



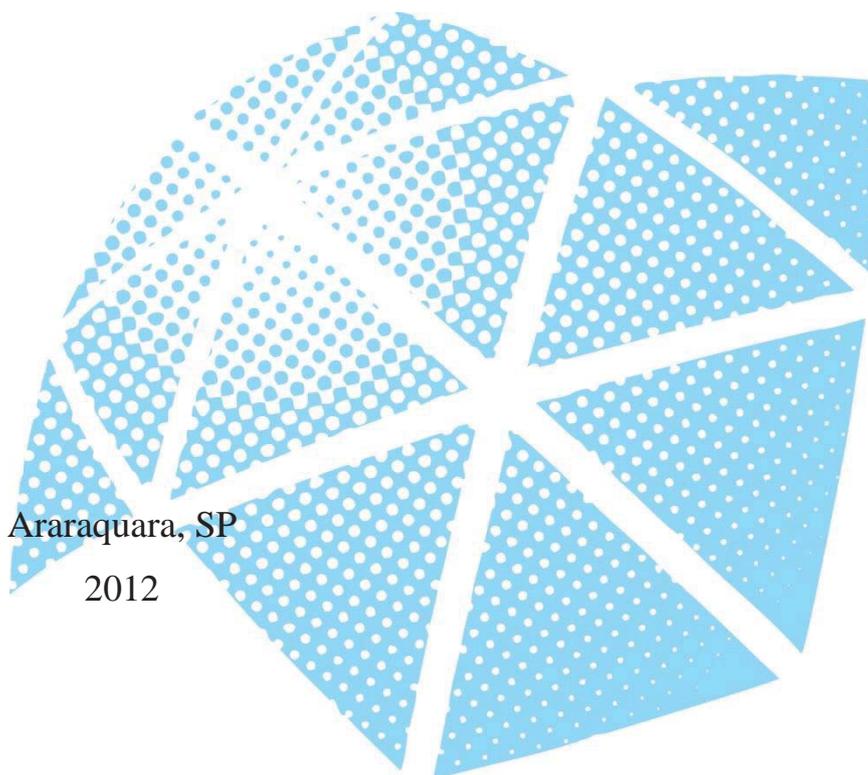
UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA
"JÚLIO DE MESQUITA FILHO"

**Crise do *subprime*: como a bolha imobiliária e o
mercado financeiro derrubaram a economia
americana em 2008, e os reflexos da crise para o Brasil.**

Felipe Dardani Busnardo

Araraquara, SP

2012



Felipe Dardani Busnardo

Crise do *subprime*: como a bolha imobiliária e o mercado financeiro derrubaram a economia americana em 2008, e os reflexos da crise para o Brasil.

Monografia apresentada à Universidade Estadual Paulista “Julio de Mesquita Filho” como requisito à obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Ana Elisa Périco

Banca: Prof. Dr. Elton Eustáquio Casagrande

Araraquara, SP

2012

Agradeço aos meus pais pelo apoio incondicional enquanto aspirante a engenheiro e mais ainda enquanto aspirante a Economista, por terem sempre provido as melhores condições para meu desenvolvimento e pelos valores que enraizaram em meu caráter.

Agradeço também aos professores da Faculdade de Ciências e Letras da UNESP Araraquara por todo o conhecimento compartilhado e pelo estímulo ao autodesenvolvimento.

Agradeço especialmente a Professora Doutora Ana Elisa Périgo pela grande atenção dispendida enquanto produzíamos este trabalho, pelo constante comprometimento, presença constante e conhecimento compartilhado.

Por fim, agradeço a meus colegas de trabalho e de vida pelo apoio, conversas e sabedorias divididas em qualquer que seja o momento de nossas vidas.

Lista de ilustrações

Gráfico 1 - Projeção do PIB dos países desenvolvidos e em desenvolvimento.....	8
Gráfico 2 - Taxa de juros FRM.....	11
Gráfico 3 - Índice de preços dos imóveis nos EUA entre 1997 a 2008.....	13
Gráfico 4 - Gastos em construção residencial nos EUA entre 2001 e 2008.....	13
Gráfico 5 - Emissão total de novas hipotecas e participação das hipotecas <i>subprime</i>	16
Gráfico 6 - Percentual de hipotecas <i>subprime</i> securitizadas.....	19
Gráfico 7 - A evolução das emissões de CDOs.....	20
Gráfico 8 - Volume de vendas de imóveis nos Estados Unidos.....	23
Gráfico 9 - Taxas de juros do crédito imobiliário nos Estados Unidos.....	24
Gráfico 10 - Índice de preços de novas moradias nos Estados Unidos.....	24
Gráfico 11 - Taxa de liquidação de hipotecas nos Estados Unidos.....	26
Gráfico 12 - Evolução dos preços dos imóveis, inadimplência e execuções do segmento <i>subprime</i>	26
Gráfico 13 - Evolução dos valores de mercado dos principais bancos americanos.....	29
Gráfico 14 - Preço das ações da Fannie Mae e Freddie Mac.....	30
Gráfico 15 - Variação percentual do PIB dos Estados Unidos e Brasil.....	38
Gráfico 16 - Investimento total como porcentagem do PIB.....	39
Gráfico 17 - Taxa de desemprego.....	40
Gráfico 18 - Taxa de inflação.....	41
Gráfico 19 - Gasto público brasileiro, em bilhões de reais.....	44
Gráfico 20 - Gasto público brasileiro, como porcentagem do PIB.....	44
Figura 1 - Mecanismo de securitização dos créditos <i>subprime</i>	22
Tabela 1 - Perdas de instituições financeiras relativas à crise do <i>subprime</i> e aportes recebidos.....	28

Sumário

Introdução	6
1. A gestação da bolha	9
1.1 O mercado imobiliário dos EUA.....	9
1.2 O crescimento da bolha.....	12
2. A securitização dos riscos	14
2.1 Por que a crise ficou conhecida como "a crise do <i>subprime</i> ".....	14
2.2 O <i>hedging</i> , as MBSs e os CDOs.....	17
3. A crise	22
3.1 A desaceleração do mercado imobiliário e o rompimento da bolha.....	22
3.2 A perda de valor de mercado e dos ativos das instituições financeiras.....	26
3.3 O efeito domino da insolvência dos bancos.....	29
3.4 Os Planos Paulson e Brown.....	33
4. Os efeitos da crise para os Estados Unidos e Brasil	37
4.1 Alguns indicadores macroeconômicos.....	37
4.2 A "marolinha" brasileira.....	41
Conclusão	45
Bibliografia	48

Introdução

“Você já viu uma barragem romper? Começa com uma rachadura, uma infiltração, e ela começa a desgastar e destrói toda a força interna da barragem. Logo a barragem funciona contra si mesma. Os pesos da barragem e da água conspiram contra ela. Depois ocorre um tipo de fluxo de água significativa e, de repente, você tem partes de dezoito a vinte e um metros de barragem explodindo, destruindo tudo, e a água começa a jorrar. Ela destrói o resto da barragem, e parece que toda a destruição levou apenas dois minutos. Mas é claro que foi aquele buraco, que já estava lá há vários anos, que destruiu tudo. Você teve esse sistema basicamente deteriorado, construído num alicerce de areia ao invés de rocha, e ele esteve podre desde o núcleo”. Foi assim que o professor William Black, da Universidade do Missouri, respondeu a Michael Moore, durante as gravações do documentário “Capitalismo: uma história de amor”, quando questionado sobre o que havia acontecido durante a crise econômica de 2008.

A crise do *subprime* é o nome pelo qual ficará conhecido o período de crise que se iniciou nos Estados Unidos e se alastrou por todo o planeta em 2008. Períodos de crise já haviam acontecido há menos de 100 anos do início desta crise e o principal deles foi a Crise de 29. Além da Grande Depressão, tivemos a crise da Ásia em 1990, que gerou situações, expectativas e consequências semelhantes às da crise de 2008. O tipo de problema econômico que a Ásia enfrentou há duas décadas, e que todos experimentaram em 2008, “é exatamente o tipo de coisa que supúnhamos ter aprendido a evitar”. (KRUGMAN, 2009, p. 4)

A situação dos bancos foi bastante exposta antes e durante a crise, foi o que a tornou tão preocupante para todos os agentes da economia, e por isso muitos pensam que ela foi causada exclusivamente pelo mercado financeiro. Entretanto, foi uma relação muito mais complexa, entre o setor imobiliário e seu braço financeiro, bancos de investimento e seguradoras, que fez com que a crise tivesse um impacto tão abrangente sobre a economia norte americana e mundial.

O mercado imobiliário foi o responsável pela concepção e gestação de uma bolha que deu origem à crise do *subprime*. Ao final de 2006 o nível de preços dos imóveis nos EUA, em relação a janeiro de 2000, tinha crescido 126,3% (BORÇA;

TORRES, 2008, p. 139). Este aumento dos preços de residências nos primeiros anos do século XXI, juntamente com a diminuição dos custos de construção, atraíram muitos agentes para o mercado da construção civil. A migração de investidores para o setor imobiliário fica evidenciada pelo crescimento dos gastos em construções residenciais nos EUA. No início de 2006, o gasto com construções residenciais nos Estados Unidos somava 683 bilhões de dólares, enquanto o valor não passava dos 400 bilhões em 2001 (BORÇA e TORRES, 2008, p. 148). O imenso estoque de novas casas fez com que o mercado ficasse saturado, derrubando assim seus preços. Esta queda dos preços foi o início do *crash* do setor imobiliário, que arrastaria consigo muitos outros setores da economia. Além da queda dos preços dos imóveis, e conseqüentemente a perda de ganhos do setor, aqueles que financiaram a compra de suas casas começaram a não saldar suas dívidas, principalmente aqueles que eram tinham menos condições de saldar suas dívidas e, conseqüentemente, ofereciam mais risco à instituição financeira que o concedeu crédito.

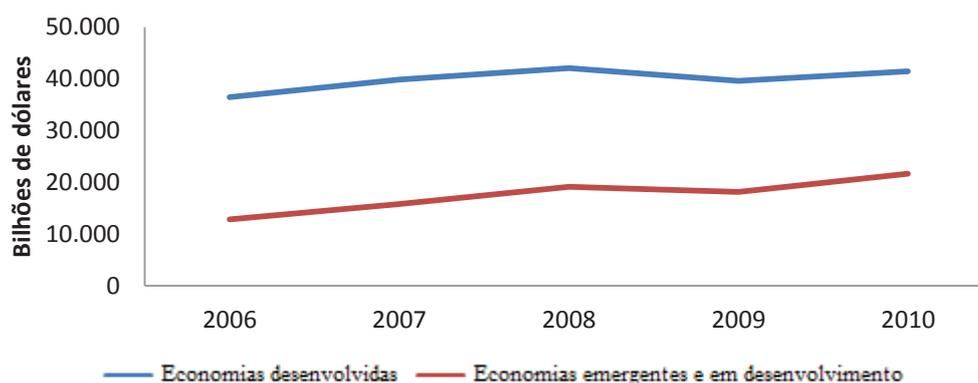
Mas estas instituições de financiamento imobiliário tinham conhecimento do risco que estavam tomando ao financiar imóveis a consumidores *subprime*. Para proteger-se do risco tomado anteriormente, estes credores hipotecários haviam colocado seus contratos de hipoteca no mercado de títulos e seguros, e assim não precisavam se preocupar com o risco de *default*. Foi assim que se deu a relação entre bancos de investimento e empresas de seguros, que fez com que o problema de insolvência se alastrasse para vários setores da economia. O impacto da crise no setor bancário fez com que muitas empresas fossem levadas à falência e outras a serem vendidas por preços muito baixos, estabelecendo o caos no mercado financeiro e colocando o setor bancário em pânico.

Isto fez com que houvesse um estancamento do crédito em proporções históricas, levando empresas a parar de investir e demitir maciçamente, e famílias com pais desempregados a deixar de consumir.

Dado o grau de globalização atual, podemos dizer que todos os países sofreram reflexos da crise do *subprime*, mas os efeitos foram diferentes em diferentes regiões e países. Projeções do FMI em março de 2009, para a variação do PIB daquele ano, previam que o crescimento real do PIB das economias avançadas seria negativo (-4%), mas que o dos países em desenvolvimento sofreria uma grande redução (de pouco mais de 6% em 2008 para 1,5% em 2009), mas continuaria positivo (CARVALHO, 2010, p.

14). A globalização da crise foi prevista corretamente, mas os países emergentes sofreram mais do que o esperado, já que dados do Fundo Monetário Internacional (FMI) mostram que o PIB destes países também teve contração no ano de 2009.

Gráfico 1: Projeção do PIB dos países desenvolvidos e em desenvolvimento



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2012

O Gráfico 1 nos mostra que, na data em que o FMI disponibilizou os dados, a projeção do PIB dos países em desenvolvimento (linha azul) também teve queda no ano da crise, mesmo que esta queda fosse menor do que a dos países desenvolvidos (linha vermelha). Enquanto o PIB destes caiu 6,14%, o daqueles caiu 5,36%. Dados explicitados no Capítulo 4 deste trabalho mostram que a projeção estava correta.

Podemos dizer que o Brasil foi um dos países em desenvolvimento que menos sofreu impactos da crise, mas houve dois movimentos brasileiros que aconteceram no período da crise. O primeiro foi a queda na produção industrial de alguns setores (e conseqüente aumento de desemprego). No terceiro trimestre de 2008, o consumo final, o investimento, exportações, importações e o PIB industrial brasileiros sofreram um ponto de inflexão de suas curvas de histórico, e estes agregados passaram a registrar quedas nos indicadores.

O segundo efeito da crise para o Brasil foi o impacto financeiro sobre algumas empresas que, devido às expectativas de recessão, apostaram em contratos de derivativos ligados à cotação do dólar em relação ao real. Desde 2004 a moeda americana vinha se desvalorizando, chegando a valer apenas R\$ 1,57 no terceiro

trimestre de 2008. Em agosto do mesmo ano, o dólar apreciou-se fortemente, saltando do valor citado para R\$ 2,60 em apenas um mês (CAMPOS, 2010, p. 42-44). Desta forma, a desvalorização do real frente ao dólar fez com que as empresas que apostaram em contratos de derivativos atrelados ao preço do dólar, e que continham cotações menores do que o câmbio do período, perdessem dinheiro. Pagamentos em situações como esta, influenciam diretamente o futuro e as estratégias de uma empresa. Empresas como Sadia e Aracruz perderam volumes generosos de dinheiro através de contratos de derivativos (R\$ 2,5 bilhões no caso da Sadia) no momento da valorização do dólar frente ao real. Desta forma, tais empresas cortam seus investimentos, afetando a economia nacional.

Ao longo desta breve introdução, pudemos perceber então que a crise de 2008 se iniciou com o aumento exacerbado da oferta no setor imobiliário, o que afetou diretamente as instituições financeiras como bancos, financiadoras e seguradoras. No momento em que a atividade do setor imobiliário começou a cair, todos estes setores se viram encurralados por uma trama de contratos de títulos e ativos que arrastou os rendimentos de todas elas para níveis baixíssimos e, conseqüentemente, toda a economia com ela. O objetivo deste trabalho é explorar a maneira como o mercado imobiliário deu o pontapé inicial ao processo, qual o papel do sistema financeiro neste problema, quais as conseqüências para a economia e quais as lições que devemos aprender.

1. A gestão da bolha

1.1 O mercado imobiliário dos EUA

Antes de noticiar ao mundo a quebra dos bancos mais importantes do mercado financeiro americano, os canais midiáticos mostravam o explosivo prejuízo de duas empresas gigantes do mercado mobiliário americano: a Fannie Mae e Freddie Mac. No dia 7 de setembro de 2008 o secretário do Tesouro, Henry Paulson, anuncia uma injeção do Tesouro americano de até cem milhões de dólares em cada uma das empresas, a fim

de garantir a liquidez das mesmas. (FSP, 17/09/2012) É possível afirmar que a insolvência destas duas empresas foi o momento em que o alfinete tocou a bolha e a fez estourar. Por isso, neste tópico será abordada a relação do mercado imobiliário dos Estados Unidos com suas famílias, cultura e investidores.

Matthews (1959) afirma que, no caso dos Estados Unidos, o investimento no mercado imobiliário pode chegar a ser equivalente a 25% do investimento total em capital fixo. O mesmo autor também afirma que a construção de prédios e residências é variável importante na determinação do nível de investimento de outros agentes, tais como a oferta de bens públicos ou a demanda por bens duráveis de consumo relacionados à moradia, como mobiliário. (MATTEWS, 1959, apud GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 24).

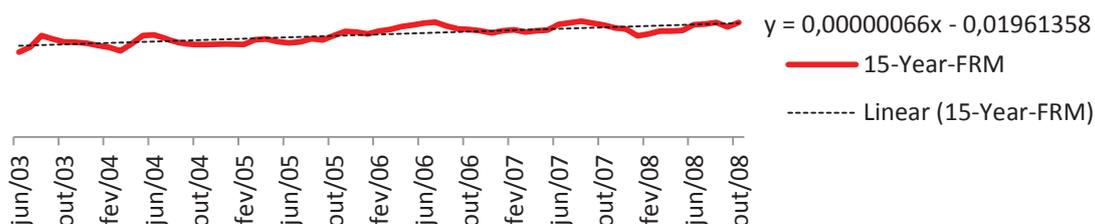
Enquanto a correlação do investimento no mercado mobiliário é relativamente baixa em relação à renda corrente, a construção residencial está bastante ligada à oferta e condições de financiamento imobiliário ao alcance dos consumidores. Isto significa que as alterações do mercado financeiro afetam diretamente a atividade e os resultados do setor imobiliário, acelerando-o ou emperrando seu funcionamento (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 25).

Como será visto mais adiante, uma das causas da crise de 2009 foi o enlace entre o setor imobiliário e o de crédito. Para que seja possível uma compreensão aprofundada do porque do setor imobiliário ter gerado a bolha que culminou na crise, é necessário entender como as famílias americanas obtêm crédito imobiliário. Segundo Campos (2010), um cidadão americano que demanda crédito imobiliário passa por um processo avaliatório que definirá num primeiro momento se o crédito será concedido. Além disso, esta avaliação também definirá as condições de pagamento impostas pela instituição financeira caso o crédito seja concedido. Será considerada a renda mensal do cidadão, sua estabilidade empregatícia, a porcentagem de sua renda que se encontra comprometida por outros contratos, seu histórico financeiro e o capital que o cidadão possui para pagar a primeira parcela do empréstimo. É através destes parâmetros que os bancos, ou quaisquer outras instituições financeiras, vão analisar a capacidade de pagamento de um agente que demanda crédito e decidir se vão ou não conceder crédito ao mesmo. Quanto menor a capacidade de pagamento do tomador de crédito, mais altos são os riscos aos quais a instituição financeira se submete e, portanto, mais altos os juros cobrados pela mesma.

Outra característica importante do setor creditício americano é o fato de que as famílias podem refinanciar seus empréstimos a qualquer momento. Passando por todo o processo de avaliação novamente, exceto pela capacidade de aporte inicial, um tomador de crédito pode conseguir um novo financiamento, atrelado a taxas mais baixas ou mudar o tipo de contrato ao qual está ligado.

Nos anos que antecederam a crise a taxa de juros FRM¹ (*fixed rate mortgage*) para empréstimos com prazo de pagamento de 15 anos apresentava tendência de alta. Em junho de 2003 a taxa de juros era de 4,84%, enquanto em outubro de 2008 a mesma taxa era de 6,52%. No Gráfico 2 é possível acompanhar a trajetória da taxa de juros FRM neste período:

Gráfico 2: Taxa de juros FRM



Fonte: HSH (2012) acessado em 17 de setembro de 2012

É possível observar que no período em questão (junho de 2003 à outubro de 2008), a linearização da curva de variação da taxa de juros FRM apresenta coeficiente angular positivo, ou seja, tendência de subida. Como dito anteriormente, o acesso ao crédito imobiliário é variável importantíssima na dinamização do setor de construção civil. O aumento da taxa de juros explicitada acima deveria representar uma dificuldade maior ao acesso ao crédito, freando assim o setor de construção. Entretanto, como será observado a seguir, não foi isso o que aconteceu.

¹ A FRM, *fixed rate mortgage*, é um contrato de financiamento em que a taxa de juros paga pelo tomador não se altera em todo o período de duração do contrato. Nos Estados Unidos existe também a possibilidade de se fazer um empréstimo ARM, *adjustable rate mortgage*, em que a taxa de juros paga pelo tomador de crédito é ajustada periodicamente de acordo com o índice acordado. Há também a possibilidade de se ter um contrato que apresenta uma taxa fixa durante um período e de certo momento em diante apresenta taxa variável. (Campos, 2010, p. 14)

1.2 O crescimento da bolha

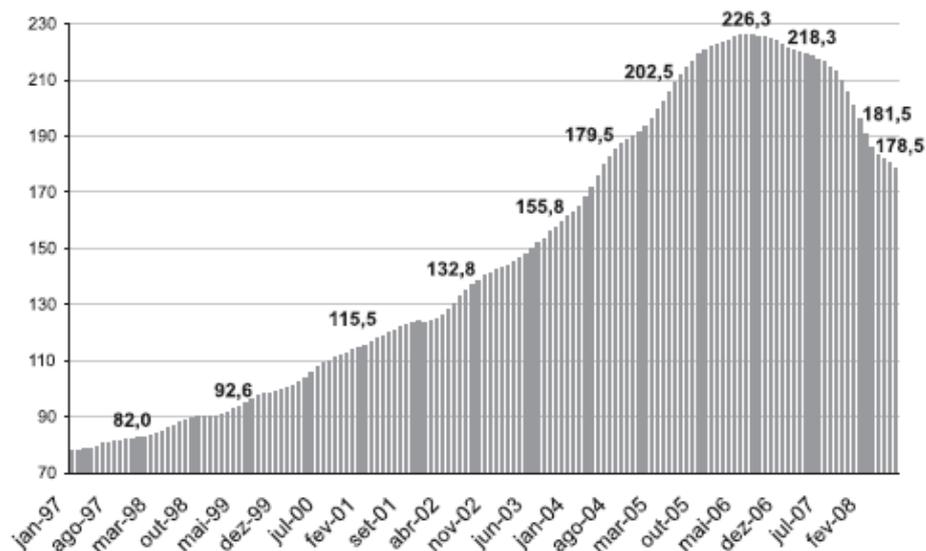
Kindleberg (1992, apud OREIRO, 2011, p. 11) define as bolhas econômicas como um brusco aumento do preço de um ativo, ou de uma série de ativos, de maneira contínua. O aumento inicial de preço destes ativos geram expectativas de futuros aumentos de preço, atraindo assim novos investidores. O aumento dos preços geralmente é seguido pela reversão das expectativas e queda abrupta do mesmo, resultando assim em crise financeira.

É possível afirmar que o trecho acima explica de maneira fidedigna o que aconteceu com o setor imobiliário americano no período anterior à crise. Este processo foi alavancado pelo crescimento do crédito imobiliário americano, apoiado pelas baixas taxas de juros aplicadas desde os atentados terroristas em 11 de setembro de 2001. Aproveitando a queda nas taxas de juros, agentes devedores que não estivessem sendo capazes de quitar suas dívidas tinham a possibilidade de liquidar seu contrato de financiamento atual através de um novo financiamento, com taxas de juros mais atrativas. No caso de contratos com taxas de juros variáveis, mais um período se iniciava com taxas de juros mais baratas e prazos mais longos (BORÇA; TORRES, 2008, p. 134 e 138).

Pode-se observar tal crescimento nos preços dos imóveis americanos através do Gráfico 2. Além disso, a alta dos preços dos imóveis atraiu investidores para o setor. Este fato fica evidente a partir da análise dos Gráficos 3 e 4. O Gráfico 4 deixa bastante perceptível o aumento considerável dos gastos em construção residencial nos Estados Unidos entre 2001 e 2006. O aumento do investimento aqueceu o mercado, o que causou um aumento aproximado de 95% no índice de preços dos imóveis nos Estados Unidos.

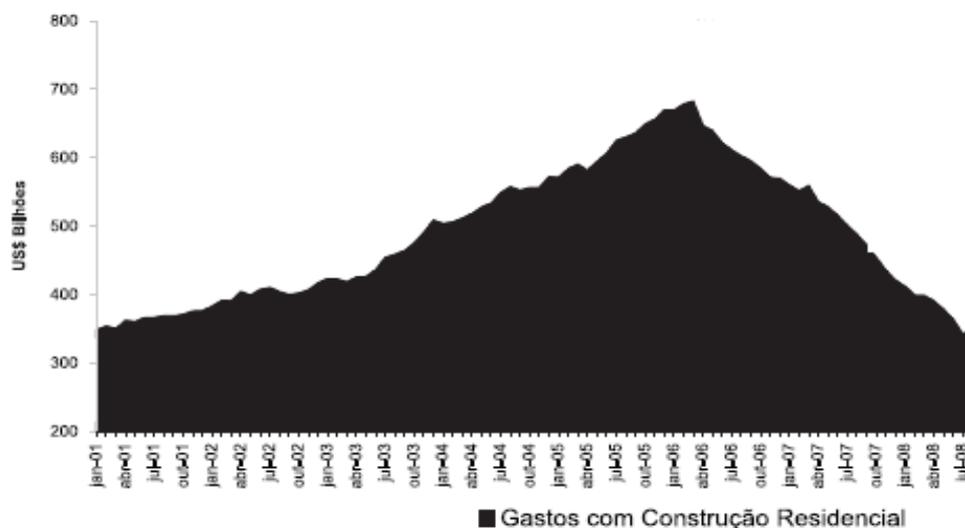
Outro fato bastante evidente nos gráficos 3 e 4, mas ainda não abordado neste trabalho, é a queda apresentada nos preços dos imóveis e no gasto em construção civil a no ano de 2006.

Gráfico 3: Índice de preços dos imóveis nos EUA entre 1997 a 2008 (Jan. 2000 = 100)



Fonte: BORÇA; TORRES, 2008, p.135

Gráfico 4: Gastos em construção residencial nos EUA entre 2001 e 2008



Fonte: BORÇA; TORRES, 2008, p.139.

Assim como dito no início deste tópico, uma bolha se inicia quando o aumento dos preços eleva o preço esperado de um bem. Após algum tempo há uma inversão das expectativas, o que leva consigo os preços do bem. É exatamente este movimento que é apresentado nos Gráficos 3 e 4. No Gráfico 3 é possível perceber que a queda nos preços entre 2006 e 2008 é de aproximadamente 20%, enquanto os gastos com construção civil americanas caem aproximadamente em 32%.

A queda dos preços e do investimento no setor imobiliário não são os únicos responsáveis pela crise do *subprime*. No próximo capítulo será analisada a trama que aproximou os setores imobiliário, bancário e de seguros, colocando assim toda a economia americana à mercê da desvalorização dos ativos imobiliários.

2. A securitização dos riscos

2.1 Por que a crise ficou conhecida como a “crise do *subprime*”

No Capítulo 1 foi possível compreender como funciona o mercado de crédito imobiliário americano. Ao demandar crédito, o agente passa por um processo de avaliação em que sua capacidade de pagar o crédito tomado é estimada. Segundo Campos (2010), as características analisadas pelas instituições financeiras para definir se o crédito será concedido ao agente que demanda crédito são:

- Renda mensal do agente e o período em que o mesmo está trabalhando na mesma empresa;

- A parcela da renda mensal do agente que está comprometida por outros contratos. Desta forma, se obtém a capacidade mensal de pagamento do agente. Esta variável é chamada *debt-to-income ratio*;

- Relatório de crédito pessoal do indivíduo. Todo o histórico financeiro dos cidadãos estadunidenses fica armazenado num banco de dados. Os relatórios pessoais guardam informações de crédito pessoal como identificação, contratos, contas, empréstimos, atrasos de pagamentos, falências e aquisições recentes. Todos estes dados são transformados em pontos. Quanto mais eventos financeiros negativos, menor a pontuação do agente e maiores as taxas de juros impostas pelas instituições financeiras para conceder crédito a ele. Desta forma, eventos financeiros negativos mancham a imagem do cidadão frente o sistema financeiro de maneira vitalícia, podendo fazer com que casos de inadimplências reincidentes incapacitem o agente de tomar crédito.

- Capacidade do tomador em aportar uma quantidade inicial do financiamento no momento da contratação (*down payment*). No sistema financeiro americano este valor é, geralmente, igual a 20% do valor total do imóvel. Quando este valor é mais baixo as instituições financeiras podem exigir que um seguro privado seja feito para garantir o pagamento.

O aumento dos preços dos imóveis atraiu investimento para o setor imobiliário, uma vez que agentes que estavam tendo rendimentos menores que os do setor imobiliário foram atraídos pelos rendimentos mais altos. Para que não houvesse excesso de oferta, derrubando assim os preços, os padrões mínimos necessários para que se conseguisse um financiamento imobiliário deveriam baixar, visto que a manutenção da oferta de crédito imobiliário restringiria a demanda, aliviando as pressões deflacionárias do setor. Porém, as condições mínimas de acesso ao crédito não mantidas, mas diminuídas, e é neste momento que o termo “*subprime*” se tornou importante e conhecido por todos do mercado financeiro.

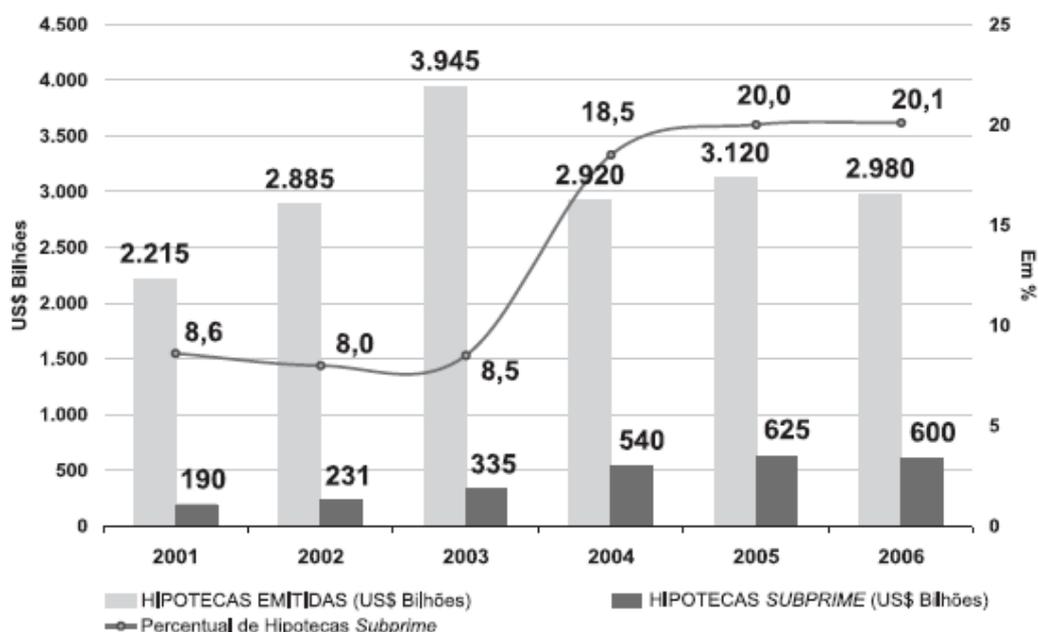
Eram chamados de “*subprime*” os agentes econômicos que, de acordo com os critérios de avaliação impostos pelas instituições financeiras públicas e privadas, não teriam capacidade financeira de arcar com suas obrigações relativas a financiamentos. Muitos deles eram denominados “ninja”, da expressão em inglês “*No Income, No Job or Assets*” (sem renda, sem emprego ou ativos), deixando claro que o crédito estava sendo concedido a agentes com baixíssima capacidade de arcar com as parcelas de seus financiamentos. (BORÇA; TORRES, 2008, p. 135 e 136).

Agravando o fato de que os agentes tomadores de crédito provavelmente não seriam capazes de pagar suas dívidas, haviam outros fatores traçados em contrato que aumentavam os riscos assumidos pelas instituições financeiras. É possível citar como exemplos de fatores que aumentam o risco para as financeiras, os contratos de longo prazo e que envolviam condições híbridas de pagamento (dois ou mais regimes diferentes de pagamento ao longo do tempo). Este tipo de contrato definia que o tomador de crédito pagaria, durante um período de dois ou três anos, parcelas fixas e com taxas de juros mais baixas do que as praticadas pelo mercado. Após este período, a taxa de juros passava a ser variável e ajustada de acordo com indicadores do mercado (KIFF; MILLS, 2007, apud BORÇA; TORRES, 2008, p. 138). Contratos que ofereciam ainda mais risco às instituições financeiras eram os contratos conhecidos por “*interest-only loans*” em que os devedores, por determinado período de tempo, pagariam parcelas

referentes apenas aos juros relativos aos empréstimos. Passado este período inicial, além dos juros, o agente devedor passaria a amortizar o valor principal do crédito concedido, o que fazia com que o valor de suas parcelas mensais subisse bastante (CINTRA e CAGNIN, 2007, apud BORÇA; TORRES, 2008, p. 138).

Assim como citado no primeiro capítulo, o mercado de crédito imobiliário americano permite que agentes que não estejam conseguindo arcar com suas obrigações relativas a financiamentos, liquidem seus débitos contratando novos financiamentos. Com os juros de mercado caindo e os preços dos imóveis subindo, muitos agentes viam no refinanciamento a única maneira de conseguir arrolar suas dívidas. Desta forma, eles contraíam novas dívidas, mas se reiniciava o processo de pagamento de taxas de juros em níveis mais baixos do que os praticados pelo mercado ou pagamentos referentes apenas aos juros do empréstimo, e não amortizações do valor principal da dívida.

Gráfico 5: Emissão total de novas hipotecas e participação das hipotecas *subprime*



Fonte: BORÇA; TORRES, 2008, p. 137

O Gráfico 5 ilustra o crescimento da participação dos empréstimos a credores *subprime* no mercado financeiro americano. Enquanto a emissão de hipotecas emitidas caiu aproximadamente 26% em 2004 (são 2,92 bilhões de dólares frente à emissão de

3,945 bilhões de dólares em hipotecas em 2003), a participação de hipotecas *subprime* no mercado cresce 61% no mesmo período. Em 2005 a participação de hipotecas *subprime* chega a ser 20% do total de hipotecas emitidas. Esta importância equivalia a um volume de recursos de seiscentos e vinte e quatro bilhões de dólares.

O aumento do preço dos imóveis, e o conseqüente aumento do investimento no setor, alavancou o mercado de hipotecas (o mais importante mecanismo de financiamento imobiliário dos Estados Unidos). Uma parte deste crescimento foi graças à incorporação de novos potenciais tomadores de crédito que antes não tinham crédito aprovado, os emprestadores *subprime*.

A primeira vista, pode parecer que as instituições financeiras não perceberam quais as conseqüências que tão alto volume de capital de empréstimo, concedido a tomadores *subprime*, poderia trazer. É neste momento que o setor de seguros entra em cena. A relação entre as instituições financeiras do setor imobiliário e de seguros será apresentada a seguir.

2.2 O *hedging*, as MBSs e os CDOs

É possível perceber que se forma um primeiro mercado derivado do mercado de crédito primário que é o mercado de refinanciamento, onde instituições financeiras oferecem a possibilidade de um devedor refinar sua dívida e pagar juros menores do que os pagos anteriormente, desde que ainda se enquadre num perfil que leva as instituições financeiras a acreditarem em sua capacidade de pagamento. Porém, existe também um segundo mercado que se origina deste processo.

Como apresentado no Capítulo 1, quanto menor a capacidade do credor de pagar sua dívida, maior o risco ao qual a instituição financeira está submetida. Visto que os empréstimos a agentes *subprime* vinham aumentando fortemente, as instituições financeiras operaram de modo a distribuir o risco entre o mercado. Segundo Borça e Torres (2008):

“As instituições financeiras, mediante a utilização de modelos do tipo Originação & Distribuição (O&D), atuavam como originadores das operações ao concederem financiamentos imobiliários e, simultaneamente, como distribuidores do risco ao securitizarem tais

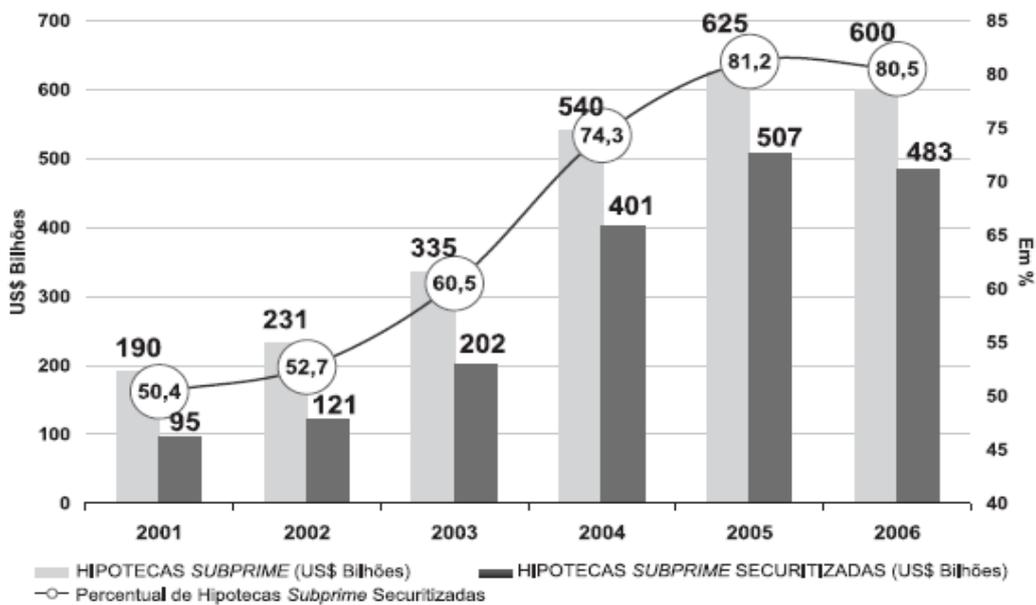
créditos e vendê-los no mercado de capitais a investidores institucionais – fundos de pensão, companhias de seguro, *hedge funds* etc. Havia, nesse sentido, não apenas maior grau de alavancagem das instituições financeiras, mas também a disseminação dos riscos em escala sistêmica.” (BORÇA; TORRES, 2008, p. 136)

Para que a operação seja securitizada, a instituição originadora (neste caso, a que concede crédito imobiliário) cria uma outra instituição, denominada *Specific-Purpose Vehicle* – SPV, ou “veículo de finalidade específica”. A SPV compra parte do portfólio de ativos da instituição; neste caso específico, hipotecas, e emite títulos lastreados nestas hipotecas. Este tipo de título é chamado *Mortgage-Backed Securities* – MBS. Para investir nas MBSs, os agentes exigem que elas tenham garantias. Para que isso aconteça, as SPVs recebem garantias de uma instituição financeira, na maior parte das vezes a instituição originadora ou da FHA². Este fato faz com que se torne mais fácil que as agências de risco classifiquem as MBSs como investimentos de grau adequado (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 32). Além disso, tornou-se consenso no mercado financeiro que estas instituições receberiam auxílio do Tesouro americano em caso de dificuldades financeiras, visto o caráter público da FHA ou pela importância destas instituições (CINTRA; CAGNIN, 2007, p. 304-5, apud GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 32). Através deste movimento as instituições financeiras transmitem o risco que correm concedendo empréstimos imobiliários a agentes *subprime*, para os compradores das MBSs.

O Gráfico 6 mostra o percentual de novas hipotecas *subprime* securitizadas. Mesmo antes de 2004, quando o percentual de hipotecas *subprime* frente o total de hipotecas emitidas subiu em 10%, a securitização das hipotecas *subprime* cresce fortemente. Enquanto pouco mais de 50% das hipotecas *subprime* são securitizadas em 2001, este número ultrapassa os 80% em 2005.

² Federal Housing Administration – Instituição americana que provê seguros hipotecários sobre empréstimos feitos por instituições aprovadas pela FHA nos Estados Unidos e seus territórios. A FHA é a maior instituição seguradora de hipotecas do mundo, assegurando mais de 34 milhões de propriedades desde sua fundação em 1934. (http://portal.hud.gov/hudportal/HUD?src=/program_offices/housing/fhahistory)

Gráfico 6: Percentual de hipotecas *subprime* securitizadas



Fonte: BORÇA; TORRES, 2008, p. 137

Mesmo havendo contratos que garantiam a liquidez das MBSs, através das instituições originadoras, as características específicas dos credores ainda classificavam de maneiras distintas os diversos tipos de títulos lastreados em hipotecas. Isto fez com que as instituições financeiras executassem uma complexa engenharia financeira a fim de elevar a classificação destes investimentos.

De acordo com Borça e Torres (2008), este movimento se iniciava ainda na instituição originadora ou nas SPVs, que aglutinavam todos os contratos de hipotecas para um único fundo de investimentos, o *mortgage pool*. Este fundo emitia cotas (*tranches*) com diferentes classificações de risco. Estas classificações eram feitas de acordo com a taxa de inadimplência dos agentes que haviam contratado aquelas hipotecas, tipos de empréstimos concedidos, etc. Quanto maior o risco oferecido pelo *tranche*, maior seria o retorno do capital investido.

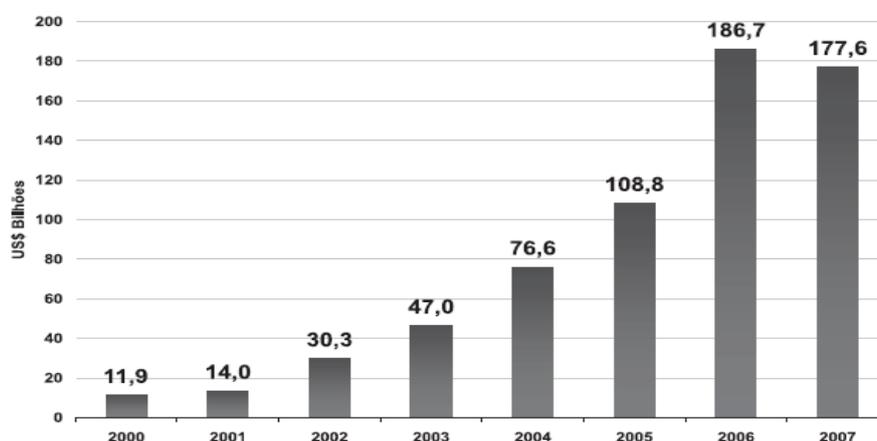
Existia uma relação importante entre os diferentes *tranches*: a prioridade de recebimento. Apesar de garantirem os maiores retornos, as cotas compostas por hipotecas *subprime* assumiriam as primeiras perdas no caso de inadimplência de pagamentos, ou seja, caso as hipotecas às quais as MBSs estavam ligadas não fossem pagas, os detentores destes títulos seriam os primeiros a terem perdas. Estas cotas eram chamadas de “patrimônio líquido” (*equity*), mas também eram conhecidas pelo mercado como “*toxic waste*”, ou “lixo tóxico”, devido à dificuldade de vendê-las. Estas cotas

serviam como colchão, blindando aqueles que possuíam títulos de melhor *rating*. Caso a inadimplência fosse superior ao volume investido pelos proprietários das *equities*, o excedente era automaticamente repassado para os investidores da classe de risco seguinte, e assim sucessivamente. Desta forma, os detentores de títulos AAA só teriam perdas caso todos os outros agentes tivessem sofrido perdas, e isso fazia com que estes títulos fossem extremamente seguros.

Os títulos com *rating* AAA, AA e A, chamados *seniores*, eram vendidos diretamente no mercado. Já as cotas de risco médio – BBB, BB e B ou *mezzanine* – e as *equities* recebiam novo tratamento para que tivessem seu *rating* elevado, atraindo assim mais investidores.

As cotas de risco médio eram transferidas a um fundo CDO (*collateralized debt obligations* – “títulos garantidos por dívidas”) onde eram unidas a diversos tipos de outras dívidas como, por exemplo, recebíveis de cartões de crédito, recebíveis de financiamento de automóveis, empréstimos estudantis, e até mesmo outros investimentos imobiliários. Através desta mistura de diferentes tipos de contratos e tipos de crédito concedido, as instituições financeiras diluíam o risco de suas carteiras de ativos, elevando assim a classificação dada pelas agências e atraindo investidores. Isso fez com que muitos títulos vinculados a hipotecas *subprime* fossem classificados como investimentos de baixo risco, espalhando o risco de crédito, que era transmitido das instituições financeiras geradoras para diferentes investidores. O Gráfico 7 apresenta a evolução das emissões de CDOs. Entre os anos de 2000 e 2006, é possível perceber que o volume de títulos emitidos cresceu mais de 15 vezes.

Gráfico 7: A evolução das emissões de CDOs



Fonte: BORÇA; TORRES, 2008, p. 143

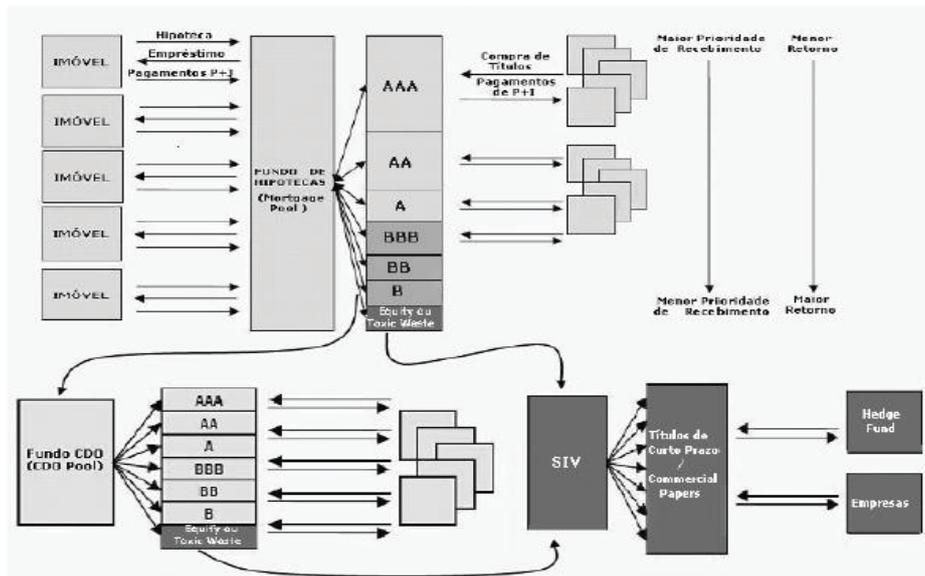
Segundo Borça e Torres (2008), através dos fundos CDOs, as instituições financeiras faziam com que até 75% das dívidas trazidas ao fundo fossem reclassificadas com *ratings* maiores do que o inicial. Por exemplo: a cada US\$ 100 em cotas classificadas como BBB, e trazidas para o fundo CDO, eram gerados até US\$ 75 em títulos classificados como A, AA ou AAA. Com *ratings* mais elevados, o rendimento pago pelas instituições financeiras é menor, fazendo com que as instituições financeiras consigam captar recursos a preços menores para cobrir esta parcela menos segura das dívidas.

Por fim, era necessário tratar o “lixo tóxico”. Para isso, foram criadas empresas de investimentos estruturados (SIVs), cujo objetivo era emitir títulos de curto prazo lastreados nas hipotecas – os *asset backed commercial papers*. A maior dificuldade neste tipo de operação é a divergência entre os períodos de maturação de ativos mantidos pelas SIVs e os títulos emitidos por ela. Enquanto os *commercial papers* (títulos emitidos pelas SIVs) eram de curto prazo (de três a seis meses), os ativos mantidos por elas eram lastreados em ativos imobiliários com pagamentos de até trinta anos. Para evitar que estas divergências entre período de maturação dos contratos afetasse a liquidez das SIVs, as instituições fundadoras dessas empresas estendiam linhas de crédito que restauravam a solvência das mesmas.

Em suma, após conceder crédito a agentes com baixa capacidade de quitar suas dívidas, as instituições financeiras iniciaram um movimento de diluição dos riscos. Depois de agrupar os contratos de hipotecas de acordo com a probabilidade de inadimplência dos credores envolvidos, os títulos com classificação de risco mais seguras eram ofertadas ao mercado. Os grupos de títulos com classificação de risco médio eram mesclados com outros tipos de dívidas, diluindo assim o risco e criando títulos com classificação de risco mais valorizada pelo mercado, e menor custo para a instituição. Já as hipotecas com maior probabilidade de inadimplência, trazendo maior risco ao investidor, eram incluídas em títulos de curto prazo e ofertadas por empresas que dependiam de crédito para terem sua liquidez garantida. Todo este esquema fazia com que muitos agentes tivessem seus ativos ligados a hipotecas com altíssimas possibilidades de *default*, generalizando assim o risco ao qual todo o mercado estava ligado.

A engenharia financeira descrita anteriormente, utilizada pelas instituições privadas para diluir o risco trazido pelas hipotecas *supprime*, pode ser observada na Figura 1.

Figura 1: Mecanismo de securitização dos créditos *subprime*



Fonte: BORÇA; TORRES, 2008, p. 140

3. A crise

3.1 A desaceleração do mercado imobiliário e o rompimento da bolha

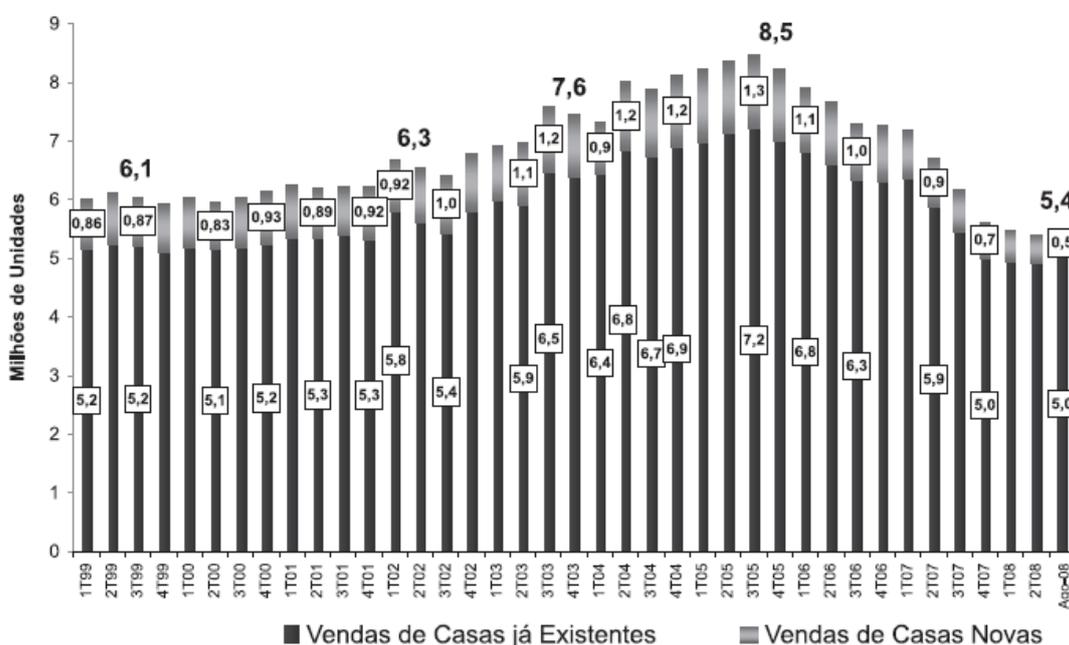
Após análise inicial sobre o mercado imobiliário e de crédito dos Estados Unidos, o crescimento da bolha imobiliária, a inserção dos títulos lastreados em hipotecas *subprime* no mercado, e o *hedging* praticado pelas instituições, neste capítulo será observado o início da crise propriamente dito.

O cenário era o apresentado no Capítulo 2: títulos lastreados em hipotecas concedidas a agentes com baixa capacidade de pagamento estavam incrustados em todo o sistema financeiro americano. O tratamento dado às hipotecas com *rating* classes B e C fazia com que o risco real de se adquirir uma MBS fosse maquiado, uma vez que os investidores eram levados a acreditar que títulos lastreados em hipotecas *subprime*

teriam retornos garantidos. Desta forma, a possibilidade de *default*³ por parte do agente que financiou a compra de seu imóvel não é considerada pelo investidor. Isto fez com que diversos *players*, incluindo instituições financeiras, adquirissem títulos ligados às MBSs, espalhando assim as hipotecas *subprime* por todo o sistema.

É possível afirmar que as raízes da crise estão na desaceleração do mercado imobiliário americano (BORÇA; TORRES, 2008, p. 144). Como é possível observar no Gráfico 8, após chegar a movimentar 8,5 milhões de imóveis no quarto trimestre de 2005, o mercado imobiliário sofre uma inversão de tendência, e o mercado que crescia fortemente desde 2002 passa a diminuir suas vendas. Quando observa-se mais cuidadosamente os dados, é possível perceber que a situação foi ainda pior para o mercado de novos imóveis. Enquanto houve uma queda de 30% nas vendas de imóveis já existentes no período em questão, a queda nas vendas de imóveis novos caiu 61%, passando de 1,3 milhões de unidades para 0,5 milhões de imóveis (BORÇA; TORRES, 2008, p. 145).

Gráfico 8: Volume de vendas de imóveis nos Estados Unidos



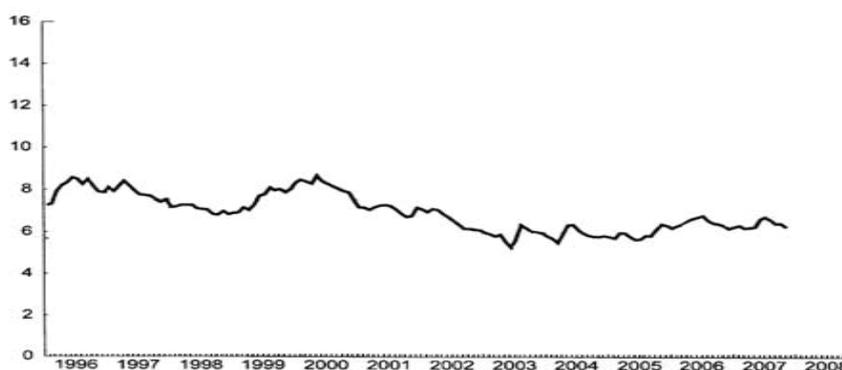
Fonte: BORÇA; TORRES, 2008, p. 145.

³ O *default* é caracterizado como declaração de insolvência do devedor decretada pelos credores quando as dívidas não são pagas nos prazos estabelecidos (SANDRONI, 1999, p. 157)

De acordo com Gontijo e Oliveira (2011), a alavanca que freou o setor imobiliário foi o excesso de oferta que o mercado apresentou após a crescente construção de novos imóveis até o ano de 2006, como observado no Capítulo 1 (BERNER, 2007, apud GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 45).

Através do Gráfico 9, percebe-se que a taxa de juros utilizada pelas instituições financeiras para conceder crédito imobiliário não apresentou alta significativa no período anterior à crise. Entre 2003 e 2007 o aumento da taxa não é maior do que 1%. (IMF, World Economic Outlook Database, 2012) Além disso, corroborando a informação dada no Gráfico 2 (índice de preços dos imóveis nos EUA de 1997 a 2008), o Gráfico 10 mostra que a partir de 2007 o índice de preços de imóveis nos Estados Unidos começou a cair.

Gráfico 9: Taxas de juros do crédito imobiliário nos Estados Unidos



Fonte: GORTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 45.

Gráfico 10: Índice de preços de novas moradias nos Estados Unidos (milhares de dólares)



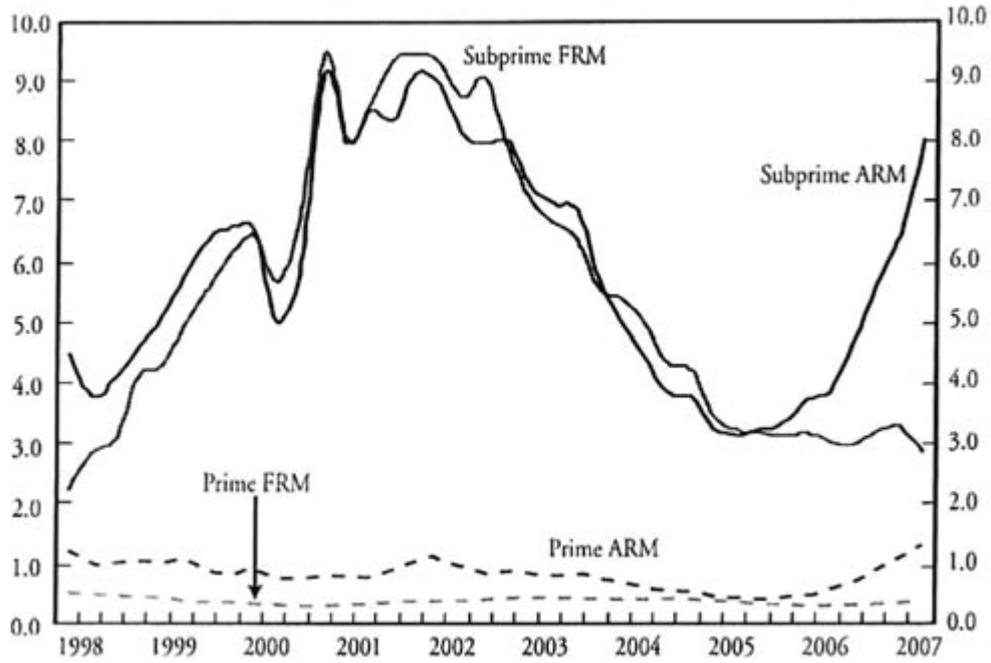
Fonte: GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 44.

Considerando que não houve alta excessiva da taxa de juros utilizada pelo setor de crédito imobiliário, percebe-se que o acesso ao crédito por parte dos agentes não foi dificultado, o que poderia ser uma causa para o desaquecimento do mercado. Descartada esta hipótese, é possível perceber então que a queda no volume de vendas de imóveis se deu devido ao excesso de oferta.

A queda dos preços dos imóveis teve papel importante no desenrolar dos fatos que levaram à crise. Como foi observado no Capítulo 1, o sistema de crédito imobiliário americano permite que os agentes consigam refinar suas dívidas, de maneira a obter taxas mais baixas e condições mais adequadas de pagamento. Isto era feito através de alguns mecanismos como, por exemplo, a aquisição de uma segunda hipoteca (chamada de *piggyback*). Esta hipoteca poderia definir pagamento apenas de juros durante um período pré-determinado, deixar de realizar pagamentos abatendo parte do valor do imóvel, obter uma hipoteca que excedia o valor da residência, entre outros (DIMARTINO; DUCA, 2007, apud GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 38). Outra maneira de refinar uma dívida era a realização de contratos que estivessem atrelados à expectativa de apreciação de um imóvel. O conceito por trás destes mecanismos era o de possibilitar que o agente pudesse recompor seu histórico financeiro de maneira a migrar da classificação *subprime* para *prime*. O diferencial entre as taxas de juros praticadas nos dois mercados (taxas muito mais altas para clientes *subprime* do que as praticadas em contratos com clientes *prime*) era o estímulo que o mercado dava aos agentes para que a manobra citada fosse realizada (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 45).

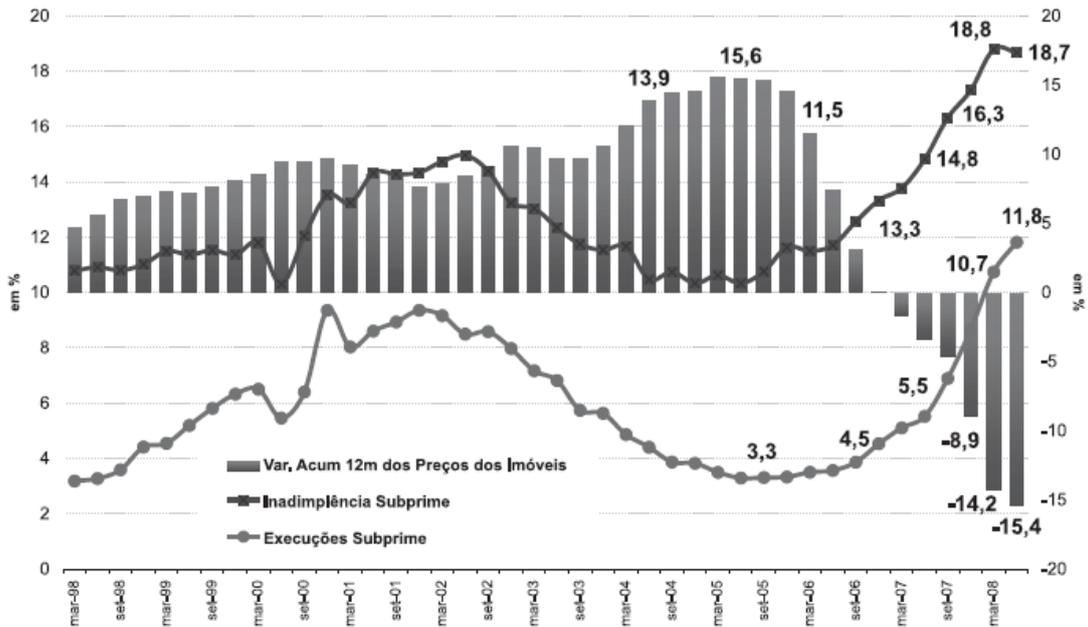
Uma vez que os preços dos imóveis tomaram trajetória decrescente, os ativos possuídos pelos devedores *subprime* começaram a perder valor, o que fez com que o refinanciamento se tornasse mais difícil. A consequência lógica de tal acontecimento foi o aumento da inadimplência. O Gráfico 11 mostra que entre meados de 2001 e o início de 2005 a liquidação de hipotecas *subprime* caiu 6,5%. Enquanto isso, o Gráfico 12 nos mostra que, a partir do segundo trimestre de 2005 até o segundo trimestre de 2008, tanto a inadimplência dos agentes *subprime* quanto a execução de hipotecas de mesma classificação começou a subir. A inadimplência de agentes *subprime* teve crescimento de aproximadamente 8,3% enquanto a execução de hipotecas de mesma classificação cresceu 8,6% no mesmo período (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 46).

Gráfico 11: Taxas de liquidação de hipotecas nos Estados Unidos



Fonte: GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 46.

Gráfico 12: Evolução dos preços dos imóveis, inadimplência e execuções do segmento *subprime*



Fonte: BORÇA; TORRES, 2008, p. 149.

Outro ponto importante trazido pelo Gráfico 11 é a queda dos preços dos imóveis *subprime*. Enquanto o Gráfico 8 mostra que o índice de preços de novas moradias caiu aproximadamente 8% entre o início de 2007 e o segundo trimestre de 2008, o Gráfico 10 nos mostra que, no mesmo período, os preços dos imóveis pertencentes a agentes *subprime* caiu 15%, o que dificultou ainda mais a possibilidade de refinanciamento por parte destes.

3.2 A perda de valor de mercado e dos ativos das instituições financeiras

Visto que o volume de pagamentos das hipotecas vinha caindo, as instituições financeiras logo teriam com sua liquidez ameaçada. Segundo Borça e Torres (2008),

“diante da falta de informações claras sobre o tamanho e a responsabilidade das perdas em curso, os investidores correram para resgatar suas aplicações em fundos imobiliários e, simultaneamente, pararam de renovar as aplicações em *commercial papers* lastreados em ativos emitidos pelas SIVs. A consequência foi a elevação de suas taxas de captação em relação à taxa básica de juros da economia, os *Fed Funds*, indicando problemas de liquidez a curto prazo no sistema financeiro americano.” (BORÇA; TORRES, 2008, p. 145).

Gontijo e Oliveira (2011) complementam a visão do cenário afirmando que,

“acreditando que a queda do preço de mercado das MBSs era fenômeno passageiro, muitos bancos incorporaram as SPVs com MBSs problemáticas, de forma que, sem perceberem, os bancos originadores que, teoricamente haviam transferido os riscos das hipotecas *subprime* para as SPVs e os investidores, voltaram a incorporá-los de forma crescente. [...] Em outras palavras, em lugar de recair sobre os investidores, conforme pressupunha o modelo de securitização, as perdas foram se acumulando nas instituições financeiras, particularmente nas originadoras das MBSs e naquelas que asseguravam esses títulos contra as perdas de capital.” (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 47)

É possível então, perceber que foram dois os movimentos de agentes econômicos que começaram a acontecer neste momento. O primeiro deles foi o resgate do capital aplicado por parte dos investidores. Percebendo que seus investimentos já não tinham garantia de liquidez após o vencimento do contrato, muitos dos agentes abdicaram de parte dos ganhos contratados em troca de maiores perdas. O segundo movimento foi executado pelas instituições financeiras. Como já mencionado anteriormente, as SPVs tinham sua liquidez assegurada por outra instituição financeira,

geralmente, a mesma que a criara. Em vista do aumento de *defaults* por parte dos agentes devedores, muitas destas SPVs passaram a requisitar aportes de capital de suas instituições criadoras. Além disso, alguns bancos, descrentes em relação à longevidade do problema, passaram a incorporar SPVs que operavam carteiras lastreadas em MBSs, trazendo para si a causa da crise. Estes dois movimentos fizeram com que se desmontassem as operações de *hedging* explicitadas no Capítulo 2.

Até outubro de 2008, os prejuízos declarados pelos bancos chegavam à soma de seiscentos bilhões de dólares americanos, como observado na Tabela 1.

Tabela 1: Perdas de instituições financeiras relativas à crise do *subprime* e aportes recebidos

	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: BORÇA; TORRES, 2008, p. 147.

Chega-se à conclusão que o *default* dos agentes *subprime* não afetou apenas as instituições originadoras dos financiamentos, mas sim grande parte do mercado financeiro, em consequência da penetração das MBSs, dos CDOs e dos CDSs que estavam presentes em vários âmbitos do sistema.

3.3 O efeito dominó da insolvência dos bancos

Nos capítulos anteriores foi possível observar como se montou o cenário que gerou a crise e quais os mecanismos que disseminaram os títulos lastreados em hipotecas de alto risco por todo o sistema. Nesta seção do trabalho, será apresentada a sequência de acontecimentos que deixaram ainda mais clara a gravidade da crise de 2008. Durante o período em questão, periodicamente era noticiado pela mídia a necessidade de injeção de capital nas principais instituições financeiras dos Estados Unidos.

Apenas um mês antes dos primeiros sintomas do que estava por vir, as bolsas de valores mostravam índices recorde.

“A Bolsa de Frankfurt, por exemplo, encerrou o pregão do dia 31 de julho com 8.151,57 pontos, o que representa o nível mais elevado desde sua criação. No dia 17 de julho foi a vez do índice Dow Jones Industrial Average (DJIA), principal indicador de negócio da Bolsa de Valores de Nova York, cruzar pela primeira vez na história a barreira dos 14 mil pontos.” (GONTIJO; ALMEIDA, 2011, p. 59).

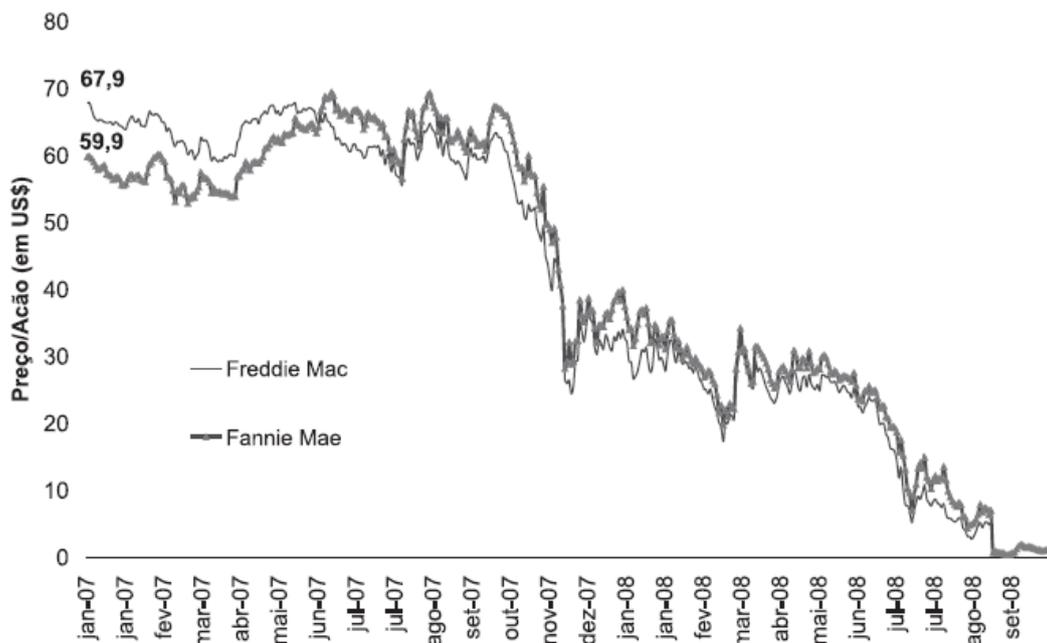
Um mês depois das datas mencionadas, a Bolsa de Frankfurt já havia sofrido queda expressiva e o índice Dow Jones havia recuado 1.500 pontos, representando perdas da ordem de US\$ 1,6 trilhão (GONTIJO; ALMEIDA, 2001, p. 59). O mesmo movimento pode ser observado com os valores de mercado dos principais bancos comerciais americanos, como observado no Gráfico 13.

Gráfico 13: Evolução dos valores de mercado dos principais bancos americanos (Jul. 2007 = 100)



A Fannie Mae e a Freddie Mac, duas gigantes do setor imobiliário, citadas nas primeiras linhas deste trabalho, também apresentaram queda expressiva no valor do mercado neste período, como pode ser observado no Gráfico 14. Vale observar atentamente que na segunda quinzena de setembro de 2008, pode-se afirmar que o valor de mercado de ambas as empresas chegou muito próximo de zero. Isto representa que o mercado acreditava que as empresas não eram capazes de gerar retorno algum ao investimento feito.

Gráfico 14: Preço das ações da Fannie Mae e Freddie Mac



Fonte: BORÇA; TORRES, 2008, p. 151

Segundo Gontijo e Oliveira (2011), o estopim da crise foi o anúncio do congelamento de 2 bilhões de euros por parte de uma das divisões do banco francês *BNP Paribas* no dia 9 de agosto de 2008. Tal manobra é realizada com o propósito de evitar que os agentes econômicos resgatem seus investimentos do fundo, assegurando assim a liquidez da instituição. Porém, ao perceberem tal movimento, as expectativas dos agentes se tornam as piores possíveis. Considerando a interligação de ativos e capital que aproxima todos os agentes financeiros, a piora das expectativas de uma instituição afeta todas as demais. O comunicado de suspensão dos pagamentos por parte

do BNP *Paribas* causou violenta queda das bolsas de valores, o que pressionou o governo americano. Tal pressão se transformou na injeção de mais de 247 bilhões de dólares na economia global em dois dias considerando os bancos centrais dos Estados Unidos, Europa e Japão (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 60-61).

Neste momento muitos analistas afirmavam que a situação se tratava de uma crise de liquidez caracterizada por problemas pontuais de instituições específicas. Isto fez com que injeções de capital feitas pelo Banco Central americano e a redução das taxas de juros de 5,25% para 4,25% entre setembro e dezembro de 2008, acalmassem o mercado (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 61), que acreditava que estas medidas auxiliariam as instituições detentoras de ativos tóxicos a recompor suas carteiras e voltar a operar trazendo retornos positivos.

No início de 2009, o Federal Reserve fez ainda mais cortes na taxa de juros americana, cortando ainda em janeiro a taxa básica em 1,25 pontos percentuais. Este movimento mais uma vez acalmou o mercado momentaneamente. Entretanto, segundo Gontijo e Oliveira (2011), se tornava cada vez mais evidente o enfraquecimento dos dois pilares essenciais ao funcionamento do sistema financeiro: a liquidez, cada vez mais restrita no sistema como um todo, e a confiança que o investidor deposita nos rendimentos trazidos pelo sistema. A redução desta confiança induz os agentes a resgatarem seus investimentos, caracterizando uma corrida bancária e colocando ainda mais em cheque a liquidez do sistema (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 66).

A calma temporária foi quebrada em março, quando o *Bear Stearns*, quinto maior banco de investimento norte-americano, esteve próximo à falência. Neste momento, o Fed intermediou a negociação que decretou a compra do *Bear Stearns* pelo *JP Morgan* por apenas 35% de seu valor de mercado na semana anterior ao negócio. Além de intermediador, o *Federal Reserve* aceitou assumir 29 bilhões de dólares em dívidas do *Bear Stearns* no lugar do *JP Morgan*. Até o final de abril as entidades monetárias dos Estados Unidos haviam cortado em mais 1 ponto percentual a taxa básica de juros do país. Mesmo assim, a queda da atividade econômica do mês de fevereiro, divulgada em abril, dava evidência concreta da recessão à qual o país se dirigia.

As aquisições de instituições financeiras por valores abaixo de seus valores de mercado, aliado às constantes injeções de capital das entidades monetárias na economia, fizeram com que até mesmo os mais otimistas, que acreditavam que os problemas de solvência de algumas instituições se tratavam de problemas pontuais e passageiros,

tivessem suas expectativas revistas para pior. Isto fez também com que o diagnóstico da crise fosse alterado, passando de uma crise de liquidez para uma crise de inadimplência e confiança. Por fim, ficou evidenciado o importante papel da ausência de marco regulatório no desmanche do sistema financeiro norte-americano. (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 66-67)

Embora tenha sido citado neste trabalho o congelamento de fundos do BNP *Paribas* como o estopim da crise, pode-se dizer que foram dois os fatos que marcaram globalmente a instauração da crise no sistema como um todo: o anúncio dos rombos no orçamento de *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, e o pedido de falência do quarto maior banco de investimento dos Estados Unidos, o *Lehman Brothers*, no dia 15 de setembro de 2008, data esta que ficou conhecida como a “segunda-feira negra”. A questão *Fannie Mae* e *Freddie Mac* forçou o governo a injetar um volume total de 200 bilhões de dólares nas empresas e assumir sua completa gestão, o que representou a estatização de ambas as empresas, a fim de salvá-las da falência. No caso do *Lehman Brothers*, a importância se deu pelo fato de que, depois de diversas intervenções de autoridades governamentais para auxiliar instituições a saírem das posições insolventes em que se encontravam, as portas do Tesouro Nacional se mantiveram fechadas no caso *Lehman Brothers*.

Num momento em que as únicas ondas de esperança na continuidade do modelo vigente eram as intervenções monetárias expansionistas do governo, a recusa do Tesouro Nacional em aportar capital no banco, e a desistência do Fed em garantir condições seguras de aquisição do *Lehman Brothers* por parte do *Barclays* ou do *Bank of America*, sinalizaram ao mercado global que o pior estava por vir.

A queda do *Lehman Brothers* deixou imediatamente descoberto o *Merrill Lynch* que, caso não fosse adquirido por outra instituição, também seria obrigado a decretar concordata. No dia seguinte à queda do *Lehman Brothers* o *Merrill Lynch* foi comprado pelo *Bank of America* por apenas 33% de seu valor de mercado. A seguradora AIG também foi outra instituição financeira que teve sérios problemas de liquidez por possuir grande parcela de sua carteira ligada a títulos de instituições que haviam falido. O motivo deste efeito dominó, onde a queda de um grande banco ocasiona a queda de outros bancos tão grandes quanto ele, segundo Gontijo e Oliveira (2011), se dá pois

“[...] no mercado financeiro desregulamentado de finanças globalizadas, os bancos mantêm ativos de outras instituições financeiras em seu portfólio, de forma que a quebra de um banco de grande porte não deixa de causar perdas em outras instituições. O temor dessas perdas, mesmo que tarde a aparecer nos balanços, leva

os investidores à “fuga para a qualidade”, com a venda das ações das empresas financeiras em busca do porto seguro dos títulos públicos. O pior é que a própria “fuga para a realidade”, ao retirar recursos do mercado de títulos privados para títulos públicos, reduz o valor em bolsa e fragiliza as instituições financeiras, aumentando o risco de novas quebras.” (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 69)

Uma observação que comprova a ideia defendida pelos autores no trecho mencionado é o fato de que, no dia posterior ao pedido de falência do *Lehman Brothers* e negócios envolvendo a compra de grandes instituições financeiras, as bolsas de valores de diversos países apresentaram expressivas quedas. Os principais índices de bolsa de valores dos Estados Unidos, Dow Jones e NASDAQ caíram 4,42% e 3,59% respectivamente, em Londres a queda foi de 3,92%; em Paris de 3,78%; Frankfurt apresentou a menor queda entre as bolsas aqui citadas, apresentando queda de 2,74%. Dentre o conjunto de índices citados, é possível dizer que as bolsas de valores de países emergentes estão entre as que mais sofreram no dia 16 de setembro. A Bovespa registrou queda de 7,59%; enquanto Taiwan e Índia registraram quedas de 4,1% e 5,4% respectivamente. (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 71)

Apenas três dias depois da “segunda-feira negra”, o Federal Reserve, juntamente com os cinco maiores bancos centrais do mundo (Japão, Europa, Reino Unido, Suíça e Canadá) agiram conjuntamente injetando 500 bilhões de dólares na economia com objetivo de aumentar a liquidez dos bancos e facilitar a operação das instituições de crédito. No mesmo dia o Fed fez também o anúncio que iniciara a elaboração de um plano no qual se planejava utilizar 1 trilhão de dólares na compra de ativos tóxicos, eliminando-os do sistema e desobstruindo os canais de operação das instituições financeiras. (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 72)

3.4 Os Planos Paulson e Brown

Menos de uma semana após a fatídica segunda-feira negra era apresentado ao Congresso Nacional Norte-Americano um plano de resgate do sistema financeiro americano. Em menos de três páginas o documento traçava diretrizes com o intuito de comprar os títulos hipotecários tóxicos ao sistema, restaurando assim a confiança dos agentes no sistema. Suas ressalvas eram que os títulos poderiam estar acumulados até o dia 18/09/2008 e que o volume total empregado pelo plano fosse de 700 bilhões de dólares.

Intitulado pela imprensa de Plano Paulson, visto que o secretário do Tesouro norte-americano, Henry Paulson, foi seu principal formulador, o plano de resgate foi duramente criticado. Tais críticas se deram devido a uma lista de motivos, tais quais:

- ausência de normativas relativas à utilização dos recursos na compra de ativos tóxicos;
- imunidade legal durante dois anos aos funcionários do Tesouro e aos gestores dos títulos independentemente de suas condutas durante o período;
- ausência de políticas de auxílio à classe média ou baixa que estava em débito com alguma instituição financeira;
- ausência de mecanismos de proteção ao contribuinte, garantindo assim a correta utilização de recursos públicos;
- aprovação do aumento do teto de endividamento do governo em 6%, passando a ser equivalente a 75% do PIB americano;
- e a completa ausência de planos de repressão às remunerações surreais que eram recebidas pelos executivos das instituições que agora seriam resgatadas pelo Plano. (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 73)

Apresentado ao Congresso no dia 20 de setembro de 2008, o projeto de resgate foi rejeitado pela Câmara dos Deputados no dia 29 do mesmo mês. Mais uma vez o mercado, que esperava por notícias que amenizassem as péssimas expectativas, ficou aterrorizado com a possibilidade das instituições públicas não auxiliarem os bancos e demais instituições financeiras. As quedas das bolsas de valores no 30 de setembro foram ainda mais acentuadas do que as do dia 16 do mesmo mês. O índice Dow Jones caiu 6,98%; acompanhado por quedas de 5,04% em Paris, 4,23% em Frankfurt. 5,3% em Londres e assombrosos 9,36% em São Paulo (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 75). Frente à nova onda de pessimismo, diversos países se viram pressionados a agir para garantir a liquidez de seus sistemas.

“O Fed decidiu dobrar para US\$ 620 bilhões [...] os recursos disponibilizados para que nove bancos centrais da Europa, Austrália, Canadá e Japão evitassem corridas contra suas moedas e aumentou para US\$ 225 bilhões a oferta de crédito para os bancos. Por sua vez, a Alemanha abriu uma linha de crédito para salvar a financeira hipotecária ária *Hypo Real State*; a Islândia estatizou o banco *Glitnir*, [...] o governo britânico nacionalizou a carteira de hipotecas e

empréstimos do *Bradford&Bingley*.” (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 76)

Baseando-se no Plano Paulson, mas realizando ajustes que garantiriam sua aprovação, foi confeccionado então a “Lei de Estabilização Econômica de Emergência de 2008”, aprovada pelo Senado no dia 01 de outubro de 2008 e pela Câmara dos Deputados dois dias depois. A lei incorporou algumas demandas do Congresso e da sociedade, tais como (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 77):

- teto de 700 bilhões de dólares para a compra de ativos tóxicos do sistema com liberação imediata de apenas US\$ 250 bilhões, US\$ ficando outros 350 bilhões sob tutela do Congresso, que poderia retê-lo caso não satisfeito com o sucesso do programa, e os US\$ 100 bilhões restantes sob custódia do presidente, podendo utilizar tal verba caso julgue necessário;

- aumento da garantia de depósitos compulsórios em 150%, com o objetivo de assegurar a liquidez e confiança dos investidores e evitar corridas bancárias;

- programa de isenções e incentivos fiscais para contribuintes de classe média, pequenas empresas e para investimentos de energia renovável, P&D e outros;

- regulação relativa aos tetos de remuneração dos executivos de instituições que participavam do programa de resgate econômico, além de proibir bônus milionários para executivos demitidos e aumentou os impostos incidentes sobre instituições que pagassem mais de US\$ 500 mil/ano aos seus diretores;

- criou um Conselho de Supervisão do Programa .

Mesmo com a aprovação da Lei que atendia a demandas do Congresso e da sociedade, as tensões do mercado não cederam. As quedas das bolsas de valores não cessaram e apresentaram quedas ainda maiores. As bolsas da Europa oscilaram entre quedas de 8% e 10%, enquanto a Bovespa registrou dois *circuit breaks*⁴. Este comportamento se deu, pois os agentes acreditavam que, mesmo apresentando diversas melhorias quanto ao Plano Paulson, a Lei não seria suficiente. Analistas e agente econômicos criticavam a Lei defendendo o conceito de que: 1) ela ataca o problema da

⁴ Operação que interrompe a negociação da Bolsa de Valores quando as cotações das ações ou outros títulos estão baixando muito, evitando assim que cenários momentâneos possam induzir comportamentos de manada (SANDRONI, 1999, p.99-100)

falta de liquidez das instituições, mas não atacava a causa desta baixa liquidez, a queda dos preços dos ativos e baixa capitalização; 2) devido ao ponto anterior, não restaurar a confiança dos bancos em realizar empréstimos interbancários, estancando assim as movimentações intra-setoriais; 3) alto tempo de implantação (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 78)

Atacando principalmente o primeiro fator apresentado, Gordon Brown, premiê britânico, desenhou um novo plano de ação para dar fôlego aos bancos. Seguindo as recomendações oriundas das críticas citadas aos pacotes anteriores, no dia 07 de outubro, Brown capitalizou diretamente as instituições, comprando um volume de ações referente a 50 bilhões de libra dos cinco maiores bancos do Reino Unido, estatizando parcialmente o sistema bancário. Além disso, o governo garantiu até 250 milhões de libras de empréstimos interbancários e disponibilizou outros 300 bilhões de libras para que os bancos refinanciassem suas dívidas. Medidas semelhantes, e com volumes adequados a cada realidade específica, foram seguidas por outros países da Europa e de todo o mundo como Espanha, Bélgica, Holanda, Taiwan, Austrália, Islândia e Rússia. (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 79-80)

Mais confiantes quanto à solvência dos bancos, mais ainda receosos quanto à recessão que enfrentariam mais a frente, o Plano Brown não foi o suficiente para alavancar novamente as altas das bolsas de valores e melhorar as expectativas dos agentes. Por isso, Estados Unidos, Europa, Canadá, Reino Unido, Suécia, Suíça e China baixaram suas taxas de juros em um curto espaço de tempo, todos reduzindo sua taxa em, no mínimo, 0,27%. Por fim, os 15 países do bloco europeu orquestraram um “pacote” de resgate com contribuição de todos os envolvidos e o anúncio de que o governo americano iniciaria imediatamente a compra de ativos tóxicos.

No dia 13 de outubro, após a ação conjunta de redução das taxas de juros coordenada de muitos dos mais importantes Bancos Centrais do planeta durante o final de semana, o início da compra de ativos tóxicos por parte dos Estado Unidos e o pacote de resgate bancário Europeu, a confiança dos investidores parece ter melhorado significativamente. As bolsas de valores tiveram alas espetaculares: 14,66% no Brasil, 11,08% no índice Dow Jones, 11,4% na Alemanha, 11,18% em paris e 10,65% em Madri. (GONTIJO; OLIVEIRA, 2011, p. 81)

4. Os efeitos da crise para os Estados Unidos e Brasil

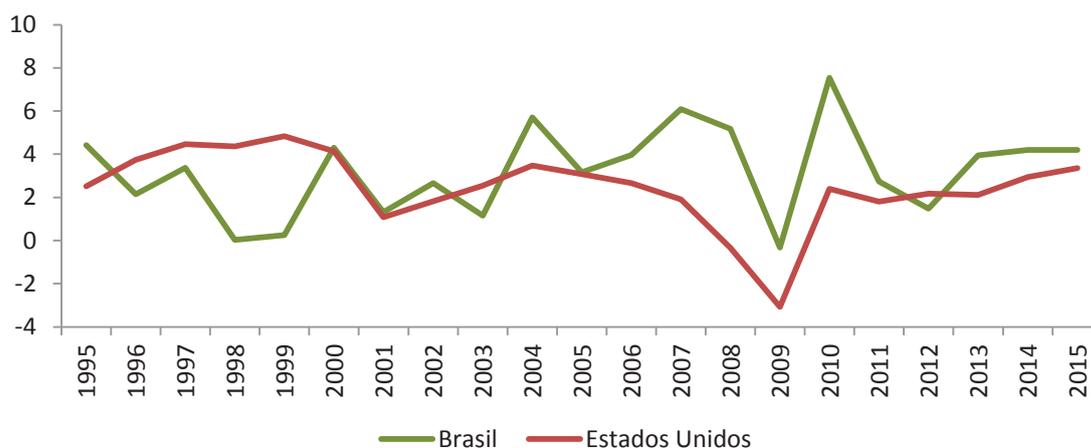
4.1 Alguns indicadores macroeconômicos

Durante os três capítulos pelos quais passamos, pudemos compreender alguns aspectos relevantes quando falamos da crise do *subprime*. No primeiro capítulo observamos o funcionamento do mercado de crédito imobiliário norte-americano e o momento de expansão pelo qual o mercado imobiliário do país passou desde o início do século XXI. Já no segundo capítulo, pudemos observar como as instituições financeiras inseriram títulos lastreados em hipotecas *subprime* no mercado e, depois de elaborada engenharia financeira, conseguiram disseminar estes títulos por todo sistema financeiro, deixando assim grande parte das instituições à mercê do *default* dos agentes sem renda ou bens. Por fim, no terceiro capítulo, observamos alguns acontecimentos que evidenciaram ao mundo o período de crise pela qual a economia americana e mundial passava, como os pedidos de falência sucessivos dos bancos, o “efeito dominó” que estes pedidos de falência causavam entre os bancos, a piora das expectativas dos agentes quando eles aconteciam e os planos do governo americano para contornar a crise.

Neste último capítulo, para observarmos quais os efeitos da crise para a economia, analisaremos alguns indicadores macroeconômicos americanos e brasileiros, que nos evidenciarão o período de desaceleração da atividade econômica pela qual a economia passou. Todos os gráficos indicados nesta seção utilizam projeções para os indicadores a partir do ano de 2011.

Como indicador mais generalista da gravidade crise de 2008, analisaremos o histórico do PIB brasileiro e americano. Podemos perceber no Gráfico 15 que desde o ano de 2004 os Estados Unidos vinham apresentando taxas decrescentes de crescimento do PIB, enquanto o Brasil vinha apresentando tendência de crescimento desde o início do século XXI. O ano de 2007 foi o ano em que o declínio da atividade econômica começou a se acentuar, culminando com a queda abrupta da atividade econômica de ambos os países em 2009, ano da crise do *subprime*. Neste ano, o Brasil apresentou encolhimento de 0,33% do PIB, enquanto os Estados Unidos apresentaram espantosos 3,69% de encolhimento da atividade econômica nacional.

Gráfico 15: Variação percentual do PIB dos Estados Unidos e Brasil



Fonte: IMF – World Economic Outlook Databases (WEO), elaboração própria.

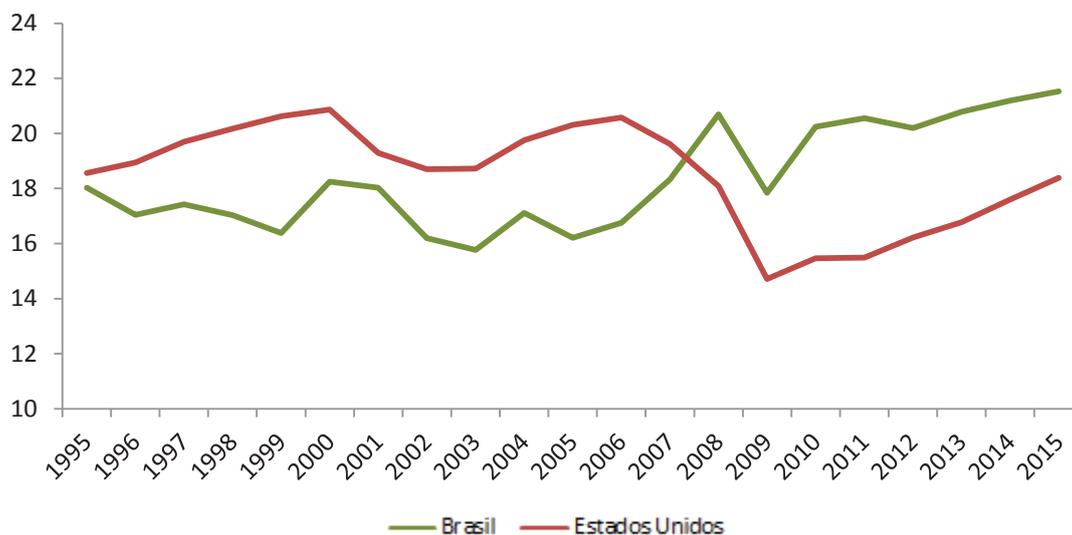
Como dissemos anteriormente, o momento de crise afeta fortemente as expectativas dos agentes, levando-os a frear o investimento, uma vez que o retorno do capital se torna duvidoso. Este fato fica evidenciado no Gráfico 14, que mostra o investimento total dos Estados Unidos e do Brasil como porcentagem do PIB. Assim como no Gráfico 13, podemos perceber que os Estados Unidos vinham apresentando taxas decrescentes desde os anos anteriores à crise. No caso do investimento, desde 2006 os Estados Unidos apresentavam queda no indicador em questão. No ano da crise o investimento dos Estados Unidos representou apenas 14,7% do PIB, uma queda de 5,8 pontos percentuais quando comparamos com o investimento no ano de 2006, que representou 20,5% do PIB do país.

Quando analisamos os dados brasileiros relativos ao investimento, o cenário é bastante diferente. Quando comparamos o índice entre os anos de 2006 e 2009, o Brasil apresenta crescimento de 1,1 pontos percentuais, passando de 16,7% para 17,8% do PIB brasileiro. É importante ressaltar que o aumento só não foi maior graças ao efeito mundial da crise de 2009, que pressionou o investimento e causou uma mudança na tendência da curva, que vinha apresentando tendência de crescimento desde 2003.

Ao comparamos a participação do investimento no PIB no ano de 2008, ano anterior à crise, com o ano de 2006, as diferenças entre o Brasil e os Estados Unidos ficam ainda mais evidentes. Enquanto os Estados Unidos apresentam diminuição de 2,5 pontos percentuais da participação do investimento no PIB (de 20,5% para 18%), o

Brasil apresenta crescimento de 4 pontos percentuais no mesmo índice, passando de 16,7% para 20,7% de participação do investimento no PIB.

Gráfico 16: Investimento total como porcentagem do PIB

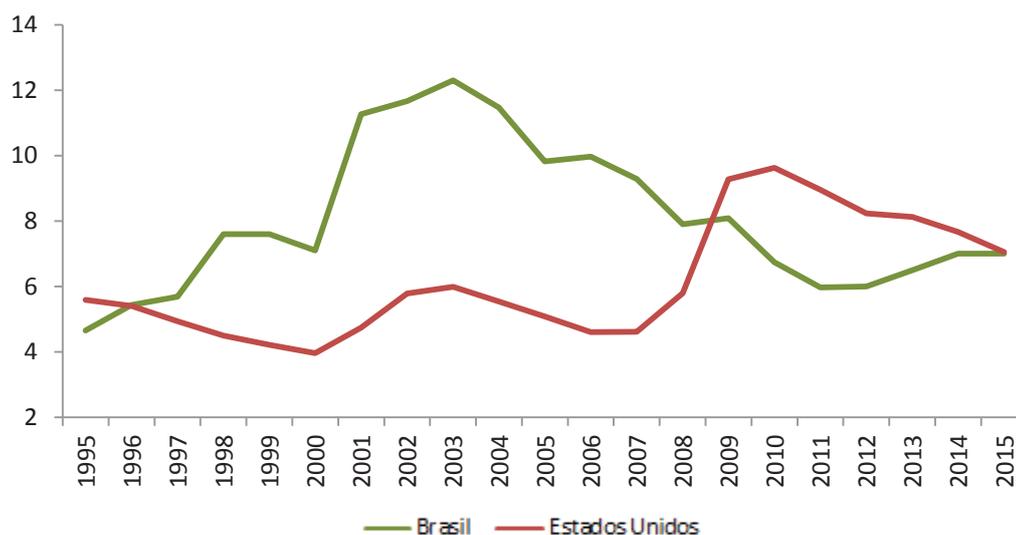


Fonte: IMF – World Economic Outlook Databases (WEO), elaboração própria.

Um dos efeitos diretos da queda abrupta do investimento de um país é o aumento do desemprego. Receosos com o retorno de seu capital investido, os empresários têm de tomar a difícil decisão de cortar seu quadro de funcionários com o intuito de cortar despesas. Com isso, um dos indicadores sociais mais afetados pela crise é o desemprego.

A taxa de desemprego talvez seja o indicador que evidencia de maneira mais forte as diferenças vividas entre o Brasil e os Estados Unidos no período em questão. Enquanto os Estados Unidos tiveram um alto crescimento da taxa de desemprego entre 2006 e 2010, passando de 4,6% para 9,6%; o Brasil vem apresentando taxas cada vez menores desde 2003. Ao considerarmos o mesmo período em que analisamos o caso dos Estados Unidos, houve queda de 3,2 pontos percentuais, passando de 9,9% para 6,7%. Caso extrapolem o período analisado para o intervalo entre 2003 e 2011, a queda se torna ainda mais importante, passando de 12,3% para 5,97%.

Gráfico 17: Taxa de desemprego



Fonte: IMF – World Economic Outlook Databases (WEO), elaboração própria.

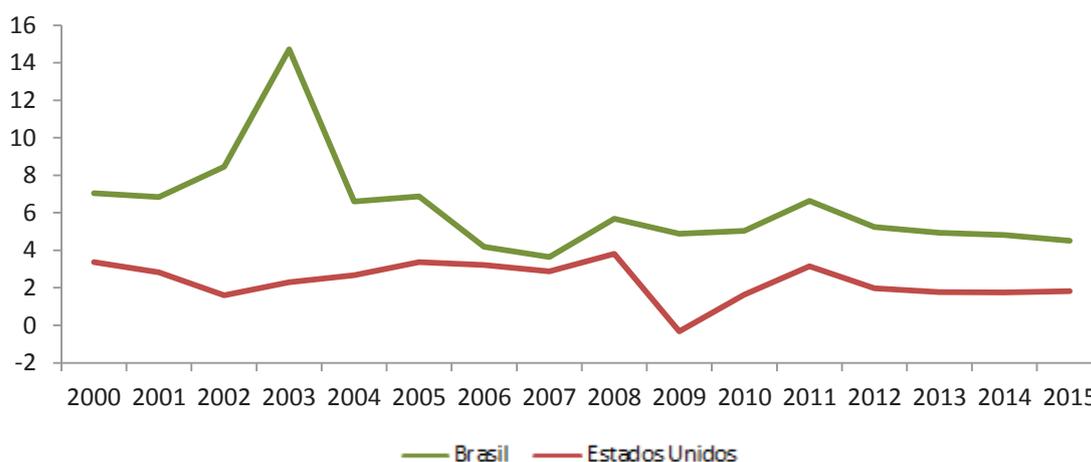
Por fim, analisaremos a taxa de inflação nos Estados Unidos e no Brasil durante o período em que ocorreu a crise do *subprime*. A taxa de inflação é um indicador eficiente da atividade econômica pois o excesso de oferta ou de demanda fazem com que o nível de preços se altere, deixando assim clara qual a situação em que se encontra o mercado.

No Gráfico 18, mais uma vez podemos observar que o ano de 2009 é o ano em que a crise do *subprime* golpeou de maneira mais crítica a economia norte-americana. Analisando os dados a partir do ano de 2006, enquanto o Brasil apresenta leve tendência de alta no índice de preços, os Estados Unidos apresentam leve tendência de queda. No ano de 2009, os Estados Unidos chegaram a apresentar deflação de 0,3%, enquanto o Brasil, mesmo com redução de 0,3% do PIB no ano, apresentou índice de inflação de 4,8%.

Ao analisar estes dados estatísticos, é perceptível que o golpe sofrido pela economia brasileira foi menor do que o recebido pela economia norte-americana. Mesmo que o PIB brasileiro tenha acompanhado até certo ponto a queda do PIB americano, e que a taxa de investimento brasileira também tenha caído, a taxa de desemprego brasileira se manteve bastante descolada da curva americana e o mesmo comportamento pode ser observado quando tratamos do índice de preços. É importante

valorizar a queda do desemprego no Brasil durante a crise, visto que o aumento da taxa de desemprego nos Estados Unidos foi um dos fatores que mais preocupa os agentes econômicos, visto a instabilidade política, econômica e das expectativas num cenário como este. As razões pela qual o Brasil passou pela crise do *subprime* sem que tantos danos fossem expostos a todos serão analisados na próxima seção deste trabalho.

Gráfico 18: Taxa de inflação (%)



Fonte: IMF – World Economic Outlook Databases (WEO), elaboração própria.

4.2 A “marolinha” brasileira

Muitas críticas foram recebidas pelo ex-presidente do Brasil, Luis Inácio “Lula” da Silva, quando o mesmo deu uma declaração dizendo que acreditava que a crise americana, caso chegasse ao Brasil, não seria um “tsunami”, mas sim uma “marolinha”. Uma mostra de que sua declaração se tornaria correta, foi o elogio feito por Herman Van Rompuy, primeiro-ministro belga, durante recepção de boas-vindas em visita realizada pelo ex-presidente brasileiro à Bélgica. Van Rompuy disse que "A crise financeira afetou todos nós, mas a força do seu sistema bancário, a capacidade do seu mercado interno, e as medidas que seu governo tomou, minimizaram o efeito no Brasil. E então o tsunami foi reduzido a uma "minúscula onda", como você mesmo disse". (ESTADÃO, 04/10/2009)

Segundo Almeida (2010), as razões pelas quais o Brasil conseguiu “surfear” a marolinha foram:

“a remoção da vulnerabilidade externa mediante a acumulação de reservas que às vésperas da crise chegavam a quase US\$ 200,0 bilhões, a maior solidez das contas públicas e do endividamento do setor público e a contaminação zero das instituições financeiras do País com os ativos “tóxicos” que notabilizaram o *boom* financeiro internacional e que sofreriam forte desvalorização com a crise.” (ALMEIDA, 2010, p. 57)

A partir de agora, serão analisadas as medidas governamentais que levaram a esta blindagem da economia brasileira contra a crise do *subprime* sob o prisma das políticas fiscais e ações monetárias, os bancos públicos e os programas governamentais.

De acordo com Almeida (2010), as forças governamentais brasileiras tiveram atitudes insuficientes e tardias quando observadas as ações anticíclicas fiscais e monetárias utilizadas durante a crise. Enquanto as políticas de renúncia fiscal foram significativas nos países desenvolvidos e em desenvolvimento, tais políticas representaram apenas 1% do PIB brasileiro. A renúncia fiscal se deu através de reduções e isenções de impostos federais incidentes sobre bens duráveis e recebimentos em atraso, o que tornou o governo um prestador de última instância à empreendedores com dificuldade de acesso ao crédito. (ALMEIDA, 2010, p. 57)

Já em relação às políticas monetárias, é possível dizer que a redução dos juros foi realizada de maneira tardia, uma vez que o agravamento da crise se deu em setembro de 2008 e a SELIC só foi reduzida pelo COPOM no início de 2009. Entre janeiro e julho de 2009, a taxa básica de juros do Brasil caiu 6 pontos percentuais, passando de 13,75% ao ano para 8,75% ao ano. (ALMEIDA, 2010, p. 58) Uma vez que os reflexos da queda na taxa de juros são sentidos algum tempo após sua alteração, é possível que ela atuou como um catalisador no processo de recuperação brasileiro, e não como uma medida anticíclica. A parcela dos depósitos a vista que os bancos devem compulsoriamente direcionar aos cofres do Banco Central também foi um instrumento de combate à crise. Entre setembro de 2008 e o início de 2009, o Banco Central diminuiu esta quantia em cem bilhões de reais, o que garantiu liquidez extra à economia brasileira. Além disso, o Banco Central atuou na compra de carteiras de crédito de instituições financeiras de menor porte, o que assegurou sua operação e evitou uma possível corrida bancária. (ALMEIDA, 2012, p. 57)

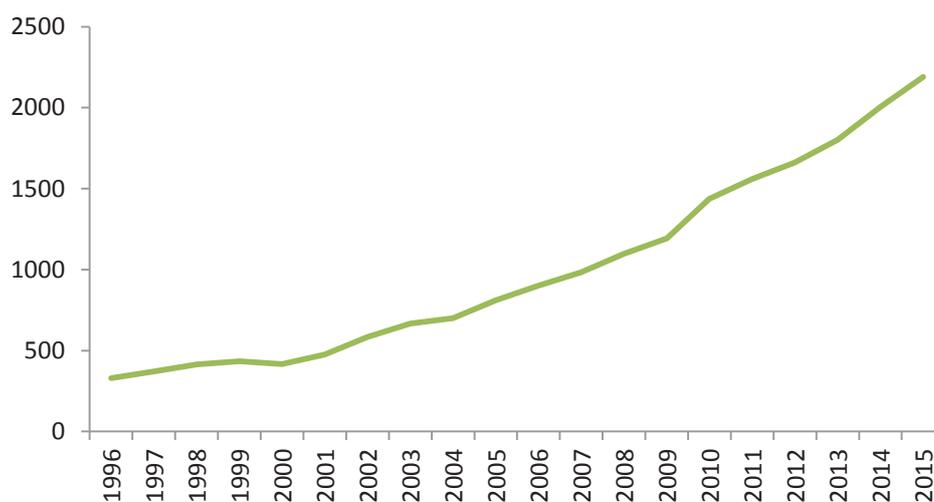
Os bancos públicos também tiveram um importante papel no combate à crise do *subprime*. Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e o Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES) receberam do governo instruções para que ampliassem seus

financiamentos. Enquanto no início da crise o crédito público representava cerca de 35% do crédito total, no início de 2010 essa participação já havia passado a ser de 41%. Outro papel importante desempenhado pelo BNDES foi a facilitação de acesso ao crédito a empresas nacionais envolvidas na absorção de empresas ,também brasileiras ou internacionais, menores que foram à falência devido à crise. (ALMEIDA, 2010, p. 58-59)

Ao lado destas medidas, outro fator importante para que o Brasil mantivesse estável sua atividade econômica foi a criação de novas medidas e manutenção de programas de aceleração da atividade econômica que estavam em curso. Massivos investimentos que estavam sendo feitos pela Petrobras e por ações pertencentes ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) foram mantidas ou tiveram seu volume inflado. Dois outros programas de investimento de impacto relevante são citados por Almeida (2010) como importantes para a manutenção da atividade econômica: o programa habitacional “Minha casa, minha vida” e o Programa de Sustentação do Investimento (PSI). Enquanto o primeiro exerce seu poder via ativação da cadeia produtiva do setor imobiliário, o segundo foi responsável por tornar nula a taxa de juros real imposta a tomadores de crédito para compra de máquinas e equipamentos, através da redução da taxa de juros sobre empréstimos deste tipo para o patamar de 4,5% ao ano. Não houveram também cortes de gastos públicos de programas de distribuição de renda como o Bolsa Família, além de não serem canceladas propostas de aumentos de salário do funcionalismo público.

Os gráficos 19 e 20 mostram como os gastos públicos ganharam importância no período em questão. Em ambos os casos houve uma pequena elevação dos valores explicitados pelos gráficos nos anos de 2008 e 2010. Em relação ao ano de 2008, os gastos do governo em 2009 cresceram 8%. Ao fazermos o mesmo cálculo para os anos de 2009 e 2010, este aumento passa a ser de 20,5%. Como porcentagem do PIB os crescimentos também são significativos. Enquanto no ano de 2008 os gastos públicos eram responsáveis por 36,52% do PIB do país, esta participação passou a ser de 36,85% em 2009 e saltou para 38,12% em 2010.

Gráfico 19: Gasto público brasileiro, em bilhões de Reais



Fonte: IMF – World Economic Outlook Databases (WEO), elaboração própria

Gráfico 20: Gasto público brasileiro, como porcentagem do PIB



Fonte: IMF – World Economic Outlook Databases (WEO), elaboração própria

Uma vez que um dos indícios mais evidentes de que se vive um período de crise é o congelamento do investimento, os gastos do governo garantiram que a roda da economia brasileira não fosse freada com a mesma intensidade que a de outros países. Desta forma, o consumo foi mantido, o desemprego não foi acentuado e o Brasil teve suas políticas de combate à crise exaltadas em todo o planeta.

Conclusão

Segundo Paula e Filho (2010),

“A necessidade de ampliação de escala levou as instituições financeiras a incorporarem segmentos de baixa renda em condições de “exploração financeira” – no caso do *subprime*, com taxas de juros variáveis (baixas no início e se elevando ao longo do tempo) – que acabou resultando em um processo de estrangulamento financeiro do tomador de crédito. A securitização, que serviria para diluir riscos, na prática serviu para esconder riscos – títulos lastreados em hipotecas eram emitidos por instituições financeiras de grande porte, sendo tais ativos classificados como grau de investimento por uma agência de *rating*. Tais ativos, como resultado da globalização financeira, passaram, por sua vez, a ser comprados por investidores de diferentes nacionalidades. Criaram-se, assim, novos instrumentos financeiros que não foram devidamente regulamentados pelas autoridades. Mecanismos de auto-regulação mostraram-se falhos devido ao caráter pró-cíclico da tomada de risco: projetos que eram considerados ruins na desaceleração passaram a ser visto como bons no *boom* cíclico.” (PAULA; FILHO, 2010, p. 2)

Acreditamos que este trecho reflita muito bem a lição que deve ser incorporada após termos atravessado, ou estarmos vivenciando, a crise do *subprime*.

A origem da crise foi a bolha imobiliária americana, resultado da queda nas taxas de juros ocorridas em 2001 (MICHELETTI, 2008, p. 19), que facilitou o acesso ao crédito e, por conseguinte, a aquisição de imóveis, parte importante do “*american dream*”. Porém, o estouro desta bolha afetaria apenas os agentes envolvidos engolidos por ela, e não toda a economia mundial. Isto nos faz compreender que dizer que a bolha imobiliária foi a origem da crise é diferente de dizer que ela foi a causa da mesma.

As ótimas expectativas das instituições financeiras quanto ao aquecimento e rentabilidade do mercado imobiliário fizeram com que elas diminuíssem os requisitos mínimos para avaliar um cliente como um agente que teria capacidade de quitar suas dívidas ao final de seu contrato de empréstimo ou financiamento. Desta forma, muitas instituições de crédito concederam crédito a agentes que poderiam ter, ou certamente teriam, restrições financeiras no médio e longo prazo. Para que os riscos fossem mitigados, as hipotecas ligadas a agentes *ninja* foram incorporadas ao mercado financeiro através de pacotes de títulos que maquiavam seu verdadeiro risco. Podemos

dizer que estas operações, realizadas com o objetivo de reduzir o risco tomado pelas instituições que concederam crédito a agentes *subprime*, são a causa da crise.

Estas operações distorciam a visão que os investidores tinham dos ativos, fazendo com que eles acreditassem na rentabilidade destes ativos, uma vez que não analisavam os *ratings* de cada um dos títulos separadamente, mas sim do ativo como um todo. Esta confiança que os agentes tinham nos ativos lastreados em hipotecas fez com que eles se espalhassem por todo o sistema financeiro, potencializando assim os danos que o estouro da bolha traria.

Qual seria a lição que deveríamos aprender com este fato? Segundo Mendonça (2008), o sistema regulatório atual é bastante ligado à manutenção mínima de recursos em relação ao risco carregado pela carteira da instituição. Além disso, a exposição ao risco tende a crescer em momentos de euforia e a diminuir em momento de desaceleração. Uma vez que, em períodos de aceleração econômica, as avaliações de risco exigirão que menores volumes de recursos sejam reservados pelas instituições financeiras, *spreads* maiores deverão ser observados. Já no caso de períodos de desaceleração econômica, volumes maiores de recursos deverão ser reservados pelas instituições financeiras, ou seja, o acesso ao crédito será dificultado. De acordo com Danielson (2001, apud MENDONÇA, 2008, p. 40), o uso de modelos internos, onde avaliações de risco são feitas por empresas privadas que participam do próprio mercado em questão, pode aumentar o risco sistêmico. Isto se dá devido ao fato de que, em momentos de expectativas otimistas, se incentiva o aumento dos níveis de alavancagem e exposição ao risco, enquanto em momentos de crise, se desencoraja a circulação de capital. (MENDONÇA, 2008, p. 40)

Além disso, o modelo atual, em que as instituições financeiras originam a operação de crédito e distribuem o risco implícito à mesma pelo mercado, tende a agravar o aumento dos graus de alavancagem das instituições financeiras, tornando assim o sistema mais interdependente e exposto ao risco (MENDONÇA, 2008, p. 40)

Outro ponto levantado por Mendonça (2008), relativo à ineficiência do processo regulatório atual, é a maneira independente como são analisados os riscos dos ativos. Segundo a autora, os riscos de diferentes naturezas podem se interligar em momentos de crise, combinando seus efeitos e multiplicando a força com que a crise impacta os agentes econômicos. Desta forma, o atual sistema regulatório, que acredita

na premissa de que a avaliação individual dos riscos garantiria a sustentabilidade sistêmica, não é capaz de desempenhar seu principal papel. (MENDONÇA, 2008, p. 41)

Posto que em momentos de crescimento econômico as instituições financeiras estão propensas à redução dos requisitos mínimos para obtenção de crédito e aumento da exposição ao risco, cabe aos Bancos Centrais a fiscalização destas operações e, principalmente, atuar como prestamista de última instância, prevenindo assim que crises de confiança se instaurem no sistema. É necessário que sejam otimizados e atualizados os modelos de prevenção de crises, tornando-os mais eficientes. Também é imperativo que sejam definidos de maneira clara e objetiva quais são os momentos em que os Bancos Centrais devem atuar e a forma como vão fazê-lo, tanto no caso de instituições que estejam tomando risco de maneira imprudente quanto em processos especulativos generalizados, não deixando espaço para avaliações enviesadas por questões políticas ou subjetivas. (BULLIO; FERRARA; CUNHA; CARVALHO, 2009, p. 19)

Também se fizeram importantes as políticas e programas governamentais utilizadas pelo Estado brasileiro para que a crise do *subprime* tivesse seus impactos amortecidos. Como foi dito neste Capítulo, em momentos de crise as instituições financeiras são desencorajadas a conceder crédito, diminuindo a oferta monetária. Entretanto, foi o aumento dos níveis de investimento, dos gastos públicos e do crédito em plena crise o responsável pelo êxito do país em responder à crise, amenizando a queda do PIB em 2009. Caso nossos governantes tivessem seguido os exemplos de países que manejaram de maneira mais agressiva e ágil suas ferramentas fiscais e monetárias, talvez não teríamos sequer registrado encolhimento da economia em 2009. (ALMEIDA, 2010, p. 61-62). Mesmo que os bancos tenham sido o foco na crise do *subprime*, os agentes mais impactados foram as famílias.

“Mudanças sociais foram sentidas pelas famílias em seu consumo, seus valores e sua forma de convívio. É por isso que precisamos aproveitar este momento para construirmos instituições mais robustas e competentes de regulação financeira para o mercado que se torna cada vez mais complexo. Isto significa estudar a tomada de decisões para mitigar efeitos de curto prazo das crises, além de planejar mudanças nas estruturas das economias a fim de evitar bolhas no longo prazo, e estabilizar mercados criando confiança e expectativas para firmas, investidores e famílias. Permitir que ciclos recessivos se repitam sem impedimento trará danos não apenas para a economia, mas para o tecido social, abalando as relações de confiança e otimismo entre os agentes, sua relação para com as instituições, e seu estilo de vida.” (SHILLER, 2009, p. 3-5)

Bibliografia

ALMEIDA, J. G. de **Como o Brasil superou a crise**. Dossiê da Crise II, Associação Brasileira Keynesiana. Agosto, 2010. Disponível em <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-II.pdf>

BORÇA, G. R.; TORRES, E. T. *Analisando a Crise do Subprime*, Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 15, N. 30, p. 129-159. Dezembro, 2008. Disponível em: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/onhecimento/revista/rev3005.pdf

BULLIO, O.; FERRARA, D.N.; CUNHA, P.; CARVALHO, C.E. **A atuação do Fed antes e depois do estouro da bolha imobiliária: discricionariedade e mandato de bancos centrais em contexto de desregulamentação financeira**. II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. 2009. Disponível em: www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2009/01.pdf

CAMPOS, C. F. de **A Crise do Subprime e seus efeitos sobre os Estados Unidos e reflexos no Brasil**. Araraquara: UNESP, 2010. 1 CD-ROM. MN-969.

CARVALHO, D. F **A crise financeira dos EUA e suas prováveis repercussões a economia global e na América latina: uma abordagem pós-minskyana**, III Encontro da Associação Keynesiana Brasileira, São Paulo. Agosto, 2010. Disponível em <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2010/05.pdf>

Capitalismo: uma história de amor. Direção: Michael Moore. Produção: Anne Moore; Michael Moore. Música: Jeff Gibbs. Toronto International Film Festival, 2009. 1 DVD (127 min), son. ,color.

ESTADÃO. **Belga cita ‘marolinha’ e elogia Lula em conduzir crise**. 04 de outubro de 2009. Disponível em: <http://www.estadao.com.br/noticias/economia,belga-cita-marolinha-e-elogia-lula-em-conduzir-crise,445789,0.html> acessado em 17/11/2012.

FOLHA DE SÃO PAULO. **Governo dos EUA abre ajuda bilionária para salvar gigantes do setor imobiliário**. 07 de setembro de 2008. Disponível em:

<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u442316.shtml> acessado em 17/09/2012

GONTIJO, C.; OLIVEIRA, F.A. **Subprime: os 100 dias que abalaram o capital financeiro mundial e os efeitos da crise sobre o Brasil**. Belo Horizonte. Março, 2011. Disponível em: http://www.portaldoeconomista.org.br/userfiles/file/Subprime_Vers%C3%A3o_2011.pdf

HOLLAND, R. N. B. **Uma análise da Crise Imobiliária nos Estados Unidos: o caso da Fannie Mae e Freddie Mac**. Araraquara: UNESP, 2009. Versão impressa. MN-969.

HSH.COM **The trusted mortgage resource since 1979**. Disponível em: www.hsh.com acessado em 17/09/2012.

Inside Job. Direção: Charles Ferguson. Produção: Jeffrey Lurie; Kalyanee Mam; Audrey Marrs; Anna Moot-Levin; Christina Weiss Lurie. Intérpretes: Matt Damon (Voz). Música: Alex Heffes. Nova York: Sony Pictures Classics, 2010. 1 DVD (108 min), son., color.

KRUGMAN, P. **A crise de 2008 e a economia da depressão**. 1ª edição. Campus, 2009.

MENDONÇA, A.R.R. **Regulamentação Bancária, Gestão de Riscos e Geração da Desordem Financeira**. Dossiê da Crise I, Associação Brasileira Keynesiana. Novembro, 2008. Disponível em: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>

MICHELETTI, B. F. **A crise das hipotecas subprime nos EUA e os seus desdobramentos**. Campinas: UNICAMP, 2008. Versão impressa. M582c.

OREIRO, J.L. **Bolhas, incerteza e fragilidade financeira: uma abordagem pós-keynesiana**. Revista Economia Contemporânea. Rio de Janeiro. Julho/Dezembro de 2011, p. 7 – 45. Disponível em: http://ww2.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/rec/REC%205/REC_5.2_01_Bolhas_incerteza_e_fragilidade_financeira_uma_abordagem_pos_keynesiana.pdf

PAULA, L.F. de; FILHO, F.F. **Apresentação: Tempos Keynesianos**. Dossiê da Crise II, Associação Brasileira Keynesiana. Agosto, 2010. Disponível em <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-II.pdf>

SHILLER, R.J. **A solução para o subprime: saiba o que gerou a atual crise financeira e o que fazer a respeito.** 1ª edição. Campus, 2009.

INTERNATIONAL MONETARY FUND **World Economic Outlook Database.** Abril, 2012. Disponível em: <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28> acessado em 15/11/2012.