990		2000		2007-II	
	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%
Instituições de Depósito	190,0	62,2	347,3	54,7	787,5	54,4	2.341,7	52,0	4.877,4	36,1	8.127,5	22,9	13.012,7	22,4
Bancos Comerciais	149,8	49,1	229,0	36,0	517,2	35,7	1.481,7	32,9	3.337,2	24,7	6.468,7	18,2	10.454,8	18,0
Instituições de Poupança	39,3	12,9	112,1	17,6	252,6	17,5	792,4	17,6	1.323,0	9,8	1.217,7	3,4	1.809,4	3,1
Unições de Crédito	0,9	0,3	6,2	1,0	17,7	1,2	67,6	1,5	217,2	1,6	441,1	1,2	748,5	1,3
Cias. de Seguro	74,4	24,4	142,2	22,4	251,6	17,4	646,3	14,3	1.884,9	13,9	3.997,7	11,2	5.898,1	10,2
Vida	62,6	20,5	115,8	18,2	200,9	13,9	464,2	10,3	1.351,4	10,0	3.135,7	8,8	4.867,7	8,4
Outras	11,8	3,9	26,4	4,2	50,7	3,5	182,1	4,0	533,5	3,9	862,0	2,4	838,5	1,4
Fundos de Pensão	18,7	6,1	74,7	11,8	211,7	14,6	786,0	17,4	2.697,0	20,0	7.444,8	20,9	10.060,9	17,3
Privados	7,1	2,3	40,9	6,4	123,9	8,6	513,0	11,4	1.626,7	12,0	4.355,0	12,3	5.820,1	10,0
Públicos (Estaduais e Locais)	4,9	1,6	19,7	3,1	60,3	4,2	195,8	4,3	729,9	5,4	2.293,1	6,5	3.106,6	5,4
Públicos(Federais)	6,7	2,2	14,1	2,2	27,5	1,9	77,2	1,7	340,4	2,5	796,7	2,2	1.134,2	2,0
Fundos de Investimentos	5,3	1,7	23,4	3,7	52,9	3,7	146,1	3,2	1.154,6	8,5	6.389,3	18,0	10.615,2	18,3
Mercado Monetário	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	76,4	1,7	493,3	3,6	1.812,1	5,1	2.489,7	4,3
Fundos Mútuos	3,3	1,1	17,0	2,7	46,8	3,2	61,8	1,4	608,4	4,5	4.435,3	12,5	7.801,1	13,4
Fundos Mútuos Fechados	2,0	0,7	6,4	1,0	6,1	0,4	7,9	0,2	52,9	0,4	141,9	0,4	324,4	0,6
Agências Federais	3,3	1,1	11,8	1,9	51,4	3,6	309,1	6,9	1.497,5	11,1	4.458,5	12,5	7.026,5	12,1
GSE (a)	3,3	1,1	11,6	1,8	46,6	3,2	195,1	4,3	477,6	3,5	1.965,0	5,5	2.922,6	5,0
Federally R. Mortgage Pools (b)	0,0	0,0	0,2	0,0	4,8	0,3	114,0	2,5	1.019,9	7,5	2.493,5	7,0	4.103,9	7,1
Finance Companies	9,7	3,2	29,1	4,6	70,7	4,9	213,0	4,7	596,2	4,4	1.172,2	3,3	1.895,8	3,3
Security Brokers and Dealers	4,0	1,3	6,7	1,1	16,2	1,1	45,4	1,0	262,1	1,9	1.221,4	3,4	3.154,8	5,4
Outros	0,0	0,0	0,2	0,0	5,3	0,4	19,1	0,4	547,4	4,0	2.735,0	7,7	6.366,8	11,0
Asset - Backed Securities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	267,7	2,0	1.469,0	4,1	4.294,9	7,4
REITs	0,0	0,0	0,0	0,0	3,9	0,3	3,2	0,1	28,5	0,2	66,4	0,2	390,8	0,7
Funding Corporations	0,0	0,0	0,2	0,0	1,4	0,1	15,9	0,4	251,2	1,9	1.199,6	3,4	1.681,1	2,9
TOTAL	305,4	100,0	635,4	100,0	1.447,3	100,0	4.506,7	100,0	13.517,1	100,0	35.546,4	100,0	58.030,8	100,0

Fonte: Federal Reserve Bank, *Flow of Funds of the United States*, vários números.

Notas: (a) Inclui Federal Home Loan Banks, Federal National Mortgage Association, Federal Home Loan Mortgage Corporation, Farm Credit System, Financing Corporation, Resolution Funding Corporation, Student Loan Marketing Association (Sallie Mae); (b) GNMA, FNMA, FHLMC, Farmers Home Administration Pools.

Como os investidores institucionais aumentaram suas demandas por instrumentos do mercado de capitais, as corporações tomaram menos recursos dos bancos e emitiram substancialmente mais bônus, notas, *commercial papers* e ações. O crédito e a poupança das famílias também se dirigiram para o mercado de capitais. A participação relativa dos empréstimos bancários no estoque total de dívida caiu de 9,7% em 1980 para 3,8% em 2007. Por sua vez, a participação dos bônus corporativos praticamente duplicou, aumentando de 10,7% para 22,1% no mesmo período. A participação das hipotecas flutuou em torno de 24%-30% durante todo o período (ver Gráfico 1 na página seguinte).

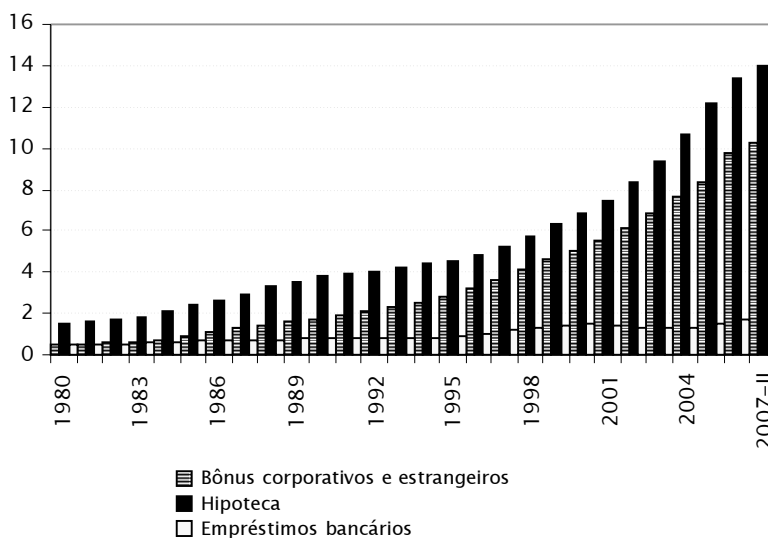
Tabela 2 – Ativos dos Investidores Institucionais – 1980 a 2007

Ativos	1980	1985	1990	1995	1999	2000	2007-II
Companhias de Seguro	646,3	1.094,7	1.884,9	2.803,9	3.940,6	3.997,7	5.706,2
Seguro de Vida	464,2	796,1	1.351,4	2.063,6	3.067,9	3.135,7	4.867,7
Outras	182,1	298,6	533,5	740,3	872,7	862,0	838,5
Companhias de Investimento	146,1	496,6	1.154,6	2.730,5	6.270,2	6.389,3	10.615,2
Abertas (a)	138,2	488,3	1.101,7	2.594,1	6.118,1	6.247,4	10.290,8
Fechadas	7,9	8,3	52,9	136,4	152,1	141,9	324,4
Fundos de Pensão	786,0	1.800,2	2.697,0	4.757,0	7.671,0	7.444,8	10.060,9
Privados (b)	513,0	1.226,3	1.626,7	2.888,8	4.571,2	4.355,0	5.820,1
Públicos (c)	273,0	573,9	1.070,3	1.868,2	3.099,8	3.089,8	4.240,8
Outras Formas de Poupança Institucional	444,9	707,1	1.097,6	1.480,5	2.175,5	2.267,8	2.286,6
Companhias Financeiras	196,9	338,4	547,0	672,3	1.003,5	1.140,1	1.895,8
Cias. Investimento Imobiliário (REITs)	3,2	10,4	28,5	33,3	69,0	66,4	390,8
TOTAL	2.023,3	4.098,6	6.834,1	11.771,9	20.057,3	20.099,6	28.668,9
Memorandum							
Ativos Totais do Sistema Financeiro	4.675,1	8.927,7	13.779,8	21.791,0	35.127,1	35.546,4	58.030,8
Ativos Totais/Investidores Institucionais	43,3	45,9	49,6	54,0	57,1	56,5	49,4
PIB nominal	2.795,6	4.213,0	5.803,2	7.400,5	9.268,5	9.817,0	13.768,8
Ativos Totais Inv. Institucionais/PIB	72,4	97,3	117,8	159,1	216,4	204,7	208,2

Fonte: Federal Reserve, Flows of Fund Account of the United States, vários números.

Notas: (a) Inclui fundos mútuos do mercado monetário; (b) Inclui planos de benefício definido e contribuição definida (401K Plans).

Gráfico 1 – Estoque de Endividamento Privado, por instrumento – US\$ trilhões



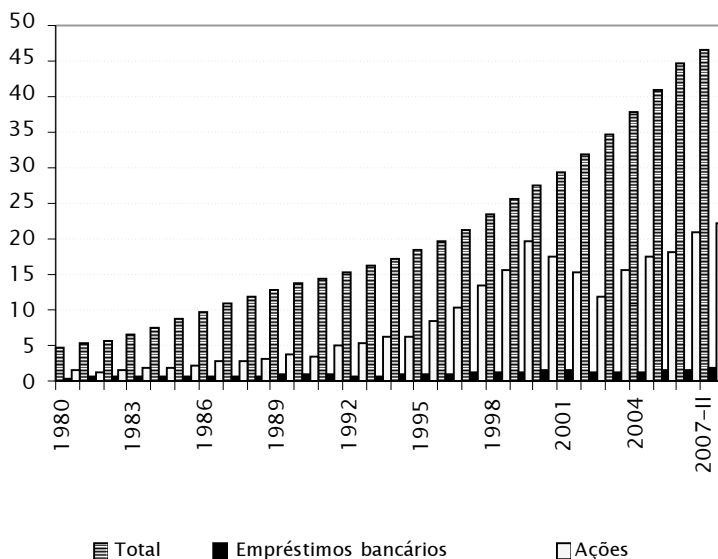
Fonte: Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States*.

Houve também um acelerado processo de valorização das ações. O valor de mercado das ações, a despeito das oscilações de curto prazo, cresceu de US\$ 1,5 trilhão em 1980 para US\$ 19,6 trilhões em dezembro de 1999 (ver Gráfico 2). A partir de março de 2000, as cotações das ações norte-americanas passaram a se desvalorizar, caindo o valor de mercado para US\$ 10,9 trilhões, uma perda de US\$ 8,6 trilhões. O valor de mercado das corporações voltou ao patamar de 1996, US\$ 10,3 trilhões, quando o presidente do Federal Reserve apontou para o processo de “exuberância irracional” das Bolsas de Valores americanas, sobretudo as dos setores de alta tecnologia (telecomunicações, fibras óticas, Internet, mídia etc.). A partir do segundo semestre de 2002, as ações voltaram a se recuperar, alcançando US\$ 22,2 trilhões já no segundo trimestre de 2007.⁸

A evolução da participação das hipotecas no endividamento total do setor privado é explicada pelas transformações estruturais ocorridas no sistema de financiamento imobiliário dos EUA, provocadas pela crise das *Saving & Loans* (S&L). As medidas tomadas pelo governo norte-americano para atenuar os impactos dos desequilíbrios patrimoniais

dessas instituições foram no sentido de promover o desenvolvimento de um mercado secundário securitizado de hipotecas, as MBSs (*mortgage backed securities*). A criação desse mercado acabou por estabelecer vínculos estreitos entre os mercados de capitais e o mercado de hipotecas. O sistema de financiamento imobiliário norte-americano passou a ser ancorado por quatro instituições, além dos bancos hipotecários e das instituições de poupança (S&L): Federal Housing Administration (FHA), Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) e Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac).

Gráfico 2 – Estoque de Dívidas, Empréstimos e Ações – US\$ trilhões



Fonte: Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States*.

A construção de todo o sistema foi caucionada por garantias públicas diretas ou indiretas. Por esse motivo, essas agências conseguiram captar recursos nos mercados a taxas de juros muito próximas dos bônus de dez anos do Tesouro americano (*T-bonds*). Tornou-se consenso nos mercados financeiros que essas agências receberiam socorro do Tesouro em caso de desequilíbrios patrimoniais, seja pelo caráter público da FHA e

da Ginnie Mae, seja pela importância desempenhada pelas outras duas agências. Fannie Mae e Freddie Mac, companhias privadas com ações negociadas em Bolsa de Valores, foram responsáveis em grande medida pela condição *sine qua non* do sistema de financiamento imobiliário norte-americano, qual seja, a capacidade de tornar líquidas as operações hipotecárias caracterizadas por contratos de longo prazo.

Foi sobre os mecanismos de garantias que essas instituições aprofundaram o mercado de MBSs. Desde a década de 1930, a FHA (Federal Housing Administration) emitia seguro para os empréstimos de maior risco de *default*, beneficiando, assim, as parcelas da população de renda mais baixa. Os créditos segurados pela FHA (e também pela VA – Veterans Affairs) eram comprados e depois securitizados principalmente pela Ginnie Mae, mas também pela Fannie Mae. Essa última recebeu permissão, a partir de 1968, de comprar hipotecas convencionais (*conventional mortgage*), ou seja, as hipotecas não-garantidas pela FHA/VA. A partir dos anos 1980 ela se tornou a maior securitizadora de hipotecas dos EUA. A Freddie Mac foi criada para atuar no segmento de hipotecas convencionais como securitizadora, desde sua origem, em 1970. Com a expansão do crédito hipotecário e a maior liquidez do mercado secundário de MBS, grandes bancos comerciais privados também se converteram em importantes securitizadores de hipotecas (CAGNIN, 2007).

Deve se destacar ainda a importância da inovação financeira para o aprofundamento do mercado de MBS. Novos tipos de contratos permitiram a criação de um diversificado conjunto de hipotecas com diferentes relações risco-retorno. O processo de securitização dessas instituições (Ginnie Mae, Fannie Mae e Freddie Mac), conhecidas como Government-Sponsored Enterprises (GSE), passou a utilizar as mesmas técnicas de securitização para a compra de automóveis e outros recebíveis (fatura do cartão de crédito, por exemplo). Nessas transações, os empréstimos para compra de residências eram agregados e repassados para um conjunto de investidores (fundos de investimentos, fundos de pensão etc.), que compravam títulos com determinada rentabilidade. Tais títulos, cuja garantia colateral consistia no próprio imóvel (e no pagamento das prestações imobiliárias), podiam ser negociados no mercado secundário.⁹ A garantia colateral ou colateralização expandiu-se para abranger um amplo espectro de operações denominadas *asset-backed securities* (*collateralized debt obligation, CDO*) ou *loan-backed* (*collateralized loan*

obligation, CLO; asset-backed commercial paper, ABCP). Entre 1980 e o segundo trimestre de 2007, os ativos das agências federais aumentaram de US\$ 309 bilhões para US\$ 7 trilhões, acumulando 12,1% dos ativos totais do sistema financeiro americano (ver Tabela 1). Durante esse período, os ativos dos emissores de *Asset-Backed Securities* (ABS – *securities* garantidas por ativos) atingiram o patamar de US\$ 4,3 trilhões mercado inexistente em 1980.

A ampliação dos mercados de capitais, ao estimular a colocação direta de títulos de dívida, atraiu as empresas financeiramente mais fortes e mais bem avaliadas pelas agências de classificação de risco (*investment grade*), deixando para os bancos a clientela de maior risco, isto é, as pequenas e médias empresas (*small business*), sem acesso ao mercado de capitais nem aos serviços bancários no exterior, e os consumidores. No entanto, os grandes bancos norte-americanos foram estendendo suas atividades para além dos tradicionais empréstimos bancários, passando a administrar fundos mútuos e a oferecer serviços de gestão de ativos por meio de seus vários departamentos. Buscaram ainda escapar das regras prudenciais, promovendo a securitização dos créditos.¹⁰ Enfim, para enfrentar a concorrência, os bancos reivindicaram e foram se transformando em supermercados financeiros, desencadeando um processo que culminou na separação das funções entre os bancos comerciais e de investimento imposta pelo Glass-Steagall Act (1933). Desde os anos 1970, os grandes bancos americanos já eram dominantes no mercado internacional de moedas estrangeiras.¹¹ Mais recentemente, eles desenvolveram um nicho altamente arriscado, mas que se tem mostrado rentável – dadas as suas relações com o emprestador de última instância: passaram a fornecer seguros financeiros (*hedge*) como *dealers* no mercado de derivativos e a abrir linhas de crédito nas emissões de *commercial paper* e outros títulos de dívida no mercado de capitais.

De acordo com o Office of the Comptroller of the Currency (2002), o valor nominal dos derivativos no portfólio dos bancos comerciais (*commercial banks holding*) norte-americanos cresceu continuamente durante a década de 1990. Saltou de US\$ 9,8 trilhões no primeiro trimestre de 1993 para US\$ 152,5 trilhões em junho de 2007 (ver Tabela 3). Os contratos de derivativos permaneceram concentrados nos grandes bancos. Os cinco maiores concentravam 97,2% dos contratos de derivativos; os vinte e cinco maiores, 99,7%. Assim, os grandes bancos tentam equili-

brar suas posições de modo que não fiquem expostos às oscilações acentuadas dos mercados. Mas, com posições tão concentradas, quando ocorrem movimentos bruscos e não antecipados de preços, as perdas estimadas podem obrigar à liquidação de posições, ampliando os riscos de mercado e de liquidez.

O valor nocional não é uma medida do risco implícito, indica apenas o valor dos ativos subjacentes. O risco em um contrato de derivativo depende de inúmeras variáveis: a volatilidade das taxas de câmbio e de juros, a maturidade e a liquidez dos contratos, a capacidade da contraparte de honrar os contratos etc. A exposição ao risco de crédito representa um parâmetro dos riscos envolvidos nos contratos derivativos. No segundo trimestre de 2007, a exposição ao risco de crédito dos bancos norte-americanos nos contratos derivativos atingiu a faixa de US\$ 882,5 bilhões. Em relação ao capital, a exposição a risco dos cinco maiores bancos em derivativos alcançou 250,8% em média. A exposição ao risco do JP Morgan Chase chegava a 386,6% do capital; a do Citibank, a 291,6%; a do Bank of America, a 98,5%.¹²

Durante o terceiro trimestre de 2002, os bancos comerciais americanos tiveram perdas de US\$ 70 milhões no mercado de derivativos. Isso significou 12% da exposição ao risco de crédito total com contratos de derivativos. A título de comparação, as perdas com empréstimos corporativos foram de 1,35% do total de empréstimos. Assim, esses instrumentos podem introduzir um risco financeiro sistêmico ao promover o entrelaçamento patrimonial e creditício entre os grandes bancos, as principais corporações e os centros financeiros internacionais. A complexidade desses instrumentos bem como o volume de recursos envolvidos nas posições fizeram com que Tavares (2002) observasse: “as operações financeiras *off-balance-sheet* geraram não apenas balanços corporativos fictícios, mas uma alavancagem de crédito e um descasamento entre ativos e passivos sem precedentes”.

Os contratos negociados em mercados organizados representaram 6,5% do total; os negociados em mercados de balcão, 93,5%, em junho de 2007 (ver Tabela 3). Os contratos negociados em mercados de balcão procuram administrar riscos determinados, porém estão sujeitos a maiores riscos de crédito e tendem a ser menos líquidos do que os contratos padronizados e negociados nos mercados organizados. Praticamente 81% do valor nocional das posições em derivativos eram em contratos de ta-

xas de juros. Os contratos de câmbio alcançavam 9,1%; os índices de ações, *commodities* e outros derivativos, 2,4%; e os derivativos de crédito, 7,7% do total. O valor nocional dos derivativos de crédito cresceu rapidamente. Entre o terceiro trimestre de 2002 e o segundo de 2007, a participação desse tipo de contrato aumentou em mais de seis pontos percentuais. O valor nocional dos derivativos de crédito atingiu US\$ 11,8 trilhões. Em junho de 2007, o JP Morgan Chase controlava contratos de derivativos de crédito de US\$ 965,7 bilhões; o Citibank, de US\$ 989,2 bilhões; o Bank of America, de US\$ 506,4 bilhões. Enfim, o tamanho e a importância do mercado de câmbio e de derivativos sob o comando dos grandes bancos americanos asseguram que o Federal Reserve deve intervir para sustentar as posições desses bancos em momentos de turbulência.

Tabela 3 – Distribuição dos Contratos Derivativos (Bancos Comerciais e *Trust Companies*)
Junho de 2007 – em %

Bancos	Total Derivativos		Mercado		Contrato			
	US\$ milhões	%	Organizado	Balcão	Taxa de Juros	Taxa de Câmbio	Outros	Derivativos de Crédito
JP Morgan Chase Bank	79.098.229	51,87	6,3	93,7	82,5	6,2	3,1	8,2
Bank of America NA	29.782.802	19,53	6,7	93,3	84,4	9,5	1,9	4,3
Citibank National ASSN	29.726.773	19,49	3,5	96,5	76,8	14,0	0,8	8,4
Wachovia Bank National ASSN	5.179.246	3,40	23,2	76,8	86,5	2,5	3,1	7,9
HSBC Bank USA National ASSN	4.409.974	2,89	3,3	96,7	59,0	15,8	2,0	23,2
Total (913 instituições)	152.501.693	100,00	6,50	93,50	80,90	9,10	2,40	7,70

Fonte: CALL Report Second Quarter 2007, Office Comptroller of the Currency, <http://www.occ.treas.gov>

Tangidos pelas forças da concorrência, os bancos deram início a um intenso processo de concentração bancária e de expansão internacional. Desde 1980, o setor bancário americano experimentou um elevado nível de atividades de fusão, transformando significativamente a estrutura desse mercado. Entre 1980 e 1998, houve 7.985 operações de fusões (correspondendo a 55% do total de bancos em 1980), envolvendo ativos de US\$ 2,4 trilhões (em termos nominais). Em termos reais (dólar de 1996), os ativos adquiridos somaram US\$ 2,7 trilhões (Rhoades, 2000), perfazendo uma média de 420 fusões por ano. O número médio de fusões anuais nos anos 1980 foi de 437, e nos anos 1990, de 403. Todavia, 51% dos ativos bancários adquiridos entre 1980 e 1998 ocorre-

ram no curto período de 1995-1998. A maioria dos bancos com ativos superiores a US\$ 1 bilhão foi adquirida durante os anos 1990: entre 1990 e 1998, 177 bancos e nos anos 1980, apenas 71. A partir de 2000, as operações de fusões ou aquisições tornaram-se menos freqüentes. Entre 1996 e 2006, o número de bancos nos EUA diminuiu em 21%, índice menor que a redução de 33% observada entre 1986 e 1996. O número de fusões e aquisições desta última década chegou a 873 e envolveu a troca de controle de US\$ 799 bilhões em ativos (Pillof, 2000).¹³

Assim, a década de 1990 caracterizou-se por esse gigantesco processo de fusões bancárias. Essas operações parecem demonstrar que a força primordial do impulso dado ao movimento de fusão e consolidação do setor bancário americano foi a gradual remoção das restrições estaduais e federais à expansão geográfica. Essa condição permitiu o nascimento de uma estrutura bancária de âmbito nacional (*nationwide interstate banking*). Os estados foram flexibilizando progressivamente suas restrições para a expansão de agências e bancos interestaduais, mediante acordos de reciprocidade. O Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act (1994) eliminou as restrições geográficas às filiais interestaduais (McFadden Act de 1927), facultando aos bancos a possibilidade de formar uma rede nacional de filiais em todos os estados (*coast-to-coast branch banking*), bem como de aceitar depósitos interestaduais, que, na prática, estavam sendo removidos. Mais uma vez, os grandes bancos conseguiram remover *de jure* as barreiras competitivas impostas pela figura dos bancos estaduais. De todo modo, o levantamento das restrições geográficas sobre a atividade bancária representou um fator importante na transformação (concentração) do setor, pois criou um ativo mercado de controle corporativo bancário (*market for corporate control in banking*).

A aprovação do Gramm-Leach-Bliley Financial Modernization Act (1999) confirmou a tendência de expansão dos grandes bancos para as atividades típicas de bancos de investimento (negociação de *securities*), administração de ativos e operação no mercado de seguros mediante a formação de uma *holding* financeira (*financial holding companies*).¹⁴ Legitimaram-se, assim, a concentração e a centralização do capital bancário, mediante as *multibank holding companies*, com os grandes bancos comerciais absorvendo as funções dos bancos de investimento e companhias de seguro. As *multibank holding companies* passaram a controlar 75% dos ativos bancários totais. A despeito das separações institucionais, as

multibank holding companies são de fato geridas em termos consolidados: estratégias, procedimentos e importantes decisões sobre negócios são realizadas no âmbito da *holding company*. Enfim, as barreiras geográficas e de produtos foram varridas.

A legislação sancionou o amplo processo de fusões bancárias. Ao longo do período (1980-1998), 49% dos bancos adquiridos tinham ativos inferiores a US\$ 50 milhões, e 85%, ativos abaixo de US\$ 200 milhões. Os bancos adquiridos eram, em sua maioria, pequenos. Por sua vez, os principais veículos das fusões, os bancos adquirentes, eram grandes: 51% dos bancos compradores tinham ativos superiores a US\$ 1 bilhão. Dados relativos ao intervalo entre 1994-2003 mostram que o número de aquisições envolvendo incorporação de instituições com ativos menores que US\$ 50 milhões representaram 26% do total, ao passo que as aquisições operadas com inferiores a US\$ 250 milhões em ativos chegaram a 74% do total. Os compradores foram, na maior parte das vezes, os grandes bancos: em 55% dos casos o comprador possuía ativos superiores a US\$ 1 bilhão. Ocorreram onze fusões de grandes instituições,¹⁵ em que ambas as partes envolvidas possuíam ativos superiores a US\$ 50 bilhões; essas operações foram responsáveis por 28% dos ativos totais envolvidos em processos de fusões e aquisições entre instituições bancárias de 1994 a 2003. O ano de 1998 abriu um período de operações entre grandes instituições, que se prolongou até 2002.

Se no início do processo de consolidação, nos anos 1980, as operações visavam à expansão geográfica das instituições compradoras, os objetivos no período mais recente foram múltiplos, inclusive ampliar a diversificação (crédito corporativo, crédito ao consumidor, cartão de crédito e banco de investimento capaz de oferecer complexos produtos de investimentos). O Bank of America, por exemplo, adquiriu dezenas de outros bancos, tais como First National Bank of Lake City (Florida), Security Pacific, NationsBank Corp. e o FleetBoston (maior banco da Nova Inglaterra), consolidando, assim,, o conglomerado com a maior rede de agências pelos estados americanos, operando predominantemente com pessoas físicas, pequenas e médias empresas e empréstimos sindicalizados. Após a aquisição do FleetBoston em 2004, o Bank of America passou a controlar 10,7% dos depósitos bancários domésticos, o que o impossibilitou de realizar novas aquisições no mercado de bancos comerciais no território americano. Pode optar, no entanto, pela

compra de bancos de investimento e de bancos comerciais no exterior. Nas aquisições recentes destacou-se a busca por sinergias, por corte de custos e pela ampliação do escopo dos serviços oferecidos, além da expansão da capilaridade das redes de agência. A fusão entre Chase Manhattan e o JP Morgan foi um exemplo de parceria objetivando a complementaridade de funções: a *expertise* do Chase na subscrição de bônus e empréstimos sindicalizados com a importante presença do JP Morgan nos mercados derivativos. Por outro lado, a aquisição do Golden State Bancorp pelo Citibank esteve associada à estratégia deste de ampliar sua presença na Costa Oeste (embora ainda permaneça concentrado em três estados – Califórnia, Nova Iorque e Texas). Também devem ser ressaltadas as operações de caráter defensivas, cujo objetivo era tornar-se grande o suficiente para tentar evitar uma aquisição hostil por uma instituição concorrente.

O resultado desse processo foi um acentuado declínio no número de bancos. Em 1980, havia 14.407 bancos; em 1998, 8.697, uma queda de quase 500 bancos por ano. Evidentemente, verificou-se ao longo desse período um processo de surgimento e falência de instituições financeiras que também acabou por influenciar o número total de bancos. Entre 1988 e 1989, registrou-se o maior número de falências: 209 e 206, respectivamente. Esse movimento arrefeceu posteriormente; em 1997, por exemplo, houve apenas uma falência bancária nos EUA e, em 1998, três. A partir de 2002, o movimento de concentração perdeu intensidade, e em 2006 registrava-se um total de 7.500 bancos¹⁶ em atividade. Dessa forma, o processo de centralização financeira no setor bancário americano acompanhou a centralização de capital nos fundos de pensão e fundos de investimento.

Finalmente, a lucratividade bancária enfrentou um período de resaca, entre 1987 e 1991, mas recuperou-se nos anos seguintes. O indicador de rentabilidade sobre o ativo elevou-se de 0,74 em 1991 para 1,3 em 2006; a mesma evolução pode ser verificada em relação ao retorno sobre o patrimônio (valor das ações), que saltou de 7,8 para 12,8 no mesmo intervalo, atingindo pico de 15,3 em 1999. Em grande medida, esse aumento na rentabilidade bancária reflete a extraordinária performance da economia norte-americana, tendo sido provavelmente este um dos fatores que impulsionaram o movimento de fusões a partir da valorização das ações bancárias nas Bolsas de Valores.

Todavia, a despeito de alguns percalços, o conjunto dos bancos americanos continuou a exibir sinais de hígidez, mesmo em um cenário global de risco de crédito crescente. Os empréstimos em inadimplência ou sob situação de estresse, em escala global, alcançaram a marca recorde de US\$ 900 bilhões em 2002. Os problemas foram além das grandes falências e escândalos contábeis, como os calotes da Enron, da WorldCom e da Adelphia Communications (FARHI & CINTRA, 2002). Apenas nos EUA, foi estimado um volume de empréstimos inadimplentes no valor de US\$ 157,1 bilhões em 2002. Os *defaults* no mercado de bônus corporativo e as falências empresariais se aprofundaram em 2001 e 2002, envolvendo setores mais ativos durante o longo ciclo de crescimento, tais como o das telecomunicações, de fibra ótica, de informática e mídia, mas também os de energia e aviação civil. Grande parte dos investimentos desses setores foi realizada com dívida, estratégia considerada prudente quando as cotações das ações estavam em patamares elevados, mas que, em seguida, acabou por levar ao *default*, quando as ações despencaram e as empresas não foram capazes de pagar os empréstimos bancários e outras dívidas. Os mercados acionários, em média, perderam metade do valor que apresentavam em março de 2000. Desde 1932 não se registravam três anos seguidos de declínio das Bolsas de Valores. Essa tendência baixista ocorreu em meio a uma elevada volatilidade nas cotações.

Ao mesmo tempo, como enfatizado pelo ex-presidente do Federal Reserve Alan Greenspan, os bancos norte-americanos mostraram hígidez em seus balanços. “Os bancos foram capazes de manter a rentabilidade ao longo do ciclo econômico, ao contrário da recessão de 1990-1991, quando dezenas de instituições faliram. A crise de crédito não se transformou em crise bancária. Uma das razões foi que o varejo e os empréstimos ao consumidor permaneceram muito ativos” (GREENSPAN, 2002). A despeito de uma substancial desvalorização de riqueza, as famílias, encorajadas pelo aumento da renda e do preço dos imóveis, mantiveram seus gastos. Menores taxas de juros nas hipotecas auxiliaram as famílias a comprarem novas casas. Os empréstimos ao consumo e as hipotecas não enfrentaram um aumento na inadimplência, ao contrário dos empréstimos corporativos, durante a reversão cíclica de 2001 e 2002. Isso contribuiu para que os bancos mantivessem sua lucratividade. Com efeito, os empréstimos inadimplentes não representam mais que 10% do capital, um dos patamares mais baixos nas últimas décadas. Não bastasse isso, os

empréstimos inadimplentes nos portfólios bancários permaneceram abaixo das provisões contra perdas, ainda que essa diferença tenha caído após 2000. Os bancos também foram muito ativos na redução do grau de exposição de suas carteiras, graças à suspensão da renovação das linhas de crédito, ao incentivo dado aos devedores para refinarçar suas dívidas nos mercados de bônus, ou à prorrogação dos vencimentos dos melhores devedores.

3. As transformações no desempenho das instituições bancárias e na dinâmica das finanças americanas

Os supervisores e reguladores têm sugerido quatro fatores principais como explicação da higidez do sistema financeiro norte-americano. Em primeiro lugar, houve o aperfeiçoamento dos sistemas de supervisão e regulação bancária, tendo como suporte as regras estabelecidas no Acordo de Capital da Basiléia (1988).¹⁷ De fato, no caso dos bancos norte-americanos, entre 1989 e 1993 as operações problemáticas despenca-ram do patamar de 35% de seu capital para abaixo de 10%, mantendo-se nesse nível desde então.¹⁸ Entre 1993 e 2006, o índice de Basiléia (capital ponderado pelos riscos) permaneceu em torno de 12%. Em segundo lugar, os bancos ampliaram a diversificação e a escala das suas operações (tanto dos clientes como das fontes de recursos). Em terceiro lugar, as inovações em tecnologias de informação permitiram aos bancos aperfeiçoar os métodos de coleta e processamento de dados sobre empréstimos e tomadores de recursos, e os auxiliaram a desenvolver e manejar novas técnicas de gestão de risco.¹⁹ Estas, por seu turno, utilizam informações sobre taxas de inadimplência por tipo de devedor e por tipo de empréstimos, permitindo estabelecer conexões sobre estimativas de perdas com um mínimo de provisionamento de capital para cumprir as determinações do Acordo de Basiléia. Assim, o esforço de quantificar o risco (por exemplo, mediante um *ranking* de clientes potenciais de risco de *default*) tem aperfeiçoado o processo de avaliação de créditos, precificar risco e melhorar as decisões de empréstimo. Os bancos passaram a depender menos de análises e de julgamentos subjetivos dos seus gerentes, uma vez que métodos sistemáticos e quantitativos lhes têm fornecido formas melhores de gestão de risco (padrões de crédito e

limites de exposição de risco). A revisão do Acordo de Basileia I (Basileia II, 2004) enfatizou o melhoramento permanente desses sistemas de gestão de risco. Após várias rodadas de negociações, foram delineados em junho de 2004 os principais parâmetros do chamado Acordo da Basileia II – *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* –, que serão debatidos e testados até o final de 2007. A nova proposta está apoiada em três pilares: requerimento de capital mínimo, a supervisão da adequação de capital e o fortalecimento da disciplina de mercado. O primeiro pilar trata do requerimento de capital mínimo e oferece uma matriz de classificação de crédito em relação à qual certos níveis de capital precisam ser mantidos. As instituições financeiras não terão plena liberdade para estabelecer seus sistemas de medição de riscos. O segundo pilar refere-se aos métodos de supervisão e induz ao estilo anglo-saxão de supervisão de revisão contínua. O terceiro pilar é uma tentativa de incluir nessa complexa equação a disciplina de mercado, concedendo aos participantes, tais como acionistas e clientes, informações suficientes para viabilizar a avaliação da gestão dos riscos tomados pelos bancos e seus níveis de adequação de capital.

Em quarto lugar, o aperfeiçoamento nos sistemas de gestão de risco e nos sistemas tecnológicos facilitou o crescimento dos mercados de securitização de ativos e a emergência de novos instrumentos financeiros, tais como os derivativos de crédito (*credit default swap*, *total return swap*, *credit-linked notes* etc.) e securitização de recebíveis (*collateralized debt obligations*). Como tem sido sugerido, esses instrumentos foram utilizados para “dispersar” os riscos implícitos. O desenvolvimento desses instrumentos e técnicas, ao possibilitar essa dispersão, contribuíram para tornar mais seguras as condições dos balanços bancários. *Swaps* de taxa de juros e opções foram utilizadas para proteger (*hedge*) descasamento de prazos, risco de crédito e de preço (taxa de juros, taxa de câmbio etc.). O risco de crédito da contraparte dos instrumentos derivativos foi mitigado pelo aperfeiçoamento dos sistemas de liquidação (*netting*) e pelas exigências de colaterais (chamada de margem).

O desenvolvimento de novos instrumentos financeiros decerto favoreceu o processo de transferência de risco dos bancos para outros agentes financeiros. Esse risco, entretanto, não desapareceu: ele foi apenas segmentado e redistribuído. Por meio dos derivativos e de outros instrumentos, os diversos riscos foram fatiados, securitizados e vendidos. Essa

expansão dos mecanismos de transferência de risco pode representar a imagem refletida no espelho dos baixos riscos contabilizados nos balanços bancários.

Isso não implica afirmar que os avanços nas técnicas de avaliação e gestão do risco e o rigor na implementação das regras de Basileia tenham impellido o sistema bancário americano, no ímpeto da concorrência, à incessante violação das normas da boa conduta em períodos de euforia, quando costumam ocorrer má avaliação de créditos, concentração setorial de ativos e superalavancagem.²⁰ Todavia, diante dos balanços bancários, cabe a pergunta: o que foi feito dos riscos?

Mediante os derivativos de crédito, por exemplo, realiza-se uma espécie de seguro. Por um preço, um banco oferece (vende) a proteção contra a eventualidade de inadimplência.²¹ De acordo com Persaud (2002), os bancos comerciais e de investimento foram os grandes compradores daquela proteção, por meio dos derivativos de crédito ou da securitização de empréstimos, enquanto as empresas de seguros e resseguros (mas também em menor grau os fundos de pensão e os fundos de investimento) constituíram sua maior fonte de oferta. Com a queda nas taxas de juros propiciadas pelos títulos públicos dos países desenvolvidos, no curso da década de 1990, seguradoras, resseguradoras, fundos de pensão (sobretudo os de contribuição definida) foram assumindo maiores riscos na gestão de seus ativos. Reduziram os títulos públicos em seus *portfolios* e aumentaram a exposição aos riscos corporativos (bônus, derivativos de crédito e ações). Além de adquirirem mais títulos privados de dívidas e ações, eles buscaram participar da maior rentabilidade do crédito ao setor privado, por meio da securitização de empréstimos ou da venda de proteção contra riscos de crédito.

Nas palavras de Greenspan (2002, p. 3): “esses complexos instrumentos financeiros têm contribuído para os bancos transferirem uma parte significativa dos riscos de suas carteiras de empréstimos corporativos para seguradoras americanas e estrangeiras, bancos estrangeiros, fundos de pensão, *hedge funds* altamente alavancados e outras organizações que diferem seus passivos de longo prazo”. Assim, a maioria das exposições com empresas de telecomunicações e comunicação via cabo foi transferida mediante *credit default swaps*, *collateralized debt obligations* e outros instrumentos. Alguns mecanismos de transferência de risco implicam a venda do ativo mediante um desconto no preço para que o com-

prador aceite o risco embutido, mas possibilitam o reequilíbrio dos *portfolios*.

Todavia, as várias formas de derivativos financeiros são altamente alavancadas (por mecanismos de engenharia financeira), constituindo veículos ideais para a especulação. Essa alavancagem proporcionada pelos derivativos impulsionou um novo estilo de gestão de recursos, adotado inicialmente pelos *hedge funds*. Os mecanismos da concorrência levaram um número crescente de administradores de carteiras a empregar esse novo estilo de gestão de recursos, que consiste em buscar as mais diversas formas de alavancagem com o objetivo de maximizar rendimentos. Assim, os gestores de recursos passaram a utilizar ativamente mecanismos de alavancagem, empregando derivativos e tomando créditos no mercado, oferecendo a própria carteira como garantia, para poder operar volumes crescentes de ativos, às vezes acima do patrimônio (Farhi, 2002, p. 30). Essas formas de gestão podem permitir resultados espetaculares, funcionando como fonte suplementar de atração para os especuladores que podem multiplicar seus investimentos. O reverso da medalha é que os prejuízos potenciais podem ser teoricamente ilimitados em algumas dessas operações, sem que seja possível dimensioná-los *a priori*. No caso de movimentos adversos dos preços dos títulos e ativos oferecidos em garantia, o credor pode pedir um reforço das garantias (chamada de margem). Também existe a possibilidade de exigir a venda da carteira, de modo a permitir o reembolso das quantias emprestadas. Nos períodos em que os preços dos ativos apresentam forte volatilidade, o impacto de liquidações forçadas de posições alavancadas pode ser significativo. A utilização de tais mecanismos tende a alcançar nível muito elevado em épocas de volatilidade relativamente normal dos preços dos ativos, para reduzir-se após momentos de crise. Nesses momentos, a liquidez dos mercados costuma cair de forma acentuada e o esforço dos gestores de carteira para reduzir sua alavancagem pode constituir fatores adicionais de pressão sobre os preços.

No conjunto, esses novos instrumentos de transferência e de monitoramento de risco associados às técnicas de alavancagem configuraram um novo paradigma de gestão do crédito e dos ativos. Foram parte importante na explicação da higidez do sistema bancário americano durante a crise de crédito entre 2001 e 2002. Em princípio, a possibilidade de os bancos repassarem os riscos para outros agentes pode ser favo-

rável, quando significar a transferência para instituições com maior disposição e competência para os administrar. Bancos têm passivos de curto prazo e, portanto, a alternativa de deslocar riscos de crédito pode ampliar a disposição para efetuar empréstimos mais longos. Além disso, a experiência histórica revela que, em momentos de turbulência econômica, é fundamental que o sistema bancário e de pagamento seja resguardado. Persaud (2002), porém, manifestou dúvidas quanto à relação entre a redução do risco sistêmico e a transferência de riscos de crédito dos bancos para seguradoras (ou para qualquer outro investidor institucional). Por sua própria natureza, os bancos mantêm empréstimos em suas carteiras durante as oscilações nos preços das ações e dos títulos das empresas em mercado, dadas as relações que estabelecem com as corporações. Assim, a atuação dos bancos tende a atenuar a volatilidade das cotações. Os investidores institucionais, por sua vez, tendem a descarregar os ativos, seguindo os preços de mercado e não os seus fundamentos. Dessa forma, os movimentos diários nos preços das ações e dos títulos das empresas afetam diretamente a estimativa de risco de *default*. Em momento de elevada instabilidade, por exemplo, os preços das ações e dos bônus caem e, por conseqüência, a probabilidade de falência das corporações aumenta. A busca de *hedge* impele os investidores institucionais a vender os ativos (bônus e ações) das empresas correspondentes que estão carregando um derivativo de crédito, reforçando a baixa das cotações, em um círculo vicioso (PERSAUD, 2002).

Em suma, os bancos transferiram os riscos de créditos para os investidores institucionais, sobretudo seguradoras, que procuraram proteger seus *portfolios* atuando no curto prazo nos mercados de ações, o que elevou a sua volatilidade. O resultado da concentração dos riscos de crédito fora dos balanços dos bancos foi a transferência para os mercados de capitais e para o patrimônio dos investidores institucionais, que ficaram sujeitos a uma elevação na volatilidade das cotações. A maior volatilidade dos mercados acionários impactou o custo de capital e a confiança dos investidores, com repercussões na dinâmica dos ciclos econômicos, sobretudo na Europa e no Japão, mas também em alguns países emergentes mais integrados financeiramente.

Persaud (2002) ressaltou também a existência de um padrão transfronteiriço – transatlântico, para ser exato – nesse processo de transferência de risco. A participação do crédito bancário no financiamento

das corporações foi maior na Europa do que nos EUA e, por conseguinte, os bancos europeus utilizaram mais derivativos de crédito. Além disso, as principais instituições de seguros e resseguros, com forte presença nos negócios com derivativos de crédito dos EUA, eram européias. Assim, a maior oferta e demanda de derivativo de crédito concentrou-se na Europa (Londres é o centro dos negócios do mercado global de derivativos, dada a legislação mais flexível). Os bancos americanos transferiram uma parte substantiva de seus riscos para as seguradoras européias, mas também os bancos europeus despejaram os riscos de créditos sobre as resseguradoras dessa região. Essa pode ser uma razão para explicar a maior volatilidade e fragilidade dos mercados de ações europeus.

Dessa forma, o risco de crédito americano atravessou o Atlântico não apenas via mercado, mas também via instituições, afetando o setor financeiro europeu. Essas conexões podem ser apreendidas em um triângulo de fenômenos: segurança bancária americana, acentuada volatilidade nos mercados europeus de ações e vulnerabilidade em conglomerados financeiros europeus que combinam operações bancárias e de seguros (*bancassurance groups*). Evidentemente, a complexidade dessas conexões pode aumentar os riscos nos balanços dos bancos, sobretudo europeus.

A partir de 2002, a concorrência entre os agentes financeiros atuantes no mercado de hipotecas levou à proliferação do uso de diferentes tipos de contrato de maneira a atrair os tomadores de maior risco (e, conseqüentemente, de maior rendimento). Dessa forma, reduziram-se os padrões de subscrição e foi oferecida toda uma série de contratos, tais como as *balloon mortgage* ou *interest-only loan* (neste contrato, ao longo da vigência do *interest-only period*, são pagos apenas os juros; após este período, deverá ocorrer, além dos juros, a amortização do principal) e as hipotecas híbridas, que estabelecem o pagamento de taxas prefixadas no início do contrato e depois se tornam contratos pós-fixados. Grande parte das hipotecas *subprime* emitidas entre 2004 e 2006 era *risk-layered*, modalidade que usa a combinação de vários atrativos para tornar a operação mais interessante e, conseqüentemente, mais arriscada (CAGNIN, 2007).

Essas carteiras de crédito imobiliário foram rapidamente securitizadas (*mortgage-backed securities* ou *residential mortgage-backed securities*). As hipotecas foram também empacotadas em um conjunto diversificado de ativos financeiros, chamados *collateralized debt obligation (CDO)*, e posteri-

ormente revendidas. Essas CDO agregavam hipotecas de diferentes riscos, recebíveis de cartão de crédito, recebíveis de crédito para a compra de automóveis etc. Esses papéis – envolvendo recebíveis de diferentes tipos – foram estruturados por bancos de investimento e compostos por várias *tranches*, com distintos graus de riscos classificados pelas agências de risco de crédito (Moody's, Standard & Poor's e Fitch).²² Dessa forma, em um autêntico processo de alquimia, vários instrumentos financeiros de diferentes riscos – *collateralized debt obligation* – foram combinados pelas agências de *rating* e pelos emissores de acordo com o grau de risco dos ativos incluídos em sua composição. As combinações foram realizadas de modo que alguns desses ativos lastreados em hipotecas *subprime* acabaram reclassificados como de excelente risco ou com grau de investimento. O reempacotamento de hipotecas de alto risco, com a anuência das agências de classificação de risco de crédito, viabilizou suas aquisições pelos investidores com menor aversão ao risco, mas também pelos investidores institucionais, tais como os fundos de pensão e as companhias de seguros, que observam as regras de prudência. Assim, as *tranches* de menor risco – as *Senior*, classificadas entre A a AAA; as *Mezzanine*, classificadas entre BB a BBB – foram adquiridas pelos investidores institucionais e por *hedge funds*. Uma parte importante desses créditos reempacotados foi exportada para fundos de investimentos da Coreia, de Taiwan, da Austrália, da China, da França, da Alemanha, do Reino Unido e outros países. Diante do excesso de riqueza financeira acumulado (reservas internacionais dos asiáticos e dos exportadores de petróleo), as mesas de operação dos bancos em Wall Street tinham ordens para adquirir qualquer dívida americana classificada com grau de investimento (não-especulativo).

As *tranches* de maior risco – denominadas *Equity* – foram transferidas para os veículos especiais de investimento (*Special Purpose Vehicle* – SPV), entidades segregadas contabilmente de seus controladores e que, por isso, não se subordinam às regras da Basiléia (FMI, 2007). Para carregar esses papéis, os veículos estruturados de investimento (*Structured Investment Vehicle* – SIV) emitiram *asset-backed commercial paper* (ABCP), dívida de curto prazo lastreada em ativos (CDO, classificada como *Equity*, com *rating* muito baixo), contando com uma linha de crédito contingente fornecida pelas instituições financeiras controladoras para garantir a liquidez dos papéis.

Simultaneamente, os investidores passaram a comprar e vender derivativos associados a esses novos títulos, denominados derivativos de crédito (*credit default swap*, *total return swap*, *credit-linked notes* etc.). Foi elaborada também uma enorme diversidade de contratos futuros relativos às hipotecas de alto risco, tais como os contratos referenciados em um índice dos créditos de difícil recebimento (chamado índice ABX). Apenas na Chicago Mercantile Exchange (CME), que se fundiu à Chicago Board of Trade (CBOT), formando a maior Bolsa de futuros do mundo, foram negociados US\$ 400 milhões em derivativos com base em hipotecas, desde o lançamento desses instrumentos, em meados de 2006. Nesse volume não está incluído o mercado de balcão (*over the counter*, OTC), no qual compradores e vendedores realizam negócios diretamente, sem a intermediação das Bolsas, e cujos contratos com créditos imobiliários de alto risco foram estimados em US\$ 500 bilhões durante o ano de 2006 (PINHEIRO, 2007). Em suma, a farra de crédito hipotecário e suas *securities* (MBS, CDO, lastreadas em empréstimos de recuperação duvidosa) sustentaram a euforia do mercado imobiliário, e os fundos de investimento, os *hedge funds* e os bancos ergueram verdadeiras pirâmides de derivativos de crédito, disseminando os riscos em âmbito mundial.

Entretanto, a partir de meados de 2006, o mercado imobiliário norte-americano passou a apresentar sinais de encolhimento, nos preços e nas quantidades. A valorização dos imóveis perdeu força no segundo trimestre de 2006, quando os preços cresceram cerca de 10,31% em relação ao mesmo período do ano anterior. Desde então a tendência de desaceleração veio sendo mantida; no segundo trimestre de 2007 os preços elevaram-se apenas 3,2% em relação ao mesmo período de 2006. Segundo o Departamento de Comércio (<http://www.bea.gov>), o número de unidades residenciais construídas caiu 30,8% e as vendas de novas residências retraíram 23,3% entre os meses de setembro de 2006 e 2007.

Os impactos da desaceleração dos preços dos imóveis foram sentidos mais expressivamente nos segmentos mais ariscados do mercado de financiamento habitacional. Esses contratos mais flexíveis, contraídos principalmente pelos tomadores de maior risco (*subprime* e Alt-A), contavam justamente com a hipótese de que os tomadores pudessem ao longo de alguns anos melhorar seus riscos de crédito e, assim, renegociar suas hipotecas. Entretanto, diante de taxas de juros mais elevadas e do receio dos agentes financeiros de uma desaceleração mais intensa da

economia norte-americana, as condições de refinanciamento desses contratos tornaram-se mais difíceis (*The Economist*, March 8th 2007). Além disso, muitos tomadores estariam excessivamente endividados (US\$ 191 mil em média em 2006, segundo a Standard & Poor's), com pouco patrimônio para oferecer como garantia aos empréstimos. A queda dos preços das residências significava que a venda da casa para a quitação das dívidas crescentes também poderia não ser bom negócio.

O encolhimento do mercado imobiliário revelou aumento da inadimplência dos devedores de maior risco, com repercussões em todo o sistema financeiro global, dada as suas amplas ramificações. Revelou-se ainda que em torno de 90% das hipotecas *subprime* envolveram algum tipo de fraude. Mais da metade dos tomadores superestimaram em mais de 50% suas rendas. Os agentes financeiros falsificaram informações no sistema eletrônico de pontuação (*credit score*) a fim de possibilitar a operação e embolsar suas comissões. Diante da promessa de ganhos ilimitados, a “ganância infecciosa” frequentemente tende a prevalecer sobre a prudência.

A partir de fevereiro de 2007, os agentes geradores desses contratos tiveram suas primeiras perdas (HSBC, American Home Mortgage Investment Corp., Countrywide Financial Corp., por exemplo). Em junho, as agências de classificação de risco de crédito começaram a rebaixar as notas de *Mortgage-Backed Securities* (*securities* garantidas por hipotecas *subprimes*) e de *Collateralized Debt Obligation* (CDO). Alguns *hedge funds* geridos por bancos australianos e pelo Bear Stearns apresentaram perdas com ativos imobiliários e suspenderam os resgates das aplicações. Em 30 de julho, o banco de investimento alemão IKB relevou perdas com aplicações no mercado imobiliário americano (*subprime*) e no mercado de *Asset-Backed Commercial Paper* (ABCP). Em 9 de agosto, o BNP Paribas, maior banco da França, suspendeu os resgates de três fundos de investimento com problemas no mercado hipotecário de alto risco dos EUA. Nesse momento, a liquidez nesses segmentos de maior risco (instrumentos securitizados e em derivativos de crédito) se evaporou, tornando impossível avaliar o preço de alguns ativos. A crise de liquidez rebateu sobre os bancos, que haviam transferido as *tranches* de maior risco, envolvendo hipotecas *subprime*, para os SIV/SPV, com uma linha de crédito contingente. Vale dizer que, como parte dos *asset-backed commercial paper* (ABCP) não foram rolados, as *equities* de maior risco das

CDO voltaram para os balanços dos bancos, que garantiam os papéis.²³ Diante disso, o Citigroup, o Bank of America e o JP Morgan/Chase, com o estímulo do Tesouro e do Federal Reserve, criaram um fundo de US\$ 75 bilhões, denominado Master Liquidity Enhancement Conduit, que tem sido chamado de SuperSIV. O fundo deverá adquirir papéis lastreados por hipotecas e evitar que as instituições com títulos invendáveis ou com valor de mercado abaixo do valor de face tenham de se desfazer dos títulos a qualquer preço e de uma única vez, registrando nos seus balanços o prejuízo decorrente das imprudências cometidas durante a farra do crédito imobiliário.

A dificuldade de prever até que ponto alguns agentes estariam comprometidos com papéis cujo colateral são hipotecas *subprime* (um estoque estimado em US\$ 1,3 trilhão) contaminou outros mercados de títulos²⁴ quando ocorreram declarações de queda de rentabilidade de grandes bancos e investidores institucionais, acompanhadas da suspensão dos saques de alguns fundos de investimento. Os investidores passaram a se afastar dos títulos garantidos por hipotecas *prime* e outros ativos – não apenas os *subprime* –, reduzindo a liquidez do mercado. Em alguns casos, o prêmio de risco explodiu, exigindo uma reprecificação dos riscos em escala global.

Nos modelos de precificação dos riscos foram utilizadas séries históricas de *default* para os diferentes ativos embutidos na CDO, dada a inexistência de observações empíricas sobre o comportamento deste novo instrumento financeiro. O pressuposto dos modelos de gestão e monitoramento de risco é que o passado continue a se reproduzir no futuro. Isso significa que os modelos presumem uma relativa normalidade no ambiente de negócios. Em períodos de turbulência, no entanto, os sofisticados sistemas de administração de risco se tornam inadequados. Os conceitos estatísticos utilizados para mensurar os riscos – as distribuições de probabilidade, as médias aritméticas indicando resultados mais prováveis na forma de valores esperados, o desvio-padrão de resultados efetivos a partir do valor (médio) esperado, a co-variância que mede a forma em que os retornos dos diferentes ativos estão inter-relacionados – deixam de se aplicar a episódios de crises financeiras. Em movimentos imprevisíveis de rupturas e ajustes violentos de *portfolios*, como ocorreu na crise dos CDO e ABCP, os modelos auxiliam muito pouco. “How are they calculating Value-at-Risk?” Os padrões bem-comportados

de previsibilidade de eventos sugeridos pela teoria estatística da diversificação dos *portfolios* de ativos desaparecem. Isso exige, para além dos acordos de capitais, cuja preocupação central é mais preventiva, a ação de emprestador de última instância das autoridades monetárias (GUTTMANN, 2006). A tensão nos mercados financeiros globais originada da inadimplência dos tomadores de hipotecas *subprime* foi contida pela intervenção agressiva de diversos bancos centrais em favor de garantir a liquidez dos mercados interbancários.

4. A dinâmica do sistema financeiro global a partir do sistema norte-americano: minicrises renitentes

As transformações estruturais no sistema financeiro norte-americano estão associadas ao processo de “institucionalização da poupança” que provocou alterações significativas nas atividades das instituições. A gestão de ativos tornou-se a função predominante do mercado financeiro nos Estados Unidos. Dessa forma, a negociação de ativos (*trading*) transformou-se na principal atividade do sistema financeiro daquele país. O circuito financeiro predominante nesse sistema é expressivamente mais complexo do qualquer outro prevalecente na história. Nesse circuito participa um maior número de agentes. O agente superavitário deposita seus recursos nas instituições de administração de ativos (fundos mútuos, fundos de pensão, fundos de investimentos, companhias de seguro, *hedge funds* etc.), que, por sua vez, mantêm em suas carteiras não apenas *securities* diversas (títulos, notas, *commercial papers*, ações) emitidas pelos tomadores de recursos, mas também moedas, ouro, petróleo, *commodities* etc. As emissões de *securities* pelos tomadores de recursos são realizadas por meio dos bancos de investimento que operam como *brokers* (atuam como corretores de títulos e valores mobiliários, geralmente cobrando uma comissão).

Os riscos de prazos e de crédito tendem a ser assumidos pelos investidores institucionais que compõem suas carteiras de ativos de forma a conseguirem carregar instrumentos de prazos mais longos por meio de depósitos de diferentes prazos. Os investidores institucionais figuram como emprestadores finais de recursos, enquanto que os poupadores são os detentores finais das quotas. Assim, os riscos de perda do princi-

pal acabam pulverizados na malha de cotistas (famílias, corporações etc.). Todos os agentes (bancos, corporações e investidores institucionais) passam a utilizar os derivativos financeiros e outros instrumentos de transferência de risco, procurando dispersar ou assumir riscos de preços (oscilações nas taxas de juros, câmbio, inflação, índices de Bolsas etc.). Vale dizer, procuram realizar proteção contra riscos, tomar posição para realizar ganhos de capital, ou, ainda, adotar técnicas de gestão de recursos, como a alavancagem, utilizando derivativos e empréstimos a fim de aumentar a rentabilidade esperada dos investimentos. As agências de classificação de risco passam a participar ativamente desse circuito. Sua função é montar parâmetros para a classificação de riscos dos diferentes agentes emissores de *securities* e de alguns tipos de derivativos. A remuneração oferecida para cada instrumento lançado nesses mercados é estabelecida a partir dessa classificação (CINTRA, 2000, p. 106). Essas transformações ampliaram a sensibilidade das decisões dos possuidores de riqueza diante das mudanças nas expectativas de flutuações nos preços dos ativos, o que veio a tornar o preço dos ativos muito mais voláteis (Farhi, 2002 p. 3).

Para enfrentar a acirrada concorrência dos mercados de capitais, os bancos se concentraram e se transformaram em supermercados financeiros, pondo fim à separação das funções entre bancos comerciais, bancos de investimento e instituições encarregadas do crédito hipotecário, em vigor desde o Glass-Steagall Act, lançado na crise da década de 1930. A conformação do banco universal norte-americano articulou funções distintas aos bancos universais clássicos alemães e japoneses, estabelecendo estreitas relações com os segmentos industriais. Os bancos universais passaram a atuar em diferentes linhas de negócio: varejo, investimento, seguro, gestão de ativos, gestão de fundo de pensão etc. Todavia, as finanças diretas impuseram a forma de gestão da riqueza e do crédito a partir da diversificação dos *portfolios* de ativos (compra e venda de moedas, *commodities*, petróleo, título de dívidas, ações, derivativos etc.). Assim, os grandes bancos norte-americanos trouxeram para dentro das suas estruturas essa forma de gestão de ativos, característica dos mercados de capitais. Esse processo foi acompanhado pelo aperfeiçoamento dos modelos e das técnicas de monitoramento, pela mitigação e transferência de risco (transformação de pacotes de empréstimos em títulos para venda, ou compra de derivativos de crédito).

É exatamente essa nova configuração do sistema bancário americano que condicionou a passagem do Acordo de Basiléia I para o Basiléia II. O requerimento de capital a partir dos ativos ponderados pelos riscos de crédito articulados no Basiléia I (com posterior incorporação dos riscos de mercado) tornou-se insuficiente para cobrir os riscos implícitos nas atividades bancárias. Com o Basiléia II, o volume de capital ponderado pelos riscos dos bancos internacionalmente ativos será indicado pelos modelos internos de gerenciamento e minimização dos riscos.²⁵ As autoridades reguladoras norte-americanas, com base em estudos que mostraram que o capital exigido dos bancos poderia cair em média 16% se o novo acordo fosse adotado, adiaram para janeiro de 2009 a implementação das regras previstas para janeiro de 2007.²⁶ Em tese, a redução de capital deveria recompensar os bancos que investiram nos avançados métodos de gerenciamento de risco e estimular os outros a fazer o mesmo. Todavia, as agências de supervisão dos EUA sinalizaram que o acordo depende excessivamente dos modelos internos de risco, que são falíveis e “altamente subjetivos”.

Enfim, os bancos universais americanos introduziram dentro dos seus conglomerados o processo de gestão de ativo. Isso levou à introdução de mecanismos extremamente sofisticados de classificação, monitoramento e mitigação do risco de crédito e de mercado. Os modelos de gestão e de transferência de risco reduziram os riscos carregados pelos bancos, tornando-os mais sólidos. Como foi discutido acima, isso não significou uma eliminação dos riscos do sistema como um todo. Os riscos foram fatiados, securitizados e vendidos. Foram segmentados e redistribuídos. A complexidade e a sofisticação dos novos instrumentos podem mascarar incertezas e entrelaçamento de riscos, tanto para os bancos como para as autoridades regulatórias. No caso das CDO mais arriscados (*equities*) e dos ABCP, transferidos para os SIV/SPV mediante uma linha de crédito, na ausência de liquidez, os ativos e, portanto, os riscos voltaram para os balanços dos bancos. Esse processo exige constante monitoramento (pelos próprios bancos e pelas autoridades), porque não há nenhum mecanismo de segurança que impeça um movimento de percepção de risco que vai numa direção única, a saber, a de um movimento baixista de venda de ativos. Tampouco há formas de impedir que nos movimentos de euforia os próprios bancos façam má avaliação de crédito, concentração de ativos e superalavancagem. Ademais,

persiste a enorme concentração das posições em derivativos nos bancos norte-americanos, sendo que algumas delas podem não estar associadas a mecanismos de transferência de riscos, mas de busca de rendimento, com efeito sistêmico.

Finalmente, essa junção dos bancos com gestão de ativos, derivativos financeiros, expertise dos *hedge funds* e modelos de monitoramento de risco ampliou a sensibilidade ao risco em âmbito global. Os sistemas financeiros interligados passam a ser crescentemente condicionados pelos movimentos dos grandes fundos de investimento, altamente alavancados (*hedge funds*). A despeito de possuírem ativos de apenas US\$ 1,4 trilhão, são extremamente agressivos, adotam novos instrumentos de gestão da riqueza e tomam empréstimos do sistema bancário, multiplicando suas posições.²⁷ O sistema bancário (com ativos globais estimados em US\$ 63,5 trilhões) e os investidores institucionais (com estoque de ativos de US\$ 46 trilhões) copiam suas estratégias de ação e ampliam o volume de capital nos movimentos iniciados pelos *hedge funds*. Assim passam eles a determinar o sentido dos movimentos de valorização e desvalorização dos ativos financeiros mundiais (European Central Bank, 2005). O sistema financeiro mundial fica sujeito a ciclos de euforia e minicrises recorrentes.

Em 5 de maio de 2005, a agência de classificação de risco de crédito Standard & Poor's rebaixou para a categoria de investimento especulativo as dívidas da GM e da Ford. Com isso, os prêmios de risco das empresas subiram quase 100 pontos-base em um único dia, causando perdas para os fundos comprados nos papéis das empresas. Rumores nos mercados financeiros indicavam que alguns *hedge funds* tiveram perdas acentuadas. O resultado foi queda no preço das ações e dos títulos de empresas e países emergentes bem como elevação nos riscos bancários. Em junho de 2005, a incerteza sobre a decisão das taxas de juros básicas do Banco Central Europeu acarretou aumento na percepção de risco dos bancos da Europa. Em maio de 2006, o receio da inflação nos Estados Unidos desencadeou ordens de venda e de rearranjo de *portfolios* mundiais; em março de 2007, o temor de uma recessão na maior economia do mundo resultou em outra minicrise financeira global. O aumento da aversão ao risco desencadeou um circuito de ajustes que se retroalimentou. A desmontagem de operações de *carry trade*²⁸ produziu um surto de liquidações. As quedas dos preços dos ativos de alto risco, por sua vez, intensificaram o sentimento de aversão ao risco e realimentaram as desmon-

tagens. No movimento inverso, a preferência pela liquidez (busca por ativos líquidos e seguros) valorizou a moeda japonesa e os títulos do Tesouro americano (*T-bonds*).

Entre julho e setembro de 2007, os comportamentos miméticos dos investidores – com ordens de saques e venda sincronizada dos ativos em todo o mundo – foram associados à explicitação dos riscos decorrentes do agressivo processo de securitização das hipotecas americanas. Como sugerido, a parte supostamente menos arriscada foi exportada para investidores em todo o mundo e a parte de maior risco, descarregada nos Veículos Especiais de Investimento. Embora consideráveis, as perdas das instituições financeiras são gerenciáveis (IMF, 2007). Os grandes bancos, comerciais e de investimento, estariam mais diversificados e mais bem capitalizados (em média os ativos ponderados pelo risco superam 12%, estando acima do mínimo estabelecido no Acordo de Basileia, de 8%). As perdas diretas com as exposições no mercado imobiliário não devem ultrapassar 0,04% do capital nível I. As perdas indiretas associadas à reavaliação dos ativos em carteira – perda de receita com negociação e estruturação de securitização de hipotecas – também não deverão acarretar grandes dificuldades ao gerenciamento desses impactos negativos, embora as instituições menores e menos diversificadas possam estar mais vulneráveis.

Essas recorrentes minicrises estão associadas à generalização da forma de gestão de ativos pelos grandes investidores (bancos, corporações, investidores institucionais, *hedge funds*) e dos modelos de monitoramento de risco. Os mercados financeiros passam a reagir de forma idêntica, na euforia e no pessimismo. Bancos e demais instituições utilizam cada vez mais os diversos modelos de gestão de risco para precificar e administrar suas carteiras de ativos. Em momentos de estabilidade, isto é, em condições de baixa volatilidade dos preços dos ativos, os investidores ampliam suas posições em ativos de maior risco, gerando um aumento dos riscos incorridos. Isso porque a pequena oscilação dos preços fomenta a ampliação das posições mais especulativas em busca de maiores ganhos de capital. Os administradores da riqueza líquida, na ânsia de bater a performance dos seus concorrentes, tomam crédito para ampliar suas posições. Como sugere Belluzzo (2007): “os protagonistas relevantes nesses mercados são, na verdade, os grandes bancos de investimento, os fundos mútuos e a tesouraria das empresas que decidem ampliar a participação

da riqueza financeira em seus *portfolios*. Dotados de forte influência sobre a ‘opinião dos mercados’, eles podem manter, exacerbar ou inverter tendências. Só não podem defender seus *portfolios* depois de um período de forte alavancagem e má precificação do risco”.

Em momentos de maior incerteza, esse movimento pode ser revertido rapidamente, uma vez que o aumento das oscilações dos preços dos ativos torna excessivas as posições definidas segundo os parâmetros anteriores. Precipita-se, então, uma busca frenética pela redução das posições mais arriscadas, e ordens maciças de venda são disparadas pelos modelos de avaliação e controle de riscos, ampliando a volatilidade. Como todos os agentes relevantes acabam seguindo a mesma estratégia de avaliação de riscos para orientar seus investimentos, baseada na medida da volatilidade dos ativos que compõem suas carteiras, o mercado financeiro global fica sujeito a ondas de euforia, que podem gerar bolhas especulativas (quando os preços dos ativos “descolam” dos valores fundamentais, produzindo distorções nas relações preço/rendimentos ou preço/lucro), e ondas de turbulências não-previstas.

Notas

- ¹ Minsky (1986, p. 233-234) propôs uma tipologia para classificar as unidades econômicas a partir das relações entre as estruturas de ativo e passivo geradas por suas estratégias financeiras: o *hedged* ocorre quando uma empresa espera fazer face ao serviço de sua dívida apenas com a receita de suas vendas; o *speculative*, quando a parcela de juros do financiamento de um investimento é integralmente paga pelas receitas correntes da empresa, mas toda ou parte da amortização tem de ser renegociada periodicamente junto ao mercado financeiro; e o *Ponzi*, quando nem mesmo os juros podem ser integralmente pagos com as receitas correntes da empresa. Nesse caso, capitaliza-se uma parte dos juros junto com o principal da dívida, com a perspectiva de poder saldá-los no futuro.
- ² Segundo Minsky (1994b, p. 8): “o princípio da transparência é necessário à operacionalização de um sistema financeiro fundado no mercado (*a market-rather than an institution-based financial system*)”, uma vez que a confiança num mercado de dívidas e de ações requer alguma visibilidade sobre a gestão das corporações e dos mercados financeiros.
- ³ Os desequilíbrios externos e as restrições impostas na conta de capital pelo governo dos EUA, nos anos 1960, foram decisivos para a formação do mercado de eurodólar. Os controles sobre a conta de capital dos EUA foram implementados por meio de três medidas principais: a) *Interest Equalization Tax* (1963) procurava equiparar os custos de financiamento nos EUA com os de outras praças financeiras, desestimulando a

emissão de títulos por estrangeiros em Nova York (*Yankee bonds*); b) *Voluntary Foreign Credit Restraint Program* (1966), os bancos situados nos EUA concordavam em manter tetos voluntários para empréstimos a não-residentes. A partir de 1968, deixou de ser voluntário e foi estabelecido um controle sobre a saída de capitais americanos para o exterior; c) *Restrictions on Foreign Direct Investment* procurava diminuir o financiamento de empresas americanas no exterior com recursos das praças financeiras dos EUA, estimulando as operações no mercado de eurodólares (Moffit, 1984).

- 4 O Bank Holding Company Act (1956) definiu *bank holding company* como qualquer instituição que direta ou indiretamente controle 25% ou mais das ações com direito a voto em outros bancos. Além disso, as *bank holding companies* foram autorizadas a oferecer serviços financeiros proibidos aos bancos comerciais. Essa alteração marcou a especificidade do processo americano de conglomeração financeira, consolidando os chamados *financial supermarkets* (“supermercados de serviços financeiros”). Essa expressão foi utilizada pelo BIS (1986), para caracterizar o conjunto de serviços financeiros – empréstimos, depósitos, bônus, cartões de créditos e seguros – que passaram a ser oferecidos pelos bancos.
- 5 De acordo com “a teoria dos mercados eficientes”, as cotações dos títulos, ações e moedas seriam eficientes na medida em que refletiriam todas as informações disponíveis no mercado (ANDERSEN, 1983-84). Isso porque as informações disponíveis e igualmente distribuídas, em mercados financeiros competitivos, eliminariam – por arbitragem –, todas as oportunidades de ganhos extraordinários, ou seja, acima da média. Supõem-se, então, a existência de um “valor fundamental”, em torno do qual oscilariam as avaliações dos investidores.
- 6 Segundo o BIS (2007a), os ativos dos investidores institucionais – fundos de pensão, companhias de seguro e fundos de investimento – dos principais países industrializados somavam US\$ 46 bilhões em dezembro de 2005.
- 7 Na década de 1990, proliferaram os fundos de investimento agressivos – *hedge funds*, operando a partir de mercados *offshore* (Ilhas Caimãs, Bahamas etc.), pois proibidos no território americano. A partir de 2004, a Securities and Exchange Commission (SEC) passou a exigir informações de alguns desses fundos de investimento privado, com mais de quinze investidores e ativos superiores a US\$ 30 milhões. Todavia, eles possuem diversas formas para fugir da regulamentação. Por exemplo, para a SEC o resgate em um fundo privado pode ser feito em até dois anos; os *hedge funds* estabelecem que o resgate de seus ativos ocorre entre cinco e sete anos para permanecer fora da supervisão. Entre 1995 e 2006, os ativos geridos pelos *hedge funds* saltaram de US\$ 100 bilhões para US\$ 1,4 trilhão. O número de *hedge fund* pulou de 6.000 para mais de 8.500.
- 8 As Bolsas de Valores também passaram por acentuadas transformações. De acordo com a World Federation of Exchanges (<http://www.wfe.com>), cerca de 60% dos membros da Federação Mundial de Bolsas tinham estrutura desmutualizada e/ou listada, Bolsas cuja capitalização total das empresas listadas representava 90% do volume mundial em 2004 (PAMBOUKDJIAN, 2006, p. 41). Aparentemente, esse processo de desmutualização e de consolidação das Bolsas de Valores foi um movimento iniciado no mercado europeu, para se fortalecer e ganhar capacidade de concorrência com o mercado de capitais de Wall Street. Tais transformações envolveram ainda alterações estruturais nos modelos de negócios: a associação de duas ou mais Bolsas, antes con-

correntes, possibilitou a especialização dos mercados e a oferta de novos produtos aos usuários, como derivativos e renda fixa e serviços de pré- e pós-negociação, graças à associação com instituições de compensação e liquidação de operações, de vendedores de notícias e de prestadores de serviços internos das corretoras (*back office*). Diante disso, o que se vislumbra é a competição cada vez mais acirrada para o estabelecimento de Bolsas trans-regionais, com a associação de mercados europeus e americanos. Nos EUA, a Nasdaq fundiu-se com o Instinet. A NYSE comprou a Archipelago Holdings, LLC (ArcaEx), a maior bolsa eletrônica dos EUA. Posteriormente, entre abril e junho de 2006, 25% da London Stock Exchange foi vendida para a Nasdaq. Em 4 de abril de 2007, a NYSE passou a controlar 91,42% da Euronext (formada pelas Bolsas de Paris, Amsterdã, Bruxelas e Lisboa, assim como o mercado londrino de derivativos), formando a NYSE Euronext. Uma das razões para a consolidação de bolsas transatlânticas foi a Lei Sarbanes-Oxley (2002), instituída após os escândalos financeiros da “nova economia”, que dificultou novas emissões nos EUA. A lei procurou melhorar as estruturas de governança corporativa por meio do estabelecimento de normas de controles internos, recomendados pelo *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO). A seção 302 estabeleceu que os diretores executivos e financeiros devem declarar seu envolvimento pessoal na elaboração das divulgações contábeis das empresas. A seção 404 obrigou as empresas a realizar avaliação anual de seus sistemas de controle interno submeterem-se à aprovação de auditoria externa.

- ⁹ Grande parte das *mortgage backed securities* emitidas pelas Government-Sponsored Enterprises são compradas pelos grandes bancos universais. Uma hipoteca residencial tradicional implica requerimento de capital de 4%, enquanto uma hipoteca padronizada emitida e/ou garantida pela Fannie Mae e Freddie Mac requer apenas 1,6%, o que possibilita carregar instrumentos mais líquidos, reduzindo riscos e capital (Acordo de Basiléia, 1988).
- ¹⁰ Assim, a securitização resultou de um duplo movimento: de um lado, os credores líquidos procuravam evitar os passivos bancários e, de outro lado, os devedores buscavam os mercados de capitais como alternativa mais barata de endividamento e capitalização. Simultaneamente, os bancos passaram a transformar ativos não-negociáveis em títulos negociáveis no mercado (FERREIRA & FREITAS, 1990).
- ¹¹ De acordo com BIS (2007b, p. 5), a média diária de transações no mercado de moedas alcançou US\$ 3,2 trilhões em abril de 2007. A falência do Herstatt (alemão) e do Franklin National (americano) em 1974, envolvendo a troca de posições em moeda estrangeira de bancos operando em mais de um país, está na origem da Concordata da Basiléia (Basel Committee on Banking Supervision, 1975), o primeiro acordo entre os principais bancos centrais do mundo, que procurou definir a coordenação, o compartilhamento de informações e a alocação de responsabilidades entre as autoridades de supervisão do país de origem e do país anfitrião dos bancos. O aprofundamento das negociações levou ao Acordo de Basiléia I (Basel Committee on Banking Supervision, 1988) e, posteriormente, ao Basiléia II (Basel Committee on Banking Supervision, 2004).
- ¹² O grau de concentração dos contratos de derivativos sugere que a contraparte pode estar dentro do próprio sistema bancário, o que introduz um risco sistêmico de enormes proporções. Além disso, o fato de o JP Morgan Chase ter uma exposição em relação ao capital de 386,6% sugere que os derivativos não se resumem a instrumento

puro e simples de proteção (*hedge*), mas assumiram a dimensão de ativos financeiros *stricto sensu* (posições especulativas para realizar ganhos de capital). Além disso, as grandes posições em derivativos de crédito do JP Morgan Chase não o isentam do risco em outras posições.

- ¹³ A metodologia utilizada por Pilloff (2004) é diferente da utilizada por Rhoades (2000). Os números de fusões e aquisições incluem aquelas ocorridas entre instituições de poupança (*thrifts*). Ademais, operações envolvendo *holdings* são contabilizadas apenas como uma.
- ¹⁴ A lei foi aprovada após a fusão entre o Citicorp e o Travelers Group em abril de 1998, que consolidou o maior conglomerado americano em serviços financeiros, reunindo operações bancárias tradicionais, crédito ao consumidor, cartão de crédito, banco de investimento, corretora de valores mobiliários, administração de recursos de terceiros e atividades de seguros.
- ¹⁵ Refere-se às fusões entre Wells Fargo & Company e First Interstate Bancorp (1996), Chemical Banking Corporation e Chase Manhattan Corporation (1996), NationsBank Corporation e BankAmerica Corporation (1998), Norwest Corporation e Wells Fargo & Company (1998), Washington Mutual, Inc. e Ahmanson & Company (H.F.) (1998), Bank One Corporation e First Chicago NBD Corporation (1998), Fleet Financial Group, Inc. e BankBoston Corporation (1999), Chase Manhattan Corporation e JP Morgan & Company, Inc. (2000), Firststar Corporation e U.S. Bancorp (2001), First Union Corporation e Wachovia Corporation (2001), Citigroup, Inc. e Golden State Bancorp, Inc. (2002) (A primeira instituição aparece como compradora, a segunda como adquirida).
- ¹⁶ Dados de Rhoades (2000, p. 23-24) e FDIC (*Quarterly Banking Profile*, vários números).
- ¹⁷ O International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, desenvolvido pelo International Basel Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices, estabeleceu padrões mínimos de capitais para os bancos (*risk-based capital standards*) ponderados pelos riscos.
- ¹⁸ Cf. Report on the Condition of the U.S. Banking Industry: fourth quarter, 2005, p. B7: “profitability ratios remained high and the nonperforming assets ratio held steady at a low level”.
- ¹⁹ Em 1997, surgiu o *CreditMetrics*, desenvolvido pelo JP Morgan, em copatrocinio com o Bank of America, Deutsche Morgan Grenfell, Swiss Bank Corporation, Union Bank of Switzerland, entre outros. No mesmo ano, foi desenvolvido o *CreditRisk+* (CR+) pelo Credit Suisse First Boston. Desde então, inúmeros modelos foram desenvolvidos com vistas a agregar a gestão do risco de mercado e a do risco de crédito.
- ²⁰ O relatório do Counterparty Risk Management Policy Group II (2005, p. 5 e 6) sugere três momentos de risco sistêmico mundial: a crise da dívida dos países em desenvolvimento em novembro de 1982, a abrupta desvalorização das Bolsas de Valores em outubro de 1987 e a crise da conta de capital dos países asiáticos, seguida pela crise russa que culminou no colapso do *hedge fund* – Long Term Capital Management (LTCM) em setembro de 1998. Nesse momento, a situação do fundo de investimento de risco LTCM levou o Federal Reserve a intervir junto às instituições financeiras que detinham créditos contra ele, encorajando os bancos credores a assumirem uma par-

ticipação de 90% no fundo para evitar sua falência. Ademais, reduziu a taxa de juros básica dos EUA, por temer que a situação provocasse uma acentuada contração econômica e um risco sistêmico. O LTCM possuía US\$ 4 bilhões em capital, mas girava ativos de US\$ 120 bilhões e apostas, com base em empréstimos e utilizando instrumentos derivativos, que ultrapassavam um valor nominal de US\$ 1,2 trilhão. Após a operação de resgate, muitos bancos de investimento revelaram detalhes de suas exposições ao LTCM e, em alguns casos, aos fundos de investimento de risco de um modo geral. Essas revelações mostraram que os bancos haviam seguido estratégias semelhantes às adotadas pelo LTCM, mas numa escala muito maior, no agregado. Noutras palavras, enquanto o LTCM tinha exposição de US\$ 80 bilhões em arbitragens entre títulos do Tesouro americano, os bancos tinham US\$ 3 trilhões comprometidos em apostas semelhantes. Esse foi o motivo fundamental da decisão do Federal Reserve de patrocinar a operação de salvamento do LTCM.

- ²¹ De acordo com Farhi (2002, p. 26-27), a hipótese subjacente desses contratos é a capacidade potencial de pagamento, isto é, sua probabilidade de inadimplência, definida a partir dos conceitos atribuídos pelas agências de classificação de risco. Se um banco acredita estar muito exposto a um grande tomador, ele pode usar um *swap* de crédito para reduzir seu risco. Basicamente, o banco paga uma pequena taxa à sua contraparte no *swap*. Os derivativos de crédito aperfeiçoam a gestão da incerteza em relação aos retornos de *portfolios*, para além dos métodos tradicionais disponíveis (diversificação de carteira, garantias colaterais, limites operacionais etc.). Por conseguinte, mediante os derivativos de crédito os bancos podem tornar mais líquidas as carteiras de empréstimos ilíquidas. No limite, o crescimento desses derivativos poderá mudar o papel tradicional do crédito nos negócios bancários. Se o risco de crédito puder ser facilmente separado do principal, a relação entre os bancos e seus devedores transformar-se-á: a possibilidade de inadimplência não mais prenderá um ao outro, mudando a essência da atividade bancária.
- ²² Estima-se que 50% dos lucros das agências americanas de *rating* (Standard & Poor's e Moody's) tiveram origem nas notas emitidas aos CDO e instrumentos financeiros semelhantes.
- ²³ Estima-se que entre 30% e 40% dos créditos *subprime* não serão honrados. As perdas com a queda dos ativos referenciados a esses contratos de crédito imobiliário de alto risco podem alcançar de US\$ 300 bilhões a US\$ 400 bilhões. O registro contábil de parte dessas perdas já resultou em quedas acentuadas nas cotações das ações dos grandes bancos globais.
- ²⁴ Vale notar que as operações por meio de contratos flexíveis junto aos tomadores de risco mais elevado geralmente não se enquadram nos requisitos das agências (Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae e FHA), por isso não contam com as garantias dessas instituições.
- ²⁵ As instituições financeiras não terão plena liberdade para estabelecer seus sistemas de medição de riscos. Há uma série de exigências a cumprir: estabelecimento de uma estrutura independente para controle estatístico dos modelos; divisão dos modelos em modelos de risco de crédito, de mercado e operacional etc. O risco de crédito deve ser avaliado por meio de três componentes estatísticas: exposição de possível inadimplência (*exposure at default*, EAD), percentual de perdas de possível

inadimplência (*loss given default*, LGD) e a probabilidade de inadimplência do crédito concedido (*probability of default*, PD). Esse modelo pressupõe a construção de um banco de dados com no mínimo cinco anos de dados para PD e sete anos para LGD. Deve haver controle estatístico para o valor dos bens concedidos em garantia nas operações de crédito. As carteiras de crédito são subdivididas em *corporate*, soberano, interbancário, varejo e patrimonial. A base de dados para risco de mercado deve cobrir o período de um ano; e outras exigências (CHIANAMEA, 2006).

- ²⁶ Ver Deos (2006). Deve-se salientar que o Federal Reserve ganhou poderes de supervisão consolidada sobre os conglomerados financeiros, não ficando restrito ao balanço dos bancos comerciais.
- ²⁷ Após a crise do LTCM, os *hedge funds* passaram a ter de ampliar as garantias quando o valor do investimento que garante o empréstimo reduz.
- ²⁸ *Hedge funds* e outros investidores (fundos, bancos) aproveitaram a elevada liquidez internacional e as baixas taxas de juros (Japão, Suíça) para tomar empréstimos nestas moedas e investir em ativos de alto risco (bônus e ações de economias emergentes, bônus de empresas com baixa classificação de risco, hipotecas *subprime*, *commodities*, derivativos).

Evolution of the Structure and the Dynamics of the US Financial System

Abstract – This paper aims to examine major trends and changes in the US financial monetary system post-1980. Its background is the competition between financial institutions in their search for new instruments as well as their interaction with regulatory and institutional environment. The relative position loss of the US banking system and the rise of institutional investors in the framework of the US financial system as well as the expansion of new debt instruments and capital markets are discussed. The advance of direct finance imprints its logic in wealth and credit management upon the diversification of asset portfolios in large US banks. This process has been followed by an improvement in monitoring models and techniques, and risk transfer and mitigation. *The diffusion of asset management practices by major investors (banks, corporations, institutional investors, hedge funds) and risk monitoring models result in global recurring minicrises.*

Key words – US financial system, institutional investors, universal banks, USA.

Referências bibliográficas

AGLIETTA, Michel; REBÉRIOUX, Antoine. *Dérives du capitalisme financier*. Paris: Albin Michel, 2005.

AGLIETTA, Michel. *Macroeconomia financeira*, vol. 1 e 2. São Paulo: Edições Loyola, 2004.

ANDERSEN, T. B. Some implications of the efficient capital markets hypothesis. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 6, n. 2, Knoxville, p. 281-294, 1983-84.

BASEL Committee on Banking Supervision. *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a revised framework*. Basle: Bank for International Settlements, jul. 2004 (<http://www.bis.org>).

BASEL Committee on Banking Supervision. *International convergence of capital measurement and capital standards*. Basle: BIS, jul. 1988 (<http://www.bis.org>).

BASEL Committee on Banking Supervision. *Report on the supervision of banks' foreign establishments – Concordat*. Basle: BIS, 1975 (<http://www.bis.org/publ/bcbs00a.htm>).

BELLUZZO, Luiz Gonzaga M. Tempestades na bonança. *Folha de S.Paulo*, São Paulo, 11 mar. 2007.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga M. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”, *Revista Economia e Sociedade*, no. 4. Campinas: IE/Unicamp, p.11-20, 1995.

BIS. *Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in April 2007*. Basle: Bank for International Settlements/Monetary and Economic Department (Preliminary global results), set. 2007 (<http://www.bis.org>).

BIS. Institutional investors, global savings and asset allocation. *CGFS Papers*, n. 27. Basle: BIS (Report submitted by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System), fev. 2007 (<http://www.bis.org>).

BRAGA, José Carlos de S.; CINTRA, Marcos Antonio M. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In: FIORI, José

Luiz (Org.) *O poder americano*. Petrópolis: Editora Vozes, p. 253-307, nov. 2004.

CAGNIN, Rafael F. *O mercado imobiliário e a recuperação econômica dos EUA após 2002*. Campinas: IE/Unicamp (Dissertação de Mestrado), nov. 2007.

CHIANAMEA, Dante R. Basiléia II: risco e concorrência bancária. *Economia Política Internacional: análise estratégica*, n. 8. Campinas: Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais/IE/Unicamp, jan.-jun. 2006 (<http://www.eco.unicamp.br/ceri>).

CINTRA, Marcos Antonio M.; CAGNIN, Rafael F. Euforia e pessimismo: os ciclos de ativos, de crédito e de investimento da economia americana, após 1982. *Revista Novos Estudos*, n. 79. São Paulo: Cebrap, nov. 2007.

CINTRA, Marcos Antonio M. A dinâmica do novo regime monetário-financeiro americano: uma hipótese de interpretação. *Revista Estudos Avançados*, n. 39. São Paulo: Instituto de Estudos Avançados/USP, p.103-141, 2000.

COMMITTEE on the Global Financial System. Institutional investors, global savings and asset allocation. *CGFS Papers*, no. 27. Basle: Report submitted by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System, fev. 2007 (<http://www.bis.org>).

COUNTERPARTY Risk Management Policy Group II. *Towards greater financial stability: a private sector perspective*. The report of the Counterparty Risk Management Policy Group II, jul. 27, 2005 (<http://www.crmpolicygroup.org>).

COUTINHO, Luciano G. & BELLUZZO, Luiz Gonzaga de M. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, no. 7. Campinas: IE/Unicamp, p. 129-154, 1996.

DEOS, Simone de. O Novo Acordo de Capital da Basiléia nos Estados Unidos. In: MENDONÇA, Ana Rosa R. de; ANDRADE, Rogério P. de (org.) *Regulação bancária e dinâmica financeira: evolução e perspectivas a partir dos Acordos de Basiléia*. Campinas: IE/Unicamp, p. 299-311, 2006.

EUROPEAN Central Bank. *Large EU banks' exposures to hedge funds*. Frankfurt: European Central Bank, nov. 2005 (<http://www.ecb.int>).

FARHI, Maryse; CINTRA, Marcos Antonio M. Informação dos investidores: classificação de riscos, contabilidade e conflitos de interesses, *Ensaio FEE*, vol. 23, no. 2. Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emanuel Heuser, p.761-786, 2002.

FARHI, Maryse. *Novos instrumentos e práticas na finança internacional*. Campinas: Instituto de Economia e São Paulo: Fapesp (Relatório de Pesquisa de Pós-doutoramento), 2002.

FERREIRA, Carlos Kawall L.; FREITAS, M. Cristina Penido de. *Mercado internacional de crédito e inovações financeiras*. São Paulo: Fundap/Iesp (Estudos de Economia do Setor Público, no.1), 1990.

FREITAS, M. Cristina Penido de. A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. *Economia e Sociedade*, n. 8. Campinas. IE/Unicamp, p. 51-83, jun. 1997.

GALATI, Gabriele; MELVIN, Michael. Why has FX trading surged? Explaining the 2004 triennial survey, *BIS Quarterly Review*. Basle: BIS, dez. 2004 (<http://www.bis.org>).

GOODHART, C.; HOFMANN, B. (2007) “*House prices and the macroeconomy*”. Nova York: Ed. Oxford, s/d.

GREENSPAN, Alan. *Remarks by chairman Alan Greenspan: banking*. Washington, D.C.: Federal Reserve Board (At the annual convention of the American Bankers Association, Phoenix, Arizona, out. 2002) (<http://www.federalreserve.gov>).

GUTTMANN, Robert. Basiléia II: uma nova estrutura de regulação para a atividade bancária global, In: MENDONÇA, Ana Rosa R. de; ANDRADE, Rogério P. de (org.) *Regulação bancária e dinâmica financeira: evolução e perspectivas a partir dos Acordos de Basiléia*. Campinas: IE/Unicamp, p. 177-212, 2006.

IMF. *Global Financial Stability Report*. Washington, DC: International Monetary Fund, set. 2007 (<http://www.imf.org>).

KINDLEBERGER, Charles P. (1989) *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*. Basic Books, Inc. [Tradução brasileira *Manias, pânico e crashes: um histórico das crises financeiras*. Porto Alegre: Editora Ortiz/Gazeta Mercantil, 1992].

MINSKY, Hyman P. (1957) Central banking and money market changes, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. LXXI, no. 2. Republicado in: _____. *Can "It" Happen Again? Essays on instability and finance*. Armonk: M.E. Sharpe, 1982.

MINSKY, Hyman P. Finance and profits: the changing nature of American business cycles, in: _____. *Can "it" happen again? Essays on instability and finance*. Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1982, p. 14-58.

MINSKY, Hyman P. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

MINSKY, Hyman P. Reconstituting the United States' financial structure: some fundamental issues. *Working Paper*, no. 69. Annandale-on-Hudson, NY: The Jerome Levy Economics Institute, 1992.

MINSKY, Hyman P. Integração financeira e política monetária, *Revista Economia e Sociedade*, n. 3. Campinas: IE/Unicamp, 1994a.

MINSKY, Hyman P. Financial instability and the decline (?) of banking: public policy implications. *Working Paper*, n. 127. Annandale-on-Hudson, NY: The Jerome Levy Economics Institute, 1994b.

MINSKY, Hyman P. Uncertainty and the institutional structure of capitalist economies. *Working Paper*, n. 155. Annandale-on-Hudson, NY: The Jerome Levy Economics Institute, 1996.

MOFFIT, M. *O dinheiro do mundo*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1984.

OFFICE of the Comptroller of the Currency. *OCC bank derivatives report*. Washington, D.C., vários números (<http://www.occ.treas.gov>).

PAMBOUKDJIAN, Lucy. *Iniciativas de integração e consolidação de Bolsas: a experiência européia e norte-americana e os efeitos na América Latina*. São Paulo: Departamento de Economia/PUC-SP, 2006.

PERSAUD, Avinash. *Where have all the risks gone*. Londres: Gresham College, 2002 (<http://www.gresham.ac.uk>).

PINHEIRO, Marcia. Rescaldos da bolha, *Carta Capital*, São Paulo, 28 fev. 2007, p. 34-35.

RHOADES, Stephen A. Bank mergers and banking structure in the United States, 1980-98, *Staff Study*, n. 174. Washington, D.C.: Board of Governors

of the Federal Reserve System, ago. 2002 (<http://www.federalreserve.gov>).

SERRANO, Franklin. Do ouro imóvel ao dólar flexível, *Revista Economia e Sociedade*, vol. 11, no. 2 (19). Campinas: IE/Unicamp, p. 237-253, 2002.

TAVARES, M. da Conceição. Riscos e incertezas na economia mundial, *Folha de S.Paulo*, São Paulo, 24 nov. 2002, p. B-2.

TAVARES, M. da Conceição; MELIN, L. E. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (Orgs.) *Poder e dinheiro. Uma economia política da globalização*. Rio de Janeiro: Vozes, p. 55-86, 1997.

*Recebido para publicação em agosto de 2007.
Aprovado para publicação em novembro de 2007.*