

Filho, Ernani Teixeira Torres

**Working Paper**

## O sistema financeiro globalizado contemporâneo: Estrutura e perspectivas

Texto para Discussão, No. 2030

**Provided in Cooperation with:**

Institute of Applied Economic Research (ipea), Brasília

*Suggested Citation:* Filho, Ernani Teixeira Torres (2015) : O sistema financeiro globalizado contemporâneo: Estrutura e perspectivas, Texto para Discussão, No. 2030, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/121560>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# 2030

TEXTO PARA DISCUSSÃO

## O SISTEMA FINANCEIRO GLOBALIZADO CONTEMPORÂNEO: ESTRUTURA E PERSPECTIVAS

Ernani Teixeira Torres Filho





# 2030

## TEXTO PARA DISCUSSÃO

Brasília, janeiro de 2015

### **O SISTEMA FINANCEIRO GLOBALIZADO CONTEMPORÂNEO: ESTRUTURA E PERSPECTIVAS<sup>1</sup>**

Ernani Teixeira Torres Filho<sup>2</sup>

---

1. Originalmente publicado no livro *Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro* (capítulo 15).

2. Professor Associado do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Pesquisador do Programa Nacional de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) do Ipea, entre meados de 2012 e 2013.  
E-mail: ernanit@hotmail.com

## Governo Federal

**Secretaria de Assuntos Estratégicos da  
Presidência da República**  
Ministro Marcelo Côrtes Neri

**ipea** Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

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

### **Presidente**

Sergei Suarez Dillon Soares

### **Diretor de Desenvolvimento Institucional**

Luiz Cezar Loureiro de Azeredo

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

Daniel Ricardo de Castro Cerqueira

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

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

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

Rogério Boueri Miranda

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

Fernanda De Negri

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

Carlos Henrique Leite Corseuil

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

Renato Coelho Baumann das Neves

### **Chefe de Gabinete**

Bernardo Abreu de Medeiros

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

João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

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

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

## Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2015

Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990-

ISSN 1415-4765

1. Brasil. 2. Aspectos Econômicos. 3. Aspectos Sociais.  
I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.908

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

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

JEL: E44; F65; G15; N20.

# SUMÁRIO

---

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO .....7

2 A ESTRUTURA DO SISTEMA FINANCEIRO GLOBALIZADO CONTEMPORÂNEO ..... 10

3 CONCLUSÕES .....31

REFERÊNCIAS .....35



## SINOPSE

O texto analisa o desenvolvimento do sistema financeiro globalizado contemporâneo, como consequência das inovações introduzidas pelos mercados privados, mas principalmente da estratégia comandada pelos Estados Unidos. Esse novo sistema financeiro global, baseado no dólar flexível, gerou muitas bolhas financeiras desde que se consolidou nos Anos 1980. A crise de 2008 é a mais recente e se tornou a maior delas porque afetou negativamente os principais bancos do mercado financeiro central do sistema, os Estados Unidos. Sua origem está relacionada ao fato de os principais bancos internacionais terem, com a globalização, alterado suas estratégias de negócios, deixando de lado as atividades mais tradicionais de crédito para empresas e famílias em favor de investimentos mais especulativos, baseados em elevada alavancagem, adotando assim um comportamento mais semelhante ao dos fundos de *hedge*.

**Palavras-chave:** globalização financeira; crise financeira internacional; regulação financeira.

## ABSTRACT

The paper analyzes the development of the contemporary globalized financial system as a consequence of the innovations introduced by private markets, but mostly the strategy of the governments, particularly the US. This new global financial system, based on the floating dollar, generated many financial bubbles since it was consolidated in the 1980s. The crisis of 2008 is the latest and the greatest of them, because it negatively affected the major banks of the main market of the system, the United States. Its origin is related to the changes that occurred in the business strategies of these banks. They left aside their traditional lending activities to businesses and families in favor of more speculative investments, based on high leverage ratios, thus adopting a behavior similar to what hedge funds do.

**Keywords:** financial globalization; international financial crisis; financial regulation.



## 1 INTRODUÇÃO

Os primeiros anos da década de 2000 foram particularmente favoráveis para a economia mundial. A inflação foi baixa e o crescimento elevado, superando 4% em média. No início de 2008, houve, no entanto, reversão nesta tendência. O ritmo dos negócios desacelerou, acompanhando o agravamento, nos Estados Unidos, da crise das hipotecas de alto risco (*subprimes*). Antes do final do ano, surpreendentemente, a situação deteriorou-se, muito rapidamente, com a falência do Lehman Brothers.

Foi o início da pior crise da economia mundial desde o fim da Segunda Guerra Mundial. Seu impacto sobre o nível de atividade global foi algo inédito na história contemporânea, tanto por sua forte intensidade nos meses iniciais – o recuo foi de 2,3% negativos em 2008 – quanto por sua longa duração. Seus efeitos ainda se fazem sentir de forma intensa, não apenas entre os países emergentes, mas, principalmente, entre os avançados.<sup>1</sup>

Com o anúncio do encerramento das atividades do Lehman Brothers, os sistemas financeiros em todo o mundo subitamente “congelaram” suas operações, levando a uma busca desenfreada por liquidez, a qualquer custo. Como resultado, os preços dos ativos despencaram e o crédito desapareceu, arrastando consigo para baixo o nível de atividade.

O curioso nesse episódio é que a falência do banco americano não chegou a ser um evento inteiramente inesperado. Pelo contrário, a precariedade da sua situação já era, à época, de domínio público. A deterioração teve trajetória lenta, acompanhando as perdas com investimentos em *subprimes* (Torres Filho, 2009; Torres Filho e Borça Júnior, 2009). Por este motivo – nos meses imediatamente anteriores à crise –, as taxas de risco aplicadas aos títulos do Lehman Brothers, assim como aos demais grandes bancos americanos, atingiram níveis extremamente elevados.

O fato surpreendente nesse episódio não foi, portanto, a bancarrota do Lehman Brothers em si, mas o descaso e a inabilidade com que o caso foi tratado pelas autoridades norte-americanas. Nas situações semelhantes que haviam se sucedido desde o início da

---

1. A expectativa é que os efeitos da crise de 2008 se farão presentes na economia mundial por longo período de tempo. Ver Torres Filho (2011).

crise, nos primeiros meses de 2007, o Tesouro e o Banco Central dos Estados Unidos (Fed – em inglês, Federal Reserve System) haviam sempre garantido a continuidade das operações das instituições problemáticas, evitando que uma quebra súbita gerasse choques adversos de natureza sistêmica sobre o restante do mercado. Assim, quando outro banco de investimento de grande porte (o Bear Stearns) esteve à beira de um colapso pouco antes, em março de 2008, o Fed providenciou empréstimo de emergência para sustentar a instituição até que se conseguiu vendê-la ao JP Morgan.

No episódio do Lehman Brothers, no entanto, as autoridades americanas inesperadamente mudaram de comportamento. Nada foi feito para garantir a continuidade das operações do banco, que tinha importante atuação como contraparte nos mercados de derivativos globais. Como Londres é o centro mundial destas operações, a maior parte da exposição do banco americano neste tipo de contratos estava concentrada na Inglaterra. Apesar disso, as autoridades americanas simplesmente ignoraram o fato de que – pela lei inglesa,<sup>2</sup> com a decretação da falência – as operações do Lehman Brothers na City londrina teriam de ser imediatamente suspensas. Com isso, parte relevante dos contratos de derivativos deixou de ser performada, deixando os contrapartes em pânico.

Ao mesmo tempo, nos Estados Unidos, o fechamento do banco levou às perdas elevadas no valor dos títulos de curto e médio prazo de sua emissão. Isto fez que um importante fundo de curto prazo (Reserve Primary Money Fund)<sup>3</sup> apresentasse – pela primeira vez em sua história – prejuízo e, com isto, registrasse perdas no capital investido pelos cotistas,<sup>4</sup> o que ocasionou fuga em massa de depositantes.

O pânico de 2008 teve, assim, o papel de acelerar e generalizar uma crise financeira que, até aquele momento, estava basicamente restrita aos Estados Unidos. Ao mesmo tempo, promoveu queda abrupta no nível de atividade da economia mundial. Foi também importante ao provocar a fragilização das finanças públicas de vários dos países avançados. Entretanto, não fosse este choque, era inevitável que

---

2. Nos Estados Unidos, o procedimento é diferente e as instituições continuam operando sob intervenção.

3. O Reserve Primary Money Fund, além do grande porte, foi a instituição que deu início aos *money market funds* nos Estados Unidos.

4. Os *money market funds* funcionam, na prática, como contas bancárias remuneradas, e, no caso, as perdas foram superiores aos rendimentos, provocando perdas nominais para os investidores, o que levou a uma corrida de cotistas ávidos para retirarem suas aplicações.

a desaceleração – que já tinha se iniciado nos primeiros meses de 2008 – seguisse seu curso, particularmente nos países do Atlântico Norte (Torres Filho, 2011). Os demonstrativos dos grandes bancos americanos e europeus já haviam revelado a existência de grandes perdas com créditos *subprimes* ainda não inteiramente quantificadas e explicitadas nos balanços das instituições, uma vez que haviam sido “escondidas” até então, em empresas de propósitos específicos (Torres Filho e Borça Júnior, 2009). A bolha especulativa imobiliária havia explodido e, de maneira diversa de episódios anteriores – como o das ações das empresas de internet no início da década –, estava arrastando também os grandes conglomerados financeiros.

O papel central do mercado financeiro americano no sistema financeiro global e o envolvimento dos bancos europeus nas operações *subprime* teriam, em algum momento, gerado impactos negativos relevantes sobre a Europa e o restante da economia global, independentemente dos eventos do final de 2008. Neste cenário, a crise ter-se-ia processado de forma mais lenta e os prejuízos provavelmente seriam menores. Assim, o pânico de 2008 deve ser percebido como o elemento que deflagrou a amplificação e a generalização da crise à escala global.

A bolha especulativa dos créditos *subprimes* não foi, no entanto, a primeira produzida pelo sistema financeiro globalizado contemporâneo. Houve várias crises desde 1985 e todas apresentaram uma lógica semelhante. Até então, o evento que tinha registrado o maior impacto econômico e financeiro havia sido o estouro dos mercados de ações e imóveis no Japão em 1989. Entretanto, neste caso, os efeitos permaneceram relativamente restritos à economia japonesa, que – apesar da intensa atuação de seu governo – até hoje não conseguiu recuperar-se inteiramente do episódio.

Além do exemplo nipônico, há uma coleção de outros episódios que também poderiam ser incluídos nessa relação. Kindleberger e Aliber (2005, p. 9), ao relacionarem as maiores bolhas financeiras desde o século XVII, incluem cinco episódios – que ocorreram a partir de 1984 – entre os dez eventos selecionados:

- a bolha dos bulbos de tulipas na Holanda em 1636;
- a bolha do South Sea em 1720;
- a bolha do Mississippi em 1720;

- a bolha de preços de ações do período 1927-1929;
- o aumento dos empréstimos bancários para o México e outros países em desenvolvimento na década de 1970;
- a bolha de imóveis e ações no Japão do período 1985-1989;
- a bolha do período 1985-1989 em imóveis e ações na Finlândia, na Noruega e na Suécia;
- a bolha em imóveis e ações na Tailândia, na Malásia, na Indonésia e em vários outros países asiáticos do período 1992-1997;
- o aumento do investimento estrangeiro no México no período 1990-1993; e
- a bolha do mercado de balcão de ações nos Estados Unidos no período 1995-2000.

Essa evidência sugere que a maneira como os sistemas financeiros passaram a operar, a partir de 1985, tendeu a provocar mais bolhas especulativas financeiras de grande porte que a experiência histórica anterior. Diante desta constatação, este trabalho tem o propósito de apresentar uma visão geral da origem e da formação da estrutura do sistema financeiro global contemporâneo, desde o rompimento do Acordo de Bretton Woods, em 1971, até a crise de 2008. Pretende-se também indicar o papel central que os Estados nacionais tiveram em todo este processo. A escolha dos Estados Unidos como foco deveu-se, de um lado, ao papel central que os mercados e a moeda americanos desempenham nas transações globais e, de outro lado, à capacidade que os Estados Unidos tiveram – como potência hegemônica – de subordinar seus demais parceiros a um padrão de regulação e funcionamento do sistema monetário internacional que fosse do seu interesse. Este último aspecto foi denominado por Susan Strange (1994) de “poder estrutural”. Nas conclusões, pretende-se também identificar alguns dos impactos que a crise de 2008 deverá ter sobre a evolução do sistema financeiro global contemporâneo.

## **2 A ESTRUTURA DO SISTEMA FINANCEIRO GLOBALIZADO CONTEMPORÂNEO**

O sistema financeiro globalizado contemporâneo somente se tornou plenamente funcional a partir da segunda metade da década de 1980. Sua formação confundiu-se com a desmontagem do sistema monetário internacional implementado a partir do acordo de Bretton Woods (1944), que tinha como base: *i*) taxas fixas de câmbio, mas ajustáveis,

entre as principais moedas; *ii*) garantia de conversibilidade em ouro dos saldos em dólar também a taxas fixas; *iii*) ampla conversibilidade das operações financeiras de origem comercial; e *iv*) controle das contas de capital pelos governos nacionais.

Nesse sistema baseado no dólar fixo (Serrano, 2002), os Estados Unidos cumpriam papel semelhante ao que a Inglaterra havia desempenhado na segunda metade do século XIX. Serviam como o banco central do mundo. Estabeleciam a taxa básica de juros e proviam, por meio de *deficit* ou *superavit* em sua balança de pagamentos, a liquidez da moeda internacional. A única restrição a que os americanos estavam sujeitos era, no caso de seus parceiros acumularem volume expressivo e indesejado de saldos em sua moeda, a obrigação de converter estes dólares em ouro (*op. cit.*). Nesta hipótese, os Estados Unidos teriam, de acordo com os termos de Bretton Woods, de realizar alguma forma de ajuste em sua economia para permitir a recuperação da confiança dos demais parceiros na estabilidade do dólar.

Entretanto, quando esse limite foi atingido no início da década de 1970, a história seguiu um curso diferente do que havia sido acordado ao final da Segunda Guerra Mundial. Em lugar de desistir de seu “privilegio exorbitante” (Eichengreen, 2011) e promover o ajustamento de sua economia nas possibilidades de financiamento externo estabelecidas por seus parceiros, os Estados Unidos simplesmente romperam unilateralmente os compromissos firmados em 1944. O dólar passou *de facto* a estar sujeito a um regime de taxas de câmbio flutuantes. A nova postura americana foi de forma clara e sintética anunciada em 1971 pelo então secretário do Tesouro a uma plateia estupefata de representantes de governo europeus com a seguinte declaração: *The dollar is our currency but your problem.*<sup>5</sup>

A partir do rompimento de Bretton Woods, a gestação do novo sistema financeiro mundial demorou ainda mais de uma década para tomar forma definitiva. Enquanto este processo maturava, a economia internacional atravessava período de forte instabilidade, marcado por inflação elevada, taxas de juros negativas e choques de preços. Além disso, houve resistências ao projeto americano de institucionalizar um sistema monetário mundial baseado no dólar flexível. Os governos europeus, por exemplo, tentaram já em 1972 criar mecanismo que reduzisse a amplitude das flutuações entre suas moedas, a chamada “serpente europeia”.

5. Em tradução livre: “O dólar é a nossa moeda, mas o problema é de vocês”.

Apesar dos apelos em contrário, o comprometimento dos Estados Unidos com a liberalização financeira já era total. Em fevereiro de 1973, o governo americano anunciava que o fim dos instrumentos de controle de capital seria efetivado no ano seguinte. Posteriormente, europeus e japoneses propuseram institucionalizar uma nova moeda internacional emitida pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), que, para isto, centralizaria a intermediação dos excedentes dos países exportadores de petróleo (petrodólares). A iniciativa foi simplesmente vetada pelos Estados Unidos (Helleiner, 1994, p. 111).

Enquanto alguns resistiam, outros aderiam à iniciativa americana. Rompido Bretton Woods, prontamente, os mercados especulativos organizaram-se para operar em câmbio e juros nas novas condições. Em maio de 1972, começavam, na Chicago Mercantile Exchange, as primeiras negociações com contratos a futuro, envolvendo as moedas que estavam sujeitas à flutuação. Além disso, como descrevem Braga e Cintra:

em 1973, surgiram os contratos de opções sobre ativos financeiros na Chicago Board Options Exchange, subordinada à Securities and Exchange Commission (SEC); em 1975, os contratos futuros de taxas de juros; em 1979, o IMM (International Monetary Market) começou a negociar contratos futuros com bônus do Tesouro americano de 90 dias; em 1982, foram lançados os contratos futuros de índices de Bolsas de Valores (por meio do Index and Options Market, divisão especialmente criada pela Chicago Mercantile Exchange, tendo como ativo subjacente o índice Standard and Poor's 500) (Braga e Cintra, 2004, p. 259).

A extensão do uso desses novos mecanismos para outros mercados que não os de câmbio e juros não ocorreu, no entanto, de forma imediata. A transição de um mundo de negócios internacionais baseados em preços nominais de longo prazo e relações bilaterais para outro que se apoiasse em preços *spot* flexíveis e contratos de derivativos foi lenta. Se se tomarem, como exemplo, as transações internacionais de petróleo, o antigo padrão de ordenamento das transações comerciais somente foi definitivamente abandonado em 1985, quando a Arábia Saudita – principal exportador mundial –, em lugar de continuar ajustando sua produção para manter um preço específico, passou a fixar determinado volume de produção, independentemente do preço de mercado. Nesta oportunidade, os preços oficiais da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) foram abolidos e os contratos com óleo saudita passaram a adotar o princípio

do *netback pricing*, acompanhando os preços praticados no mercado à vista, menos uma margem preestabelecida.<sup>6</sup>

Até mesmo nos Estados Unidos, a *desregulamentação* de mercados não financeiros relevantes para operarem em bases flexíveis não foi feita imediatamente após o fim do regime de taxas de câmbio fixas. Tomando-se novamente o exemplo do petróleo, o processo de liberalização deste mercado no interior dos Estados Unidos também teve de aguardar o início dos anos 1980. Somente então, os controles administrativos sobre produção e preços – existentes desde a década de 1930 – foram abolidos, o que permitiu a integração entre o consumo, a produção e a formação de preço do óleo nos Estados Unidos, com o restante do mercado mundial já liberalizado. Em seguida a esta medida, veio a criação dos mercados de futuros. A Bolsa de Mercadorias de Nova York (NYMEX – em inglês, New York Mercantile Exchange) iniciou suas operações com *futures* de petróleo e seus derivados em março de 1983 (Torres Filho, 2004).

Durante a década de 1970, as reformas financeiras em favor da globalização deram-se mais na arena financeira internacional. Na nova ordem, era essencial para os americanos garantir papel central aos capitais privados e aos especuladores de curto prazo. De acordo com Helleiner (1994, p. 112), os Estados Unidos “perceberam que os movimentos de capitais especulativos eram uma importante ferramenta central na estratégia dos Estados Unidos de incentivar os estrangeiros a absorver o ônus do ajuste necessário para corrigir os grandes *deficit* em conta corrente do país” (Helleiner, 1994, p. 112, tradução nossa).<sup>7</sup> A existência de mecanismos multilaterais relevantes nesta intermediação politizaria o processo e certamente reduziria o poder de pressão dos mercados, o que não era do interesse americano. Pelo contrário, com um mercado de câmbio flutuante, a pressão dos capitais privados para a valorização de suas moedas levaria os governos estrangeiros a serem obrigados a ajustar suas economias, sem poderem recorrer à mediação de nenhum mecanismo internacional extramercado.

6. O *netback pricing* refere-se a um sistema em que o preço de oferta de um bem (no caso, o petróleo cru) é estabelecido com base em seu preço de demanda final – o dos derivados de petróleo (gasolina, diesel, óleo combustível etc.) – menos uma margem que remunere os custos ao longo da cadeia – transporte, revenda, distribuição e, até mesmo, refino.

7. No original: “perceived speculative capital movements as an important central tool in the U.S. strategy of encouraging foreigners to absorb the adjustment burden required to correct the country’s large current account deficit”.

Esse processo seria tão mais eficaz quanto menor fossem as restrições nacionais ou multilaterais à mobilidade dos capitais. Assim, o fim dos controles de capitais ao lado do domínio da intermediação internacional pelas instituições privadas foram, desde o início, elementos centrais no projeto americano de remontagem da ordem internacional pós-Bretton Woods. De acordo com Helleiner:

Em um sistema desregulado, o tamanho relativo da economia americana e a proeminência contínua do dólar, das instituições financeiras e da atratividade dos mercados financeiros norte-americanos davam aos Estados Unidos poder indireto, por meio de pressão do mercado, para o que Strange chamava de a mudança no rol de escolhas abertas aos outros. Com base neste poder estrutural, os Estados Unidos tinham o objetivo de preservar sua autonomia política, incentivando os governos estrangeiros e investidores privados a financiarem – e ajustarem-se aos – os crescentes *deficit* dos Estados Unidos (Helleiner, 1994, p. 114, tradução nossa).<sup>8</sup>

Até mesmo a liberação dos mercados financeiros domésticos americanos seguiu ritmo mais lento que o verificado na arena internacional. Com a desregulamentação da NYMEX em 1975, em contexto de taxas de juros nominais mais elevadas, as grandes *security companies* começaram a invadir áreas de atuação até então exclusivas dos bancos. Em cenário de inflação mais elevada, passaram a oferecer contas remuneradas com elevada liquidez (*cash managemet accounts*), que competiam diretamente com os depósitos à vista bancários, os quais ainda estavam sujeitos a tetos de juros fixados pelo Fed. Com o avanço da concorrência, os grandes bancos reagiram pressionando os legisladores para eliminar os limites estabelecidos pelas regulamentações que vinham dos anos 1930, de forma a lhes permitir enfrentar de forma mais efetiva as instituições não bancárias.

A nova onda de reformas teve, no entanto, que aguardar o fim da década de 1970, quando o governo americano foi obrigado a administrar forte crise de confiança no dólar. Ao final de 1978, a Arábia Saudita começou a desfazer-se de suas reservas na moeda americana e anunciou que aumentaria os preços do petróleo, como resposta às elevadas taxas de inflação nos Estados Unidos. Ao mesmo tempo, os europeus retomaram, em março de 1979, o processo de integração monetária com a criação do Sistema

---

8. "In a deregulated system, the relative size of the U.S. economy, the continuing prominence of the dollar and U.S. financial institutions, and the attractiveness of U.S. financial markets all gave the United States indirect power via market pressure to, as Strange put it, "change the range of choices open to others". Drawing on this structural power, the United States aimed to preserve its policy autonomy by encouraging foreign governments and private investors to finance and adjust to growing U.S. deficits".

Monetário Europeu, em clara resposta ao enfraquecimento do dólar. A fuga da moeda americana à época se generalizou por todos os mercados.

Após tentativas fracassadas de corte de gastos e aumento da taxa de juros, o governo do então presidente dos Estados Unidos Jimmy Carter decidiu reagir nomeando Paul Volcker, um homem reconhecido pelos mercados por seu perfil conservador, para a presidência do Fed. Em outubro de 1979, depois da reunião anual do FMI e do Banco Mundial na Europa, o Banco Central americano mudou radicalmente de comportamento e adotou política monetária fortemente restritiva. Este episódio provocou profunda mudança no curso da história do sistema monetário internacional. O “choque Volcker” conseguiu restaurar, em novas bases, a centralidade do dólar nas finanças internacionais.

A partir desse momento, o processo de globalização financeira avançou a passos largos. Pouco a pouco, os países desenvolvidos foram seguindo o exemplo americano e abolindo os mecanismos de controle de capital que estavam em vigor desde os anos 1930. O primeiro passo foi dado pela Inglaterra em 1979, seguida por Japão, Austrália e Nova Zelândia. Ao final da década, já se haviam juntado a este grupo os países da Escandinávia e todos os membros da então Comunidade Europeia. Reações contrárias de isolamento – a exemplo da tentativa do governo do então presidente François Mitterand, na França, redundaram em absoluto fracasso.

Na maioria dos casos, a liberalização foi o meio encontrado pelos governos para aumentar a competitividade de seus mercados financeiros diante da grande atratividade adquirida pelos mercados americanos já liberalizados. No caso de Londres e Tóquio, a abertura da conta de capital foi seguida pela desregulamentação das bolsas locais (os chamados *big bangs*), com o intuito de permitir que estas praças pudessem competir mais intensamente com Nova York, como centros financeiros internacionais.

No Japão, a internacionalização do mercado de capitais tinha também o propósito de reduzir o impacto doméstico da acumulação de *megassuperavit* comerciais ante os Estados Unidos. O intuito era permitir que o setor privado pudesse ter papel mais ativo na reciclagem destes recursos de volta ao exterior, ao colaborar com o esforço de sustentação da moeda japonesa, então sobre forte pressão por valorização.<sup>9</sup>

9. A questão da valorização do iene nos anos 1980 – ou *endaka* – foi tratada por Torres Filho (1992).

A liberalização dos diferentes mercados financeiros nacionais constituiu um amplo espaço concorrencial unificado, no qual as grandes instituições passaram a concorrer globalmente. Se, por um lado, esta construção deu sustentação a um sistema monetário internacional baseado em um dólar flexível (Serrano, 2002), por outro, criou problemas regulatórios importantes que não haviam sido previstos. Estas questões envolviam temas de natureza diversa, que iam desde a ação coordenada dos bancos centrais em momentos de crise até as “fronteiras” da jurisdição e da responsabilidade de cada uma destas instituições.<sup>10</sup> Além disso, precisariam ser tratadas as assimetrias competitivas entre os bancos de diferentes origens nacionais, que passavam a concorrer globalmente, mas continuavam sujeitos a regulações de origem local.

Nessa área, o Bank of International Settlements (BIS), que congrega os bancos centrais, tornou-se o centro dos debates e das decisões de regulação bancária global. Sua primeira missão foi lidar com a preocupação das autoridades americanas com a baixa relação entre capital e ativos de seus bancos, que tinham sofrido perdas importantes com a crise da dívida externa latino-americana. As tentativas do Fed de obrigá-los a realizar aumentos de capital encontrava forte resistência destes bancos, que alegavam desvantagens competitivas diante das instituições europeias e, principalmente, japonesas, que estavam sujeitas a regras de alavancagem mais flexíveis e poucas limitações em termos de diversificação de negócios.

O resultado da iniciativa do BIS de estabelecer base regulatória comum para os diferentes bancos centrais materializou-se no Acordo de Basileia de 1988. Este entendimento, que se conheceu como Basileia I, fixou em 8% a relação mínima entre capital e ativos que passaria a ser exigida de todos os bancos que tivessem porte internacional – ou seja, que potencialmente concorreriam com os americanos. Além disso, determinou um conjunto de coeficientes que deveriam ponderar o valor dos créditos dos bancos, de forma que seu ativo total para fins regulatórios também refletisse seu apetite por risco. Havia, assim, escala de multiplicadores que variava de 0% para os títulos públicos até um máximo de 100%, no caso da maioria dos empréstimos às empresas. A iniciativa revelou-se um sucesso. O novo parâmetro passou a ser adotado não somente para as instituições internacionalmente expostas, mas também para aquelas que tinham apenas atividades locais.

---

10. Por exemplo, a responsabilidade pelo resgate e pela supervisão de bancos estrangeiros caberia à autoridade monetária local ou à do país de origem?

Ao lado da liberalização e da regulação internacional, o “choque Volcker” também provocou algumas crises financeiras – como a da dívida externa latino-americana e a do sistema de poupança e empréstimo nos Estados Unidos – que encorajaram uma nova tendência de negócios: a securitização de ativos. Trata-se de operação que compreende a transferência dos direitos sobre os fluxos de amortização e juros de contratos de dívida para títulos de crédito, para que possam, assim, ser transacionados (distribuídos) junto a terceiras partes de forma definitiva. Envolve variedade grande de instrumentos que, *grosso modo*, podem ser reunidos em três conjuntos diferentes: os colateralizados nos contratos originais (*covered bonds*), os que incorporam integralmente os direitos dos contratos originais (*pass through securities*) e os que combinam frações de fluxos de origens diferentes (*structured finance*).

O principal objetivo da securitização é criar ativo que possa ser facilmente comprado e vendido – ou seja, originado e distribuído. Deste ponto de vista, o novo título deve apresentar condições de rentabilidade, prazo e risco que sejam facilmente percebidas pelos investidores, sem a necessidade de pesquisa mais profunda sobre as condições dos créditos que os originaram (*credit assessment*). Isto os diferencia bastante das hipotecas e os assemelha mais aos títulos de dívida corporativa (Kregel, 2008). O volume de operações de securitização manteve-se em níveis pouco significativos até os anos 1990. Desde então, as emissões anuais apresentaram crescimento vertiginoso, chegando a atingir um máximo de US\$ 5 trilhões, em 2006, para reduzir-se a cerca de US\$ 2,5 trilhões, em 2008 (IMF, 2009).

De acordo com Minsky, a securitização deve ser entendida como parte intrínseca do processo de globalização financeira. Segundo o autor:

A securitização leva à criação de um título financeiro, que é eminentemente adequado para uma estrutura financeira global. Existe uma relação *simbiótica* entre a globalização da estrutura financeira do mundo e a securitização dos instrumentos financeiros. A globalização requer a conformidade das instituições por meio das linhas nacionais e, em particular, a capacidade dos credores capturarem os ativos que dão base a estes títulos (Minsky, 2008, tradução nossa).<sup>11</sup>

11. No original: “Securitization leads to the creation of financial paper that is eminently suitable for a global financial structure. There is a symbiotic relation between the globalization of the world’s financial structure and the securitization of financial instruments. Globalization requires the conformity of institutions across national lines and in particular the ability of creditors to capture assets that underlie the securities” (Minsky, 2008, grifo nosso).

A instabilidade intrínseca a um sistema monetário internacional baseado em taxas de câmbio e juros flutuantes – assim como a explosão da securitização – deu, por sua vez, base ao desenvolvimento de outras famílias de instrumentos financeiros, como os derivativos. Trata-se de contratos financeiros que permitem a mercantilização e a redistribuição dos riscos entre os diferentes investidores. A maioria destes instrumentos refere-se não apenas a exposições a juros e câmbio, mas também aos riscos com créditos e ações.

Grande parte dos derivativos é comercializada em mercados de balcão (*over-the-counter*). Neste ambiente de negócios, estes contratos são confeccionados de acordo com as necessidades dos clientes. Por isto, são muitas vezes mais opacos que os padronizados, tendo-se em vista a complexidade que podem apresentar. São também menos transparentes para as autoridades regulatórias e os investidores.

O FMI afirmava, em 2000, que os derivativos eram parte essencial do funcionamento do sistema financeiro globalizado contemporâneo. Para este fundo, estes contratos “tornaram-se a principal força promotora da integração dos mercados financeiros nacionais e da globalização das finanças” (Schinasi *et al.*, 2000, p. 43). Formariam elos que interligavam fortemente instituições financeiras e mercados, tanto doméstica quanto internacionalmente.

Os derivativos servem, de forma geral, a dois tipos de investidores. Existem, de um lado, aqueles que querem se proteger das flutuações intrínsecas aos mercados flexíveis. Assim, estes instrumentos lhes servem como uma forma de seguro para movimentos indesejados nos preços e nos fluxos de caixa. Com isso, ganham mais previsibilidade nos seus negócios e reduzem as necessidades de provisionamentos de capital. Este uso é bastante difundido entre as grandes empresas.

Por sua vez, há também os investidores que objetivam obter ganhos financeiros com essas operações. Algumas estruturas de derivativos, por exemplo, permitem replicar investimentos em ativos reais – como imóveis ou ações – com custos muito inferiores à manutenção de posições diretas nestes ativos.<sup>12</sup> Outros aplicadores são atraídos pela

---

12. De acordo com o Fundo Monetário Internacional (Schinasi *et al.*, 2000), estruturas de derivativos de ações na Europa podem custar 60% menos que a compra direta destes papéis.

receita decorrente das margens com a emissão destes contratos. Existem, ainda, aqueles que utilizam os derivativos para efetivar apostas em posições que contrariam as “convenções” de preços do mercado.

Os derivativos de balcão são, ainda, instrumentos que permitem atuação mais alavancada dos investidores. O capital necessário a tomar posições nestes contratos é muito menor que o custo de aquisição do ativo no qual se deseja investir, para um mesmo ganho esperado. Esta redução no custo de acesso atrai maior volume de investidores e aumenta a liquidez destes mercados. Em alguns casos – como é o exemplo do mercado a termo de juros no Brasil –, a liquidez está concentrada no mercado de derivativos e, conseqüentemente, é neste caso que se dá a formação das taxas a futuro.

A disseminação do uso dos derivativos não foi apenas uma iniciativa dos mercados, mas também dos governos. Foram os atores públicos que garantiram condições jurídicas para a emissão destes contratos, até mesmo por investidores que não dispunham dos ativos relacionados aos derivativos que desejavam emitir. Além disso, deram tratamento regulatório preferencial a estes novos instrumentos. Os bancos podiam, por exemplo, ampliar o tamanho dos ativos que carregavam diante do capital da instituição, caso reduzissem o risco original de suas operações mediante a aquisição de derivativos.

Em um novo sistema financeiro internacional caracterizado por flexibilidade dos preços dos ativos, desintermediação bancária, elevada liquidez, baixas taxas de juros e derivativos, os fundos de *hedge* encontraram as condições propícias para rápida expansão. Apesar de diferentes em suas estratégias, estes condomínios de investidores – comandados por gestores voltados para a busca agressiva de rentabilidade – guardam em comum algumas características básicas. Não são sujeitos à atuação de órgãos reguladores, o que lhes garante grande flexibilidade operacional e administrativa. Seus administradores recebem 20% dos lucros obtidos acima de uma meta mínima, além de 2% anual sobre o total do fundo. Suas estratégias de investimento baseiam-se em combinações entre *posições vendidas (short)*<sup>13</sup> dos ativos que esperam que venham a perder valor e *posições compradas (long)* daqueles que apostam que devem subir de preço. A visão dos fundos de *hedge*, portanto, é que os mercados não são eficientes e, por isto, existem ganhos em antecipar-se a estes movimentos.

13. As *posições vendidas* são efetivadas mediante aluguel e venda de ativos.

Uma vez montada a estratégia, o passo seguinte é aumentar os ganhos esperados, multiplicando-se o tamanho total de ativos do fundo em várias vezes, recorrendo-se, para isto, a empréstimos bancários, que, por sua vez, são garantidos nestes ativos. Aglietta, Khanniche e Rigot (2010) estimaram que, em 2006, a alavancagem média dos fundos de *hedge* era de 2,5 vezes seu capital. Entretanto, estes números variavam muito, chegando a dezenas de vezes no caso daqueles controlados pelas tesourarias dos grandes bancos. Por exemplo, o nível de alavancagem do Long-Term Capital Management (LTCM) – fundo independente que esteve no centro da crise financeira de 1998 – atingia à época de seu fechamento 31 vezes (Aglietta, Khanniche e Rigot, 2010, p. 64).

Ao longo dos anos 1980 e 1990, os fundos de *hedge* deixaram de ser figurantes secundários para tornarem-se paulatinamente atores de primeira grandeza nos diferentes mercados especulativos. Até então, os capitais privados, em geral – e os fundos de *hedge*, em particular – não tinham demonstrado capacidade para enfrentar a atuação dos governos. Tomando-se como exemplo os mercados de câmbio, o sucesso da atuação coordenada dos bancos centrais em 1985 – quando do Acordo de Plaza – confirmava esta visão. Entretanto, nos anos seguintes, este tipo de estratégia das autoridades internacionais foi se revelando cada vez menos eficaz.

Nesse cenário, o episódio da saída abrupta da libra esterlina do Sistema Monetário Europeu em 1992 mudou definitivamente a relação entre governos e mercados. Obrigado, pelos acordos monetários europeus deste sistema, a sustentar a flutuação de sua moeda em uma banda restrita e explícita, o Reino Unido tentou ao longo de três dias enfrentar as ordens de venda comandadas pelo Fundo Quantum, administrado por George Soros. Neste intervalo, o Banco da Inglaterra gastou US\$ 27 bilhões de suas reservas e, ao final, sofreu perda de US\$ 3,8 bilhões, dos quais mais de US\$ 1 bilhão foi parar nos bolsos dos cotistas do Fundo Quantum. A libra teve de deixar unilateralmente o Sistema Monetário Europeu, e o governo inglês, de forma humilhante, foi obrigado a aceitar desvalorização de 14% de sua moeda ante o marco alemão.

Se, por um lado, a possibilidade de alavancar suas carteiras em várias vezes deu um efetivo poder de mercado aos fundos de *hedge*, por outro, também os deixou vulneráveis a choques. Mudanças súbitas nas condições vigentes poderiam simultaneamente afetar a rentabilidade de suas carteiras e bloquear-lhes a possibilidade de sair rapidamente de posições perdedoras, o que poderia comprometer o capital próprio destas

instituições em pouco tempo. Este problema se explicitou em 1998, na crise que teve como foco central um dos principais *hedge funds* da época, o LTCM. Administrado por um time que contava em seus quadros com dois economistas distinguidos com o Prêmio Nobel, com trabalhos seminais na área de avaliação de preço de derivativos,<sup>14</sup> o fundo simplesmente faliu.

O porte de sua carteira era, no entanto, tão grande e estava tão integrado ao restante do sistema financeiro americano que seu fechamento havia se tornado uma ameaça à continuidade dos negócios de grandes bancos de Wall Street, como o Lehman Brothers. O LTCM acumulava à época posição nocional de US\$ 1,2 trilhão, para capital de apenas US\$ 5 bilhões (Schinasi, 2000, p. 1). Por este motivo, o Fed foi obrigado a intervir. Montou um consórcio de bancos que estavam expostos a este fundo, que injetou US\$ 3,5 bilhões na instituição, de forma a permitir que seu desinvestimento ocorresse de forma ordenada.

O episódio do LTCM, em 1998, deixou transparente que, para alavancar suas posições, os fundos precisavam do crédito de seus *prime brokers* – ou seja, dos grandes bancos de investimento; em particular, os americanos. Na oportunidade, a ameaça de quebra do fundo deu início a uma crise de liquidez que passou a afetar todos os mercados financeiros e as taxas de juros subiram muito, inclusive as da dívida pública americana. Por este motivo, o Banco Central americano também foi obrigado a promover a redução das taxas básicas de juros, de modo a facilitar as condições de liquidez do mercado. Este episódio esclareceu que estratégias alavancadas de instituições não reguladas – como os fundos de *hedge* – podiam gerar problemas relevantes para mercados financeiros e bancos, afetando, inclusive, as instituições consideradas “grandes demais para falir”.<sup>15</sup> Com isso, a atuação de fundos não regulados poderia gerar impactos sobre o sistema bancário e, conseqüentemente, sobre a economia global.

A desvalorização da libra, em 1992, e a falência do LTCM, em 1998, levaram, no âmbito dos governos, a duas visões diferentes sobre os fundos de *hedge*. Como afirma Mallaby:

14. Myron S. Scholes e Robert C. Merton – que dividiram o Prêmio Nobel de 1997 em Ciências Econômicas, com um trabalho sobre um novo método para determinar o valor dos derivativos – eram membros do Conselho do Long-Term Capital Management (LTCM).

15. Do inglês *too big to fail*.

Nos Estados Unidos e na Inglaterra, o impacto estabilizador dos fundos de *hedge* recebeu maior ênfase; nos outros lugares, o risco de pânico desestabilizadores chamou mais atenção. Curiosamente, os países que gostaram mais dos fundos de *hedge* foram também aqueles nos quais estes se instalaram (Mallaby, 2010, p. 10, tradução nossa).<sup>16</sup>

Do ponto de vista anglo-saxão, os fundos de *hedge* seriam mecanismos que teriam, na ordem internacional globalizada, o papel positivo de acelerar e corrigir as trajetórias de empresas, mercados e países que não fossem consistentes com os ajustes requeridos pelos desequilíbrios da economia global. Ao mesmo tempo, acreditavam que – ao atuar no sentido de trazer os preços para posições de “equilíbrio” – estes fundos reduziriam os riscos de bolhas especulativas, que necessitariam de correções abruptas e desestabilizantes. Como afirmou ironicamente Mallaby:<sup>17</sup> “Pelo achatamento das flutuações no comportamento do mercado, os fundos de hedge estariam contribuindo para o que os economistas chamaram de Great Moderation” (Mallaby, 2010, p. 9, tradução nossa).

A atuação dos reguladores americanos evoluiu no sentido de promover ainda mais a expansão do relacionamento entre os fundos e os grandes bancos. D’Arista indica que:

A escala [da alavancagem dos grandes bancos] foi agravada pela desregulamentação – em particular, pela Lei de Modernização dos Serviços Financeiros (Lei Gramm-Leach-Bliley) de 1999, que permitiu aos bancos autorizados tomar empréstimos para financiar aplicações financeiras tradicionais e não tradicionais, e pelo relaxamento da [Securities and Exchange Commission] SEC da taxa de alavancagem dos bancos de investimento de US\$ 12,00 para US\$ 1,00 de capital, para mais de US\$ 30,00 para US\$ 1,00 (D’Arista, 2009, p. 1, tradução nossa).<sup>18</sup>

Assim, ao longo da década que separa a crise do LTCM, em 1998, da falência do Lehman Brothers, em 2008, o mercado de fundos de *hedge* aumentou exponencialmente. Em 2005, havia mais de 8 mil destas instituições, 60% das quais tinham

---

16. No original: “*In the United States and Britain, hedge funds’ stabilizing impact received the most emphasis; elsewhere, the risk of destabilizing panics got most of the attention. Funnily enough, the countries that liked hedge funds the best were also the ones that hosted them*”

17. No original: “*By flattening out the kinks in market behavior, hedge funds were contributing to what economists called the “Great Moderation”*”. Para uma análise da Great Moderation, ver Torres Filho (2011).

18. No original: “*Its scale was exacerbated by deregulation – in particular, the Financial Services Modernization Act (Gramm, Leach, Bliley) of 1999 that permitted banks to borrow in order to fund traditional and nontraditional financial and the SEC’s relaxation of the leverage ratio for investment banks from \$12 to \$1 of capital to over \$30 to \$1*”.

algum porte e administravam mais de US\$ 5 bilhões. Neste intervalo, a relação entre fundos de *hedge* e bancos tomou novos contornos. O papel destes *prime brokers* no financiamento destas instituições não somente aumentou, mas também se concentrou em número menor de bancos de investimento. Como se pode observar na tabela 1, os três maiores *prime brokers* (Morgan Stanley, Goldman Sachs e Bear Stearns, todos americanos) concentravam mais de 50% dos empréstimos a estes fundos em 2006.

TABELA 1  
**Composição do mercado de *prime brokers* – Estados Unidos (2006)**  
(Em %)

Instituições	
Morgan Stanley	24
Goldman Sachs	18
Bear Stearns	15
UBS <sup>1</sup>	9
Credit Suisse	6
Deutsche Bank	5
Lehman Brothers	4
Outros	19
<b>Total</b>	<b>100</b>

Fonte: McKinsey Global Analysis Institute, citado em Aglietta (2010, p. 104).

Nota: <sup>1</sup> Union des Banques Suisses.

Durante a crise *subprime* do período 2007-2008, novamente os fundos de *hedge* foram apanhados no contrapé. A retração do crédito bancário deixou suas posições alavancadas em situação precária. Ao mesmo tempo, a restrição dos governos à formação de posições vendidas a descoberto afetou sobremaneira a sustentação de suas estratégias *long-short*. Entretanto, apesar destas dificuldades, a nova crise não foi provocada pela quebra de fundos de *hedge*, apesar de ser esta a expectativa dos bancos centrais desde a quebra do LTCM (Goodhart, 2009). Os principais responsáveis desta vez foram os grandes bancos internacionais, com outras instituições seguradoras ou garantidoras, todos do tipo *too big to fail*.

A crise das hipotecas *subprimes* explicitou que os bancos centrais, em geral – e o Fed, em particular – não tinham percebido o alcance que as transformações impostas pela globalização financeira tinham tido sobre seus grandes bancos. Particularmente, não tinham atinado para o fator de que as formas de securitização adotadas – inclusive a venda de ativos a empresas de propósito específico – tornavam opacos não apenas os

produtos financeiros vendidos para os investidores, mas também os balanços dos bancos que eram objeto de avaliação das autoridades regulatórias.

De fato, a mudança no modelo de negócio dos bancos comerciais havia sofrido alterações profundas desde os anos 1980. Até então, estas instituições atuavam basicamente na captação de depósitos de curto prazo a baixo custo, para financiar empréstimos por períodos mais longos a empresas e famílias em ambiente competitivo limitado pela forte regulação e pela proteção à competição internacional. A partir da década de 1980, este padrão de intermediação financeira foi aos poucos perdendo relevância. Neste cenário, os grandes bancos – em lugar de passivamente se ajustarem às mudanças em curso e, com isto, aceitarem ter papel secundário no novo sistema financeiro internacional – tomaram a liderança do processo, redefinindo as formas e as estratégias de seus negócios e garantindo, assim, posição central na nova ordem financeira.

Conseguiram, inclusive, ganhar importância na condução do processo de transição para o novo sistema globalizado, interferindo com sucesso na definição a seu favor das normas que seriam utilizadas pelos reguladores próprios para esta atividade. Um exemplo deste tipo de influência foi a decisão do governo americano de, em 2004, aumentar os limites de alavancagem de seus bancos de investimento. Segundo Crotty:

De 1975 a 2003, a Securities and Exchange Commission (SEC) dos Estados Unidos limitou a alavancagem dos bancos de investimento a doze vezes o capital. No entanto, em 2004, sob pressão do presidente da Goldman Sachs e mais tarde secretário do Tesouro, Henry Paulson, a comissão elevou o índice de alavancagem aceitável para quarenta vezes o capital e tornou seu cumprimento voluntário (Crotty, 2009, p. 574, tradução nossa).<sup>19</sup>

Assim, a securitização, em vez de provocar perda de mercado e lucros para os bancos, revelou-se uma nova trajetória de expansão. Estas instituições desistiram das receitas com a cobrança de margens (*spreads*) pelo carregamento do ativo de crédito em seus balanços até a liquidação final (estratégia do tipo *buy and hold*), em troca de comissões (*fees*) pela originação, pela montagem e pela venda destes fluxos de caixa a investidores. Suas carteiras tradicionais tornaram-se, assim, fonte privilegiada de origem de títulos para posterior distribuição aos mercados de capitais. A posição como

---

19. No original: "From 1975 to 2003, the US Securities and Exchange Commission (SEC) limited investment bank leverage to 12 times capital. However, in 2004, under pressure from Goldman Sachs chairman and later Treasury Secretary Henry Paulson, it raised the acceptable leverage ratio to 40 times capital and made compliance voluntary".

instituições criadoras de depósitos atribuíam-lhes papel privilegiado no carregamento destes ativos durante este processo de transformação.

Abraçar a securitização foi também uma forma de os bancos responderem às novas limitações globais impostas pelos reguladores. Ao reduzir seus balanços no momento de cada venda de ativos, abriam imediatamente “espaço” para novas operações de securitização. Ampliava-se, assim, o volume de negócios, atendendo simultaneamente aos parâmetros de alavancagem permitidos pelos Acordos de Basileia.

Foi, ainda, um meio de superar a perda de competitividade das formas mais tradicionais e estáveis de captação de depósitos. O aumento na amplitude das flutuações nas taxas de juros havia comprometido os mecanismos tradicionais de captação de depósitos baratos e estáveis, criados após a Grande Depressão. Um exemplo disto foi o quase desaparecimento dos sistemas de poupança e empréstimos garantidos pelos governos, que davam sustentação ao financiamento imobiliário. A securitização de hipotecas foi o meio encontrado para retomar o financiamento imobiliário americano.

Finalmente, a securitização foi também a maneira de os bancos enfrentarem a competição criada pela liberalização com os mercados de capitais. Desde então, investidores e emissores mais sofisticados podiam dividir entre si os ganhos até então cobrados pelas instituições financeiras. Os bancos simplesmente tomaram a liderança nesta nova forma de intermediação.

Formou-se, assim, um novo padrão de concorrência bancária. Entretanto, como alertou Minsky, quase profeticamente, nenhuma destas inovações financeiras conseguia superar o fato de que:

esses tipos de títulos ligam o presente ao futuro. Hoje, é o futuro para alguns “hojes” passados. Compromissos anteriores estão se tornando devidos, ainda que novos estejam sendo feitos. Fluxos de caixa serviram tanto como uma fonte de fundos, quanto uma validação dos compromissos prévios. *A caracterização dos fluxos de caixa como hedge, especulativa e Ponzi pode ser relevante* (Minsky, 2008, tradução nossa).<sup>20</sup>

---

20. No original: “such paper links the present and the future. Today is the future for some past todays. Prior commitments are falling due even as new commitments are entered upon. Cash flows served as both a source of funds and as the validation of prior commitments. The hedge, speculative, and Ponzi characterization of cash flows may be relevant” (Minsky, 2008, p. 3, grifo nosso).

Assim, a perda de competitividade das formas tradicionais de intermediação bancária, provocada pela liberalização e pela securitização, não deve ser entendida como processo que deveria levar à redução da importância dos bancos no novo sistema financeiro globalizado. Na prática, o que se notou foi ampla redefinição de papéis e funções.

A partir do processo de securitização, aprofundou-se também a “terceirização” de outras das atividades desenvolvidas diretamente pelos bancos, por serem consideradas estratégicas para a realização de empréstimos. Além de os ativos de crédito serem agora vendidos a investidores, a análise de risco destas operações passou a ser feita por empresas especializadas (*rating agencies*). Ao mesmo tempo, a captação de recursos não precisava mais ser realizada diretamente junto ao público. Existia agora a alternativa de tomar recursos de novas instituições não bancárias atacadistas – como os *money market funds* –, que passaram a prover fundo aos bancos, nos montantes que se faziam necessários.

A compressão das margens de intermediação, em consequência da maior competição, aliada à securitização comprometeram definitivamente a capacidade de os bancos sustentarem suas taxas de retorno – estimadas de 15% a 20% ao ano, com base em suas operações de empréstimos tradicionais. Em resposta, os bancos, além de comissões e taxas sobre os valores vendidos aos investidores, seguiram o exemplo dos fundos de *hedge* e passaram a alavancar ainda mais suas operações.

Para isso, era essencial dar solução a três entraves importantes. O primeiro era a volatilidade do valor global dos ativos. Deste ponto de vista, o gerenciamento macroeconômico no período da Great Moderation – que vai do final dos anos 1990 até 2006 (Bernanke, 2004b) – parecia ter reduzido substancialmente este risco. Havia sentimento de que, caso algum problema financeiro surgisse no horizonte, o Banco Central americano adotaria rapidamente medidas fortes e suficientes para evitar crise de maiores proporções. Como alertava o *Financial Times*:

Alguns operadores de ações chamam de Greenspan put. É um termo tomado emprestado do mundo das opções para uma opinião generalizada: quando os mercados financeiros se desestruturarem, conte com o Federal Reserve e seu presidente Alan Greenspan – eventualmente – para virem em seu resgate (Greenspan..., 2000, tradução nossa). O termo put é usado no mercado de opções para dar nome a um contrato que garante a seu detentor o direito de obrigar o emissor a vender-lhe determinado ativo a um preço prefixado.<sup>21</sup>

---

21. No original: “Some stock traders now call it the Greenspan put. It is a label borrowed from the world of options trading for a widely held view: when financial markets unravel, count on the Federal Reserve and its chairman Alan Greenspan (eventually) to come to the rescue”.

O segundo era o custo básico dos recursos que estariam sendo captados. Após período de taxas elevadas de juros – que se seguiu ao “choque Volcker” nos anos 1980 –, nas décadas seguintes, o Banco Central americano fixou suas taxas em níveis bem inferiores, sendo que, em alguns momentos, chegou a informar que estas seriam mantidas propositadamente baixas por longo período de tempo. Foi o que aconteceu, por exemplo, nos anos que se seguiram à crise das empresas de internet na bolsa de valores americana nos início da década de 2000.

O terceiro entrave era a capacidade de os bancos obterem montantes elevados de recursos a qualquer momento. A liberalização financeira permitiu o aparecimento de grande número de instituições e mercados especializados em operações de crédito de curto prazo por atacado – tais como os *money market funds*, os títulos garantidos em ativos (*asset backed commercial papers*) e o mercado interbancário – que davam conforto aos bancos manterem em carteira os créditos que excedessem sua captação junto ao público.

Tomava-se, assim, como certo que qualquer banco que minimamente atendesse aos critérios de Basileia I, em termos de capital próprio, teria condições de sempre acessar os mercados atacadistas de curto prazo. De acordo com Goodhart (2009), a relação entre ativos e depósitos próprios dos bancos na Grã-Bretanha seguiu trajetória ascendente. Nos anos 1990, este indicador aumentou de 90% para 100% e, antes do período 2007-2008, havia atingido patamares entre 150% e 170%. Assim, quando a crise estourou, houve um problema sério de liquidez e financiamento dos grandes bancos.

Outro descolamento observado no balanço dessas instituições, a partir dos anos 1980, foi entre seu volume de ativos e seu capital próprio. Os modelos regulatórios adotados eram baseados no risco estimado dos ativos, a partir de matriz de multiplicadores. Assim, os bancos recorreriam a vários expedientes quando avaliavam seu capital próprio. Por exemplo, podiam adicionar os créditos tributários que tivessem, embora o impacto destes ativos como elemento de sustentação de risco corrente fosse bastante diferente de um aporte em dinheiro por parte dos acionistas.

Puderam, ademais, criar empresas de propósito específico formalmente independentes, para as quais transferiam seus ativos de mais alto risco, mas que geravam retorno elevado. Estes créditos posteriormente serviam de lastro para estas novas companhias

poderem financiar-se mediante a emissão de notas promissórias, postas por este banco, junto a seus clientes. Tendo-se em vista a elevada ponderação de risco a que estes créditos estavam sujeitos enquanto permanecessem nos balanços dos bancos, esta transferência produzia – do ponto de vista regulatório – grande decompressão da capacidade de estas instituições poderem gerar novos ativos e, conseqüentemente, aumentar suas receitas com taxas e comissões. Este efeito de alavancagem era alcançado, apesar de estes veículos ou empresas de propósito específico (SIVs – em inglês, *special investment vehicles*) serem garantidos por linhas de crédito automáticas dos bancos que os haviam criado.

De acordo com Crotty, esse tipo de comportamento era bastante generalizado em Wall Street antes de crise. Segundo este autor:

No final dos anos 1990, os bancos foram autorizados a manter títulos de alto risco fora dos seus balanços em [veículos ou empresas de propósito específico] SIVs, sem terem de investir o capital necessário para suportar estas instituições. O sistema regulatório, assim, induziu os bancos a transferirem o máximo possível seus ativos para fora de balanço. Quando a demanda por produtos financeiros de risco arrefeceu em meados de 2007, estes SIVs criados pelos bancos se tornaram os compradores de última instância de um oceano de novos [*mortgage-backed securities*] MBSs e [*collateralized-debt obligations*] CDOs [títulos lastreados em créditos imobiliários], que emanavam dos bancos de investimento. No final de 2007, o JP Morgan, o Chase e o Citigroup tinham cada um cerca de US\$ 1 trilhão em ativos mantidos fora de seus livros em veículos especiais. Para o Citigroup, isto representava cerca de metade dos ativos globais do banco (Crotty, 2009, p. 570, tradução nossa).<sup>22</sup>

Outro mercado que se desenvolveu muito no sistema financeiro global contemporâneo foi, como já observado, o de derivativos. Neste caso, a exemplo do que havia acontecido na securitização, os grandes bancos também passaram a ter papel central. Estes contratos se tornaram fonte importante de suas receitas correntes e se concentraram em um número pequeno de instituições que também tomaram posições relevantes, como contraparte dos demais investidores. Assim, nos Estados Unidos, sete bancos respondiam, em 2000, por 95% de toda a exposição do sistema bancário americano (Schinasi *et al.*, 2000).

---

22. No original: "In the late 1990s, banks were allowed to hold risky securities off their balance sheets in SIVs with no capital required to support them. The regulatory system thus induced banks to move as much of their assets off-balance-sheet as possible. When the demand for risky financial products cooled off in mid 2007, bank-created off-balance-sheet SIVs became the buyer of last resort for the ocean of new MBSs and CDOs emanating from investment banks. At the end of 2007, J.P. Morgan Chase & Co. and Citigroup each had nearly \$1 trillion in assets held off their books in special securitisation vehicles. For Citigroup this represented about half the bank's overall assets".

Com base nessa análise, pode-se afirmar que a busca por maior rentabilidade conduziu os bancos a não somente financiarem a alavancagem dos fundos de *hedge*, mas também a adotarem estratégias que, em tese, seriam mais próprias de instituições desta natureza. Esta metamorfose foi operada de dois modos diferentes. A primeira estratégia foi quando adquiriram ou estabeleceram seus fundos de *hedge* alavancados em recursos das suas tesourarias – ou seja, do seu capital próprio. O acesso a recursos de baixo custo da instituição controladora e a vantagem de contar com sua marca levaram os administradores destes fundos a alavancarem grandes posições. No caso do Bear Stearns, seu fundo de *hedge* operava com 35 vezes o capital investido. Quando o empreendimento quebrou, em junho de 2007, o banco foi obrigado a realizar seu resgate, o que explicitou para o restante do mercado as perdas da instituição.

Exemplo semelhante também pode ser encontrado na atuação do banco UBS nos Estados Unidos. Movido por interesses semelhantes ao do Bear Stearns, o banco suíço montou o Dillon Read Financial Products Fund, que chegou a movimentar carteira de cerca de US\$ 80 bilhões, composta quase toda por fundos do próprio UBS. Em abril de 2007, os executivos do fundo identificaram prejuízos da ordem de US\$ 4,5 bilhões, o que levou ao encerramento de suas atividades pela direção deste banco.

Assim, na década de 2000, o relacionamento entre fundos de *hedge* e bancos não apenas se ampliou em termos de escala, mas também evoluiu no sentido de incorporar este tipo de estratégia à gestão de seus recursos próprios. O objetivo era simplesmente aumentar ainda mais a geração de caixa de suas tesourarias, sem preocupação maior com o risco que isto implicava para a parte mais vulnerável de seus ativos, o capital próprio.

A diferença entre essa nova geração de fundos e a anterior é que as instituições de propriedade dos bancos estavam, na prática, sujeitas a menores limitações que o resto da concorrência. Seu risco de crédito era idêntico ao do banco que as havia criado e, portanto, sua capacidade de captar recursos usufruía de privilégios iguais aos de qualquer departamento da instituição patrocinadora. Assim, nos fundos de *hedge* dos bancos, o risco estava diluído com os demais negócios de um segmento de mercado regulado e com garantia implícita dos governos. Já os gestores de fundos de *hedge* independentes tinham de apresentar garantias para obter o crédito necessário a alavancar suas posições e, além disso, estavam assumindo diretamente parte do risco do fundo

que administravam, já que a maior parte do seu patrimônio pessoal estava aplicado neste, o que lhes limitava o apetite.

A segunda estratégia de metamorfosear os fundos de *hedge* deu-se como parte da estratégia global dessas instituições. Como alertou Goodhart:

As empresas mais comuns apresentam razão entre dívida e capital próprio de 2 ou 3, se estão operando nos serviços ou na indústria de transformação. Muitos bancos, e, eu teria de dizer, especialmente os bancos europeus, tinham razão enormemente alta entre dívida e patrimônio. Em muitos casos, esta relação se aproximava ou era superior a 50 vezes. Eu poderia lhe dar alguns nomes que são perfeitamente conhecidos.] UBS Deutsche Bank, Barclays – todos apresentavam índices de alavancagem que eram ao redor de 50 (Goodhart, 2009, tradução nossa).<sup>23</sup>

Com tais níveis de alavancagem, perdas menores ante o ativo total dessas instituições podem ter efeitos catastróficos sobre sua solvência e, conseqüentemente, a estabilidade sistêmica do sistema financeiro global. Este fato explica por que os prejuízos acumulados em parcela pequena do mercado imobiliário americano (*subprime*) comprometeram instituições consideradas tão robustas e até mesmo conservadoras, como as elencadas por Goodhart (2009).

Assim, o sistema financeiro globalizado foi ampliando-se a partir do aumento da alavancagem dos bancos e da redução da importância dos mecanismos tradicionais de liquidez e financiamento, como os depósitos. Por este motivo, a crise de 2008 foi tão brutal. Ao provocar paralisação súbita das operações nos novos mercados de liquidez (o interbancário e o chamado *shadow banking*),<sup>24</sup> tornou precária a situação dos bancos e levou a uma queda em espiral no valor dos ativos. Neste cenário, não restou aos bancos centrais outra saída que não intervir, o que ampliou rápida e explosivamente seus passivos monetários, quer recompondo os balanços dos grandes bancos, quer cumprindo

---

23. No original: "Most ordinary enterprises have a debt to equity ratio of perhaps 2 or 3 if they are operating in a service industry or in manufacturing industry. Many banks, and I would have to say especially the European banks, had an enormously high debt to equity ratio. In a number of cases it approached, or was over, 50 times. I could give you some names that are perfectly well known. UBS, Deutsche Bank, Barclays – all had leverage ratios that were about 50".

24. O *shadow banking system* envolve um conjunto de instituições – tais como os *money market funds*, as *government sponsored enterprises* (GSEs) (instituições públicas de crédito imobiliário), os emissores de *asset-backed security* (ABS) (títulos colateralizados em outros ativos de crédito) etc. – que se caracterizam por serem instituições provedoras de fundos por atacado, a partir de ativos existentes (*asset-based wholesale funding system*). Deste ponto de vista, não é o sistema que concorre com os bancos comerciais – como o mercado de capitais –, mas que lhe provê determinados serviços.

o papel de contraparte nas operações de liquidez tradicionais. Nos casos em que estas medidas não se revelaram suficientes, houve a necessidade de recorrer à estatização destas instituições.

### 3 CONCLUSÕES

Alguns autores, como Eichengreen e Mussa (1998), argumentam que a globalização financeira foi basicamente o produto de inovações introduzidas pelo mercado. Assim, as revoluções nos meios de comunicação e nos derivativos teriam eliminado a capacidade de os governos controlarem a entrada e a saída de capitais. Neste caso, qualquer tentativa de restringir-lhes a mobilidade levaria à migração destas operações para o exterior.

A despeito de fatores “tecnológicos” terem tido alguma relevância, estes elementos não teriam sido capazes de impor aos Estados, por si, as mudanças que se fizeram necessárias na montagem e na expansão do sistema financeiro global contemporâneo. Como se objetivou demonstrar, a ação dos governos – em particular, o americano, mediante o uso de seu *poder estrutural* – foi o fator central que impulsionou o processo.

A partir desse marco, a globalização financeira desenvolveu-se, oriunda de quatro vertentes diferentes, mas complementares. A primeira foi a *desnacionalização dos mercados financeiros* – ou seja, a eliminação das barreiras à livre movimentação de capitais entre os diferentes países. É a partir da mudança do padrão monetário do dólar fixo para flexível, como o fim de Bretton Woods, que se iniciou a constituição de espaço financeiro efetivamente global. O processo começou nos mercados de câmbio e juros, apoiados em operações especulativas com derivativos, e foi ampliando-se em direção às demais partes do sistema econômico.

A história revela que houve resistências, mas que a determinação dos governos da Inglaterra e, particularmente, dos Estados Unidos de sustentar a liberalização dos mercados financeiros tornou este percurso vitorioso, diante das alternativas que foram sendo apresentadas. O “choque Volcker” de 1979 foi o momento definitivo no processo de subordinar os parceiros ao projeto de ordenamento financeiro internacional americano. Em meados de 1980, as principais economias já haviam completado a liberalização das suas contas de capital, permitindo-se a formação de mercado financeiro efetivamente globalizado.

O passo seguinte foi o estabelecimento, pelos principais bancos centrais, de normas comuns que deveriam ser obedecidas por todos os bancos que competissem internacionalmente. Estas regras, pelo menos em tese, teriam também de proteger o público e os soberanos de atuações indesejadas dos bancos. Estes instrumentos foram consubstanciados nas várias gerações dos Acordos de Basileia, firmados no âmbito do BIS.

A segunda vertente foi a *desintermediação bancária*. A subida da taxa de juros americana em 1979 acelerou as atividades de financiamento direto, em detrimento da intermediação tradicional feita pelos bancos. Tornou-se mais fácil e barato contrair dívidas diretamente nos mercados de capitais – mediante o lançamento de títulos –, favorecendo-se a atuação de instituições financeiras como os bancos de investimento, fundos de investimento e os fundos de *hedge*.

Para fazer frente ao volume crescente de títulos lançados diretamente nos mercados de capitais, os bancos tomaram uma posição cada vez mais importante na securitização de ativos. Em lugar de manterem-se restritos à captação de depósitos e à concessão de empréstimos, tornaram-se também grandes originadores e distribuidores destes créditos, substituindo as receitas com as margens de risco, que cobravam nos empréstimos tradicionais, pelos ganhos mais imediatos com as taxas e as comissões decorrentes de operações estruturadas.

A terceira vertente foi a *externalização do risco*. A flexibilização dos mercados de câmbio e juros e a securitização levaram à diversificação e à ampliação dos mercados de derivativos. Estes contratos permitem a mercantilização e a redistribuição de risco entre os diferentes investidores, ao reduzir sua exposição individual a elementos específicos dos ativos que carregam. Entretanto, ademais de atender às necessidades de “seguro” dos investidores, os derivativos tornaram-se uma forma alternativa e menos custosa de obter determinados ativos, bem como um meio de alavancar posições com menor aplicação de capital.

Além de terem instrumentos para lidar com o risco microeconômico de seus portfólios, os investidores, do ponto de vista macroeconômico, adotaram um comportamento convencional de que os bancos centrais, de um modo geral – e o Fed, em particular –, atuariam sempre de forma a eliminar a possibilidade de riscos sistêmicos. Podiam, assim, contar com a intervenção das autoridades monetárias sempre que houvesse risco de queda generalizada nos preços dos ativos.

A última vertente foi a *maior alavancagem*. Em ambiente caracterizado por baixas taxas de juros, elevada liquidez, forte concorrência, mercados de capitais profundos e baixa volatilidade macroeconômica, a estratégia de aumento de ganhos baseou-se crescentemente na tomada de posições muito alavancadas. Originalmente, este perfil era mais presente nos fundos de *hedge*, instituições não reguladas. Entretanto, ao longo do tempo, os bancos começaram a adotar comportamento semelhante, quer criando seus fundos de *hedge* característicos, quer aumentando sobremaneira a relação entre seus ativos e seu capital próprio.

Todo esse desenvolvimento não teria sido possível sem o consentimento, a parceria, os estímulos e as garantias dadas aos mercados financeiros pelos governos das principais nações. Esta rede de interesses foi sendo paulatinamente construída e se alimentou do sucesso que permitiu este modelo econômico, em termos de crescimento e controle da inflação. Foram os anos da Great Moderation.

Nesse cenário, a crise de 2008 representa choque de grandes proporções para o sistema financeiro globalizado. Houve a explicitação de que este comportamento concorrencial dos grandes bancos podia levar a uma disrupção generalizada nos mercados dos ativos, arrastando consigo o nível de atividade e a solvência dos soberanos. Há, hoje, percepção de que as garantias implícitas ou explícitas, que os governos nacionais são obrigados a dar aos seus grandes bancos comerciais, são incompatíveis com a adoção por estas instituições de comportamentos semelhantes – muitas vezes, em escala ampliada – àqueles que são típicos dos fundos de *hedge*.

A iniciativa de romper esse processo mediante a imposição de limitações à adoção de estratégias alavancadas e ao uso de empresas de propósitos específicos por parte dos bancos e de outras instituições sistemicamente relevantes esbarra, no entanto, em grandes dificuldades. A complexidade operacional do sistema financeiro global e a opacidade dos instrumentos utilizados tornam difícil o estabelecimento de normas eficazes. Além disso, a importância destas instituições na arena política tende a tornar ainda mais complicado o trabalho de legisladores e auditores públicos. Por sua vez, as propostas que visam restringir a aplicação destas novas regras a um conjunto segmentado de instituições não costumam produzir os efeitos desejados, haja vista a profunda interligação entre os bancos e as demais instituições financeiras, tanto local quanto internacionalmente.

Passados quase sete anos desde o início da crise das hipotecas *subprime* americanas em 2007, algumas tendências de mudança nos mercados financeiros já são perceptíveis. A primeira é que houve aumento nos custos de captação dos grandes bancos internacionais ante as grandes empresas não financeiras. Tradicionalmente, os bancos captavam a taxas de risco pouco superiores às dos tesouros dos países em que estavam sediados; muito abaixo, portanto, das corporações. De acordo com o BIS (2013), este diferencial – que era, até 2007, entre 20% e 30% a favor dos bancos – desapareceu nos Estados Unidos e se tornou negativo na Europa.

Essa mudança se deve, em parte, à deterioração das condições de crédito dos grandes bancos, em razão dos prejuízos causados pela crise. Entretanto, parcela deste aumento relativo está associada ao distanciamento que vem ocorrendo entre os Estados e seus sistemas bancários. Até 2007, havia percepção generalizada de que – em situações de crise – os governos interviriam, garantindo, de alguma maneira, o crédito de suas instituições financeiras, como de fato ocorreu. Isto mantinha baixas as taxas de risco dos bancos ante empresas de igual classificação de crédito. Desde a crise, entretanto, o *Greenspan put* já não oferece o mesmo conforto aos investidores, e isto se refletiu diretamente na precificação do risco dos bancos, o que lhes compromete sua capacidade de intermediar recursos.

A segunda tendência está relacionada à liquidez dos mercados, particularmente os secundários. Apesar da abundância de moeda, os bancos – além de estarem captando mais caro – estão reduzindo sua alavancagem, o que provoca encolhimento do crédito global. Este “enxugamento” afeta os mercados de maneira diversa. Um dos segmentos mais atingidos por este processo foi o das instituições especializadas em carregar títulos com o objetivo de auferir lucros com as oscilações destes papéis, os *traders*. Com isso, o tamanho das carteiras que mantinham, principalmente em papéis corporativos e de países emergentes, foi drasticamente reduzido.

Esse fato comprometeu, de forma definitiva, a liquidez desses segmentos e, conseqüentemente, a capacidade de esses mercados conseguirem absorver choques de maneira igual a como faziam no passado. Sem os *traders* para atuar na ponta contrária, qualquer movimento brusco entre oferta e demanda tende a ter impacto maior e imediato sobre os preços destes ativos. Isto implica dizer que a volatilidade tende a ser maior e as janelas de emissão no segmento primário podem, quando os bancos centrais desacelerarem seus

programas de compras de títulos privados, tornar-se mais restritivas. Isto tende a afetar as condições de crédito externo para países emergentes – como o Brasil – que têm mercados relativamente mais líquidos que os demais, para sua dívida externa, e atravessam fase de elevados *deficit* em transação corrente.

## REFERÊNCIAS

AGLIETTA, M.; KHANNICHE, S.; RIGOT, S. **Les hedges funds**: entrepreneurs ou requins de la finance? Paris: Perrin, 2010.

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Low rates spur credit markets as banks lose ground. **BIS Quarterly Review**, Basel, 8 Dec. 2013. Disponível em: <<http://goo.gl/iccr8b>>.

BERNANKE, B. S. **Money, gold, and the Great Depression**. Discurso no H. Parker Willis Lecture in Economic Policy em Washington and Lee University. Lexington, 2 Mar. 2004. Disponível em: <<http://goo.gl/T3k0S>>.

\_\_\_\_\_. **The great moderation**. Discurso na Eastern Economic Association. Washington, 20 Feb. 2004. Disponível em: <<http://goo.gl/0Jy3t>>.

BORÇA JÚNIOR, G. R. B.; TORRES FILHO, E. T. Origens e desdobramentos da crise do *subprime*. In: FERREIRA, F. M. R.; MEIRELLES, B. B. **Ensaio sobre economia financeira**. Rio de Janeiro: BNDES, 2009. p. 287-318.

BRAGA, J. C. S.; CINTRA, M. A. M. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In: FIORI, J. L. (Org.). **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 253-307.

CARVALHO, F. J. C. Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação da liquidez aos Acordos de Basileia. In: SOBREIRA, R. (Org.). **Regulação financeira e bancária**. São Paulo: Atlas, 2005. p. 121-139.

CROTTY, J. Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the “new financial architecture”. **Cambridge Journal of Economics**, v. 33, n. 4, p. 563-580, 2009.

D’ARISTA, J. **Leverage, proprietary trading and funding activities**. Massachusetts: Political Economy Research Institute – PERI, 2009. (Policy Brief, n. 1). Disponível em: <<http://goo.gl/V80h7c>>.

EICHENGREEN, B. **Privilégio exorbitante**: a ascensão e a queda do dólar e o futuro do sistema monetário internacional. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

EICHENGREEN, B.; MUSSA M. Capital account liberalization and the IMF. **Finance and development**, Washington, v. 35, n. 4, Dec. 1998.

GOODHART, C. **Financial crisis and the future of the financial system**. *In*: BRE BANK – CASE SEMINAR, 100. Warsaw: 22 Jan. 2009. Disponível em: <<http://goo.gl/S291Hw>>.

“GREENSPAN put” may be encouraging complacency. **Financial Times**, London, 8 Dec. 2000.

HELLEINER, E. **States and the reemergence of global finance**: from Bretton Woods to the 1990's. London: Cornell University Press, 1994.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Global financial stability report – responding to the financial crisis and measuring systemic risks**. Washington: IMF, Apr. 2009. Disponível em: <<http://goo.gl/yrVAiw>>.

KINDLEBERGER, C. P.; ALIBER, R. **Manias, panics and crashes**: a history of financial crises. London: Palgrave Macmillan, 2005.

KREGEL, J. **Changes in the U.S. financial system and the subprime crisis**. Annandale-on-Hudson: The Levy Economics Institute, 2008. (Working Paper, n. 530). Disponível em: <<http://goo.gl/NV1UH4>>.

MALLABY, S. **More money than God**: hedge funds and the making of a new elite. New York: The Penguin Press, 2010.

MINSKY, H. P. **Securitization**. Annandale-on-Hudson: The Levy Economics Institute of Bard College, 2008. (Policy Note, n. 2008/2). Disponível em: <<http://goo.gl/McXpu3>>.

SCHINASI, G. *et al.* **Modern banking and OTC derivatives markets**: the transformation of global finance and its implications for systemic risk. Washington: International Monetary Fund – IMF, 2000. (IMF Occasional Paper, n. 203).

SERRANO, F. Do ouro imóvel ao dólar flexível. **Economia e sociedade**, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 237-253, jul./dez. 2002.

STRANGE, S. **States and markets**. New York: Continuum, 1994.

TORRES FILHO, E. T. **A economia política do Japão**: reestruturação econômica e seus impactos sobre as relações nipo-brasileiras (1973-1990). 1992. Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1992.

\_\_\_\_\_. O papel do petróleo na geopolítica americana *In*: FIORI, J. L. (Org.). **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004.

\_\_\_\_\_. Entendendo a crise do *subprime*. *In*: **Visão do desenvolvimento 2008**. Rio de Janeiro: BNDES, 2009. v. 1, p. 23-33.

\_\_\_\_\_. O pânico de 2008 e a longa recessão: onde estamos e para onde vamos? **Revista Econômica**, Niterói, v. 13, n. 2, dez. 2011.

### BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

BMFBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. **O que são derivativos**. São Paulo, 2012. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/iniciantes/mercados-de-derivativos/o-que-sao-derivativos/o-que-sao-derivativos.aspx?idioma=pt-br>>.

BORDO, M. D.; MURSHID, A. P. **The international transmission of financial crises before World War II: was there contagion?** *In*: UNU/WIDER CONFERENCE ON FINANCIAL CONTAGION. Helsinki: Nov. 1999. Disponível em: <<http://goo.gl/4jyPR4>>.

HAMILTON, J. Monetary factors in the great depression. **Journal of Monetary Economics**, v. 19, n. 2, p. 145-169, 1987.

KEYNES, J. M. **A tract on monetary reform**. London: Macmillan, 1924.

\_\_\_\_\_. **A treatise on money**. London: Macmillan, 1930.

THE WORLD BANK. **World development indicators 2012**. Washington, 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/T2GnDa>>.

WALTER, A. Understanding financial globalization in international political economy. *In*: PHILIPS, N. (Ed.). **Globalizing political economy**. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2005. Disponível em: <<http://eprints.lse.ac.uk/798/>>.

## **EDITORIAL**

### **Coordenação**

Cláudio Passos de Oliveira

### **Supervisão**

Everson da Silva Moura

Reginaldo da Silva Domingos

### **Revisão**

Ângela Pereira da Silva de Oliveira

Clícia Silveira Rodrigues

Idalina Barbara de Castro

Leonardo Moreira Vallejo

Marcelo Araujo de Sales Aguiar

Marco Aurélio Dias Pires

Olavo Mesquita de Carvalho

Regina Marta de Aguiar

Bárbara Seixas Arreguy Pimentel (estagiária)

Tauãnara Monteiro Ribeiro da Silva (estagiária)

### **Editoração**

Bernar José Vieira

Cristiano Ferreira de Araújo

Daniella Silva Nogueira

Danilo Leite de Macedo Tavares

Diego André Souza Santos

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

Leonardo Hideki Higa

### **Capa**

Luís Cláudio Cardoso da Silva

### **Projeto Gráfico**

Renato Rodrigues Bueno

*The manuscripts in languages other than Portuguese  
published herein have not been proofread.*

### **Livraria do Ipea**

SBS – Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES, Térreo.

70076-900 – Brasília – DF

Fone: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: [livraria@ipea.gov.br](mailto:livraria@ipea.gov.br)







### **Missão do Ipea**

Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.



**ipea** Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

Secretaria de  
Assuntos Estratégicos

