



1290004068

TCC/UNICAMP
L968r
IE

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

CEDOC - IE - UNICAMP

O RISCO SISTÊMICO E A ATUAÇÃO DO FED COMO
EMPRESTADOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA

Paula Charbel Moysés Luiz

Monografia apresentada ao Instituto de
Economia da Universidade Estadual de
Campinas, como requisito parcial para
a obtenção do título de Bacharel em
Ciências Econômicas, sob a orientação
da Profa. Dra. Ana Rosa Ribeiro de
Mendonça Sarti.

Sarti: Ana Rosa Ribeiro de Mendonça

CEDOC - IE - UNICAMP

Campinas, 24 de junho de 2009.

TCC/UNICAMP
L968r
1290004068/IE

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, aos meus pais, Samir e Maria Eugênia, e minha irmã, Flávia, por estarem, incondicionalmente, ao meu lado durante todos os momentos, bons e ruins, da preparação para o vestibular e da aprovação na UNICAMP aos anos da graduação. Sem o apoio, conselhos e “colo” de vocês o percurso seria mais tortuoso.

Gostaria de agradecer a todos os professores do Instituto de Economia da UNICAMP que, de alguma forma, contribuíram para a minha graduação e que se dedicaram à excelência no ensino das Ciências Econômicas. Especificamente, gostaria de agradecer à Profa. Adriana Nunes Ferreira, por ser tão acolhedora em nosso primeiro semestre nos introduzindo às noções mais básicas de economia e também por ter ministrado o curso de Monografia I de forma única, o que ajudou muito a confecção desse trabalho; ao Prof. Marcos Antonio Macedo Cintra por suas aulas incomparáveis e pelo tempo disponibilizado fora de sala para nos esclarecer a crise atual (momento que despertou meu interesse pelo tema e culminou em um capítulo do presente trabalho); ao Prof. Fernando Sarti por estimular meu interesse na teoria da empresa, formas de competição e por ter nos ensinado Finanças e o tão desejado modelo CAPM. Por fim, devo dar destaque à Profa. Ana Rosa Ribeiro de Mendonça, minha orientadora, por ter me mostrado de maneira tão clara e fácil o que se tornou o foco nos meus estudos: a lógica bancária, o funcionamento do mercado financeiro, a teoria minskyana. E, é claro, por ter me ajudado durante toda a jornada de preparação da monografia.

Não poderia deixar de mencionar aquelas pessoas que viveram esse momento singular comigo, das questões acadêmicas como as discussões sobre as matérias, os grupos de estudos, o esclarecimento de dúvidas até as questões pessoais, o apoio, a amizade, as conversas e risadas. Milena e Vanessa, eternas companheiras de quarto; Lígia, Caroline e Thaís, as quais cultivo profunda admiração e; Poliana e Andréa, as primeiras amizades feitas e o carinho persistente.

Gostaria também de agradecer a Adenir e Sonia, que foram mais do que meus sogros, foram meus “pais” em Campinas, sempre me apoiando e ajudando.

Agradeço em especial ao Helder, pelo companheirismo de todos os momentos, pela paciência, por todas as explicações e dúvidas sanadas, pelo carinho e lealdade.

RESUMO

O presente trabalho buscará uma relação entre o risco sistêmico e a função do banco central como prestador de última instância. Para tal, analisaremos as manifestações do mencionado risco em dois episódios especiais, a crise do *hedge fund* LTCM, em 1998 e a crise atual das hipotecas *subprime*, de modo a comparar a postura do banco central norte americano, Fed, diante de tais situações. Procurar-se-á evidências através de pesquisa documental, de que o Fed teve de agir como prestador de última instância do sistema para que o mesmo não entrasse em colapso, como se viu nos anos 20.

Palavras-Chave: Risco sistêmico, Prestador de última instância, LTCM, *Subprime*, Fed.

ÍNDICE

| | |
|--|-----------|
| Introdução..... | 5 |
| Capítulo 1: O risco sistêmico e o prestador de última instância | 10 |
| <i>1.1 O prestador de última instância: um estudo de Minsky</i> | <i>11</i> |
| <i>1.2 Risco sistêmico</i> | <i>14</i> |
| <i>1.3 Observações finais.....</i> | <i>17</i> |
| Capítulo 2: A crise do LTCM e das hipotecas <i>subprime</i> | 19 |
| <i>2.1 Long Term Capital Management: ascensão e declínio</i> | <i>19</i> |
| <i>2.2 A origem da crise das hipotecas <i>subprime</i></i> | <i>23</i> |
| Capítulo 3: A atuação do Federal Reserve | 34 |
| <i>3.1 A atuação na crise do LTCM.....</i> | <i>34</i> |
| <i>3.2 A atuação na crise do <i>subprime</i>.....</i> | <i>38</i> |
| Considerações Finais..... | 43 |
| Bibliografia..... | 45 |

INTRODUÇÃO

No sistema financeiro, vemos uma combinação de forças atuando no sentido de possibilitar a manifestação do risco sistêmico. À luz da teoria de instabilidade financeira de Minsky, de seu conceito de *Big Bank* e da especificidade das instituições bancárias neste sistema, procuraremos estudar tal manifestação e utilizaremos o estudo das crises do LTCM e das hipotecas *subprime* para exemplificar o indício de risco sistêmico e a atuação do Federal Reserve System como prestador de última instância.

Os bancos são peças-chave do sistema financeiro e possuem uma especificidade relevante por serem capazes de criar moeda bancária, sendo veículo de propagação da política monetária. Devido à estrutura de seus balanços, os bancos se configuram como instituições transformadoras de maturidades, em geral emprestam a termo mais longo do que captam, o que os obriga a constantemente renovar sua dívida.

Outra importante característica dos bancos é que sua existência é indissociável de sua credibilidade junto ao público, sendo essa credibilidade definida pela capacidade do banco em honrar suas obrigações, isto é, permitir o público reaver seus depósitos (Cardim; 2001, p. 263).

A partir do exposto acima fica claro que os bancos, em qualquer situação, atuam como as demais firmas capitalistas que visam, portanto, a obtenção de lucro na forma monetária. Assim ao alargar os prazos relativos a passivos e ativos, ao conceder mais crédito com menos garantias, ao estimular inovações financeiras, fragilizam sua estrutura, o que por sua vez pode ter impactos no sistema de pagamento como um todo:

“A fragilidade ou robustez global da estrutura financeira, do qual a estabilidade cíclica da economia depende, emerge da natureza dos empréstimos feitos pelos bancos e também das próprias condições do mercado” (Paula; 1999, p. 24).

Sua fragilização pode levar a dificuldades de captação no mercado interbancário, o que pode gerar uma desconfiança geral dentro do sistema, chegando, possivelmente, a impactar bancos que até então estariam apresentando um balanço saudável. Esse comportamento poderia ainda provocar uma corrida bancária, na qual somente a intervenção de uma instituição superior, como o Banco Central, poderia reverter o quadro.

Minsky mostra como essa fragilização é intrínseca ao sistema financeiro ao fazer referência às estruturas de comportamento dos agentes. Ele propõe três estruturas: a) *hedge*, na qual se espera que os fluxos de entrada casem com os fluxos de saída em cada

período; b) especulativa, em que as firmas devem postergar suas obrigações, pois fluxos de entrada devem apenas cobrir a taxa de juros e; c) *Ponzi*, na qual o fluxo de entrada não irá nem cobrir a taxa de juros então, a empresa deve emitir dívidas para que no fim de cada período consiga capitalizar os juros (ou terá que vender ativos). Com isso, os agentes adotam margens de segurança (diferença entre a receita esperada e as obrigações) cada vez menores.

Essas estruturas nos levam a duas situações: de euforia e de pânico. No estágio eufórico, os agentes acreditam que o futuro será virtuoso e uma das conseqüências será o aumento dos preços dos ativos. Aqui surge a figura do financista *Ponzi*. Mas, quando se observa que os agentes não conseguem mais honrar suas dívidas e que serão obrigados a se desfazer dos ativos, esse comportamento levará a uma queda dos preços dos ativos.

Inicia-se um período marcado por falências, o que mudará as expectativas quanto ao futuro, sendo esse um processo que se retroalimenta. A euforia vai dando lugar ao pânico, mostrando que as próprias estruturas dentro sistema financeiro que originaram essa situação.

Minsky propõe, diante desse quadro, que dado que a economia é intrinsecamente instável, a criação de instituições cerceadoras para estabilizar a economia, moderando a flutuação cíclica, é necessária. As duas mais importantes instituições seriam o *Big Government* e o *Big Bank*, sendo o último nosso foco de análise. O *Big Bank* atuaria de modo a atenuar os *defaults* e as falências agindo como prestador de última instância.

Diante do exposto, fica claro como o sistema bancário é fonte de fragilidade para a economia em geral, já que sua instabilidade é agravada pela especificidade dos bancos. Vale ressaltar que os bancos não sofrem apenas as conseqüências das posturas tomadas pelos agentes, eles mesmos podem tomar esses comportamentos em relação ao fluxo de caixa. Em realidade, poderíamos dizer que os bancos atuam em torno das posições especulativa e *Ponzi*.

Segundo Aglietta (2004), *“por causa da posição central do sistema bancário em uma economia monetária, os fenômenos de contágio são particularmente devastadores quando os bancos são vítimas deles. Várias razões concorrem para fazer com que os bancos sejam vetores de transmissão das externalidades que constituem a dinâmica do risco sistêmico”* (p.19). Esse autor ainda define o conceito de risco sistêmico como a existência de equilíbrios subótimos, ou seja, não é a simples soma dos diversos riscos, mas, além disso, é a interação entre eles. Dessa forma, Aglietta coloca que *“em uma*

situação de risco sistêmico, é o prestador de última instância o único a poder eliminar as dinâmicas destruidoras” (2004, p. 41).

Com vista nesses conceitos, pretende-se estudar as posições do banco central norte americano, partindo do pressuposto que se temia a fragilização e até mesmo o risco do sistema em dois momentos, a crise do *hedge fund* LTCM e a crise das hipotecas norte americanas de alto risco. E com elas a postura adotada pelo banco central norte-americano, Federal Reserve System (Fed), como prestador de última instância.

A primeira crise a ser estudada se centrará no *hedge fund* LTCM, criado por um conjunto de *traders* e acadêmicos em 1994, e que ficou marcado por suas altas taxas de retorno e seu elevado grau de alavancagem. O fundo, basicamente, alavancou seu balanço de pagamento através dos acordos de recompra (*sale and repurchase agreements* ou *repos*) com bancos de investimento e bancos comerciais e sua estratégia era baseada em tirar vantagens de pequenas diferenças entre os preços de títulos quase idênticos.

Porém, em maio e junho de 1998, os problemas para o fundo começaram a aparecer, depois da queda do mercado de *securities* lastreados em hipotecas, o qual fez o capital do LTCM cair de US\$ 4,7 bilhões para US\$ 4 bilhões. Em agosto, quando a crise russa já mostrava suas proporções e o governo russo declarou moratória tanto sobre a dívida pública quanto sobre os compromissos externos dos bancos russos, se alastrou pelo mercado financeiro uma reavaliação dos riscos de crédito e soberanos, elevando o *spread* do crédito. Isso afetou diretamente os negócios do LTCM e a partir de então, começou-se a temer que o fundo não seria capaz de atender às chamadas de margem (exigência de fundos ou garantias adicionais, após marcação a preços de mercado de uma operação de empréstimo de títulos).

A gravidade da situação se mostrou quando o Federal Reserve de Nova Iorque se sentiu compelido a agir para evitar maiores perdas. Formou-se um consórcio com catorze instituições para dar uma nova injeção de liquidez ao fundo de modo a reverter a situação de grandes perdas já realizadas.

Já a bolha especulativa das hipotecas *subprime* se inicia em 1997, ano em que se observa o começo da subida dos preços dos ativos imobiliários, que encontrarão sua queda em meados de 2006. Em larga medida, essa valorização se deveu ao aumento do crédito imobiliário, que passou a incorporar um novo segmento, o *subprime*, isto é, créditos mais arriscados, pois os agentes têm menos capacidade de pagamento ou histórico de inadimplência.

Junta-se a esse fato, uma inovação financeira que permitia aos bancos retirarem de seus balanços patrimoniais suas operações mais arriscadas, a securitização. Os bancos montam, então, um *mortgage pool* que incluirá diferentes qualidades de hipotecas e, posteriormente, se combinarão as garantias de pagamento das hipotecas com outros derivativos de crédito, formando novos títulos. Essa engenharia financeira objetivava combinar qualidades para alcançar uma boa avaliação de risco das agências de *rating*.

O estouro da bolha começou com o desaquecimento do mercado imobiliário, que não encontrava mais a demanda anterior, e com o acompanhamento dos preços, que iniciam sua queda no final de 2006. Esse fato gerou dificuldade de renegociação das hipotecas, levando, conseqüentemente, às inadimplências.

Com a dúvida do pagamento, que é a garantia dos títulos, o mercado financeiro começou a se desfazer de suas posições, o que expôs os bancos aos riscos, uma vez que esses cancelaram tal mecanismo ao criá-lo, comprá-lo e financiá-lo. É aqui, no momento de alastramento das dívidas em relação aos títulos, que os bancos aumentam o custo de captação no mercado interbancário temendo sofrer *default* de outros bancos que se engajaram com maior força no mercado imobiliário.

O risco sistêmico já estava no ar. E com ele, não havia outra solução, a não ser os bancos centrais, em especial o Fed e Banco Central Europeu, entrarem fornecendo liquidez com taxas de juros mais baixas. Em outras palavras, tiveram de cumprir seu papel de prestador de última instância.

Fica claro que nos dois episódios o banco central norte americano teve de atuar como prestador de última instância para que o sistema não caminhasse para uma crise ainda mais grave, ou que se repetisse a temida crise de 1929.

Dessa forma, explicita-se a relevância desse tipo de análise, que se concentra no estudo do contágio não somente em território americano, como também no alastramento para a economia global e seus impactos nas expectativas. Ademais, sendo os EUA o país central do sistema, é relevante o estudo da atuação do Fed e o abalo na economia norte americana, uma vez que estes têm efeitos sobre a política de muitos países.

O trabalho se estrutura da seguinte forma. O primeiro capítulo procura detalhar o estudo de Minsky, o qual se deu o nome de Hipótese da Instabilidade Financeira, explicitando o comportamento dos agentes econômicos e esse como causa da instabilidade no sistema econômico e posteriormente a necessidade da atuação das instituições (*Big Government* e *Big Bank*) para fazer voltar a confiança no mercado.

Definiremos ainda o conceito de risco sistêmico tomando como referência o estudo de Aglietta.

No segundo capítulo serão contextualizadas as crises do *hedge fund* LTCM, em 1998, e das hipotecas *subprime*, a partir de 2007. Esse capítulo nos servirá de aplicação para as teorias estudadas anteriormente no primeiro capítulo, ou seja, tanto no caso do fundo *hedge*, que se alavancou em grande escala quanto no caso das hipotecas de alto risco, os agentes passaram a tomar posições cada vez mais arriscadas engendrando uma alta fragilidade do sistema, que chegou a se configurar como risco sistêmico.

O terceiro capítulo trata, a partir de pesquisa documental baseada nos discursos dos representantes do governo norte americano e do Fed, de como se viu a presença do risco sistêmico na economia e de como o banco central foi impelido a atuar como prestador de última instância. Além disso, os discursos nos mostrarão as justificativas dadas para tal intervenção. Embora o banco central tenha um leque de formas de intervenção (política monetária, prestador de última instância, regulador, etc.), nesse capítulo, nos concentraremos na função do banco central norte americano como prestador de última instância, isto é, seu papel de retomar a confiança nos mercados e, na novidade que se viu na crise mais atual: a necessidade de atuação por parte do Fed como *market maker of last resort*.

CAPÍTULO 1: O RISCO SISTÊMICO E O EMPRESTADOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA

É impossível pensarmos as economias capitalistas modernas sem seus sistemas bancários como peças centrais do sistema financeiro como um todo. Dada essa importância, é necessário pensar nas implicações da dinâmica capitalista sobre essas instituições, numa relação em que ambas são mutuamente influenciadas.

Hyman Minsky (1992) estudou a dinâmica financeira e estabeleceu sua Hipótese da Instabilidade Financeira, na qual postula que a instabilidade do sistema é gerada pelo próprio comportamento dos agentes, ou seja, a economia é endogenamente instável, o que lhe confere um caráter cíclico. Isto é, são as mudanças nas percepções dos agentes que provocam as alterações no cenário econômico.

“A hipótese central de seu trabalho é de que o nível de endividamento bancário é cíclico, o que confere ao investimento padrão semelhante, e elimina qualquer possibilidade de se conceber a trajetória das modernas economias capitalistas como estáveis” (Deos; 1997, p. 45).

A partir dessa formulação, Minsky propõe o papel do *Big Government* e do *Big Bank*. O primeiro tentaria sustentar a demanda agregada, entretanto, dificilmente alcançaria a estabilidade sozinho, precisando, por isso, da segunda instituição. Quando do surgimento da possibilidade de colapso do sistema, isto é, a exacerbação do risco sistêmico, o *Big Bank* assume posição especial para a manutenção das transações dentro da economia e da redução da incerteza no ambiente como um todo. Assegurando assim, a saúde do sistema de pagamentos.

A fim de detalhar essa dinâmica, o presente capítulo caminhará pelas obras de Minsky e de outros autores que estudaram a hipótese da fragilidade financeira, buscando o modo pelo qual o autor mostra a endogeneidade da instabilidade econômica. Da mesma maneira, será mostrada a importância das autoridades, *Big Government* e *Big Bank*, para a tal teoria. O segundo objetivo do capítulo é discorrer sobre o conceito do risco sistêmico, pela definição dada por Michel Aglietta. Atingiremos nosso foco, ao interrelacionar o risco sistêmico com o papel do *Big Bank* enquanto prestador de última instância.

1.1 O emprestador de última instância: um estudo de Minsky

Hyman P. Minsky ficou conhecido como um dos mais importantes representantes de uma das vertentes da escola pós-keynesiana, a qual ele definia como aquela:

“[em] que Keynes nos dá os ombros de um gigante sobre os quais podemos nos apoiar para ver mais longe e de modo mais aprofundado o caráter essencial de economias capitalistas avançadas. Entretanto, ser pós-keynesiano não significa se tornar servilmente dependente dos trabalhos do ‘Grande Homem’” (Minsky apud Carvalho, 1987; p. 258).

Uma de suas grandes contribuições foi a hipótese da fragilidade financeira, que pode ser colocada como um modelo que *“relaciona a instabilidade macroeconômica à teoria financeira do investimento”* (Deos; 1997, p. 30). Sua visão se consolida no “paradigma de Wall Street”, que se opõe ao “paradigma da feira da aldeia” adotado por aqueles que julgam a moeda e as relações financeiras como secundárias em uma economia de trocas.

Grosso modo, a hipótese da fragilidade financeira postula que uma economia nos moldes do paradigma de Wall Street (com sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução) alternará períodos de estabilidade com os períodos turbulentos devido a comportamentos endógenos à economia capitalista. Ou seja, com a atividade econômica intensa e altas taxas de retorno sobre o capital aplicado, as expectativas positivas dominam o cenário. Na percepção tanto de credores como de devedores os riscos se reduzem, propiciando um *boom* de investimentos sustentado pela criação endógena de dinheiro, através da amplificação do crédito junto aos bancos, muitas vezes conseguida por meio de inovações financeiras (que visam agarrar a maioria das oportunidades de lucro). Essa estabilidade financeira torna as margens de garantias exigidas pelos bancos menores e o grau de alavancagem de empresas não-financeiras maior. Dessa maneira, os comportamentos dos agentes econômicos diante da estabilidade se configuram como as raízes da instabilidade.

Minsky nos mostra então que *“na decisão de investir e financiar o investimento, tanto o empresário quanto o ‘banqueiro’ estão especulando a respeito do comportamento futuro do fluxo-de-caixa da firma - que é, em última instância, a fonte de pagamento da dívida - e do mercado financeiro - ao qual se recorrerá caso haja necessidade de refinar os débitos”* (Deos, 1997; p. 36).

A partir de então, Minsky elabora posturas financeiras que os agentes econômicos poderão tomar em relação ao seu grau de fragilidade financeira, isto é, tais posturas refletem os efeitos que o endividamento gera nos agentes além de interferirem nas próximas decisões de investimento e de financiamento, mostrando também seus impactos no nível macro da economia. Propõe ainda que essas devam se basear nos fluxos de caixa.

As três posturas enunciadas por Minsky, são: a) *hedge*, na qual se espera que os fluxos de entrada casem com os fluxos de saída em cada período, não havendo, portanto, descasamento de prazos; b) especulativa, em que os agentes devem postergar suas obrigações, pois espera-se que os fluxos de entrada durante alguns períodos devam apenas cobrir a taxa de juros e; c) *Ponzi*, na qual o fluxo de entrada esperado não é suficiente para cobrir a taxa de juros, o que significa que o agente deve emitir dívidas para que no fim de cada período consiga capitalizar os juros (ou terá que vender ativos). Por conseguinte, a dificuldade aqui é que o descolamento de prazos entre ativos e passivos acontece para todos os períodos.

Como coloca Deos (1997), a postura *hedge* fica subordinada ao funcionamento do mercado de fatores e produtos; já as demais posições dependem também do bom funcionamento do mercado financeiro, uma vez que os agentes recorrem a esse para refinar seus débitos. Com isso, um agente que anteriormente se encontrava na posição especulativa pode passar à Ponzi, se, *ceteris paribus*, quando refinar sua dívida, encarar taxa de juros mais elevadas ou não encontrar mais disponibilidade no mercado de crédito, por exemplo. Em outras palavras, “*para Minsky, o mix entre os diferentes tipos de postura financeira no conjunto do sistema é que determina, em grande parte, seu grau de fragilidade e, daí, sua potencial instabilidade*” (Deos; 1997, p. 49). Com isso, o autor congrega dois aspectos da fragilidade financeira: de um lado, a questão do passivo, dificuldades para o pagamento da dívida e sua necessidade de rolagem culminam em pressão pela liquidação de ativos; de outro lado, há a questão do ativo, a redução nos lucros deteriora a capacidade de honrar as dívidas assumidas.

Essas estruturas nos levam a duas situações: de euforia e de pânico. No estágio de euforia, o cumprimento dos compromissos levará a uma mudança na disposição a emprestar e a tomar emprestado, ou seja, banqueiros e clientes mudarão suas expectativas em relação a sua capacidade de pagamento:

“Estabilidade - ou tranqüilidade - num mundo com um passado cíclico e instituições financeiras capitalistas é desestabilizante” (Minsky; 1982f apud Deos, 1997, p. 51).

Isso significa que em um momento de aceleração, os agentes, em geral, se situam na primeira das estratégias. Entretanto, ao ver que suas margens de segurança estão excedendo o risco que julgam poder correr, os agentes vão aos poucos correndo essa postura. Isso fornece fragilidade ao sistema, até que os agentes se concentrem na terceira e mais alavancada das estratégias, a Ponzi. Vale dizer que para suportar o aumento nos níveis de endividamento, cria-se espaço para novas práticas e instrumentos financeiros, bem como para novas instituições e novos arranjos.

Como as avaliações sobre quais estruturas de endividamento são toleráveis, em determinado momento, têm uma natureza subjetiva, o sistema fica fragilizado sobremaneira. Isso ocorre porque à medida que o endividamento se eleva, as taxas de juros serão majoradas para compensar o aumento do risco. Inicia-se um período de aumento da incerteza e de maior preferência pela liquidez (é a busca por ativos que poderão ser vendidos com facilidade e além disso, manterão o seu valor). Em um possível momento de reversão do ciclo de expansão pode-se chegar a níveis de risco sistêmico (a ser visto no próximo capítulo).

De acordo com Papadimitriou e Wray (1999), durante a expansão, a economia se move das posições *hedge* para as especulativas e por fim, para a Ponzi, o que para Minsky é a pré-condição necessária para um sistema financeiro instável. Com a queda do fluxo de renda ou a elevação da taxa de juros, os credores restringem, num primeiro momento, os empréstimos às unidades Ponzi, dessa forma, as unidades econômicas tentam se desfazer de suas posições, gerando queda nos preços dos ativos. Depois da deflação dos ativos, se inicia novamente a fase com um sistema financeiro robusto, conduzindo a outro *boom* e posteriormente a outra crise. Para os autores, *“the financial instability hypothesis is pessimistic: financial capitalism is fundamentally flawed because each success at crisis containment leads to further risk taking”* (p. 11).

É nesse ponto que Minsky introduz duas instituições que devem se configurar como amortecedores da crise: o *Big Government* e o *Big Bank*.

O *Big Government* deve incorrer em déficit para tentar sustentar a demanda agregada. De acordo com Tsé (2001), Minsky coloca que o déficit do *Big Government* terá três efeitos: 1) o efeito sobre a renda e o emprego, já que o Produto Nacional Bruto aumenta através do multiplicador e; 2) efeito sobre o fluxo de caixa, de forma que os

agentes poderão fazer frente a seus débitos e; 3) o efeito sobre o portfólio, uma vez que o déficit implica a emissão de títulos de dívida, o qual se configura como um ativo seguro. Entretanto, o autor acha bem improvável que sozinho ele alcance a superação do colapso. Para isso, deve entrar em complementaridade as atividades do *Big Bank* como prestador de última instância, salvando aquelas instituições que correm risco de falência, impedindo a deflação dos ativos e socorrendo aquelas que elevariam amplamente o risco sistêmico, atenuando, dessa forma, os *defaults*.

Porém, as intervenções do prestador de última instância podem gerar efeitos colaterais, a saber, mudam as expectativas dos agentes econômicos, levando a inovações. O principal efeito colateral de tais intervenções é a recompensa ao comportamento mais arriscado, em outras palavras, se incorre no risco moral (o agente econômico ao ter respaldo, por exemplo, de alguma autoridade, julga poder tomar mais risco, já que se sua operação falhar, acredita que a autoridade o salvará). Por isso, é importante ressaltar que Minsky ainda defendia no papel de prestador em última instância, o papel cerceador, ou seja, o banco central deve atuar no sentido de prevenir que posturas especulativas e Ponzi voltem a predominar no cenário econômico e engendrar novas crises. Nas palavras de Papadimitriou e Wray (1999):

“Big Government is necessary and countercyclical deficits are necessary to put a floor on aggregate demand and thus on current output prices. The Big Bank is necessary and lender of last resort intervention is necessary to put a floor on asset prices to prevent debt deflation. But the other side of the coin is that regulations and supervision are needed and they must continually evolve so they stay only a step behind innovations” (p. 11).

Como veremos no próximo capítulo, Aglietta (1998) complementa a definição de prestador em última instância por ser ele *“um atributo soberano de uma autoridade monetária, que evita a propagação de um colapso da liquidez devido às falhas de coordenação nos mercados monetários”* (p. 24).

1.2 Risco sistêmico

Muitos são os autores que estudam a problemática do risco sistêmico. No entanto ainda não há um consenso sobre seu significado. Para Bartholomev e Whalen o risco sistêmico é a probabilidade de um colapso na confiança, geralmente inesperado, do sistema financeiro e bancário com potenciais efeitos na economia real; já para

Mishkin, é a chance de um evento repentino e inesperado desorganizar as informações nos mercados financeiros, tornando-as incapazes de canalizar os recursos para as oportunidades de investimentos mais rentáveis e; Kaufmann sugere que seja a possibilidade de perdas acumuladas devido a um evento que gera uma série de sucessivas perdas ao longo da cadeia de instituições existentes no sistema¹. Entretanto, para esse trabalho será utilizada a definição de Michel Aglietta, como se verá abaixo.

O conceito de risco do sistema está diretamente relacionado com as assimetrias de informações presentes em mercados financeiros, isto é, alguns agentes possuem mais ou melhores informações do que outros agentes. E, essa assimetria, *per se*, traz riscos ao sistema bancário,

“mesmo que a falência não ocasione pânico, o temor de quebra de outras instituições pode gerar movimentos de retirada de recursos por parte de seus depositantes, assim como dificultar o acesso aos recursos dos mercados interbancários. Desta forma, imperfeições de informações podem gerar a extrapolação de problemas de uma instituição para outras, ou mesmo para o mercado como um todo” (Mendonça; 2002, p. 14).

Mudanças no ambiente econômico, como por exemplo, expectativas que levam a um racionamento de crédito, podem gerar dificuldades nos mercados e o transbordamento destas para demais instituições dentro do sistema bancário, bem como em outros setores, caracterizando a existência do risco sistêmico.

Aglietta (1998) caracteriza o mencionado risco como uma possibilidade latente de que um evento possa ocorrer abrangendo o sistema como um todo, e que os agentes desconhecem ou contra o qual não se precaveram.

Segundo este autor, o mercado financeiro pode gerar tal situação por duas vias:

a) Existência de assimetrias nos mercados de crédito, que levam à subestimação do risco e ao subsequente sobreendividamento, elevando a fragilidade;

b) O modo pelo qual os preços de ativos em condições de liquidez restrita são formados, mostrando que há períodos intercalados de euforia e desilusão. Esses períodos de desilusão surgem das interações subjetivas entre os participantes do mercado, que por sua vez, geram comportamentos coletivos.

¹ Summer (2003) trata da regulação bancária e do estudo do risco sistêmico, por isso busca fazer uma breve revisão acerca das diversas definições do conceito, mostrando que ainda não há consenso sobre o tema.

Posto isso, o risco sistêmico configura-se não como uma simples soma dos diversos riscos, mas, além disso, como uma interação entre eles. Essa interação existe, sobretudo, devido à incerteza tanto em relação ao comportamento dos outros agentes quanto à própria incerteza que envolve o futuro.

Por conseguinte, tal interação e a própria aquisição do conhecimento gerariam falhas de coordenação, que podem ser tratadas a partir da hipótese de complementaridade estratégica e da hipótese da miopia intrínseca, enunciadas por Aglietta. A primeira trata da própria interação entre as ações que se reforçam entre si, ou seja, são reações amplificadas diante de choques. Já a segunda, a da miopia intrínseca, é a reação a eventos que não podem ser avaliados por meio das probabilidades oferecidas por eventos passados, isto é, “*os fornecedores de crédito renunciam a investir recursos adequados no conhecimento privado dos riscos*” (Aglietta; 2004, p.47). Essas falhas podem ainda aumentar as assimetrias de informação, aumentando a fragilidade financeira.

É nesse contexto que podemos entender porque a liquidez é o tema central do risco sistêmico. Como a liquidez está muito ligada à confiança, os agentes, em momentos mais instáveis, buscam por ativos de maior liquidez, pois esses, além de serem convertidos mais facilmente em moeda, mantêm seu valor. Portanto, em um momento de risco sistêmico, os agentes buscam maior qualidade e liquidez nos ativos. Nesse ponto, é importante também entender como a assimetria de informações se mostra maior na relação das firmas bancárias com seus depositantes do que de outras instituições com seus credores:

“Identificar a liquidez como o centro nevrálgico do risco sistêmico torna possível entender por que os bancos são especiais. Eles são ao mesmo tempo unidades privadas geradoras de lucro e partes de uma rede que oferece um bem coletivo para o conjunto da economia, o mecanismo para efetuar pagamentos e saldar dívidas. Esta é, evidentemente, uma definição funcional, e não institucional; qualquer unidade que realize funções bancárias torna-se um banco e deveria ser regulada enquanto tal. Por causa de seu duplo papel econômico, os bancos são as unidades nas quais os problemas de solvência e de liquidez apresentam-se inexoravelmente imbricados. Constituem os elos frágeis nas crises financeiras.” (Aglietta; 1998, p. 6).

Vemos que o setor bancário se distingue dos demais por duas dimensões, ou seja, diferentemente desse, em outros setores na economia quando uma empresa está enfrentando dificuldades ou até mesmo quando uma empresa é levada a encerrar suas atividades, as demais empresas do setor se beneficiam do ocorrido por poderem ocupar

um espaço no mercado que ficou vago, como é o exemplo do setor automobilístico. Já no sistema bancário, caso ocorra a falência de uma firma, o que se vê não é o aproveitamento do espaço pelos demais bancos, mas sim, de possibilidade de contágio da desconfiança, surgimento de dificuldades em instituições que antes se encontravam saudáveis o que, no limite, se transforma em corridas bancárias, congelamento do sistema de crédito e de pagamentos.

A outra dimensão para o problema do risco sistêmico é a função que o próprio sistema bancário tem para a economia. Em geral, se algum setor sofrer um colapso a economia seguirá funcionando, entretanto, se o setor financeiro for amplamente abalado, dificilmente a economia passará incólume. Por isso, reiterando o que foi escrito no início do capítulo, fica clara a importância desempenhada pelo sistema bancário, em grande parte devido ao papel singular que a confiança representa no mesmo.

Ainda para o autor, os eventos que podem, possivelmente, conduzir ao risco sistêmico são: dinâmica de preço desestabilizadora, problemas na avaliação do risco de crédito e fragilidade diante do risco de liquidez do mercado (risco que os negócios a serem realizados sofram grandes alterações de preços, isto é, os ativos não conseguem mais manter o seu valor).

1.3 Observações finais

Como visto, é evidente a relevância da interação entre os dois conceitos apresentados nesse capítulo. Com a corrosão das posturas dos agentes o sistema econômico se mostra extremamente fragilizado, podendo se desenvolver para uma situação de crise. A depender do grau de fragilidade da economia e da interrelação dos mercados, é possível ainda que o sistema seja ameaçado como um todo, ou seja, é a presença do risco sistêmico. De acordo com Minsky, nesse momento devem entrar em cena as medidas das duas instituições, *Big Government e Big Bank*, para que se possa fazer frente à crise. Em outras palavras, *“é sabido que a atividade de empréstador em última instância e o risco moral são frutos gêmeos do risco sistêmico (...) Ao contrário do que se costuma dizer, como o risco moral está envolvido na maioria dos contratos financeiros, proibir o empréstador em última instância com certeza não é a maneira de lidar com essa ineficiência. O caminho está em fortalecer políticas prudenciais, que assegurem ao empréstador em última instância autonomia plena em sua ação. Isso*

significa nada além de um retorno à própria essência do prestador em última instância: salvaguardar a confiança no funcionamento dos mercados monetários” (Aglietta, 1998; p. 19).

CAPÍTULO 2: A CRISE DO LTCM E DAS HIPOTECAS *SUBPRIME*

Neste capítulo apresentaremos duas crises financeiras que servirão de aplicação às teorias anteriormente apresentadas. Mesmo ocorrendo em períodos e situações diferentes, nelas ficam claras a exacerbação do risco sistêmico e a necessidade de atuação da autoridade monetária como prestador de última instância para amenizar seus danos.

A primeira crise a ser apresentada teve como principal ator o *hedge fund* LTCM (*Long Term Capital Management*). Esse fundo adquiriu grande relevância no cenário mundial devido às suas taxas de retorno, o que atraíram grande volume de capital. Entretanto, suas atividades se baseavam em uma alavancagem excessiva, tornando-o marcadamente arriscado. Por causa do seu volume de recursos e reputação, a quebra do fundo desestabilizou o sistema.

Já a crise das hipotecas de alto risco, o segundo distúrbio a ser estudado, se originou de um mercado que, a princípio, parecia não representar grande perigo à saúde das finanças mundiais: o mercado imobiliário. Entretanto, através das inovações financeiras, que facilitaram o acesso ao financiamento de casas, esse mercado se atrelou fortemente ao mercado financeiro. À medida que o mercado de hipotecas passava por dificuldades, o mercado financeiro viu sua rentabilidade diminuir e a cautela tomar o lugar da propensão ao risco.

Em ambos os casos, a atuação do prestador de última instância foi determinante para que um colapso maior, como o de 1929, não ocorresse.

2.1 *Long Term Capital Management: ascensão e declínio*

Em 1994, o fundo *hedge Long Term Capital Management* (LTCM) foi criado por um conhecido *trader* do mercado financeiro, John Meriwether. Devido a sua reputação muitos investidores aceitaram investir no fundo, e para continuar despertando interesse Meriwether se cercou de um grupo de acadêmicos renomados e especializados em finanças, sendo alguns deles professores e dois deles, Robert C. Merton e Myron S. Scholes, ganhadores do Prêmio Nobel de Economia de 1997.

Em geral, estudos sobre a ascensão e a falência do fundo são dificultados pela pouca informação pública disponível das posições tomadas pelo LTCM; por isso, as

análises acadêmicas de Scholes (2000) e Jorion (2000), que discutem as lições que se pode tirar das práticas modernas de administração dos riscos, se destacam.

Durante quatro anos, o fundo foi o destaque de Wall Street por alcançar retornos acima de 40% ao ano, sem volatilidades expressivas e, aparentemente, sem grandes riscos. Essa *performance* era alcançada pela estratégia baseada em modelos matemáticos extremamente sofisticados, como o Value-at-Risk (VaR)², que analisavam os movimentos históricos dos preços de certos ativos, em especial, os títulos de dívida dos Estados Unidos, Japão e Europa. Em outras palavras, o fundo fazia operações de arbitragens convergentes, ou seja, tentava tirar vantagens de pequenas diferenças de preço entre títulos muito parecidos, sendo uma estratégia, a princípio, de baixo risco, uma vez que os preços dos títulos se movem com certa sincronia e os *spreads* não oscilam tanto quanto os seus preços.

Mais especificamente, o fundo comprava (ou entrava comprado no mercado de derivativos) *bonds* de alto rendimento e de baixa liquidez, como os títulos de dívidas emitidos pelos países emergentes e os *junk corporate bonds* (títulos com risco elevado), e vendia (ou entrava vendido no mercado de derivativos) *bonds* de menor rendimento e elevada liquidez, que é o caso de títulos do governo norte americano apostando, através de resultados dos modelos estatísticos, que o *spread* do rendimento dos títulos de menor e maior risco era demasiado grande e por isso, com a reavaliação do risco pelos investidores, ele deveria convergir. Como colocou o presidente do Fed de Nova Iorque, na época, William McDonough:

“The strategy of Long-Term Capital was to use complex mathematical formulas to identify temporary price discrepancies between different interest rates. (...) If the spread narrowed as expected, the firm would profit. If, however, the spread continued to widen, the firm would incur losses. (...) Anticipating that some positions would move in their favor and some would move against them, the firm relied on diversification across a large number of product and geographic markets” (McDonough, 1998).

Entretanto, o LTCM mostrava vulnerabilidade em relação à ampliação dos *spreads*, a qual era ainda mais exacerbada pelo fato de ele manter em sua carteira instrumentos sem liquidez, o que em uma situação de grande instabilidade poderia desaparecer com sua margem de manobra. Outro colaborador para essa fragilidade era o

² VaR é uma metodologia usada para quantificação do risco a que uma carteira está exposta. Quando calculamos o VaR queremos saber, dada uma probabilidade, o máximo que o agente pode perder, isto é, é uma medida do potencial de perda máxima de um portfólio de ativos financeiros dentro de um determinado horizonte de tempo com uma dada probabilidade.

fato de o fundo ser, às vezes, o principal detentor desses instrumentos. Isso significa que em uma situação na qual ocorresse a ampliação dos *spreads*, a tentativa do fundo de liquidar suas posições poderia gerar grande pressão nos preços e forçar o fundo a enormes perdas.

Mas, o que fez do LTCM caracteristicamente arriscado foi o seu nível de alavancagem (já que o lucro por operação era pequeno, seus excelentes ganhos advinham de sua alta alavancagem), conseguindo inaugurar o fundo com a cifra um pouco acima de US\$ 1 bilhão, sendo que sócios do fundo participaram com algo em torno de US\$ 100 milhões. Segundo Jorion (2000), o capital do fundo cresceu de US\$ 1 bilhão para mais de US\$ 7 bilhões em 1997 e “*by the spring of 1996, Long-Term had an astounding US\$ 140 billion in assets, thirty times its underlying capital*” (Lowenstein; 2000, p.80).

O fundo exigia um investimento mínimo de US\$ 10 milhões e o investidor deveria ficar três anos sem fazer retiradas. Além disso, cobrava uma taxa anual de 2% dos ativos e de 25% dos novos lucros. De acordo com Edwards (1999), o fundo apresentou rentabilidade (após os pagamentos das taxas) de 19,9%, em 1994; 42,8%, em 1995; 40,8%, em 1996 e; 17,1%, em 1997.

Para Merton e outros integrantes do fundo, o LTCM não era um mero *hedge fund* e sim o estado da arte dos intermediários financeiros, que poderia capitalizar diversos segmentos através da compra de seus títulos.

A partir de 1997, as operações de convergência se tornaram de modo geral, menos lucrativas, representando para o LTCM um retorno de apenas 17%, o que fez o fundo buscar novas oportunidades. No final deste mesmo ano, os ativos do fundo somavam US\$ 7 bilhões ao passo que no início de 1998 a soma havia se reduzido para US\$ 4,8 bilhões, o que segundo o fundo ocorria devido à diminuição das oportunidades de investimentos. Em verdade, o que havia diminuído as oportunidades para o LTCM era o colapso financeiro asiático que disseminou o temor de que o mesmo poderia acontecer em outros mercados emergentes, inviabilizando o mercado de “*junk bonds*”, além do declínio do mercado de *securities* lastreadas em hipotecas, em maio e junho de 1998. Para alcançar o retorno de 40%, ao qual estava acostumado, o fundo incorreu em maior alavancagem, o que também elevou os riscos.

Ainda que com um capital de aproximadamente US\$ 5 bilhões, o LTCM conseguiu, em 1998, empréstimos de bancos de cerca de US\$ 125 bilhões, tornando sua

relação de alavancagem de 20:1, relação essa muito elevada para qualquer padrão, mesmo para os *hedge funds* que estão habituados a operar com alta alavancagem³.

Entretanto, a situação do *hedge fund* se tornou verdadeiramente caótica em agosto de 1998 com a declaração de moratória da Rússia. Com a crise asiática os gestores do fundo acreditavam que os *spreads* se encontravam muito elevados e que com o arrefecimento da crise eles voltariam aos níveis anteriores, isto é, convergiriam. Contudo, a crise russa desencadeou uma reavaliação dos riscos de crédito e soberanos em todo o mercado financeiro e os *spreads* se elevaram rapidamente. Segundo Edwards (1999), em setembro de 1998, o EMBI do J.P. Morgan (índice para títulos públicos de países emergentes) mostrava que o *spread* dos rendimentos aumentou para 17,05 pontos percentuais em comparação aos títulos do Tesouro norte americano, enquanto que o mesmo *spread* em julho estava em 6 pontos percentuais e em outubro do ano anterior era de 3,3 pontos percentuais.

Portanto, o que se viu foi uma ampliação cada vez maior dos *spreads* e uma busca maior por liquidez e qualidade, exatamente o oposto da aposta do LTCM. De acordo com Jorion (2000), já em agosto o fundo havia perdido 52% de seu valor do dia 31 de dezembro do ano anterior.

A crise asiática e russa junto com o declínio de um dos maiores *hedge funds* do momento, o LTCM, desencadearam uma crise de confiança, devido ao montante investido pelo fundo e pelo risco que sua quebra representaria para seus credores. Assim, podemos entender como um episódio de afloramento do risco sistêmico.

Diante desse quadro, o Federal Reserve de Nova Iorque (FRBNY) organizou um consórcio de 16 instituições para salvar o fundo e reduzir as possibilidades de contágio para o mercado financeiro, dentre as instituições estavam: Goldman Sachs, Merrill Lynch, J.P. Morgan, Morgan Stanley, Dean Witter, The Travelers Group, Union Bank of Switzerland, Barclays, Bankers Trust, Chase Manhattan, Credit Suisse First Boston, Deutsche Bank, Lehman Brothers, Paribas e Societe Generale. Dessa forma, evitaria-se a liquidação forçada de seus ativos, o que devido ao seu grau de alavancagem poderia gerar enormes perdas. Foi acordado entre os membros de se colocar um capital adicional de US\$ 3.625 bilhões em troca de 90% dos ativos remanescentes do *hedge fund* LTCM (Edwards, 1999).

³ Em geral, *hedge funds* com alta alavancagem não excedem a relação em mais de 10:1.

2.2 A origem da crise das hipotecas *subprime*

A crise atual é síntese e convergência das modificações globais, como a forma de organização da economia mundial e a forma de reação às ameaças da hegemonia norte-americana.

É indissociável da discussão sobre a atual crise, o entendimento dos mecanismos financeiros que foram criados nos anos 1980. Antes desse período, a prática comum dos bancos era manter em seus balanços os empréstimos concedidos, assumindo o descasamento de prazos entre ativo e passivo e os riscos. Ademais, as instituições não bancárias ficavam restritas a certas parcelas do mercado.

Entretanto, após a crise da dívida dos países subdesenvolvidos, os bancos ávidos por lucros (afinal, os riscos de *default* dos países subdesenvolvidos reduziram sobremaneira os ganhos) buscaram inovar seus instrumentos, por exemplo, passando a securitizar os papéis. Além disso, a securitização também foi uma saída para a concorrência que os bancos vinham enfrentando, em especial das instituições não bancárias.

Outro motivo que também colaborou para o desenvolvimento da securitização foi o Acordo de 1988 da Basileia que exigia requerimentos mínimos de capital, com isso, os bancos conseguiam retirar de seus balanços as operações, podendo redirecionar os recursos. Outro instrumento importante criado nessa época foram os derivativos. Em outras palavras, “*os bancos transferiam parte de suas carteiras de crédito para esses veículos, em geral localizados em paraísos fiscais, de forma a reduzir as exigências de capital e liberar recursos para novos negócios*” (Freitas & Cintra, 2008; p.5). Dessa forma, os bancos conseguiam retirar tais operações e riscos de seus balanços (*off-balance sheet*).

Esse movimento, igualmente, aumentou a intermediação financeira, que acabou por criar espaço para um novo tipo de agente especializado na classificação do risco dos tomadores, as agências de *rating*.

Vale lembrar que a tecnologia da informação colaborou muito para o desenvolvimento destes mercados.

Em vista de fortificar o sistema de hipotecas, o governo dos EUA levaram à progressiva aproximação com o mercado de capitais, pois “*baseado em instituições de depósito, especialmente nas saving & loans, o financiamento imobiliário impunha*

dificuldades para a gestão dos riscos de liquidez e de taxas de juros, dada a diferença da estrutura temporal do ativo e do passivo desses agentes. Assim, frente a conjunturas macroeconômicas adversas os desequilíbrios patrimoniais dos credores levavam ao estreitamento do financiamento à aquisição das residências” (Cagnin, 2007; p.27).

Por isso, viabilizou-se um mercado secundário de hipotecas em que agências públicas (Federal National Mortgage Association – Fannie Mae e Federal Home Loan Mortgage Corporation – Freddie Mac) eram responsáveis por comprar e reter esses contratos em suas carteiras, transportando, deste modo, para o Estado o ônus do risco de liquidez e de crédito desse tipo de ativo. Todavia, tais agências foram privatizadas e passaram a securitizar as hipotecas (as agências continuaram patrocinadas pelo governo devido a sua função ser quase uma externalidade), isto é,

“os empréstimos imobiliários passaram a ser agregados e revendidos pelas instituições citadas para os fundos de investimentos, fundos de pensão e “hedge funds”, que compram títulos com determinada rentabilidade, garantidos pelo pagamento das prestações (e, no limite, pelo próprio imóvel), e que podem ser negociados no mercado secundário” (Cintra, 2007).

Com isso, podemos inferir que a evolução do mercado imobiliário residencial, em especial, após 2001, deve ser vista como a interação de dois processos: das transformações estruturais no sistema de financiamento imobiliário e da conjuntura expansionista da política monetária, representando o maior *boom* imobiliário norte americano em mais de cinquenta anos. Ou seja, levou à ampliação da liquidez dos papéis (*securities*) no mercado secundário de hipotecas, estreitando as relações entre o mercado de capitais e o mercado de hipotecas, fazendo circular uma média anual de US\$ 3 trilhões em novas operações, de 2001 a 2006. Este negócio, tornando-se rentável atraiu grandes bancos que se tornaram importantes emissores de MBSs (*mortgage based securities*). Vale dizer que o aprofundamento deste mercado levou à criação de uma variedade de *securities* relacionadas a hipotecas.

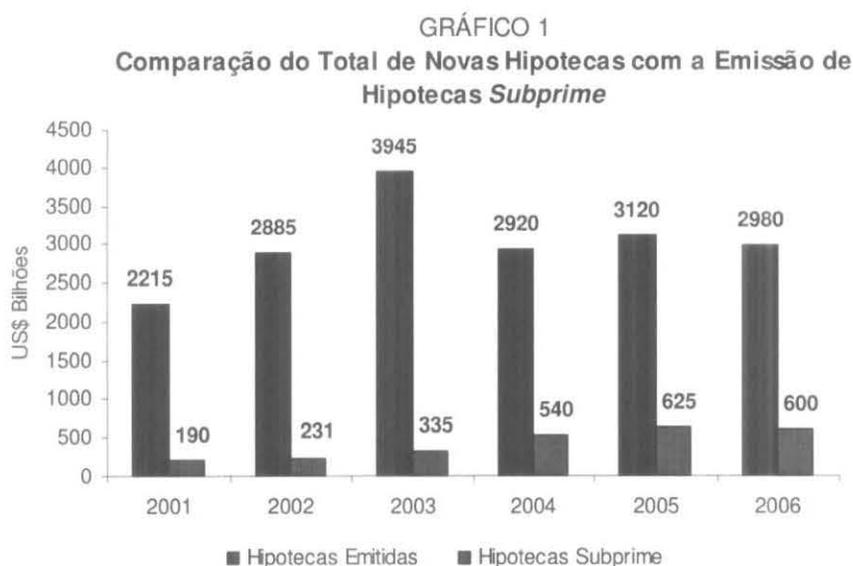
Ademais, a securitização de hipotecas e os serviços associados ao recolhimento e transferência dos pagamentos do tomador do empréstimo ao investidor que mantinham as *securities* se tornaram fontes de receitas, já que eram cobradas tarifas e comissões a bancos de investimentos e bancos comerciais. Portanto, aumentou a participação de instituições privadas na emissão de MBSs.

Vale ressaltar ainda que os agentes geradores encontraram nas operações de securitização a solução do seu principal problema, ou seja, a conciliação das estruturas

dos prazos dos ativos e passivos, que dificultava a administração do risco de liquidez dos créditos hipotecários. Por conseguinte, o financiamento residencial vinha sofrendo alterações relevantes com o aprofundamento do mercado secundário e a expansão dos derivativos (Cagnin, 2007; Cintra & Freitas, 2008).

Essas inovações financeiras reduziram o custo do endividamento tanto das famílias quanto das empresas, ao facilitar a avaliação e precificação do risco. Aliás, é aqui que entram as agências de *rating* que farão essa avaliação e a engenharia financeira que trabalhará no sentido de criar carteiras que alcancem a melhor classificação.

Junto com o aquecimento do mercado imobiliário a partir de 2001, a elevação dos preços das casas, os novos instrumentos e a política monetária expansionista, favoreceram as fraudes, a subavaliação do risco e a inserção de um novo tipo de hipoteca, o *subprime* (Gráfico 1). Vale lembrar que as hipotecas *subprime* se configuravam como de altíssimo risco uma vez que seus tomadores apresentavam um histórico ruim, renda incompatível com as prestações assumidas e/ou falta de documentação. A revista *The Economist* nomeou esses tomadores como “ninjas” (*no income, no asset and no job*). Com isso, essas hipotecas não gozavam de garantias tradicionalmente oferecidas pelo governo federal.



Fonte: Elaboração própria baseada em Wray (2007)

Destaca-se ainda, como importante inovação dentro do mercado imobiliário americano os contratos com taxas de juros ajustáveis, ou as ARM (*Adjustables Rates Mortgages*). Nos anos 1990, foram introduzidas outras inovações como os contratos do

tipo *Interest-Only Mortgage*, ou seja, a cada vencimento mensal o tomador poderia decidir se pagaria apenas os juros ou juros acrescidos da amortização do principal e; o *Negative Amortization Mortgage*, no qual o tomador poderia escolher, no período inicial, se queria pagar os juros, os juros acrescidos de amortização ou um pagamento mínimo estabelecido em contrato. Além disso, esses contratos, em geral, tinham duração de 30 anos, no qual no período inicial de 2 ou 3 anos se seguia uma das lógicas citadas acima, e nos 28 ou 27 anos subseqüentes o valor da parcela se elevava devido à incorporação do pagamento da parte principal do empréstimo. Esses novos contratos, em seu período inicial, possibilitam uma menor relação entre o serviço da dívida e a renda pessoal, conferindo ainda mais risco para os contratos do tipo *subprime*.

Com esse esquema das hipotecas os tomadores de maior risco, ao final do período inicial de 2 ou 3 anos, quando as parcelas aumentavam de valor, decidiam por refinarciar o empréstimo, voltando a pagar somente os juros da hipoteca, portanto tornavam a pagar uma parcela fixa e baixa. Outra informação relevante a respeito desse refinanciamento é que muitos tomadores *subprime* embolsavam uma quantia em dinheiro dessa operação, transformando-a em consumo (o que se configurou como a base para o crescimento recente da economia norte americana).

Os novos contratos tinham implícitos, tanto por parte das instituições credoras como dos tomadores, que a tendência era de valorização do imóvel ou que seu preço se manteria estável e/ou de redução das taxas de juros futuras, de maneira que pudessem refinarciar as hipotecas em condições favoráveis. Contudo essa última condição era pouco provável já que o Fed havia anunciado que elevaria a taxa de juros; o que de fato acabou acontecendo: em 2004 a taxa básica de juros da economia norte americana sai de 1% a.a. para 5,25% a.a. em 2006.

Entretanto, essa dinâmica conferiu ainda maior fragilidade ao mercado hipotecário, advinda do comportamento dos agentes em um ambiente de baixas taxas de juros que incitavam, por um lado, a tomada de maiores riscos por parte dos credores na busca por maior rentabilidade e, por outro, maior nível de endividamento dos tomadores. É devido a essa dinâmica das estratégias adotadas pelos agentes que podemos recorrer ao arcabouço minskyano explicado anteriormente, isto é, a defesa de que a hipótese da fragilidade financeira advém endogenamente do sistema financeiro se mostra válida.

De forma simplificada, a combinação da securitização com as hipotecas, inclusive as de maior risco, isto é, as *subprime*, se dava, inicialmente, pela aquisição da

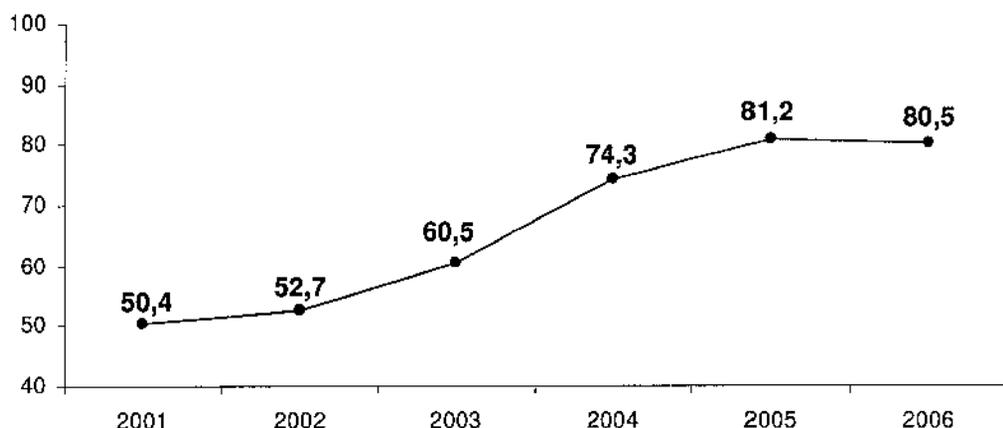
hipoteca pelo tomador. Em seguida, a instituição financeira transferia os diferentes contratos de hipotecas para um fundo de investimento (*mortgage pool*), o qual emitia diversas cotas (*tranches*) – quanto maior o retorno da cota, maior seu risco e mais, eram essas *tranches* de pior qualidade que assumiam primeiramente as perdas com atrasos ou *defaults*. Vale ressaltar que o cálculo para essa relação risco-retorno era baseado em modelos estatísticos aprovados pelas principais agências de classificação de risco. Às cotas com pior classificação se dava o nome de *Equity* ou *Toxic Waste*.

Graças à engenharia financeira essas cotas denominadas *Toxic Waste* passavam ainda por uma nova transformação através do uso de derivativos que visava melhorar sua classificação. Em outras palavras, eram transferidas para um fundo chamado CDO (*Collateralised Debt Obligations*) no qual eram aglomeradas com títulos de dívida, recebíveis de cartões de crédito, derivativos, etc. e obtinham classificação de baixo risco, podendo chegar a ser considerada *investment grade*. Portanto, “o re-empacotamento das hipotecas de alto risco, com anuência das agências de classificação de risco de crédito, viabilizou sua aquisição pelos investidores com menor aversão ao risco, mas também pelos investidores institucionais, tais como os fundos de pensão e as companhias de seguro, que observam regras de prudência” (Cintra & Cagnin, 2007; p.319).

Por fim, originavam-se também dos fundos CDO's as cotas *Toxic Waste* e o destino dessas era dado pelas *Structured Investment Vehicles* (SIV's), “cujo único propósito era emitir títulos de curto prazo – *commercial papers* – usados, nos EUA, para remunerar aplicações de caixa de empresas” (Torres, 2008a; p. 6).

Pelo Gráfico 2 fica fácil visualizar o ganho de importância da securitização das hipotecas de alto risco.

GRÁFICO 2
Securitização de Hipotecas *Subprime* (%)



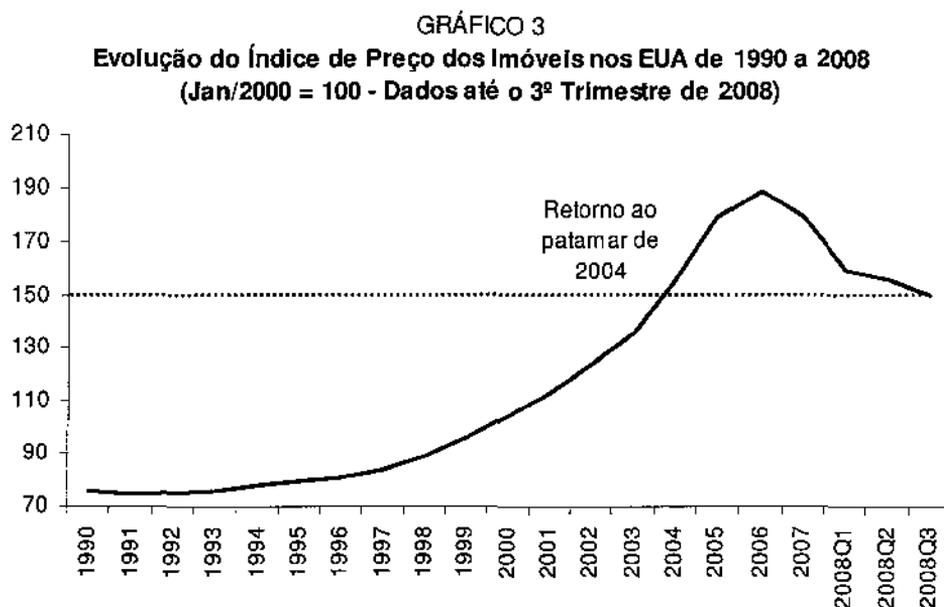
Fonte: Elaboração própria baseada em Wray (2007)

Nos últimos anos, as hipotecas *subprime* não vinham apresentando problemas, pois com a valorização dos imóveis, os tomadores, passado o período de pagamento inicial, conseguiam refinarçar suas hipotecas, iniciando assim novo período de pagamento somente dos juros. Esse tipo de hipoteca movimentou em 2006 cerca de US\$ 600 bilhões, mostrando sua importância ao representar 20% do total de novas hipotecas. Como observou Torres (2008c, p.136) *“a sustentação do ciclo imobiliário expansionista até o fim de 2006 se deve à maior relevância adquirida pelo segmento subprime a partir de 2004, tanto no que tange à emissão de novas hipotecas quanto ao seu processo de securitização. Assim, a manutenção da bolha no mercado imobiliário dos EUA foi realizada, primordialmente, pela incorporação dessa parte “menos nobre” de tomadores de hipotecas”*.

De modo geral, portanto, o mercado hipotecário serviu como elemento dinamizador da recuperação da atividade econômica a partir de 2002, isto é, viu-se uma ampliação do crédito imobiliário derivado da redução das taxas de juros, que por sua vez estimulou a engenharia financeira, acelerando a alta dos preços dos imóveis. Incentivou-se, deste modo, a construção civil, captada pelo crescimento do investimento residencial. Por outro lado, esta valorização fortaleceu o patrimônio das famílias. Os mecanismos de crédito criaram a possibilidade de transformar esse crescimento do patrimônio em poder de compra.

Embora tenham viabilizado a ampliação da liquidez, as inovações financeiras chanceladas pelas grandes instituições acabaram por espriar o risco sistêmico. Isso ficou evidente com o desaquecimento do mercado imobiliário no final de 2007

ocasionado pelo aperto monetário (de acordo com os dados do Flow of Funds, do Federal Reserve, os imóveis representavam 39% do patrimônio líquido das famílias, em 2005, constituindo-se no ativo de maior peso no balanço desses agentes; entretanto, em 2008, os imóveis representam 35% do patrimônio líquido das famílias), a conseqüente queda dos preços dos imóveis (Gráfico 3) e o aumento do inadimplimento, culminando na crise.



Fonte: S&P Case-Shiller U.S. National Home Price Index

É importante destacar que no mercado imobiliário norte americano, as famílias que recorreram às hipotecas, ao não conseguirem arcar com os pagamentos podem liquidar o financiamento entregando o próprio imóvel, é o *walk away*. Como visto no gráfico acima, a queda dos preços estimulou esse mecanismo uma vez que o valor dos imóveis se tornou inferior ao valor da dívida. Logo, a normalização do mercado de hipotecas perpassa, necessariamente, pela estabilização dos preços dos imóveis para que de um lado se defina o valor das linhas de crédito e, de outro, se ofereça garantias aos credores.

Os calotes e os atrasos nas prestações fizeram as perdas atingirem não só as cotas *Equity*, mas também as de melhor classificação, o que levou vários cotistas a resgatarem suas aplicações, à exposição de grandes bancos norte americanos já que eles que ofereciam crédito as SIV's e até mesmo à suspensão de resgate de cotas de alguns *hedge funds*. O resultado foi um aumento nos custos de captação das instituições bancárias.

Uma vez que há uma inter-relação forte entre os diversos segmentos no mercado financeiro, e dado que as instituições inseridas nesse sistema são indissociáveis de sua credibilidade, a crise que começou de maneira pontual em um mercado, rapidamente se espalhou pelos demais, gerando da mesma forma elevação das taxas no mercado interbancário.

Sob esse contexto foi posto em xeque a credibilidade das avaliações das agências de *rating* (que haviam cotado muitos dos *pools* com hipotecas *subprime* com boa classificação e já em dezembro de 2007 haviam reclassificado tais títulos), sobretudo porque há um conflito de interesse envolvido em tal classificação, já que quase 50% de suas receitas provêm da avaliação. Para Kregel (2008), o aumento da fragilidade foi devido não a um processo de redução da margem de segurança, mas sim, à revelação de que as margens de segurança produzidas pelas análises estatísticas eram insuficientes.

Inúmeros episódios podem nos dar a dimensão que essa crise vem tomando. Entretanto, ressalta-se a quebra do quinto maior banco de investimento norte americano, o Bear Stearns, em março de 2008. Aqui ficou clara a mudança de percepção do Fed em relação à gravidade da crise ao estender uma linha de crédito de US\$ 30 bilhões ao J.P. Morgan para a aquisição do Bear Stearns. Esse fato representou ainda a mudança no arcabouço regulatório do sistema financeiro dos Estados Unidos, já que um banco de investimento – Bears Stearns – não estava sob a jurisdição do Fed e ainda sim sofreu intervenção do banco central.

Apesar desse resgate, três meses depois os problemas de liquidez da Fannie Mae e Freddie Mac voltaram a agitar o mercado. Essas duas agências, apesar de serem privadas e terem ações negociadas em bolsa de valores, gozavam de privilégios especiais. O privilégio implícito mais importante delas é que se elas correrem o risco de falir, o governo federal poderá resgatá-las. De acordo com Krugman em sua coluna no The New York Times do dia 14 de julho de 2008, “*This implicit guarantee means that profits are privatized but losses are socialized*”. Ademais, como as duas agências juntas representavam cerca de 40% do total do mercado de hipotecas norte americano, o problema de liquidez foi resolvido pelo governo através de uma ajuda do Tesouro que, na prática, significou a nacionalização de ambas.

Dentro ainda dessa breve cronologia dos fatos, temos em setembro de 2008 as dificuldades do quarto maior banco de investimento norte americano, o Lehman

Brothers, anunciada. Dessa vez o governo optou por não oferecer ajuda financeira, levando o banco a pedir concordata, o que agudizou a crise.

Controversamente, no dia seguinte à falência do Lehman o Fed anunciou um empréstimo de US\$ 85 bilhões para tentar evitar a falência da seguradora AIG (American International Group), a maior do país. Como muitos bancos recorriam a seus serviços para se proteger contra os riscos que seus empréstimos representam, a quebra de uma instituição deste porte disseminaria ainda mais o pânico e o risco pelo sistema.

Novamente no mês de setembro, o então secretário do Tesouro americano, Henry Paulson, conseguiu aprovar o pedido de US\$ 700 bilhões no Congresso e no Senado, chamado de Programa de Alívio de Ativos Problemáticos (TARP, *Troubled Assets Relief Program*), visando a compra de ativos podres dos bancos. Como coloca Buitter & Sibert (2007), o papel de prestador em última instância, na crise atual, mostrou não ser suficiente, tendo que o banco central entrar também como *market maker of last resort*, ou seja, aceitar ativos ilíquidos como colateral de operações de recompra.

Ainda se viu a compra do Merrill Lynch pelo Bank of America; a aprovação por parte do Fed para que o Goldman Sachs e o Morgan Stanley, dois importantes bancos de investimento, se transformassem em *holdings banks*, o que significou a possibilidade que ambos recebam ajuda financeiro do Fed via injeções de liquidez; a quebra do Washington Mutual (WaMu), maior banco americano do segmento de empréstimos de poupança e investimentos (“*saving & loans*”) e; a venda do quarto maior banco dos EUA – Wachovia para o Wells Fargo.

Já em outubro de 2008 as perdas anunciadas com a crise somavam cerca de US\$ 660 bilhões, como mostra a tabela abaixo:

TABELA 1
**Perdas Anunciadas com a Crise do
 Subprime (em US\$ Bilhões)**

| | Baixas Contábeis |
|------------------------|------------------|
| Wachovia Corporation | 96,7 |
| Citigroup | 68,1 |
| Merrill Lynch | 58,1 |
| Washington Mutual | 45,6 |
| UBS | 44,2 |
| HSBC | 27,4 |
| Bank of America | 27,4 |
| JPMorgan Chase | 20,5 |
| Wells Fargo & Company | 17,7 |
| Morgan Stanley | 15,7 |
| Lehman Brothers | 13,8 |
| IKB Deutsche | 13,8 |
| Royal Bank of Scotland | 13,6 |
| Deutsche Bank | 9,7 |
| Credit Suisse | 10,0 |
| Outros | 275,3 |
| Total | 660,9 |

Fonte: Bloomberg *apud* Torres (2008c)

Entretanto, as medidas tomadas não foram suficientes para acalmar de vez os mercados. Novas injeções de liquidez foram feitas pelo Fed, BCE (Banco Central Europeu) e pelo Banco da Inglaterra na tentativa de minimizar a preferência pela liquidez dos agentes. Mas, os efeitos e a duração da crise ainda não conseguem ser medidos, uma vez que essa não é somente uma crise de liquidez, está se mostrando como uma crise da economia globalizada.

Não obstante, a intervenção dos bancos centrais abre, então, possibilidade para ampliação do risco moral (na visão de Aglietta, o risco moral e a função de prestador de última instância são frutos gêmeos do risco sistêmico) nos mercados financeiros e da busca por ativos mais arriscados e mais rentáveis.

A crise também traz a questão da estrutura reguladora dos EUA. Enquanto o Fed está encarregado de regular os bancos e *holdings* financeiras, a maioria das dificuldades envolveu as entidades criadas que emitiam *securities*. Essas entidades têm grande semelhança com as afiliadas bancárias que foram a fonte de fraudes e condutas ilegais dos anos 20.

Essa situação não insinua somente uma lacuna no sistema regulatório e supervisor, mas também levanta a questão sobre a fragilidade do Fed em assegurar a estabilidade ao dar suporte aos preços dos ativos. Sob esta perspectiva, a crise atual tem pouca relação com o mercado de hipotecas, sua relação maior está com a estrutura do sistema financeiro que superestima o crédito e subprecifica o risco. É, entretanto,

possível o enfrentamento da fragilidade que emerge como um resultado direto das falhas da estrutura e da regulação do próprio sistema. Essa é a tarefa que enfrenta o sistema financeiro americano atualmente.

CAPÍTULO 3: A ATUAÇÃO DO FEDERAL RESERVE

A intervenção do Fed foi crucial para que a economia norte americana, bem como o sistema financeiro mundial passasse pelas duas crises explicadas anteriormente sem que estas adquirissem o porte da crise de 1929. De fato, tanto a crise do fundo *hedge*, como a crise das hipotecas de alto risco colocaram o sistema em teste, mas a atuação do banco central norte americano com prestador de última instância amenizou os efeitos e acelerou a recuperação.

Diante disso, no presente capítulo estudaremos os discursos proferidos à época das crises pelos presidentes do Fed, Alan Greenspan e Ben Bernanke, e também demais representantes do governo, mostrando que eles visualizaram o risco sistêmico em ambas as crises e expondo quais as justificativas que deram para a intervenção. Em outras palavras, o terceiro capítulo se baseará em pesquisa documental obtida no próprio *site* do Fed, como também, no *site* do *Bank of International Settlements* (BIS).

3.1 A atuação na crise do LTCM

Como visto, as perdas do LTCM geraram desconfiança por todo mercado financeiro, tornando evidente o risco sistêmico, uma vez que não se sabia com exatidão as posições tomadas pelo fundo, a dimensão da exposição de seus credores e o volume de recursos geridos. Colaborou ainda para a incerteza dominante no cenário econômico, o fato de que muitos agentes passaram a seguir, em certa medida, as estratégias do *hedge fund*.

Com o insucesso de levantar mais capital para que o fundo pudesse fazer frente às suas perdas, os rumores já eram dominantes no mercado. Em discurso no Congresso, William McDonough, então presidente do FRBNY, contou que entrou em contato com os principais executivos de Wall Street e todos reportaram a ele a preocupação sobre os efeitos no mercado que uma deterioração do LTCM poderia gerar. Dessa forma, McDonough e Alan Greenspan, presidente do Fed na época, decidiram por fazer uma reunião com os administradores do fundo para que se explicitassem com mais clareza as posições tomadas pelo LTCM e o tamanho de sua exposição.

McDonough (1998) defendeu que dois fatores influenciaram o envolvimento do Fed na questão: primeiro, com a corrida das contrapartes (ou seja, investidores que

estavam realizando negócios com o fundo) do LTCM para liquidar suas posições outros mercados seriam também afetados, mercados esses que não mantinham relação com o *hedge fund*; e segundo, à medida que as perdas se espalhassem tanto para as contrapartes do fundo como para outros participantes do mercado, isso levaria a um aumento da incerteza sobre as oscilações dos preços. Diante dessas circunstâncias, haveria uma probabilidade de que as taxas de juros em alguns mercados oscilassem bastante a ponto de, possivelmente, significar a interrupção de seu funcionamento. Isso geraria um ciclo vicioso: a menor confiança do investidor conduziria a sua saída do mercado de créditos, que por sua vez levaria ao aumento dos *spreads* e posterior liquidação das posições. A maior preocupação era que o custo do capital para as empresas norte americanas aumentasse sobremaneira.

Diante disso, o Federal Reserve de Nova Iorque temia que uma liquidação forçada dos ativos do fundo levasse a perdas ainda maiores para grandes bancos comerciais e de investimento, o que poderia ainda estender as perdas para outros setores, já que a incerteza se disseminaria pela economia e os custos de captação aumentariam. Segundo o presidente do FRBNY, *“the abrupt and disorderly close-out of Long-Term Capital’s positions would pose unacceptable risks to the American economy”* (McDonough, 1998).

De modo geral, os benefícios da intervenção do banco central norte americano podem ser avaliados por duas dimensões: 1) a ação do governo limitou a ruptura que surgiria caso o LTCM tivesse uma liquidação forçada de seus ativos e; 2) a intervenção preveniu que ocorresse falências dos maiores bancos comerciais e de investimento, evitando, assim, as perdas para a atividade econômica (Furfine, 2001).

Com isso, o Fed decidiu por intervir, entretanto, de uma forma diferenciada: organizou reuniões entre instituições que estavam expostas ao LTCM e que tinham interesse no resgate do fundo. Desta forma, o banco central americano não agiu de forma direta, fornecendo capital para o LTCM, mas sim, promoveu um consórcio de empresas privadas para fazer a injeção de liquidez. McDonough ressaltou o fato de que não foi utilizado nenhum recurso público, seja do Federal Reserve, seja de qualquer outra garantia governamental. Mas ficou clara a necessidade da intermediação do processo pelo Fed, para inclusive dar celeridade ao processo devido à gravidade da situação.

Portanto, mesmo que de maneira distinta, o Fed atuou como emprestador de última instância por perseguir a estabilidade, reduzir as incertezas do mercado e

minimizar as oscilações dos preços. Vale ressaltar ainda que houve um afrouxamento da política monetária ao reduzir os juros, o que corrobora para a afirmação anterior. Segundo o World Economic Outlook de dezembro de 1998 do FMI, o banco central americano reduziu a taxa de juros três vezes a partir do fim de setembro.

De acordo com o supracitado relatório do FMI,

“One way to contain the potential systemic risk was to organize a private consortium of LTCM’s main creditors and counterparties, in part to engineer a more orderly process of unwinding and deleveraging, but also to internalize many of the risks” (p. 55).

O discurso de Alan Greenspan, então presidente do Fed, se fez em concordância com o de McDonough. Greenspan também defendeu a idéia que a liquidação forçada dos ativos do fundo *hedge* culminaria em conseqüências danosas ao sistema, isto é, *“our sense was that the consequences of a fire sale triggered by cross-default clauses, should LTCM fail on some of its obligations, risked a severe drying up of market liquidity”* (Greenspan, 1998).

Greenspan (1998) também inseriu na discussão a questão do risco moral: *“Of course, any time that there is public involvement that softens the blow of private-sector losses - even as obliquely as in this episode - the issue of moral hazard arises”*, mostrando que o resgate de uma firma privada seja direta ou indiretamente pelo governo faz surgir a discussão sobre até que ponto as outras instituições não interpretarão tal ação como uma garantia adicional, isto é, o risco moral.

O presidente do Fed ainda deixou claro que a preocupação maior do banco central americano não era com os investidores e administradores do fundo, mas sim com as conseqüências negativas que a falência desse poderia gerar para economia norte americana e que, da mesma forma, teria impactos na economia global, ou seja, era a preocupação com o risco sistêmico que guiava as ações dos representantes do Fed. *“The Federal Reserve provided its good offices to LTCM’s creditors, not to protect LTCM’s investors, creditors, or managers from loss, but to avoid the distortions to market processes caused by a fire-sale liquidation and the consequent spreading of those distortions through contagion”*.

Outro ponto ressaltado por Greenspan foi a questão regulatória. Como coloca Minsky, o emprestador de última instância deve atuar no sentido de equilibrar o mercado, mas também criar mudanças no arcabouço regulatório de modo a evitar que situações de pânico voltem a se repetir. Para Greenspan, a regulação dos *hedge funds* nos Estados Unidos é questionável, uma vez que esses fundos, apesar de deterem grande

poder financeiro, têm pouca presença física. Em outras palavras, com o avanço da tecnologia da informação, esses fundos podem operar de qualquer localidade, e uma restrição de sua flexibilidade pode levá-los à emigração da jurisdição do Fed. De acordo com Greenspan (1998):

“The best we can do in my judgment is what we do today: Regulate them indirectly through the regulation of the sources of their funds. We are thus able to monitor far better hedge funds’ activity, especially as they influence U.S financial markets. If the funds move abroad, our oversight will diminish”.

Entretanto, também é válido elucidarmos aqui algumas críticas às posturas tomadas pelo Federal Reserve.

Na mesma reunião em que McDonough e Greenspan discursaram, a qual tratava da intervenção do Fed no caso do fundo LTCM, o diretor do Comitê Bancário e de Serviços Financeiros do Congresso (*House Banking and Financial Services Committee*), James A. Leach, argumentou que *“it would appear that the Fed’s intrusion into our market economy can be justified only if it can be credibly shown there was a clear and present danger to the financial system in Long Term Capital’s failure and that there were no stabilizing alternatives”* (Leach, 1998). Ainda para Leach (1998), uma das lições a se reter é que: *“The fact that it failed does not mean that the science of risk management is wrong-headed; just that it is still a fledgling art in a world where the past holds lessons but provides no reliable precedents”.*

Contudo, apesar de concordar com a atuação do banco central, Leach mostrou certa insatisfação pelo fato de o banco ter sido pego desprevenido sobre o risco que o fundo estava representando para a saúde da economia, ao ser altamente alavancado e não ter transparência nas posições tomadas (com a justificativa que a concorrência poderia abocanhar as estratégias usadas pelo fundo, e torná-lo menos rentável). Em suas palavras, *“it is difficult for a neutral party not to be struck by the fact that (...) the U.S. regulatory system could be so uncoordinated and so easily caught off guard”.* Além disso, achou que havia certa ironia nesse caso, à medida que *“The Fed’s intervention comes at a time when our government has been preaching to foreign governments, especially Asian ones, that the way to modernize is to let weak institutions fail and rely on market mechanisms rather than insider bailouts”.*

Já Furfine (2001) acredita que um dos custos da intervenção do Fed foi abrir um precedente perigoso que, implicitamente, estende a rede de segurança. Isso tem grande

importância por causa do risco moral, ou seja, encorajaria a tomada excessiva de risco, o que tornaria os resgates e as proteções ainda mais necessárias e custosas no futuro.

O relatório do FMI parece concordar com a postura tomada pelo banco central americano, mas faz uma ressalva aos dois possíveis custos de sua intervenção, a saber:

a) como o LTCM não estava sujeito à supervisão e regulação do Fed, foi inapropriado o banco central arriscar sua reputação e; b) o envolvimento do Fed no resgate do fundo pode acarretar o aparecimento do risco moral.

3.2 A atuação na crise do *subprime*

Na crise atual que teve como ponto de partida o mercado hipotecário norte americano, embora o Fed estivesse sob outro comando, o de Ben Bernanke, a percepção de que o banco central deveria agir diante do espraiamento do risco, de certa maneira, se manteve.

Como coloca Bernanke (2008a),

“Considerable experience in both industrialized and emerging economies has shown that severe financial instability, together with the associated declines in asset prices and disruptions in credit markets, can take a heavy toll on the broader economy if left unchecked. For this reason, the Federal Reserve, the Treasury, and other agencies are committed to restoring market stability and are working assiduously to ensure that the financial system is able to perform its critical economic functions” (p. 1).

Além disso, sabemos que o atual presidente do banco central norte americano estudou com profundidade a Grande Depressão de 1929, chegando à conclusão que foi a inoperância do Fed na época que proporcionou a dimensão que tal crise atingiu: *“According to the analysis he did as an academic, the Great Depression was unleashed by a collapse of production and consumption, amplified by a drastic reduction in the supply of bank credit which came about largely because the Fed failed to act as a lender of last resort”* (Boeri & Guiso, 2007, p. 37). Dessa forma, fica fácil visualizar que Bernanke, diante da amplificação dos riscos, faria o Fed atuar como prestador de última instância.

Em discurso no Federal Reserve Bank de Kansas, Bernanke (2007) deixou claro que o Fed atuaria, não de modo a proteger os credores e investidores, mas sim levaria em conta na determinação de políticas, o impacto que outros setores e a economia como um todo poderiam sofrer devido a esse desajuste. Em suas palavras, *“But developments*

in financial markets can have broad economic effects felt by many outside the markets, and the Federal Reserve must take those effects into account when determining policy” (p. 3).

Randall Kroszner (2007), membro do conselho do Fed, reforçou, dois meses após o discurso de Bernanke, a afirmativa de que o objetivo do banco central não é resgatar os investidores de suas perdas e sim salvaguardar a economia: *“I should emphasize that the purpose of these actions was not to insulate financial institutions from the consequences of their business decisions, but rather to facilitate the orderly function of markets more broadly in the face of risks to the overall economy”* (p. 3).

Mishkin (2007a), também membro do conselho do Fed até agosto de 2008, já havia constatado em discurso de setembro de 2007 que:

“After the calm of the past several years, the events of this summer are a strong reminder that our increasingly globalized and sophisticated markets are still vulnerable to systemic risk. (...) We have also seen how governments, in their role as providers of emergency liquidity, can intervene to help put the financial system back on its feet and prevent a financial crisis from spinning out of control” (p. 1).

Isto é, para o conselho do banco central norte americano já estava evidente, um mês após a eclosão da crise, que a economia havia sido atingida por tamanho grau de desconfiança, a qual mostrou sua face no risco sistêmico. Mishkin (2007a) enfatizou também a atuação do Fed prontamente em face do abalo ao sistema. Em outras palavras, diante do risco sistêmico o Fed foi compelido a atuar como prestador de última instância do sistema. Mishkin (2007b) defendeu ainda a celeridade da intervenção do banco central ao prover liquidez, o que torna a ação mais eficiente: *“the more quickly liquidity can be provided when financial instability occurs, the more effective it may be”* (p. 5).

Ainda para Mishkin (2007a), a ação de prestador de última instância para ser efetiva deve: a) restaurar a confiança no sistema financeiro, oferecendo rapidamente liquidez; b) limitar o risco moral ao encorajar supervisão prudencial adequada e; c) agir como prestador de última instância raras vezes. Mas ressalta que, *“appropriately providing liquidity while limiting the risk of moral hazard has always been a challenge”* (p. 6).

Certamente, uma das questões mais relevantes que sobressai da intervenção de um banco central na economia é o estímulo ao risco moral. Ao se resgatar uma instituição, embora o objetivo seja mitigar os riscos que sua quebra representa para o

mercado – ao invés de buscar salvar seus investidores de decisões tomadas erroneamente – os agentes podem interpretar tal ação como um prêmio para a tomada cada vez maior de risco. Na lógica do risco moral, os agentes acreditam que não há uma carga grande de responsabilização pelo aumento do risco tomado, já que ao representar certo perigo para a economia, a autoridade responsável salvará a instituição em dificuldades. Por isso, Mishkin (2007b) colocou que *“the need to limit moral hazard by not lending to insolvent institutions indicates that central banks must have information sufficient to determine whether an institution with access to the discount window is indeed healthy”* (p. 6).

Dessa forma, uma das maneiras do banco central minimizar os incentivos ao risco moral é: diante do pânico, o banco central deve atuar como emprestador de última instância que empresta livremente, mas a uma taxa punitiva (Mishkin, 2007b).

Vale ressaltar que, embora não seja o foco do presente trabalho, Mishkin (2007c) também deu importância não só para o papel desempenhado pelo banco central de provedor de liquidez para restaurar a estabilidade, mas também *“on how monetary policy can be used as an effective instrument to keep markets stable and to counter the macroeconomic effects of a system that has become unstable”* (p. 3). E de fato, observamos um afrouxamento da política monetária norte americana desde o início da crise, em 2007, como por exemplo, na ampla redução da taxa de juros.

Ainda que a crise tenha começado em meados de agosto de 2007, os discursos oficiais continuaram a ressaltar a importância da atuação do Fed como emprestador de última instância. Isso nos mostra que enquanto as medidas tomadas não cessarem os efeitos da crise, isto é, enquanto houver deflação de ativos, execução de hipotecas, redução de empregos e redução na atividade geral da economia, o banco central perseguirá seus objetivos de estabilidade através da função de emprestador de última instância. Um exemplo da manutenção de tal postura pode ser encontrado no discurso de Timothy Geithner de 9 de junho de 2008, quase um ano após a eclosão da crise das hipotecas de alto risco:

“The framework of lender-of-last-resort policies and the regime for facilitating an orderly resolution of a major non-bank financial institution are critical to our ability to contain financial crises. In response to this crisis, the Federal Reserve has designed and implemented a number of innovative new facilities for injecting liquidity into the markets. These facilities have played a significant role in easing liquidity strains in markets and we plan to leave them in place until conditions in money and credit markets have improved substantially” (p. 6).

Em setembro de 2008, novos eventos voltaram a agitar os mercados financeiros, em particular, a falência do Lehman Brothers e o resgate da AIG. Mas o que aconteceu para haver essa diferença de postura adotada pelo Fed? De acordo com Bernanke (2008b), a falência do Lehman representava certo risco, mas os problemas do banco já eram sabidos havia algum tempo pelos investidores, o que no julgamento do Fed conferiu tempo suficiente a eles para que pudessem tomar medidas preventivas. Entretanto, no caso da AIG,

“The Federal Reserve took this action because it judged that, in light of the prevailing market conditions and the size and composition of AIG's obligations, a disorderly failure of AIG would have severely threatened global financial stability and, consequently, the performance of the U.S. economy” (p. 1).

Ainda é cedo para saber em que momento a economia voltará a sua normalidade, entretanto, o que fica evidente é que o banco central norte americano está atento às mudanças no mercado, sobretudo bancário, e que se demais eventos representarem um risco ao sistema, o Fed atuará como prestador de última instância, fornecendo liquidez e buscando a estabilidade.

Por fim, faz-se conveniente retomar a tese de Buiter & Sibert (2007) e enfatizar que um dos elementos novos da atual crise está no fato de que o banco central teve de atuar não só como prestador de última instância, mas também, como *market maker of last resort*, para que se pudesse fazer frente ao problema de insolvência dos bancos gerado pela presença de ativos que se tornaram ilíquidos. Essa nova atuação se deu, principalmente, pela ampla utilização da securitização de ativos que, como explicado no capítulo anterior, re-empacotavam uma série de ativos de diversas qualidades. Podemos confirmar a tese através do discurso de Timothy Geithner (2007), secretário do Tesouro americano: *“We each have chosen to auction funding against a broader range of collateral, collateral other than government securities, and in our case with a broader set of counterparties. (...) By allowing strong banks to borrow against collateral that they can no longer easily finance in the market, the central bank is providing an additional source of liquidity to banks as a complement to our open market operations”* (p. 1).

Essa extensão da função de prestador de última instância foi oficializada em 2008 com o *Troubled Asset Relief Program* (TARP), que nas palavras de Elizabeth Duke (2008) é definido como um programa *“which allows the Treasury to buy troubled*

assets, to provide guarantees, and to inject capital to strengthen the balance sheets of financial institutions” (p. 1).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como visto, o sistema bancário representa fonte de instabilidade para a economia em geral. Em tal sistema, a dinâmica de contágio dos riscos se mostra mais devastadora, pois atinge um ponto crucial para o funcionamento da economia: a credibilidade dos bancos.

Tamanha é a gravidade desse tipo de evento – o espraiamento do risco, que no limite, se transforma em risco sistêmico – que pode levar à paralisação da economia devido ao congelamento do sistema de pagamentos, o que se viu na Grande Depressão de 1929.

Minsky mostra como essa situação se origina do comportamento de cada agente, isto é, como fatores microeconômicos se traduzem em desajustes macroeconômicos: é a sua Hipótese de Instabilidade Financeira. Defende ainda que diante do risco sistêmico, é preciso que entrem em ação as autoridades, sobretudo, o prestador de última instância para por fim na deflação de ativos e no volume de *defaults*.

Fica clara a atualidade da proposta de Minsky para o estudo das crises e como o monitoramento do risco sistêmico tem, com razão, conquistado relevância. Com a globalização e o avanço na tecnologia da informação, os mercados se tornaram muito mais conectados, o que por um lado, dinamizou as transações e tornou o mercado bancário e financeiro mais ágil e flexível, mas, por outro lado, acelerou o processo de disseminação do risco de um mercado para o outro como também entre os países.

Com essa rapidez na transmissão, os bancos centrais devem estar cada vez mais atentos às condições de mercado, para que no caso de um desajuste mais profundo possam entrar como prestador de última instância já no início da crise. De maneira geral, podemos dizer que em face do risco sistêmico o banco central teve de atuar como o *Big Bank* minskyano em sua função de prestador de última instância.

As duas crises utilizadas no trabalho exemplificaram essa dinâmica de forma clara e o estudo dos discursos oficiais do Fed, mostraram, igualmente, que o banco central norte americano agiu como *Big Bank*.

Provada essa relação (entre risco sistêmico e prestador de última instância), a questão que emerge da atual crise é a outra face do *Big Bank*, ou seja, a necessidade de mudança no arcabouço regulatório de maneira a minimizar o peso que as posições arriscadas ou *Ponzi*, tenham na economia. Da mesma maneira, é preciso ainda que a

regulação volte sua atenção também à questão do risco moral, para que os agentes não esperem que o governo irá intervir para salvar instituições com problemas. Com as inovações das últimas décadas, é preciso regular não só os bancos, mas qualquer instituição que pratique funções bancárias.

BIBLIOGRAFIA

AGLIETTA, M. *Lidando com o risco sistêmico*. Economia e Sociedade, Campinas, v.11, p. 1-32, dez, 1998.

AGLIETTA, M. *Macroeconomia Financeira*. São Paulo: Edições Loyola, 2004.

AUTHERS, J. The Short View: Moral hazard. Financial Times, 15 de setembro de 2008. (disponível em: <http://www.ft.com/cms/s/0/aced684c-834e-11dd-907e-000077b07658.html>)

BERNANKE, B. S. *Housing, housing finance, and monetary police*. Discurso no Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, ago.2007.

BERNANKE, B. S. *Current economic and financial conditions*. Discurso na National Association for Business Economics 50th Annual Meeting, Washington, out.2008 (2008a). (disponível em: <http://www.bis.org/review/r081009a.pdf>)

BERNANKE, B. S. *US financial markets*. Discurso antes do Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Washington, set.2008 (2008b).

BOERI, T. & GUIISO, L., *The subprime crisis: Greenspan's legacy*. The First Global Financial Crisis of the 21st Century. VoxEU.org, 2007.

BUITER, W. & SIBERT, A. *The central bank as the market maker of last resort: from lender of last resort to market maker of last resort*, ago.2007.

CAGNIN, R.F. *O mercado imobiliário e a recuperação econômica dos EUA após 2002*. Tese de Mestrado, Campinas, nov.2007.

CARDIM DE CARVALHO, F.J. *Resenha bibliográfica 2: Stabilizing na unstable economy*. Pesquisa e Planejamento Econômico, IPEA, vol. 17, n° 1, 1987.

CINTRA, M. A. M. *Dinamismo no sistema imobiliário dos EUA*. Folha de São Paulo, p. B-6, Agosto de 2007.

CINTRA, M. A. M. ; FREITAS, Maria Cristina Penido de . *Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano*. Revista de Economia Política, v. 28, p. 3, 2008.

CINTRA, M. & CAGNIN, R. *Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas*. Econômica, Rio de Janeiro, v. 9, n.2, p. 296-338, dez. 2007.

DEOS, S. *A Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky numa Economia de Mercado de Capitais*. Tese de Mestrado, UFRGS, 1997.

DUKE. E. A. *Foreclosure prevention efforts and market stability*. Discurso antes do Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Washington, out.2008.

EDWARDS, F.R. *Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management*. The Journal of Economic Perspectives, vol. 13, nº 2, 1999, pp. 189-210.

FURFINE, C. *The Costs and Benefits of Moral Suasion: Evidence from the Rescue of LTCM*. Basle: BIS Working Papers n. 103, 2001.

FMI, World Economic Outlook and International Capital Markets, FMI, dez.1998.
(disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1298/index.htm>)

GEITHNER. T. F. *Reducing systemic risk in a dynamic financial system*. Discurso no The Economic Club of New York, Nova Iorque, jun. 2008.

GEITHNER. T. F. *Restoring market liquidity in a financial crisis*. Discurso na Second New York Fed-Princeton University Liquidity Conference, Nova Iorque, dez.2007.

GREENSPAN, A. *Statement before the Committee on Banking and Financial Services: Hearing on Hedge Funds, Long-Term Capital Management LP*, U.S. House of Representatives, out.1998.

(disponível em: <http://financialservices.house.gov/banking/10198gre.htm>)

JORION, P. *Risk management lessons from long-term capital management*. Graduate School of Management, University of California at Irvine, 2000.

KREGEL, J.A. *Minsky's cushions of safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market*. The Levy Economics Institute Working Paper, n° 93, Kansas City, 2008.

KROSZNER, R. S. *Recent events in financial markets*. Discurso no Institute of International Bankers Annual Breakfast Dialogue, Washington, out.2007.

KRUGMAN, P. *Fannie, Freddie and You*. The New York Times, 14 de julho de 2008.

LEACH, J. A. *Opening Statement of the Committee on Banking and Financial Services: Hearing on Hedge Funds, Long-Term Capital Management LP*, U.S. House of Representatives, out.1998.

(disponível em: <http://financialservices.house.gov/banking/10198lea.htm>)

MCDONOUGH, W. J. *Statement before the Committee on Banking and Financial Services: Hearing on Hedge Funds, Long-Term Capital Management LP*, U.S. House of Representatives, out.1998.

(disponível em: <http://financialservices.house.gov/banking/10198don.htm>)

MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de. *Os Acordos da Basiléia: uma avaliação do novo formato da regulação bancária*. Tese de Doutorado, Unicamp, 2002.

MISHKIN, F. S. *Systemic risk and the international lender of last resort*. Discurso na Tenth Annual International Banking Conference, Chicago, 2007. (2007a).

MISHKIN, F. S. *Financial instability and the Federal Reserve as a liquidity provider*. Discurso no Museum of American Finance Commemoration of the Panic of 1907, Nova Iorque, out.2007. (2007b).

MISHKIN, F. S. *Financial instability and monetary policy*. Discurso na Risk USA 2007 Conference, Nova Iorque, nov.2007 (2007c).

PAPADIMITRIOU, D.B. & WRAY, R.L. *Minsky's Analysis Of Financial Capitalism*. The Levy Economics Institute Working Paper, nº 275, Kansas City, 1999.

SCHOLES, M.S. *Crisis and risk management*. American Economic Review, vol 90, no 2, pp 17-21, 2000.

SUMMER, M. *Banking Regulation and Systemic Risk*. Open Economies Review, vol. 14, nº 1, jan. 2003.

TORRES, E.T.F. *Entendendo a crise do subprime*. Visão do desenvolvimento, nº 44, BNDES, jan.2008.(2008a)

TORRES, E.T.F. & BORÇA, G.R.J. *A crise do subprime ainda não acabou*. Visão do desenvolvimento, nº 50, BNDES, jul.2008. (2008b)

TORRES, E.T.F. & BORÇA, G.R.J. *Analisando a crise do subprime*. Revista do BNDES, vol. 15, nº 30, p.129-159, dez.2008. (2008c)

TSÉ, J. *Minsky's Financial Instability Hypothesis*. Oeconomicus, Kansas City, v. IV, 2001.

WRAY, Randall. *Lessons from the subprime meltdown*. The Levy Economics Institute Working Paper, nº 522, Kansas City, 2007.