

DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA E A “REAFIRMAÇÃO DOS MERCADOS” COM DOMINÂNCIA DOS BANCOS NOS ESTADOS UNIDOS¹

Financial deregulation and the “reaffirmation of markets” with the dominance of banks in the United States

Daniela Freddo | freddo.daniela@gmail.com

Professora Substituta e Doutoranda em Economia, com foco em Economia Política, pela Universidade de Brasília (UnB) e Mestre em Teoria Econômica pela Universidade Estadual de Campinas (Unicamp).

Recebimento do artigo 17-jul-13 | **Aceite** 10-mar-14

Resumo Analisa-se, sob uma perspectiva pós-keynesiana, o negócio bancário nos Estados Unidos, no contexto do *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* (1980) e do *Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act* (1999). A hipótese do artigo é que os bancos comerciais, ao retomarem a capacidade de operar no mercado de capitais e tornarem-se holdings financeiras bancárias (*Banking Financial Holding Companies*), protagonizaram, por meio das inovações financeiras, a consolidação dos mercados no centro da dinâmica do sistema capitalista. Nessa ótica, a crise financeira, iniciada em 2007, nos Estados Unidos, e generalizada mundialmente em 2008, é entendida como consequência do enfraquecimento do Federal Reserve (Fed), dentre outros reguladores, em sua capacidade de restringir a área de atuação dos bancos e a variedade crescente de inovações financeiras. A Lei Dodd Frank (2010) é percebida como a reafirmação desse processo. **Palavras-chave:** Bancos; Federal Reserve; Inovações Financeiras e Desregulamentação Financeira

Abstract It is analyzed, under the post-Keynesian view, the banking business at the United States, in the context of the *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* (1980) and the *Gramm-*

¹ Agradeço sinceramente às leituras e sugestões de Maria Alejandra Caporale Madi, Adriana Moreira Amado, Maria de Lourdes Rollemberg Mollo, Marcos Antônio Macedo Cintra. Este artigo foi financiado por recursos públicos da CAPES, por meio de concessão de bolsa de estudo de pós-graduação.

-Leach-Bliley Bank Reform Act (1999). It is assessed that the banking activity overcame the 1930s regulatory constraints and so the market fundamentals' preeminence was consolidated in the North-American financial dynamics. Under this perspective, the financial crisis that begun in 2007 in the north-American economy and was generalized in 2008 worldwide is understood as a consequence of the financial deregulation process, which weakened the Federal Reserve's ability to restrain the banking activity and the financial innovation. The Dodd Frank Law (2010) is seen as the reaffirmation of this process. **Key-words** Banks; Federal Reserve; Financial Innovations; and Financial Deregulation

INTRODUÇÃO

O objetivo deste artigo é analisar a trajetória do negócio bancário na economia norte-americana no contexto derivado das reformas financeiras de 1980 (o *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*) e de 1999 (*Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act*). Sob uma perspectiva pós-keynesiana, investiga-se como a mudança no marco regulatório em que atuavam as instituições bancárias pode ter contribuído para a fragilização do sistema financeiro norte-americano, proporcionando as condições necessárias para a eclosão da crise financeira em 2007, entendida como consequência do processo de expansão das finanças desreguladas, ou, de modo mais amplo, como derivada do *money manager capitalism*, uma vez que este novo marco regulatório não procurou restringir, e, em certa medida, ratificou, o processo de inovação financeira que permitiu o avanço dos bancos no mercado de capitais.

O *money manager capitalism* tem suas raízes, segundo Minsky (1991, p. 26), no sucesso do capitalismo norte-americano do Pós-Guerra, no qual se privilegiou a distribuição da propriedade de ativos nas mãos de investidores institucionais, como os fundos mútuos e os fundos de pensão. Esta denominação resulta do fato de que estes fundos devem ser gerenciados, e de que, aquele que o faz, não age apenas em nome do investidor final, mas, principalmente, segundo seus próprios interesses. Neste regime de acumulação, o ato fundamental foi a transição da atividade bancária de financiadora do investimento para intermediária de ativos no mercado de capitais, num longo processo que teve início no Pós-Guerra e consolidou-se somente na década de 2000. Apesar deste processo contínuo, foi a partir dos anos 1980 que, no cenário da difusão do mercado de capitais para o sistema global, aceleraram-se as transformações do negócio bancário. Os bancos, para se adequarem à concorrência financeira, desenvolveram suas capacidades

de intermediários (ou de corretores²), que sofrem menor supervisão e restrição regulatória, aumentando a rentabilidade por meio de comissões e taxas referentes aos serviços prestados.

O crédito, nos anos 2000, é alavancado graças às inovações financeiras que permitiram a inter-relação de instituições financeiras bancárias e não bancárias, em que as primeiras usam as segundas para remover o ativo de seus balanços, contornando as restrições acerca do capital próprio impostas pelos Acordos de Basileia (1988 e 2004). As segundas, no entanto, comportam-se como bancos, criando quase-moedas, conformando o *shadow banking system* – sistema bancário sombra.

Estas distorções no principal *métier* das diferentes instituições financeiras devem ser entendidas como consequência do aprofundamento da característica de regulamentação fragmentada ou de “regulamentação funcional” do sistema financeiro norte-americano no período. Esse padrão regulatório permitiu a convivência de instituições com diferentes graus de supervisão. Também, para a mesma instituição, eram possíveis distintos tipos de supervisão de acordo com o papel desempenhado no mercado financeiro, uma vez que a lógica da supervisão feita no período fundamentava-se na “funcionalidade” dos produtos financeiros, como será visto na seção seguinte. Os bancos comerciais – que pelo Ato de 1999 também puderam atuar como bancos de investimento, tornando-se *Holdings* Financeiras Bancárias – ao agirem como instituição depositária, recebiam maior controle de suas atividades do que quando atuavam como intermediários financeiros no mercado de capitais. Estas brechas no marco regulatório abriram possibilidades para o desenvolvimento das mais variadas técnicas de inovação financeira, radicalizando progressivamente a instabilidade no sistema econômico, como será analisado no decorrer deste artigo.

Após esta introdução, este artigo se divide em cinco seções. Na segunda, discutem-se as mudanças na regulamentação financeira nos Estados Unidos que podem ter contribuído para ratificar e impulsionar o movimento dos bancos em direção ao mercado de capitais. Na terceira, examinam-se as inovações financeiras que incentivaram esse processo e a crise financeira vista como decorrente deste movimento. Na quarta, sucintamente, destacam-se alguns pontos da Lei Dodd Frank (2010), procurando entender os impactos gerais que ela pode tido sobre a dinâmica financeira nos Estados Unidos no período pós-crise, e se ela alterou a

2 Denominação utilizada por GUTTMANN; PLIHON (2009);

dinâmica financeira que culminou na crise. Na última seção, tecem-se algumas considerações finais sobre essa trajetória do negócio bancário nos Estados Unidos.

O NOVO CONTEXTO INSTITUCIONAL: DEPOSITORY INSTITUTIONS DEREGULATION AND MONETARY CONTROL ACT (1980) E O GRAMM- LEACH-BLILEY BANK REFORM ACT (1999)

A fim de contextualizar o ambiente institucional em que os atos de 1980 e 1999 emergiram, destacam-se dois pontos da reforma financeira efetuada na década de 1930 que influenciaram decisivamente essas reformas. O primeiro diz respeito ao *Banking Act* de 1933 (*The Glass-Steagall Act*), através do qual foi proibido aos bancos pagar juros a depósitos à vista, pela chamada *Regulation Q*, mediante tetos de taxa de juros para a remuneração de depósitos em poupança e a prazo, e, também, limitando a taxa de rentabilidade dos ativos bancários. O segundo refere-se à proibição às instituições financeiras de operar como bancos comerciais, bancos de investimentos e seguradoras simultaneamente. Os bancos foram obrigados a se desfazer de suas filiais que atuavam como banco de investimento, a fim de evitar o conflito de interesses nas suas ações nos mercados de crédito e de capitais. O objetivo desta proibição foi evitar a manipulação de preços e práticas abusivas de poder de mercado (GUTTMANN, 1994, p. 85).

Neste contexto, a aprovação do *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* pelo Congresso norte-americano, em 1980, visou sanar as distorções do sistema financeiro derivados da *Regulation Q*, como a “desintermediação financeira”³ sofrida pelos bancos, em fins da década de 1970, extinguindo-se gradualmente os tetos das taxas de juros, para que as instituições depositárias fossem fortalecidas para enfrentar a concorrência.

Conforme destaca Guttman (1994, p. 188), esta nova legislação também

3 Conforme destaca CINTRA (1997, p. 21), a desintermediação financeira ocorre quando existe “(...) transferência de recursos das instituições de depósito para os mercados monetários, em que maiores taxas de juros poderiam ser obtidas, uma vez que não estavam sujeitos aos tetos de captação e à proibição de pagamento de juros sobre depósito à vista”. Este fenômeno, na década de 1980, foi decorrente da elevação da taxa de juros do *federal fund* praticadas pelo Federal Reserve a partir de 1979;

serviu para ampliar as condições de concorrência dos bancos, pois as inovações financeiras da década de 1970, que originaram as “quase-moedas”⁴ – como *NOW accounts*, *ATS accounts*⁵ etc. – foram ratificadas, sendo permitido a quaisquer instituições depositárias operar com estas contas. Estas, que praticamente representavam depósitos à vista, não só rendiam juros, mas também possibilitavam a expansão da moeda-crédito. Por meio desta reforma, além da superação das restrições estabelecidas pela *Regulation Q*, também se estendeu o poder de criação de dinheiro às instituições de poupança (GUTTMANN, 1994, p. 198). Estas medidas minimizaram as diferenças existentes entre as instituições de poupança e os bancos comerciais, conforme destaca Guttman (1994, p. 199):

That extension meant that both our dual banking system and regulatory differences between different types of financial institutions lost much of their significance. All depositary institutions could now issue new money, and in return they had to accept the same degree of Federal Reserve control over their money-creation process.

No entanto, apesar de o processo de desregulamentação ter sido iniciado durante a gestão de Paul Volcker (1979 – 1987) no Federal Reserve, ele se acentua sob o comando de Alan Greenspan (1987 – 2006), favorecendo a expansão do negócio bancário nas atividades específicas do mercado de capitais.

Calomiris (2006, p. 170) ressalta que, sob a gestão de Alan Greenspan, a lógica de “desregulamentação benéfica” (*beneficial deregulation*) seguida pelo Fed⁶ poderia avançar desde que: a) não criasse grandes oposições no Congresso; b) não prejudicasse o negócio dos grandes bancos comerciais; e c) não diminuísse a competitividade do Fed *vis-à-vis* outros reguladores presentes no sistema financeiro norte-americano. Em poucas palavras, assim, desde que o interesse de certos grupos

4 Conforme destaca CINTRA (1997, pp. 21-22), alguns fundos, como os *Money Market Mutual Funds* (MMMFs), permitiam o saque dos passivos, pois formalmente não eram depósitos, rendiam juros, eram lastreados em títulos públicos e privados, serviam como “um substituto próximo das moedas e dos depósitos, que se proliferaram também no interior das instituições de depósitos”;

5 *NOW Accounts* ou *negotiable orders of withdrawal* – ordens de saque negociáveis – e *ATS Accounts* ou *Automatic transfer of Savings* – transferência automática de poupança; referem-se às alternativas de contas de transação implementadas pelos bancos, nos anos 1970, que pagavam juros (GUTTMANN, 1994, p. 160);

6 O autor concebe o Fed como: um “*political player*” em Washington, sujeito a supervisão do Congresso; um competidor na promoção da regulamentação financeira; e um agente que precisa decidir se prioriza em sua gestão a batalha na concepção de política monetária ou o papel de regulador do sistema (CALOMIRIS, 2006, p. 170);

estivesse assegurado. Como resultado, durante esta gestão, os bancos expandiram seus negócios por meio da exploração de várias brechas contidas na regulamentação existente para ampliar o conjunto de operações em busca de rentabilidade⁷.

Neste contexto, o *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999 ratificou o movimento dos bancos em direção ao mercado de capitais. As principais diretrizes estabelecidas por essa legislação visaram o relaxamento das restrições impostas pelo *Banking Act* de 1933 e pelo *Banking Holding Company Act* de 1956⁸. O objetivo foi a diminuição dos constrangimentos que impediam os bancos comerciais de se associarem com companhias de seguro, bancos de investimento, por exemplo. Neste novo quadro regulatório, conforme assinalam Barth et alli (2000, p. 193), consentiu-se que as subsidiárias bancárias conduzissem a maioria dos serviços financeiros⁹. Permitiu-se, também, que a *Banking Holding Company* se transformasse em *Banking Financial Holding Company*, podendo agregar subsidiárias cujas atividades financeiras fossem não bancárias.

O Ato consentiu, ainda, que *holdings* e instituições depositárias negociassem nos mercados de títulos, seguros e bancários. No entanto, a legislação procurou limitar a associação de atividades financeiras com aquelas consideradas não-financeiras (BARTH et alli, 2000, p. 193). Ao defender a formação de *Holdings* Financeiras Bancárias, essa legislação favoreceu a retomada do poder financeiro pelos grandes bancos, conforme destaca The Levy Economics Institute (2011, p. 9):

Financial holdings companies would be much larger than either commercial deposit-taking banks or noninsured investment banks had been

-
- 7 Para fins de exemplo, conforme destacam BARTH et alli (2000, p. 196), o *Glass Steagall Act* não definiu os termos *engaged principally* (engajada principalmente) ou *primarily engaged* (engajada primeiramente), e permitiu que o Fed determinasse quando uma atividade fosse *closely related to banking*. Em 1987, dada esta liberdade de interpretação, o Fed "(...) allowed bank holding companies to establish securities subsidiaries to engage in limited underwriting and dealing in municipal revenue bonds, mortgage related securities, consumer-receivable related securities, and commercial paper";
- 8 A legislação original, que foi modificada no decorrer dos anos, especificava que o Federal Reserve Board of Governors deveria aprovar o estabelecimento de uma *Holding* Bancária e proibia que aquela estabelecida em um determinado Estado adquirisse bancos em outros Estados. O objetivo desta legislação era regulamentar e controlar os bancos que formaram *Holdings* que tinham adquirido outros negócios financeiros além dos bancários. A lei proibia que uma *Holding* Bancária se engajasse em muitas atividades financeiras não bancárias ou adquirisse direitos de votos em companhias que não eram bancárias. A este respeito, ver KLEBANER (1958, pp. 313-326) e STANFORD LAW REVIEW (1957, pp. 333-350);
- 9 "Major exceptions are that financial subsidiaries cannot engage in insurance or annuity underwriting, insurance company portfolio investments, real estate investment and development, or certain aspects of merchant banking (after a five-year moratorium, financial subsidiaries may be allowed to engage in all aspects of merchant banking)." (Barth et alli, 2000, p. 193);

in the past, since expansion would not be limited to the provision of any particular service as had been the case under Glass-Steagall.

Nota-se, assim, que a mesma estava em acordo com os interesses de grandes grupos financeiros que procuravam retomar o espaço de atuação perdido na cena financeira desde a reforma bancária realizada na década de 1930.

Quanto à estrutura regulatória, conforme destacam Barth et alli (2000, p. 194), este Ato aderiu ao princípio da “regulamentação funcional”, ou seja, atividades semelhantes devem ser regulamentadas pela mesma autoridade regulatória: *“Under functional regulation, federal and state banking regulators regulate bank activities, federal and state securities regulators regulate securities activities, and state insurance regulators regulate insurance activities”*.

Esta estrutura regulatória fragmentada, consolidada pelo Ato, permite que uma mesma instituição, no caso uma *Holding* Financeira Bancária, sofra diferentes graus de supervisão, por diferentes agentes reguladores, conforme a atividade que desempenha. O resultado desse desenho institucional permitiu um maior espaço para o surgimento de inovações financeiras com vistas a contornar as regras existentes, além de favorecer os grandes conglomerados financeiros e o crescimento do poder dos bancos, conforme será explicado na seção seguinte.

DESREGULAMENTAÇÃO, O AVANÇO DO NEGÓCIO BANCÁRIO NO MERCADO DE CAPITAIS E CRISE FINANCEIRA

Nesta seção pretende-se destacar as consequências das medidas adotadas pelos atos de 1980 e 1999 para o negócio bancário, nos anos 2000. Primeiramente, contextualiza-se o ambiente econômico nos Estados Unidos que, com o novo contexto institucional, pode ter favorecido o desenvolvimento de inovações financeiras. De forma mais detalhada, em três subseções, examinam-se: o processo de securitização; a expansão do crédito durante a década de 2000; e, por fim, a crise financeira de 2007/2008. O objetivo central desta seção é demonstrar como o avanço dos bancos nos mercados de capitais influenciou decisivamente os condicionantes desta crise.

Vários são os fatores conjunturais e estruturais que condicionaram as inovações financeiras, o avanço dos bancos no mercado de capitais e a crescente fragilização financeira. Em primeiro lugar, a aparente estabilidade do sistema econômico derivado do grande período sem depressões no mundo desenvolvido (períodos de estabilidade criam endogenamente forças disruptivas que levam o sistema a crises; com a ausência de períodos mais turbulentos, não se transparecem as estruturas de débitos crescentes dos agentes da economia, que se conformaram ao longo do período [MINSKY, 2008a]); e a capacidade de os bancos centrais responderem prontamente aos momentos de escassez de liquidez, como ocorreu em várias crises bancárias na década de 1980, nos Estados Unidos, impedindo o desencadeamento de crises profundas, aumentando o “apetite” dos investidores por práticas mais ariscadas e, por sua vez, aumentando a instabilidade sistêmica. Em segundo lugar, pelo *Gramm-Leach-Bliley Act*, o suposto fortalecimento da concorrência na esfera financeira, por incorporar a crença na eficiência dos mercados¹⁰. Buscava-se uma melhor alocação dos recursos e uma diminuição dos limites impostos pelo *New Deal*. Essa lógica visava deixar as instituições financeiras livres para competirem equanimemente nos mercados nacionais e internacionais. Sob a ótica novo-keynesiana, que predominava (e predomina) entre os *policy-makers*, acreditava-se que, com a integração supranacional da rede financeira, seria possível diluir riscos, prevê-los e avaliá-los corretamente com as inovações tecnológicas de informação. Os mercados encontrar-se-iam no ápice de sua eficiência, minimizando todos os efeitos desastrosos derivados da “assimetria de informação”.

E, finalmente, em terceiro lugar, o relaxamento contínuo da supervisão sobre os mercados feita pelo Fed e por outras instituições regulatórias, adotando a política dos mercados eficientes e da regulação funcional, criando condições que poderiam levar a uma crise de solvência e não apenas de restrição de liquidez.

Como consequência do novo contexto institucional acima descrito, as políticas monetárias dos bancos centrais perdem grande parte do poder que detinham em influir nos ciclos dos negócios, devido à ratificação das inovações financeiras. Trata-se de uma relação interativa, e tautológica, entre causa e consequência: o encolhimento do papel do Fed permite o desenvolvimento de práticas que não se sustentam, e estas existem como consequência da nova postura do Fed.

10 De acordo com a hipótese dos mercados eficientes, o mercado é considerado eficiente se refletir rapidamente qualquer informação disponível por meio dos preços dos ativos, o que impossibilitaria ganhos anormais. Isto significaria que a posse de informações sobre este mercado não alteraria o retorno esperado;

Fragilização financeira e securitização

A fragilização financeira sistêmica da economia norte-americana tem como causa principal as inovações financeiras bancárias que, progressivamente, permitiram a separação entre o débito para financiar investimentos e a dinâmica dos ativos financeiros nos mercados secundários. Neste contexto, situa-se o processo de securitização, que se desenvolveu, em meados da década de 1980, no mercado de hipotecas imobiliárias, nos Estados Unidos (MINSKY, 2008b), tomando maior impulso nos anos posteriores, principalmente na década de 2000. Nesta subseção, examina-se o processo de securitização, por considerá-lo a inovação financeira mais importante que estimulou a expansão desse risco sistêmico, sob a hipótese da instabilidade financeira de Minsky (1992).

Esta hipótese sustenta-se na constatação de Keynes (1963, p.169) de que, no sistema capitalista, existe um véu monetário¹¹ entre os ativos reais e os detentores de riqueza. São os segundos que, ao emprestarem recursos, possibilitam aos proprietários nominais do capital possuir ativos reais. A intermediação desses recursos é feita majoritariamente pelos bancos que fornecem garantias aos depositantes, concedentes de recursos, e aos tomadores de empréstimos.

Ademais, o financiamento do investimento carrega consigo um rastro de dívidas (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002). Como, no momento em que se realiza o investimento, os empresários têm expectativas dos lucros que irão receber, a forma como o investimento é financiado tem impacto determinante na composição das estruturas financeiras dos agentes econômicos. A dívida tomada para financiar o investimento é certa; no entanto, o retorno que se espera receber por esse investimento é incerto.

Neste contexto, o presente, o passado e futuro econômico conectam-se não apenas pelos ativos de capital e pelo mercado de trabalho, mas principalmente por relações financeiras. E a fragilização financeira do sistema econômico aumenta conforme cresce a interdependência nas relações de débitos dos agentes da economia, sejam estas empresas, famílias, governos ou instituições financeiras¹². Minsky (1992, pp. 4-5) ressalta que, no estágio atual do capitalismo, no “mundo

11 Não confundir com o “véu monetário” da Teoria Quantitativa da Moeda;

12 Nesse artigo de 1992, Minsky argumenta que a existência da fragilidade financeira, ou seja, do crescimento dos débitos, pode ser confirmada de forma empírica e também por meio de argumentação teórica;

moderno”, a análise e as implicações das relações financeiras para o comportamento do sistema não pode ser restringida à análise patrimonial dos negócios, mas também das famílias, dos governos e das empresas internacionais.

O autor destaca três posições dos agentes na economia que variam conforme a relações entre renda e débito que possuem, são elas: *hedge finance*, *speculative finance* e *Ponzi finance*. Segundo essa taxonomia, sucintamente, o agente estaria em uma posição *hedge finance* quando a previsão acerca dos fluxos de receita fossem suficientes para sanar os compromissos financeiros do período, ou seja, serem capazes de pagar os juros e amortizar o principal das dívidas; em *speculative finance* quando a previsão dos fluxos de receita suprissem apenas os juros e não conseguissem amortizar o principal; e em *Ponzi finance* quando as receitas esperadas não fossem nem suficientes para cobrir os juros, nem para amortizar o principal, sendo necessário refinarciar as dívidas (MINSKY, 1992, p. 7).

A fragilização financeira ocorre de forma endógena ao sistema econômico, conforme as margens de segurança, tanto dos emprestadores como dos devedores, diminuem. Kregel (1997, p. 543) destaca que esse processo ocorre de forma lenta e imperceptível. O autor também ressalta a contribuição teórica de Minsky, ao destacar que esse processo autogerador de instabilidade é inevitável e endógeno ao sistema econômico, pois longos períodos de estabilidade levariam à corrosão das margens de segurança, aumentando os riscos dos devedores e emprestadores, alterando as estruturas financeiras dos agentes, que passam de *hedge* e, aos poucos, tornam-se *Ponzi*.

A inovação financeira é entendida, sob a perspectiva da hipótese de Minsky, como o combustível que proporciona a fragilização financeira, ao viabilizar a deterioração das margens de segurança. No caso específico norte-americano, dos anos 2000, este papel foi desempenhado, principalmente, pela securitização do crédito.

A peculiaridade desta modalidade de inovação financeira, a securitização, é a “distância” que separa o tomador de crédito inicial e o emprestador final, o que aprofunda o grau de intermediação. Entre estes dois agentes impõe-se uma cadeia de intermediários financeiros, na qual o crédito inicial é substancialmente transformado. O objetivo deste processo, ancorado pela lei dos grandes números, é diluir o risco de crédito (AGLIETTA, 2008, p. 29). Acredita-se, ademais, que a conformação de *pools* de créditos, não inter-relacionados e espacialmente difundidos, proporcionaria um rendimento global menos volátil do que se cada um estivesse sozinho. Minsky, em vários trabalhos, destacou essa tendência do mercado

em presumir ser capaz de antecipar o futuro por meio de modelos econométricos, o que só causaria maior instabilidade sistêmica. Tais modelos, segundo o autor, são feitos, na maioria das vezes, em momentos mais estáveis, quando a média das posições financeiras é *hedge*, havendo incentivos para que se aumente o endividamento; porém, conforme as estruturas vão se tornando mais fracas pelo acúmulo de débitos, as posições de financiamento progressivamente se deterioram:

The way markets price capital and financial assets often reflects an heroic assumption that the unknowable can be known: that propositions about fundamentally uncertain situations can be derived by assuming that what happens can be viewed as if it is a sample from a well defined probability distribution. Strategies for controlling assets often treat uncertain situations as if they were amenable to probability analysis. But once the randomness associated with uncertainty becomes manifest, the values sustained by this financing strategy become inappropriate. The necessity to adjust portfolios in a world which does not conform to expectations is likely to lead to the collapse of asset values (MINSKY, 1991, p.17).

O processo de securitização constitui-se de oito participantes principais que são beneficiados ao longo deste processo. A seguir, ressalta-se o papel destes agentes e as redes de interesses construídas pelo aprofundamento da intermediação financeira neste processo. Os agentes envolvidos almejam aumentar o potencial de criação dos produtos estruturados – *structured asset-backed security* (ABS), pacote de títulos – ou securitizados com o objetivo de elevar a própria rentabilidade¹³.

A securitização, hipoteticamente, inicia-se quando o tomador de empréstimo, o primeiro agente envolvido, recorre a um intermediário financeiro (o segundo agente) para solicitar crédito. Este intermediário transforma a promessa de pagamento do devedor em um ativo negociável que é vendido ao terceiro agente, o banco de investimento. Este compra o ativo originado e o insere em um *pool* de ativos, o qual gerará um produto estruturado, cujas garantias são dadas pelos empréstimos iniciais, a *security* correspondente. O banco de investimento age na busca de melhorar a qualidade do pacote de diferentes títulos. Para este fim, criam modelos de aná-

13 Como subsídio desta análise, recorrem-se às notas para discussão escritas por Minsky em 1987, publicadas em 2008 pelo The Levy Economics Institute (MINSKY, 2008b);

lise de risco e contratam econometristas para avaliar o risco de *default* destes pacotes. Aqui entram também as agências de notação de risco de crédito (o quarto agente do processo) que fazem essa classificação para os diferentes pacotes de títulos.

O quinto agente refere-se aos administradores dos investimentos destas *securities*, que agiriam para garantir o interesse dos compradores finais, os investidores, que são os financiadores do processo – as famílias, empresas, bancos, investidores estrangeiros e investidores institucionais – comprando este pacote de títulos; eles formam o sexto agente do processo. Os administradores recebem a renda gerada pelo investimento e repassam aos compradores finais – cobrando uma taxa – e os bancos comerciais passam a prestar também este tipo de serviço. Normalmente, estes transacionam com a organização de serviço (sétimo agente), que recebe o pagamento do produto estruturado e o retransmite para o administrador. Por fim, o oitavo agente é aquele que cria o mercado secundário para a transação destes novos produtos estruturados (*securities*), o que é normalmente efetuado pelo próprio banco de investimento que comprou o ativo inicial.

Quando os bancos comerciais atuam como segundo agente, originando o ativo e vendendo-o ao banco de investimento, eles excluem a transação dos seus balanços, contornando as restrições que lhes foram impostas, tanto no que concerne aos depósitos de reserva, quanto aos requerimentos de capital. Esta foi a forma encontrada pelos bancos e outras instituições depositárias para recuperar a taxa de rentabilidade perdida nas décadas de 1970 e 1980¹⁴, como reação a desintermediação financeira. Isso também fomenta o relaxamento na avaliação de crédito efetuada por aqueles que concedem o crédito inicial e tornam o papel negociável, já que ele será rapidamente vendido.

O caminho em direção às estruturas *Ponzi* foi construído ao longo de mais de uma década e, conforme visto, criou uma cadeia de inúmeros agentes interessados na valorização e na proliferação dos produtos estruturados, especialmente aqueles lastreados pelas hipotecas imobiliárias, os *mortgage-backed securities* – MBS. A rede subjacente ao processo de securitização foi conectada pelo desejo pecuniário dos agentes financeiros que procuravam criar valor para os acionistas (GUTTMANN; PLIHON, 2008). O capital financeiro tem sua expressão máxima e exerce o papel central na conformação deste ciclo.

14 WRAY (2007, p. 8) argumenta que a política de juros altos praticada pelo Federal Reserve a partir da década de 1970 até meados da década de 1980, sob a égide do monetarismo, impactou negativamente na rentabilidade do setor bancário, principalmente pelo fenômeno da “desintermediação financeira”;

Conforme ressaltado, os bancos comerciais e outras instituições financeiras que originam o ativo securitizado são levados a esse processo para aumentar sua rentabilidade por meio de taxas e serviços, deixando de ter uma relação direta com seus clientes, e, em grande medida, agindo como corretores (GUTTMANN; PLIHON, 2008; FARHI; CINTRA, 2009). A concorrência financeira enfrentada por estas instituições exerce força essencial neste processo. O mesmo ocorre com os *brokers*, os quais, segundo Wray (2007, p. 9), induzem os tomadores de empréstimos a aceitar termos contratuais menos favoráveis, como os *subprimes*¹⁵, que cobram uma taxa de juros maior: “*Brokers were richly rewarded for inducing borrowers to accept unfavorable terms, which increased the value of the securities*”.

Como quem origina o ativo financeiro é remunerado segundo as taxas ou tarifas de intermediação que cobra e não pela taxa de retorno do ativo, há um desincentivo para que se avalie o potencial de pagamento dos tomadores de empréstimos. Durante a evolução do ciclo de endividamento, ocorre um movimento em direção aos piores pagadores, gerando um problema de insolvência sistêmica. Inicialmente, os empréstimos são concedidos aos *low doc*, aqueles com documentação incompleta, depois aos *no doc*, aqueles que não apresentam documentos, em seguida aos *liar loans*, emprestadores que mentem sobre sua posição patrimonial para adquirirem empréstimos, mas que, no entanto, são incentivados a isso por aqueles que originam o papel, até que se chega aos *Ninja loans*, *no income*, *no job*, *no assets*, ou seja, tomadores de empréstimo sem renda, emprego ou ativo (WRAY, 2007, p. 11). Este movimento estava assegurado pela crença de que haveria uma diluição do risco e que seria possível transformar e retransformar, quebrando e recortando, os títulos em novos pacotes estruturados, a fim de ajustá-los para que tivessem a rentabilidade desejada pelo investidor e menores riscos.

Para que ativos mais arriscados parecessem tão bons quanto aqueles de menor risco, as agências de notação de risco de crédito, seguradoras e econométristas desempenharam um papel essencial. Há uma busca por técnicas que aparentemente melhoram o crédito, a fim de que se desenvolva um mercado para os títulos mais arriscados, como o *subprime*. Procura-se construir de forma artificial a credibilidade destes mercados para que seja possível extrair dos negócios a maior rentabilidade possível. Por isso, algumas hipotecas passam a ser garantidas por

15 As hipotecas *subprime* referem-se aos empréstimos feitos às pessoas cuja capacidade de pagamento era considerada duvidosa. O uso contínuo destes títulos em vários instrumentos estruturados, como o MBS, foi possibilitado pelas incorporações de *tranches*, que detinham hierarquia de pagamento em caso de *default*, dos títulos menos arriscados (*seniors*) aos mais arriscados (*subprimes*), dentro dos produtos estruturados, conforme será visto neste artigo;

seguros já na sua emissão (WRAY, 2007, p. 10). E a capacidade de pagamento das seguradoras é avaliada, também, pelas agências de notação de risco de crédito. Para sustentar esta cadeia, as hipotecas precisam ser bem avaliadas. Caso contrário, a queda de seu preço e o aumento do custo do seguro impediriam o desenvolvimento do mercado. Há uma confluência de interesses para subestimar o risco, o que possibilita a criação de um mercado bem desenvolvido para que estes ativos sejam negociados, assegurando os lucros de todos os envolvidos. Os próprios bancos que originavam o papel passam a garantir a recompra de determinados ativos caso houvesse perdas de capital.

O objetivo seria garantir que as taxas de juros oferecidas pelas hipotecas mais do que justificassem a assunção dos riscos (WRAY, 2007, p. 8). O *subprime* era mais rentável para todos os integrantes da rede, inclusive para os investidores finais destes ativos, como os fundos de pensão. Geravam mais taxas, tarifas e juros em comparação com aqueles mais seguros. Para os tomadores de crédito, que iniciavam o processo, quando não conseguissem honrar seus compromissos financeiros, era garantido o refinanciamento das dívidas iniciais, na maioria das vezes colocando como garantia os ativos que possuíam, inclusive os ativos imobiliários que não estavam mais hipotecados. Os ativos reais tornam-se líquidos com esse processo.

Como havia uma valorização dos ativos também na esfera real, parecia “racional” utilizar-se deste benefício, não apenas quando não se conseguia pagar as dívidas em que se refinanciavam os imóveis, mas também para acompanhar o crescimento do valor deste ativo no mercado imobiliário. O ativo utilizado como garantia do crédito também estava aumentando o seu valor. Os empréstimos tomados que tinham como garantia os ativos imobiliários eram majoritariamente utilizados para financiar o consumo, garantindo o crescimento da economia, e não o investimento. Era um jogo em que aparentemente todos se beneficiavam.

Nesse período, a fragilização financeira, discutida nos parágrafos anteriores, chega ao ápice, pois endogenamente o risco é alavancado pela completa redução das margens de segurança dos emprestadores e devedores, proporcionada pelas inovações financeiras, aproximando o sistema da crise financeira. E, conforme destaca Kregel (1997, p. 548), não se trata de um processo que seja irracional, em que haja assimetria de informação ou otimismo em excesso, por se tratar de um processo endógeno: *“The more things change, the more things appear to remain the same as far as margins of safety are concerned”*. E não há como prevenir a crise que se configura com a ascensão desse processo.

O crédito como motor da expansão e os limites do Fed

Continuando a análise das inovações financeiras, iniciada na subseção anterior, nesta pretende-se destacar outros fatores de ordem microeconômica, mas também aqueles de ordem macroeconômica, que possibilitaram o ciclo de expansão do crédito, e, conseqüentemente, do processo de securitização que deflagrou a crise de 2007/2008.

Aglietta (2008, p. 22) destaca três inovações microeconômicas de maior importância que se atrelam à expansão do crédito. A primeira refere-se à mudança de regras contábeis do setor financeiro, que proporcionaram a valorização dos ativos e ganhos de capital aos seus detentores. De acordo com a definição de Aglietta (2008, p. 18), a regra *market to market* avalia o ativo financeiro segundo o valor que é cotado no mercado. Conforme avança o ciclo de crédito, que produz o aumento do endividamento, cresce também o valor dos ativos, devido à inflação de seus preços no mercado financeiro, inclusive daqueles pertencentes às instituições que fomentam a alavancagem do crédito. Isso proporciona que o passivo destas instituições cresça a um passo menos acelerado do que a valorização de seus respectivos ativos. A alavancagem mostra-se como um bom negócio, as receitas geradas pelos ativos mais do que superam as despesas referente às captações. Os bancos, atuando como intermediários financeiros, têm interesse em aumentar o próprio endividamento para emprestar mais aos investidores que desejam comprar os títulos; por isso, utilizam nestes processos técnicas para evadir os requerimentos de reserva e de capital, aumentando a alavancagem, e, também, a rentabilidade.

A segunda inovação refere-se aos derivativos de crédito, ou ao *credit default swap*, que proporcionam a transferência do risco de inadimplência do detentor do título para o vendedor do CDS. Esta foi mais uma forma de as instituições que sofriam supervisão financeira, as *Holdings* Financeiras Bancárias, transferirem o risco alavancando o crédito. Conforme destacam Farhi e Cintra (2009, p. 27), os bancos, na busca por diminuir os seus riscos, “*estiveram na origem do surgimento e na forte expansão dos derivativos de crédito*”.

A terceira inovação refere-se ao novo modelo de avaliação de risco dos tomadores de empréstimos pelos bancos comerciais. A fim de dinamizar o processo de concessão de empréstimos, não se cria mais um dossiê dos respectivos demandantes de crédito; colocam-se informações do cliente em um sistema que funciona

sob o método estatístico de VaR (*Value at Risk*), em que, para se obter o valor esperado da máxima perda (ou pior perda) dentro de um horizonte de tempo, é dada a probabilidade de sua ocorrência dentro de um certo intervalo de confiança. Além de este sistema não ser tão preciso quanto a avaliação do histórico do tomador de empréstimo, as informações inseridas no programa são continuamente deterioradas, uma vez que o incentivo de quem origina os títulos é de aumentar a quantia de empréstimos, enquanto o problema do risco poderia ser resolvido com a venda destes títulos.

Uma quarta inovação de ordem microeconômica, que convém ressaltar, é a criação das diversas *tranches* (segmentos) dentro dos produtos estruturados, ABS, dinamizando o sistema. As *tranches* ranqueavam os títulos de acordo com as hipotecas em que se amparavam, e também hierarquizavam o direito dos investidores de receberem o retorno do investimento. Os primeiros clientes que recebiam os retornos eram os que investiram em títulos *senior*, na sequência, *mezzanine* e, por fim, *equity*. As hipotecas *subprime* faziam parte deste terceiro segmento e quando evidenciada sua insolvência, constituíram-se em “lixo tóxico”. Neste contexto, os CDOs – *collateralized debt obligations* – uma modalidade ABS, com múltiplas *tranches*, tiveram seu volume significativamente aumentado entre 2000 e 2006.

Em âmbito macroeconômico, a expansão do crédito atrela-se, em grande medida, à política monetária do Fed para superar a crise financeira de 2001. Devido às incertezas dos mercados no período e à baixa taxa de inflação¹⁶, a autoridade monetária norte-americana permitiu que a taxa de juros se mantivesse por muito tempo a 1%. Consequentemente, as taxas de juros reais tornaram-se negativas, apesar da inflação baixa, e tornou-se vantajosa a tomada de empréstimos no curto prazo para as diferentes instituições financeiras e para as famílias. A política monetária expansiva do Fed teve como resultado o aquecimento do mercado imobiliário, pois as famílias estavam dispostas a endividar-se já que os custos eram baixos (AGLIETTA, 2008, p. 36). Estes impulsos facilitaram o processo de securitização. Ademais, sob a égide desse sistema liderado pelas finanças, a política monetária expansiva do Fed, de 2001 a 2004, ao tentar enfrentar os efeitos disruptivos da crise de 2001, provocou o aumento de liquidez e fez que o excesso de *managed*

16 Segundo Aglietta (2008, pp. 33-37), a baixa taxa de inflação é consequência da mudança de padrão de desenvolvimento adotada pelos países asiáticos, que, após a crise financeira de 1997, optaram por se transformar em economias *export led*, acumulando poupanças em dólares possibilitando que se transformassem também em exportadores de capital. Com a entrada da China e da Índia na OMC, houve uma pressão de queda dos preços dos bens de consumo industriais, derrubando as taxas de inflação no mundo todo;

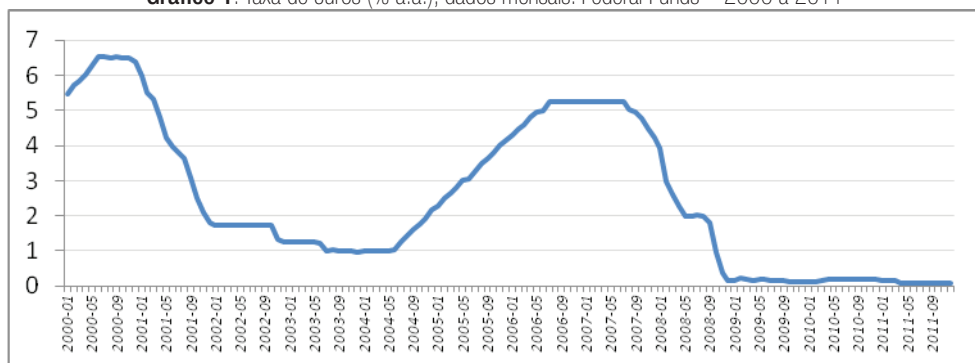
money procurando por retorno fomentasse a especulação e o desenvolvimento do mercado de MBS e CDO (WRAY, 2007, p. 7). O resultado foi a emergência de uma bolha imobiliária nos Estados Unidos.

Aglietta (2008, p. 37) destaca o fenômeno da mudança dos agentes endividados na economia norte-americana. Há uma transferência do endividamento das empresas para as famílias. O Fed, para recuperar as empresas após a crise de 2001, proporcionou condições para que elas se desendividassem, ao mesmo tempo em que permitiu que as famílias assumissem progressivamente dívidas maiores. O consumo passa a ser a principal força do crescimento econômico, a partir de 2003:

On a assisté à un véritable transfert de la dette des entreprises vers la dette des ménages. La conjecture, à partir de l'année 2003, a été très fortement soutenue par la consommation, elle-même encouragée par la baisse de taux d'intérêt de la Fed qui s'est propagée aux taux d'intérêt à long terme.

Em 2004, como se pode verificar pelo Gráfico 1, o Fed inicia uma política de aumento da taxa de juros dos *federal funds rate*, atingindo 5,25% ao ano, em meados de 2006.

Gráfico 1: Taxa de Juros (% a.a.), dados mensais: Federal Funds – 2000 a 2011



Fonte: Elaboração própria a partir do Federal Reserve, *Historical Data*; média do período.

No entanto, conforme destaca Aglietta (2008), esta política pouco conseguiu influir na taxa de juros de longo prazo, devido à grande liquidez do dólar em escala global, proporcionada pela expansão da economia norte-americana desde 2003. Os países exportadores mantinham grande parte das suas reservas internacionais

em dólares. Como consequência, o Fed perdeu a capacidade de obter efeitos no longo prazo de sua política monetária. Os canais da expansão endógena de moeda¹⁷ não poderiam ser controlados devido à desregulamentação financeira, ao uso crescente de inovações financeiras e ao subsequente aumento da liquidez mundial alavancado pela política expansiva do Fed. Apenas no segundo semestre de 2005, com uma demanda pesada a favor dos títulos soberanos norte-americanos, inicia-se o aumento da taxa longa de juros.

As hipotecas *subprime* ganham força em 2006, pois todos aqueles considerados “bons pagadores” já estavam endividados, com as famílias no ápice de sua capacidade de financiamento. As hipotecas *subprimes* caracterizam-se pelo uso de taxa de juros reajustáveis, inicialmente muito atrativas e baixas, para se tornarem, posteriormente, muito altas. A elevação dos juros de contrato acarreta que muitos devedores não conseguem pagá-las, deflagrando as suspeitas quanto à sustentação do ciclo. Em meados de 2006, os preços dos ativos imobiliários norte-americanos cessam de subir, a partir dos efeitos da política restritiva do Fed, e, no terceiro trimestre daquele ano, começam a cair. Há uma demanda desenfreada por crédito para que se sustente o ciclo de valorização das hipotecas. Neste período, as agências de notação de risco continuam classificando os títulos com notas elevadas, conforme assinala Aglietta (2008, p. 43). No entanto, pelo aumento brutal da taxa de juros nos contratos, inicia-se um processo de *default* e de suspeita quanto à rentabilidade dos outros produtos estruturados, por também serem vinculados ao mercado imobiliário, e terem hipotecas *subprime* em seus *pools*. Em meados de 2007, as agências de notação alteram a classificação de vários produtos estruturados para baixo, inclusive alguns MBS que continham hipotecas *subprime*, os desqualificando como componentes do portfólio de fundos mútuos ou de pensão, conforme ressaltam Guttman e Plihon (2008).

A transmissão dos riscos das hipotecas *subprime* para o MBS afetou na sequência o mercado de CDO (*collateralized debt obligation*), o qual negociava diferentes tipos de dívidas, como debêntures, títulos lastreados em hipotecas e dívida de cartão de crédito, conforme destacam Guttman, Plihon (2008). Toda a rede de instituições financeiras que funcionava como compradora de risco dos bancos comerciais/ universais é afetada e rompe-se a lógica da diluição do risco, previamente instituída.

17 Pela acepção de criação endógena da moeda, entende-se que a expansão das atividades dos bancos comerciais não é limitada pela autoridade monetária, e, quando houver imposições, os bancos comerciais correntemente inovam e burlam as restrições de reservas impostas pelos Bancos Centrais. Para mais detalhes, ver Minsky (2008a, pp. 252-3);

A distribuição do risco efetuada pelas *Holdings* Financeiras Bancárias, conforme destacam Farhi e Cintra (2009, p. 26), foi possível porque outras instituições se dispuseram a assumi-lo. Tais instituições

(...) formaram o chamado global shadow banking system (sistema bancário global na sombra ou paralelo), um conjunto de instituições que funcionava como banco, sem sê-lo, captando recursos no curto prazo, operando altamente alavancadas e investindo em ativos de longo prazo e ilíquidos.

Por não se configurarem como instituições depositárias, não estavam submetidas aos controles de atuação impostos pela autoridade monetária. E, também, não poderiam ser socorridas, em momentos de crise, com injeções de liquidez.

Seguindo a definição utilizada por Farhi e Cintra (2009, p. 27), o *shadow banking system* engloba todas as instituições financeiras que não têm o ambiente de atuação restringido pela supervisão da autoridade monetária, nem pelos Acordos de Basileia: “os grandes bancos de investimento independentes (*brokers-dealers*), os *hedge funds*, os *fundos de investimento*, os *fundos private equity*, os *diferentes veículos especiais de investimento*, os *fundos de pensão e as seguradoras*”. Os autores também atentam para o fato de que, nos Estados Unidos, os bancos regionais especializados em créditos bancários e as agências quase públicas, patrocinadas pelo governo, Fannie Mae e Freddie Mac¹⁸, fazem parte do *shadow banking system*.

Estas instituições compravam os títulos estruturados dos bancos comerciais e de investimento por meio da emissão de títulos de curto prazo, como os *commercial papers* lastreados em ativos (*asset-backed commercial paper*). Os bancos que a gerenciavam mantinham disponíveis linhas de créditos contingenciais para que fossem utilizadas em momentos de aperto de liquidez. A crise rebateu no sistema bancário quando estas instituições passaram a demandar maciçamente as linhas de crédito e não conseguiram mais emitir os *commercial papers* para financiarem suas posições de longo de prazo. A crise de liquidez, inicialmente, neste contexto,

18 A primeira foi criada em 1938, como resultado da reforma financeira implementada pelo New Deal, e tinha como objetivo prover liquidez ao mercado secundário de hipotecas, emitindo os já mencionados MBS. Desta maneira, possibilitava o aumento dos interessados em participar do financiamento no setor habitacional. A Freddie Mac foi criada em 1970 e tinha o mesmo objetivo. Essas empresas, apesar de serem privadas e possuírem ações na bolsa de valores, detinham linhas de crédito garantidas pelo governo, e, por isso, conseguiam se financiar a um custo baixo e operavam amplamente alavancadas (FARHI; CINTRA, 2009);

transferiu-se aos bancos comerciais pelo uso maciço dos ativos contingenciais pelas instituições do *shadow banking system* das linhas pré-aprovadas de crédito que detinham. Iniciaram-se recorrentes crises de liquidez e o banco central começou a intervir desempenhando seu papel tradicional no capitalismo monopolista de empréstador de última instância.

A crise de liquidez e a crise de solvência do sistema bancário

Nesta subseção, analisam-se a crise de liquidez e, em seguida, a crise de solvência, que abateram o setor bancário norte-americano em 2007 e 2008 como consequência do processo de securitização e da expansão do ciclo de crédito.

De junho de 2007 até o pico da crise, caracterizado pela falência do banco de investimento Lehman Brothers em setembro de 2008, aumentou a pressão sobre a liquidez e solvência de muitas instituições financeiras¹⁹.

Em 2007, com o mercado monetário paralisado pela crise de liquidez, os bancos de investimento e as agências quase públicas não conseguiam levantar fundos para se refinanciarem no curto prazo. Eles procuraram vender os ativos para os quais ainda havia mercado, o que desencadeou a queda de seus respectivos preços. Farhi e Cintra (2009, p. 31) ressaltam que o Fed teve de prover liquidez a estas instituições oferecendo-lhes acessos às operações de redesconto. No entanto, tal medida não foi suficiente para impedir o desmantelamento deste mercado. Em março de 2008, o quinto maior banco de investimento norte-americano, o Bear Stearns, sofreu ameaça de *default*, o Fed interveio e alongou o prazo das linhas de financiamento concedidas aos bancos de investimento. Por meio de um empréstimo de US\$ 29 bilhões, o J. P. Morgan comprou aquela instituição.

Em julho de 2008, a crise de liquidez atingiu a Fannie Mae e a Freddie Mac. Segundo Farhi e Cintra (2009, p. 32):

As duas companhias carregavam US\$ 4,7 trilhões, por meio da emissão de dívida ou de garantias a títulos hipotecários (RMBS), ou seja, 32% dos créditos hipotecários nos EUA (US\$ 14,8 trilhões), equivalente a 33% do PIB (Produto Interno Bruto), estimado em US\$ 14,3 trilhões em junho de 2008.

19 Conforme FARHI; CINTRA (2009, p. 31), “as instituições financeiras não bancárias sofreram uma verdadeira ‘corrida bancária’ contra o global shadow banking system”;

No cenário de queda de preço dos ativos, o valor de mercado da Freddie Mac caiu 93,7%, e da Fannie Mae, 95,3%, em meados de 2008 (AGLIETTA, 2008, p. 68). No início de setembro, para impedir um colapso do mercado de hipotecas, o Tesouro norte-americano abriu, via banco central, uma linha de crédito de US\$ 100 bilhões para cada uma dessas instituições. Em 2009, esta linha se estendeu para US\$ 200 bilhões²⁰.

No entanto, em meados de setembro de 2008, o Fed decidiu não suprir as necessidades de liquidez do Lehman Brothers, o que implicou na falência deste banco de investimento. Além de a ação do Fed ter sido interpretada como uma tentativa de diminuir o risco moral, Aglietta (2008, p. 69) destaca que a autoridade monetária subestimou a real dimensão das interconexões das operações deste banco no mercado de derivativos. O primeiro efeito da quebra do Lehman Brothers foi a rápida paralisação do mercado de crédito e do mercado interbancário; o segundo, foi a explicitação de problemas de insolvência do sistema bancário que demandariam ações para a recapitalização deste setor (AGLIETTA, 2009, p. 72).

Em setembro de 2008, na conjuntura de crise de liquidez em escala global, assiste-se a uma atuação conjunta dos bancos centrais de diferentes países, com o objetivo de aumentar a liquidez financeira de forma coordenada. Pelos motivos levantados, a função do Fed como emprestador de última instância foi de extrema importância. Antes da falência do Lehman Brothers, o Fed já vinha atuando com o objetivo de restaurar a liquidez do sistema, abrindo, inclusive, linhas de crédito aos bancos de investimento. Na sequência, o Fed começou a aceitar, como garantia de seus suprimentos de liquidez, títulos de crédito de maior risco no lugar de bônus do Tesouro. O Fed também começou a emprestar diretamente para empresas não financeiras comprando *commercial papers*. Como resultado, a composição do ativo do Fed deteriorou-se, decrescendo substancialmente a parcela relativa dos títulos do Tesouro, como pode ser visto na Tabela 1.

20 FARHI; CINTRA (2009, p. 33) destacam que, do passivo total destas instituições (US\$ 1,6 trilhão em junho de 2008), 68,75% (US\$ 1,1 trilhão) estava em poder de credores oficiais, ou seja, bancos centrais estrangeiros que consideravam este passivo tão seguro quanto os títulos do Tesouro norte-americano;

Tabela1: Ativos do Federal Reserve (1)

	2006	2007	2008	2008	2008	2008	2009	2009	2009	2009	2010	2011
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
Ativos financeiros totais (em US\$ bilhões)	908,2	951,3	932,4	952,0	1.541,4	2.270,6	2.117,3	2.038,3	2.180	2.267,2	2.453,2	2.947,2
Em % dos ativos:												
Reservas oficiais dos Estados Unidos	3,5	3,6	3,9	3,9	2,2	1,6	1,6	1,7	1,7	1,6	1,5	1,2
Certificado de direitos especiais de saque	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Moeda do tesouro	4,2	4,1	4,2	4,1	2,5	1,7	2,0	2,1	2,0	1,9	1,8	1,5
Federal Reserve float	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Empréstimos do Fed para bancos domésticos	0,0	0,0	11,9	18,3	19,5	24,6	25,5	16,1	9,5	4,3	0,0	0,0
Janela de desconto ²	0,0	5,1	11,9	18,3	13,0	24,0	25,3	15,6	9,5	4,3	0,0	0,0
AMLF ⁽³⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	6,5	0,7	0,2	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Títulos de contratos de recompra	4,5	4,9	8,2	12,0	5,4	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instrumentos no mercado de crédito	85,8	77,9	67,7	53,5	50,7	43,4	55,2	72,1	81,5	87,7	92,1	89,4
Títulos no mercado Aberto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Títulos do tesouro	85,8	77,9	63,4	50,3	30,9	21,0	23,3	32,2	35,3	34,3	41,6	56,4
Títulos de Agências (e empresas patrocinadas pelo governo)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,9	13,6	27,4	37,8	47,1	46,5	32,0
Outros empréstimos Bancários	0,0	0,0	4,3	3,2	18,8	21,6	18,4	12,5	8,4	6,3	4,0	1,0
Famílias (TALF) ⁽⁴⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	1,2	2,0	2,1	1,0	0,3
Resto do mundo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Brokers e Dealers ⁽⁵⁾	0,0	0,0	4,3	0,2	13,0	2,0	1,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
financiamento a corporações (Maiden Lane LLC) ⁽⁶⁾	0,0	0,0	0,0	3,0	1,9	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,1	0,2
financiamento a corporações (AIG)	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	1,7	2,2	2,1	1,8	1,0	0,8	0,0
financiamento a corporações (Maiden Lane II LLC) ⁽⁷⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6	0,2

financiamento a corporações (Maiden Lane III LLC) ⁽⁸⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	1,1	1,1	0,9	0,8	0,6	0,3
financiamento a corporações (Commercial Paper Funding Facility LLC) ⁽⁹⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,7	11,6	5,4	1,7	0,4	0,0	0,0
Participações em empresas ⁽¹⁰⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	1,1	0,0
Ativos variados	1,9	4,3	4,0	8,1	19,7	25,1	15,7	8,0	5,2	3,3	3,4	7,7
Moedas estrangeiras não oficiais (swap lines) ⁽¹¹⁾	0,0	2,5	2,3	6,5	18,7	24,4	14,6	5,6	2,6	0,5	0,0	3,4
Outros	1,9	1,7	1,7	1,6	1,0	0,7	1,1	2,4	2,6	2,9	3,4	4,3

Fonte: Elaboração própria a partir do *Flow of Funds Accounts of the United States*.

Notas: ⁽¹⁾ Ativos dos bancos de Reserva Federal e contas monetárias do tesouro que fornecem ou absorvem reservas bancárias. Excluem-se as contas do Federal Reserve Board (fim de período). ⁽²⁾ Empréstimos concedidos aos bancos domésticos por meio de leilão de crédito, crédito primário, crédito temporário, e crédito sazonal. ⁽³⁾ Empréstimos concedidos aos bancos domésticos por meio *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)*. ⁽⁴⁾ Empréstimos concedidos aos bancos domésticos por meio *Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)*. ⁽⁵⁾ Empréstimos concedidos por meio *Primary Dealer Credit Facility (PDCF)* do Federal Reserve e o *AMLF*. ⁽⁶⁾ Empréstimos concedidos pelo Federal Reserve para *Maiden Lane LLC* a fim de facilitar os negócios associados com a aquisição do *Bear Stearns Companies, Inc* pelo *JPMorgan Chase & Co.* ⁽⁷⁾ Empréstimos concedidos pelo Federal Reserve para *Maiden Lane II LLC* a fim de comprar os *residential mortgage-backed securities* do portfólio de empréstimo e reinvestimento das subsidiárias da AIG, restringido-se aos títulos norte-americanos. ⁽⁸⁾ Empréstimos concedidos pelo Federal Reserve para *Maiden Lane III LLC* a fim de comprar os CDOs em que a AIG tenha contratos de *credit default swap*. ⁽⁹⁾ Empréstimos concedidos pelo Federal Reserve para *Commercial Paper Funding Facility LLC*. ⁽¹⁰⁾ Juros preferenciais em *AIA Aurora LLC* e *ALICO Holdings LLC*, duas companhias limitadas criadas para detererem todas as ações ordinárias pendentes da *American International Assurance Company Ltd (AIA)* e *American Life Insurance Company (ALICO)*, duas filiais de seguro de vida da AIG. ⁽¹¹⁾ Acordos recíprocos de moeda (swap lines) com bancos centrais estrangeiros.

Na Tabela 1, evidencia-se a ajuda gigantesca do Fed para salvaguardar o sistema financeiro norte-americano durante a crise, ressaltada nos parágrafos anteriores. O crescimento do ativo em valores absolutos, passando de US\$ 952 bilhões, no segundo trimestre de 2008, para US\$ 1,5 trilhão, no terceiro, e US\$ 2,2 trilhões, no quarto trimestre desse mesmo ano, demonstra a grande injeção de liquidez exercida pela Autoridade Monetária no sistema financeiro doméstico. No último trimestre de 2011, o ativo do Fed chega a praticamente US\$ 3 trilhões, triplicando entre 2007 e 2011²¹.

No quarto trimestre de 2008, a participação dos títulos do Tesouro no total de ativos chegou a quase 20%. Em termos absolutos, comparados aos valores de

21 Essa expansão de liquidez tem impactos não desprezíveis na dinâmica do sistema financeiro em escalas globais, mas tal análise fica além dos objetivos desse artigo;

2006, passou de US\$ 778 bilhões para US\$ 475 bilhões no quarto trimestre de 2008, indicando uma possível fragilização da capacidade de intervenção do Fed no sistema financeiro.

A variação correspondente aos títulos do Tesouro é percebida principalmente nas rubricas “janela de desconto”, “outros empréstimos”, “títulos de agências patrocinadas pelo governo” e “moedas estrangeiras não oficiais (*swap lines*)”.

A janela de desconto é a modalidade ordinária utilizada pelo Fed para emprestar recursos aos bancos domésticos. Como se pode verificar na Tabela 1, o pico desses empréstimos ocorre no primeiro trimestre de 2009, quando chega ao peso de 25% no total do ativo do Fed. Isso corresponde a US\$ 529 bilhões, somente neste período. No primeiro trimestre de 2010, o peso desta rubrica volta a ser nulo.

A rubrica “outros empréstimos” também cresceu consideravelmente no pico da crise. Grande parte desses recursos refere-se à ajuda extraordinária, até então não regulamentada, do Fed ao sistema financeiro doméstico. No quarto trimestre de 2008, a injeção de liquidez destinada aos bancos domésticos, aos bancos de investimentos, aos *Brokers* e *Dealers* e às seguradoras chegou a 21,6% do ativo do total do Fed, ao mesmo tempo em que o ativo do Fed mais do que dobrou em termos absolutos.

Quanto aos “títulos de agências patrocinadas pelo governo”, majoritariamente provenientes da Fannie Mae e Freddie Mac, no quarto trimestre de 2009 corresponderam a 47% do ativo do Fed e mantiveram-se acima de 30% até dezembro de 2011.

Pela rubrica “moedas estrangeiras não oficiais (*swap lines*)”, que se refere aos acordos recíprocos de moeda (*swap lines*) com bancos centrais estrangeiros, percebe-se a tentativa do Fed de salvaguardar o sistema financeiro doméstico e internacional. Essa injeção de liquidez correspondeu a aproximadamente 25% do ativo do Fed no quarto trimestre de 2008. E estabilizou-se somente no primeiro trimestre de 2010, quando volta a ser nulo.

A partir de 2010, há uma recuperação do peso dos títulos do Tesouro no ativo do Fed, porém ainda remanesce 30% abaixo do patamar anterior à crise, demonstrando que o banco central norte-americano ainda não havia readquirido em sua totalidade a capacidade de intervir no sistema financeiro doméstico.

Mazzucchelli (2008, p. 59) ressalta que esta crise de liquidez distingue-se de todas as outras devido ao fato de os Estados terem assumido “a responsabilidade pela defesa das instituições financeiras, pela provisão de liquidez, pela garantia integral dos depósitos, pela redução das taxas de juros básicas e pela tentativa de evitar o aprofundamento

da *contração do crédito*”. O autor argumenta que, sem esta “*contínua injeção de recursos públicos*”, o colapso poderia ter sido incomensurável, devido à armadilha da liquidez provocada pelos agentes que se voltaram aos títulos da dívida pública, principalmente da norte-americana. Buscou-se, com estas medidas, resgatar o circuito crédito-gasto-renda, em uma ação “*tipicamente keynesiana*”, mesmo que o custo fosse a estatização do sistema financeiro norte-americano (MAZZUCHELLI, 2008).

OS LIMITES DA LEI DODD-FRANK DE 2010

Conforme análise desenvolvida neste artigo, a crise financeira iniciada em 2007 e generalizada em 2008, com a quebra do banco de investimento Lehman Brothers, ocorreu de forma endógena ao padrão de acumulação norte-americano, como consequência da crescente política de desregulamentação adotada para proteger os lucros do setor bancário, que permitiu o florescimento das mais variadas formas de inovações financeiras. No contexto da crise, a sociedade norte-americana demandou politicamente a criação de um arcabouço institucional capaz de evitar a instabilidade sistêmica, a fim de impedir que tais acontecimentos se repetissem. A materialização desse processo foi a promulgação da Lei Dodd-Frank em 2010, cujos efeitos, porém, ainda estão por ser observados. Nesta seção, destacam-se apenas os aspectos condizentes com o escopo deste artigo, levando em consideração os impactos da lei para: o negócio bancário, a atuação do Fed e a instabilidade sistêmica.

O plano Obama, que deu origem à Lei, procurou levantar falhas na regulamentação e supervisão financeira que pudessem ter levado à crise. Dentre elas, destacou-se: a ausência de uma gestão sistêmica na regulação; a regulação parcial sobre as *holdings* financeiras que protegia apenas o segmento relativo à atividade bancária e não as subsidiárias que compunham o *shadow banking system*; a falta de centralização na supervisão financeira que dificultou a prevenção e o monitoramento dos riscos (ANBIMA, 2011, pp. 19-20). Ou seja, o levantamento feito pelo governo norte-americano identificou como problema a fragmentação da supervisão. No entanto, as principais medidas tomadas não atacaram diretamente este ponto.

Dentre os principais pontos contidos na Lei, pode-se destacar²² seus objetivos em: a) assegurar transparência e *accountability* na gestão de instituições financeiras para a identificação de riscos, por meio da criação do *Financial Stability Oversight Council* (FSOC); b) implantar a chamada *Volcker rule*, ou seja, restringir ações especulativas de bancos que possam prejudicar seus clientes; c) criar um sistema para liquidação de grandes conglomerados bancários de maneira a lidar com os crescentes riscos que estas instituições podem disseminar nos mercados; d) assegurar o caráter discricionário das ações do Fed na ajuda emergencial para instituições insolventes; e) redefinir os marcos regulatórios das operações de securitização; f) delegar às agências federais que regulam o setor bancário o estabelecimento de capital mínimo requerido e a taxa de alavancagem para as instituições depositárias que detêm seguros de depósito, para as *holdings* financeiras bancárias e para as companhias financeiras não-bancárias que são supervisionadas pelo Fed; g) criar o *Office of Credit Rating*, com autoridade para aplicar multas, se necessário, às agências de *rating* e administrar as regras da *Security Exchange Commission* (SEC) concernentes às atividades das Organizações Estatísticas de *Rating*; e h) extinguir a agência regulatória *Office of Thrift Supervision* (OTS), aumentando ainda mais o poder regulatório do Fed.

Quanto ao aspecto do negócio bancário, a Lei Dodd-Frank não restringiu o tamanho das *Holdings* Financeiras Bancárias. Pelo contrário, a Lei busca que se fortaleçam para expandir suas atividades nos mercados externos²³. O relatório do The Levy Economics Institute (2011, p. 11) destaca que:

(...) the basic theoretical argument that large, integrated financial institutions create synergy in providing a broad range of financial services and reduce risk by pooling is maintained by those who are most influential in “reform”, while the difficulties these institutions caused in the financial crisis will be managed by better regulation and provisions

22 Esta seção é, principalmente, fundamentada na análise institucional feita pelo The Levy Economics Institute (2011, pp. 11-31).

23 Timothy Geithner, o secretário do Tesouro norte-americano durante a elaboração da Lei, fez as seguintes afirmações, em 10/02/2011, ao jornal The New Republic: “I don’t have any enthusiasm for ... trying to shrink the relative importance of the financial system in our economy as a test of reform, because we have to think about the fact that we operate in the broader world” (...) “It’s the same thing for Microsoft or anything else. We want U.S. firms to benefit from that.” (...) “Now financial firms are different because of the risk, but you can contain that through regulation”. E este seria o sentido da reforma financeira de 2010; disponível em <http://www.tnr.com/article/economy/magazine/83176/timothy-geithner-treasury-secretary>; acesso em julho/2014;

to ensure that if they do collapse, they will be allowed to fail without requiring support from public funds.

A reforma não tratou de restringir o tamanho e o poder das grandes *holdings* financeiras, mas de gerenciar melhor o risco assumido por estas instituições e de garantir meios para que estas entrassem em falência sem deflagrar o risco de contágio, e, neste contexto, de receber assistência pública somente temporária. As novas regras visam à dissolução rápida das *holdings* financeiras quando estiverem com problemas, ao invés de salvaguardá-las (idem, p. 11). O objetivo da criação do FSOC é o de supervisionar o sistema financeiro, a fim de encontrar os focos de instabilidade financeira e riscos. A abordagem da Lei não leva em consideração o fato de que o risco sistêmico se desenvolve endogenamente, não sendo restrito a determinadas instituições. Ela procurou assegurar a defesa das condições de concorrência entre os integrantes do mercado financeiro, o que terá certamente impactos sobre o processo de inovação por parte dos agentes.

Apesar de a reforma não resolver o problema da segmentação funcional da supervisão financeira, em que há muitas agências reguladoras com sobreposição do seu escopo de atuação, pode-se afirmar que os poderes do Fed em supervisionar o sistema financeiro foram fortalecidos. Todas as instituições consideradas importantes, inclusive aquelas classificadas pelo FSOC como possivelmente insolventes, ficaram sob a supervisão do Fed. Em suma, tanto o poder do Fed em relação à elaboração e à implementação da política econômica quanto em relação à manutenção da estabilidade financeira sistêmica cresceram durante a crise recente e foram ratificados pela reforma financeira de 2010.

Esta Lei é extensa e complexa, abrangendo inúmeros pontos do sistema financeiros em seus artigos, cuja análise iria além dos objetivos desse artigo. No entanto, uma visão geral da maioria das medidas implementadas refere-se à gestão microeconômica dos riscos para impedir que estes se ampliem na esfera macro. Ela não considera que as interações das decisões micro no âmbito da dinâmica da macroeconomia podem endogenamente causar risco sistêmico. Na base da nova legislação, está exatamente o inverso, ou seja, que é possível superar as imperfeições microeconômicas nos mercados e com isso contribuir para a estabilidade macroeconômica. Conforme destaca o relatório do The Levy Economics Institute (2011, p. 10): “(...) the Dodd-Frank legislation continues to be based on the mainstream theoretical framework that sees stability in complete markets and synergy in the provision and hedging of financial services”. A Lei não parece ter favorecido modificações na

estrutura do sistema financeiro. Os fundamentos do *Gramm-Leach-Bliley Act* foram reafirmados e permanecem. Em poucas palavras, ela não foi além do que Minsky (2008a, p. 323) denominou de “*métodos fragmentados e mudanças feitas em retalho*”. Em essência, a estrutura financeira que levou à crise de 2007/2008 foi preservada:

A new era of reform cannot be simply a series of piecemeal changes. Rather, a thorough, integrated approach to our economic problems must be developed; policy must range over the entire economic landscape and fit the pieces together in a consistent, workable way: Piecemeal approaches and patchwork changes will only make a bad situation worse.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste artigo foi o de destacar como as mudanças no arcabouço institucional foram condicionando o processo de dominância financeira, liderado pelos grandes bancos – *Holdings* Financeiras Bancárias – o que culminou na crise financeira de 2008. Ou seja, investigou-se como a flexibilidade dada aos bancos para exercer diversos tipos de atividades e a própria emergência de outros agentes (*shadow banking system*), fora de supervisão/ regulamentação, propiciaram as inovações financeiras que, endogenamente, transformaram um cenário de aparente inesgotável prosperidade econômica no risco crescente e imensurável da crise sistêmica por elas gestada.

Um impulso importante a esse processo foi a mudança do regime de acumulação durante os anos 1970, que explicitou novas estratégias bancárias no sentido avançar no mercado de capitais. Wray (2008, p. 10) destaca que, com a contínua erosão da participação dos ativos e passivos bancários nos mercados financeiros, “*banks were forced to become more market-oriented*”. E, para restaurar a rentabilidade, passaram tanto a cobrar taxas para originar empréstimos, como remover certos empréstimos de seus balanços (a exemplo das hipotecas imobiliárias), estimulando o *shadow banking system*. Também começaram a atuar diretamente no mercado de títulos, seguros e nos *pools* de crédito. Os *policy makers*, cientes de que se tratava de uma readequação do negócio bancário para sobreviver em um sistema fundamentado, principalmente, no mercado de capitais, relaxaram continuamente a supervisão, ratificando o movimento dos bancos. Neste cenário, enquadram-se as

reformas financeiras das décadas de 1980 e 1990, conforme ressaltado.

Essa orientação do negócio bancário, pouco a pouco, foi desenvolvendo, nos Estados Unidos, uma expansão do capitalismo sob o domínio das grandes *Holdings* Financeiras Bancárias, como gestores do dinheiro, com forte presença no mercado de capitais. Privilegiou-se uma estrutura financeira fundamentada na livre concorrência, na qual se liberaram as restrições colocadas ao capital bancário. Isso favoreceu progressivamente as condições para a fragilização do sistema financeiro.

A partir dos anos 1980, consolidou-se o *money manager capitalism*. Grande parte das inovações financeiras foi introduzida pelos bancos. Eles se integram ao processo de securitização financeira e se articulam com outros intermediários financeiros, buscando aumentar a sua própria rentabilidade. Esse processo não é bloqueado, ao contrário, é incentivado, pelo Fed, que o enxerga como uma estratégia de diluição e gerenciamento do risco.

O uso pelos bancos das técnicas de diluição do risco flexibilizou suas estruturas ativas de prazo mais longo. As inovações do período anterior à crise seguem a lógica subjacente ao modelo de financiamento adotado: originar os títulos e transferir os riscos (*originate and distribute*). Mas, como consequência da engenharia financeira, o processo de securitização criou a ilusão de segurança quanto à diluição do risco, amplamente ancorada em modelos econométricos. No entanto, endogenamente, criavam-se, mais uma vez, as condições que levariam à crise do sistema. Na base dessa estrutura, crescia o endividamento dos agentes.

A implementação do *Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act*, no final dos anos 1990, permitiu que instituições financeiras atuassem como bancos comerciais e também como bancos de investimento. No entanto, conforme explicado, a regulamentação manteve-se segmentada segundo as funções que a instituição desempenhava. Isso ampliou as possibilidades de inovações para os bancos, enfraquecendo a capacidade do Fed de restringir a área de atuação do sistema bancário. Este processo culminou na crise financeira de 2008, cujas consequências para as transformações do sistema capitalista ainda estão em curso.

Pelo exposto neste artigo, entende-se que o *Gramm Leach Bliley Act* de 1999 significou a reconquista pelo negócio bancário norte-americano de sua hegemonia financeira, que tinha sido limitada, principalmente, pelo *Glass Steagall Act* de 1933. E este se reafirmou, na esfera financeira, como o principal ator da dinâmica doméstica de acumulação. Após a crise recente, a coalizão de forças que esteve presente e influenciou a formulação e a implementação da Lei Dodd-Frank, em

2010, reassegurou, neste arcabouço institucional, o interesse das grandes instituições financeiras. Procurou-se argumentar que esta Lei não procurou resolver o problema das forças de mercado que levaram à fragilização financeira. Não se alterou o sentido da (des)regulação e tampouco o processo de consolidação das grandes *holdings* financeiras como agentes centrais no processo da acumulação da riqueza financeirizada. Aos Estados Nacionais ficou o ônus da crise financeira, cuja natureza passou de uma crise de liquidez para uma crise de solvência.

Referências bibliográficas

- AGLIETTA, M. *La crise*. Paris: Éditions Michalon, 2008.
- ANBIMA. *O sistema financeiro e a economia brasileira durante a grande crise de 2008*. Rio de Janeiro: Gerência de Pesquisa da ANBIMA, 2011.
- BARTH, J. R.; BRUMBAUGH, R. D.; WILCOX, J. A. The repeal of Glass-Steagall and the advent of broad banking. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 14, nº 2, pp. 191-204, 2000.
- BELLUZZO, L. G. M.; ALMEIDA, J. G. *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- CALOMIRIS, C. W. Alan Greenspan's legacy: an early look. The regulatory record of the Greenspan Fed. *The American Economic Review*. Vol. 96, nº 2, pp. 170-173, 2006.
- CINTRA, M. A. M. *As transformações na estrutura do sistema financeiro nos Estados Unidos: a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995)*. Tese de Doutorado. Campinas: Instituto de Economia, Unicamp, 1997.
- FARHI, M.; CINTRA, M. A. M. A crise financeira e o *global shadow banking system*. In: BIA-SOTO JR, G., NOVAIS, L. F., FREITA, M. C. P. de. (orgs.). *Panorama das economias internacional e brasileira: dinâmica e impactos da crise global*. FUNDAP: Secretaria de Gestão Pública, pp. 25-45, 2009.
- GUTTMANN, R. *How credit-money shapes the economy: The United States in a global system*. London: M. E. Sharp, 1994.
- _____. PLIHON, D. Consumer debt at the center of finance-led capitalism. *Economia e Sociedade*. Campinas, SP, v. 17, número especial, pp. 575-611, 2008.
- KEYNES, J. M. *Essays in Persuasion*. New York: W. W. Norton & Company, 1963.
- KLEBANER, B. J. The Bank Holding Company Act of 1956. *Southern Economic Journal*. Southern Economic Association Stable. Vol. 24, No. 3, pp. 313-326, 1958.
- KREGEL, J. A. Margins of safety and weight of the argument in generating financial fragility. *Journal of Economic Issues*. Vol XXXI n. 2, pp. 543-548, 1997.
- MAZZUCHELLI, F. A crise em perspectiva: 1929 e 2008. *Novos Estudos Cebrap*. pp. 57-66,

2008.

MINSKY, H. Financial crises: systemic or idiosyncratic. *Working Paper n° 51*. N.Y.: The Levy Economics Institute, 1991.

_____. The financial instability hypothesis *Working Paper n° 74*. N.Y.: The Levy Economics Institute, 1992.

_____. *Stabilizing an stable economy*. New York: McGraw-Hill Companies, 2008a.

_____. Securitization. *Policy Note*. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute. 2008b.

STANFORD LAW REVIEW. The Bank Holding Company Act of 1956. *Stanford Law Review*, Vol. 9, No. 2, pp. 333-350, 1957.

THE LEVY ECONOMICS INSTITUTE. Minsky on the reregulation and restructuring of the financial system: will Dodd-Frank prevent “It” from happening again? *Research Project Report*, 2011.

WRAY, L. R. Lessons from the subprime meltdown. *Working Paper N° 522*. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute, 2007.

_____. Financial markets meltdown: what can we learn from Minsky?. *Public Policy Brief n° 94*. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute, 2008.