

---

# DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA E A CRISE DO *SUBPRIME*: UMA ANÁLISE DAS PROPOSTAS DE ESTABILIDADE FINANCEIRA DOS AUTORES DO NOVO CONSENSO

Katia Harumi Omoto\*  
Arthur Gualberto Bacelar da Cruz Urpia\*\*

**RESUMO:** O processo de desregulamentação financeira, que se iniciou principalmente a partir dos anos de 1980, provocou profundas mudanças no sistema financeiro dos EUA. Esse processo mudou a forma de agir das instituições financeiras (ampliando a desintermediação financeira), o que contribuiu para a expansão das inovações financeiras, e alterou a arquitetura do sistema financeiro dos EUA e do mundo com a formação do *global shadow banking system (GSBS)*. Estas mudanças ampliaram o grau de fragilidade financeira dos EUA, constituindo-se como a causa estrutural da crise do *subprime*. Com a crise, muitos economistas adeptos do Novo Consenso passaram a repensar a política de estabilidade financeira. Diante disso, o presente artigo tem como objetivo analisar as propostas de estabilidade financeira destes autores. A principal conclusão é que, apesar de avançar em muitos aspectos, tais propostas não devem alterar a forma de agir das instituições financeiras e nem a arquitetura do sistema financeiro dos EUA, ou seja, elas são insuficientes para diminuir o grau de fragilidade do sistema financeiro dos EUA a tal ponto de eliminar a possibilidade de novas crises financeiras.

**Palavras-chaves:** Crise Financeira; Novo Consenso; Estabilidade Financeira.

## 1. INTRODUÇÃO

O processo de desregulamentação financeira, que se iniciou principalmente a partir dos anos de 1980, provocou profundas mudanças no sistema financeiro dos EUA. Esse processo mudou a forma de agir das instituições financeiras (ampliando a desintermediação financeira), o que contribuiu para a expansão das inovações financeiras (tais como, por exemplo, os ‘produtos estruturados’ e os derivativos de crédito), e alterou a arquitetura do sistema financeiro dos EUA e do mundo com a formação do *global shadow banking system (GSBS)*. Com isto, segundo alguns autores, o processo de desregulamentação financeira ampliou o grau de fragilidade do sistema financeiro dos EUA, constituindo-se como causa estrutural da crise do *subprime*.

No período anterior à crise, os adeptos do novo consenso colocavam a política de estabilidade financeira como fora do âmbito da política macroeconômica. Nas economias avançadas, as implicações da regulação e da supervisão financeira eram praticamente ignoradas. O debate sobre estabilidade financeira era apoiado na idéia de eficiência dos mercados financeiros na contenção de desequilíbrios financeiros. A orientação, desta forma, era que os Bancos Centrais (BCs) não interviessem nos desequilíbrios financeiros no sentido de ‘estourar’ as bolhas, mas que respondessem de forma agressiva quando estas estourassem.

Com a crise, muitos autores adeptos do Novo Consenso passaram a repensar a política de estabilidade financeira. Para estes autores, a estabilidade financeira deve agora passar a ser um objetivo explícito dos BCs, dado o reconhecimento da complementaridade entre a política monetária e de estabilidade financeira. Além disso, para eles, as políticas micro e macroprudenciais devem ser implementadas para a busca da estabilidade financeira.

Neste contexto, o presente artigo tem como objetivo analisar as propostas de estabilidade financeira dos autores do Novo Consenso. Para atingir tal objetivo, além desta introdução, o artigo contém mais quatro seções. A segunda seção discutirá o processo de liberalização do sistema financeiro norte-americano. A terceira seção apresentará como a desregulamentação financeira levou à crise do

---

\* Professora Assistente/UEM.

\*\* Professor Assistente/UNICESUMAR.

*subprime*. A quarta seção discutirá as novas propostas dos autores do novo consenso. Por fim, a quinta seção realizará alguns comentários críticos sobre as propostas dos autores do novo consenso.

## 2. O PROCESSO DE LIBERALIZAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NORTE-AMERICANO

A política de liberalização financeira consiste, essencialmente, na liberação das taxas de juros e de câmbio (ou seja, na eliminação dos controles sobre estas duas variáveis), além da maior abertura dos mercados bancário e de capitais a fluxos externos. Segundo Hermann (2009), as características mais marcantes deste processo foram a gradual eliminação da segmentação entre os mercados (o que amplia a possibilidade de contágio diante de uma crise) e a ampliação do grau de abertura financeira entre os países (o que pode fazer com que a crise ganhe um aspecto global, tal como a crise do *subprime*).

### 2.1. AS ETAPAS DO PROCESSO DE LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA NOS EUA

O processo de liberalização financeira nos EUA foi adotado de forma gradual. Hermann (2002) explica esse processo a partir da constituição de três etapas, são elas: i) A Desregulamentação Monetária de 1980-1982; ii) Ênfase no Controle do Risco Sistêmico, e; iii) Rumo à Universalização Bancária. Cada uma destas três etapas será sucintamente apresentada a baixo.

A primeira etapa é vista como o marco institucional do processo de liberalização financeira nos EUA e se iniciou com a aprovação, em 1980, da *Deregulation and Monetary Control Act* (DMCA, Lei de Desregulamentação e Controle Monetário), que foi estimulada pelos problemas financeiros observados nos EUA na década de 70 (tais como os episódios de *credit crunch*, as falências bancárias e a crise nas Associações de Poupança e Empréstimo APEs). A DMCA teve como objetivos centrais a desregulamentação do sistema financeiro (que foi complementada pela *Depository Institutions Act* – DIA, Lei das Instituições Depositárias – de 1982) e a recuperação da capacidade de controle monetário pelo FED. A desregulamentação do sistema financeiro americano objetivava a ampliação da concorrência entre as Instituições Financeiras Depositárias (IFD), algo que seria alcançado pelo aumento do número de instituições operando no mercado. Com isto, houve um rápido aumento de concessões de cartas-patentes – que valiam tanto para a avaliação de operações de fusão e aquisição entre bancos, quanto para a entrada de bancos estrangeiros no mercado americano – no início da década de 1980.

Entre as principais medidas de desregulamentação financeira pelo DMCA e DIA, destacam-se: i) a unificação e redução gradual das alíquotas do recolhimento compulsório sobre depósitos, algo que seria completado até 1987; ii) a remoção gradual dos tetos de juros (a ser complementada até 1986) e aumento dos tetos durante o período de transição; iii) a ampliação do leque de instrumentos de captação e de aplicações<sup>1</sup> permitidas às IFD, além de um aumento do limite máximo de empréstimo dos bancos a um único tomador – que passou de 10% para 15% do ativo do banco, podendo ainda ser estendido para 25% caso o novo empréstimo fosse garantido por ativos de alta liquidez, e; iv) a inclusão na cobertura do seguro de depósito da *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) das contas NOW, ATS e das cooperativas de crédito e a elevação do valor segurado por depositante de US\$ 40 mil para US\$ 100 mil.

Segundo Hermann (2002, p. 101), a DMCA e a DIA alcançou o objetivo de aumentar o grau de competição do mercado, apesar de não ter ampliado a eficiência do setor tal como esperavam (ao longo da década de 80, foi observado um grande número de falências de bancos e APE), ao adotar as seguintes medidas: “(...) ao instituir isonomia entre instituições bancárias e não-bancárias, estaduais e nacionais,

<sup>1</sup> As IFD passaram a ter a permissão de operarem com todo tipo de crédito comercial, aquisição de *commercial papers*, crédito imobiliário, administração de cartões de crédito e outras operações no mercado monetário – que eram monopolizadas pelas instituições financeiras e fundos mútuos de investimento.

quanto às exigências de recolhimento compulsório; ao eliminar gradualmente os tetos de juros; e ao ampliar o leque de operações ativas e passivas ao alcance das IFD<sup>2</sup>.

As reformas que caracterizaram a segunda etapa do processo de liberalização, a ênfase no controle do risco sistêmico, foram estimuladas pelas dificuldades enfrentadas pelas IFD<sup>2</sup> nos anos 1980. Estas reformas foram centradas no controle do risco sistêmico e no reforço da rede de segurança bancária existente – ou seja, da FDIC. As reformas de regulamentação financeira se iniciaram nos EUA com a adoção de três medidas, são elas: i) a adesão do país ao Acordo de Basiléia, em 1988<sup>3</sup>; ii) a Lei de Reforma, Recuperação e Execução das Instituições Financeiras (*Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act – FIRREA*), de 1989, e; iii) a Lei de Melhoria da Entidade Federal de Seguro de Depósito (*Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act – FDICIA*), de 1991.

Estas reformas tinham o objetivo de corrigir o que eles interpretaram como sendo as principais falhas de regulamentação que teria provocado os problemas no setor financeiro. As falhas seriam tanto de regulação (falta de regras eficazes de controle prudencial), quanto de supervisão. É importante notar que os problemas financeiros não foram vistos como fruto direto do processo de desregulamentação que passou o Sistema Financeiro dos EUA com o processo de liberalização financeira. Segundo Hermann (2002, p. 107), “a atuação dos reguladores financeiros com base na FIRREA e na FDICIA foi capaz de reverter o quadro de crise bancária que marcou a década de 1980 nos EUA, impondo um ajuste recessivo ao setor bancário”. Entretanto, o setor bancário só retornou a apresentar um índice de falência de um dígito a partir de 1994. Além disso, a adequação dos bancos às novas exigências trazidas com o Acordo de Basiléia e das provisões dos bancos para cobrir empréstimos de difícil recuperação levaram a uma crise de crédito e a uma recessão econômica no período 1990-92.

A terceira etapa (Rumo à Universalização Bancária) se iniciou em 1999 com a Lei de Modernização Financeira (a Gramm-Leach-Bliley Act, GLBA), que revogou a essência dos *Banking Acts* (conhecida como Lei Glass-Steagall) e parte da Lei das *Holdings* Bancárias. Entretanto, a formação das *holdings* precedeu a GLBA e, assim, a revogação da Lei Glass-Steagall se deu mais como resposta às próprias mudanças do sistema financeiro dos EUA. A Glass-Steagall, que estava no centro da estrutura financeira e regulatória<sup>4</sup> construída pelos EUA após a Grande Depressão, tinha dois princípios básicos, que eram: a segmentação e a transparência. “Dessa forma, as instituições financeiras foram organizadas de acordo com as funções que deveriam exercer, estabelecendo-se o critério de

---

<sup>2</sup> As dificuldades enfrentadas pelas IFD foram provenientes da inversão da sua curva de rendimentos. Estas instituições, tal como já mencionado, com o processo de desregulação, passaram a ter acesso a novas fontes de captação (tais como a ‘contas remuneradas’ NOW e ATS e certificados de curto prazo) e a novas formas de aplicação no mercado de crédito e de capitais. Porém, a política monetária restritiva praticada entre os anos de 1979 e de 1982 impactou nas oportunidades de negócios de qualidade das IFD. Como as novas fontes de captação eram isentas dos tetos de juros, seus custos de captação “(...) foram elevados, ao mesmo tempo em que se ampliava o grau de competição do mercado, como efeito da própria desregulamentação e da expansão já em curso das *holdings* bancárias”. (HERMANN, 2002, p. 102). A crise da dívida externa latino-americana de 1982 também impactou seriamente as IFD. “As IFD buscaram, então, refúgio nos novos ativos tornados disponíveis pelas leis de 1980-82, mais arriscados que os empréstimos comerciais, porém, isentos dos rígidos controles ainda existentes neste segmento”. (HERMANN, 2002, p. 102). Isto aumentou o grau de fragilidade destas instituições.

<sup>3</sup> O Acordo de Basiléia I foi assinado pelo G10 em julho de 1988 com o intuito de homogeneizar as condições de concorrência internacional dos bancos. Para tal, o acordo estabeleceu um padrão de adequação de capital (que seria alcançado gradualmente até 1992) com um nível mínimo de capital correspondente a 8% do ativo do banco, que seria deduzido de alguns itens considerados isentos de risco<sup>3</sup> (como o ativo permanente) e o restante seria ponderado por uma escala de risco que seria diferenciada de acordo com as características dos créditos detidos pela instituição.

<sup>4</sup> “As principais características desse arranjo financeiro regulamentado eram a rígida separação entre bancos comerciais e os demais intermediários financeiros; o estabelecimento de tetos para as taxas de juros e de controles quantitativos do crédito e controle dos ativos; o baixo grau de alavancagem permitido, e a existência de regulamentação ao movimento internacional de capitais”. (ARIENTI; INÁCIO, 2010, p. 9-10).

especialização por tipo de serviço (crédito) para proceder-se à segmentação do mercado”. (LIMA, 1995, p. 9-10). Como as instituições financeiras deveriam se especializar por segmento, as instituições de supervisão também foram criadas, ou re-enquadradas (nos caso das já existentes), em linhas semelhantes. Isto, segundo o ANBIMA (2011), teria provocado a multiplicação de reguladores.

Com isto, o Sistema Financeiro dos EUA passou a apresentar os seguintes órgãos de regulação: três reguladores bancários federais – o *Federal Reserve*, o FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*, corporação que administra o seguro de depósitos) e o OCC (*Office of the Comptroller of the Currency*, do Departamento do Tesouro); reguladores bancários estaduais; a SEC (*Securities Exchanges Commission*), que regula os Bancos de investimento e outras instituições atuantes nos mercados de títulos; a CFTC (*Commodity Futures Trading Commission*), que regula os poucos derivativos que são objeto de regulação, já que a maioria não é coberta por nenhuma regra regulatória; Os estados regulam as Segurados, o que faz com que haja 50 reguladores diferentes.

A substituição da Lei Glass-Steagal pela GLBA, fez com que o aparato de supervisão financeira se tornasse relativamente obsoleto. Pois a GLBA<sup>5</sup> (ao extinguir a classificação de títulos elegíveis e não-elegíveis, bem como os limites de receita de operações específicas sobre a receita total de subsidiárias) foi responsável pela criação da *holding financeira* – figura jurídica autorizada a operar em todos os segmentos do mercado financeiro. As operações se dariam via captações de curto e longo prazo, através de subsidiárias específicas (bancos comerciais, financeiras, APE, bancos de investimento e companhias de seguro), nos mercados de crédito, de capitais e de seguros. Desta forma, a segmentação entre atividades de banco comercial e de banco de investimento foi rompida com a GLBA.

O contraste entre a organização industrial do setor financeiro e a estrutura regulatória se tornou fonte de ineficiência para ambos os lados: as instituições estariam sujeitas a múltiplos estatutos regulatórios, enquanto a fragmentação do aparato regulatório favorecia não apenas a arbitragem regulatória, como, especialmente, o surgimento de áreas de atuação que não eram cobertas por qualquer espécie de supervisão, verdadeiros buracos negros em termos de regulação e supervisão, fraqueza que se revelou de modo dramático na crise financeira de 2007/8. (ANBIMA, 2011, p. 15).

“Com relação à Lei das *Holdings* Bancárias, a novidade da GLBA é a permissão para que estas instituições agreguem bancos de investimento e companhias de seguros como subsidiárias, formando uma *holding financeira*”. (HERMANN, 2002, p. 110).

Desta forma, com a análise das questões citadas acima, observa-se que a política de liberalização implicou na ampliação da desregulamentação do sistema financeiro dos EUA, o que (como será apresentado abaixo) trouxe diversas consequências para o todo o sistema financeiro norte-americano e mundial.

### 3. DA DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA À CRISE DO *SUBPRIME*

Para Hermann (2002, p. 81), “(...) o cenário macroeconômico dos anos 1970 e as inovações financeiras que ele suscitou contribuíram para uma mudança de postura dos reguladores financeiros, a favor da desregulamentação, ainda que gradual”. Com isto houve uma ampliação do processo de desintermediação financeira<sup>6</sup> (que era um reflexo direto das inovações financeiras). O processo de

<sup>5</sup> “A GLBA instituiu nos EUA um modelo de ‘banco universal’, semelhante, em termos operacionais, ao vigente na maior parte da Europa e dos PMD, mas distinto em estrutura. Ao contrário do modelo convencional, que permite aos bancos comerciais operarem diretamente com ativos no mercado de capitais, no caso americano o acesso a diferentes segmentos do mercado só é permitido através da formação de uma *holding financeira* e da constituição de subsidiárias com fins específicos”. (HERMANN, 2002, p. 110). Entretanto, é importante salientar que a proibição de controle acionário de empresas não-financeiras por bancos foi mantida.

<sup>6</sup> Segundo Lima (1995, p. 33), quando se discute a respeito da desintermediação financeira é comum uma imediata associação com o processo de securitização do crédito, algo que se dá pelo fato da “(...)

desintermediação financeira consiste na criação de mecanismos diretos de crédito (quando o aplicador negocia o ativo diretamente com o tomador), ou seja, sem a participação de um intermediário financeiro (bancário ou não bancário), o que se dá pelas operações de crédito através de títulos, como os *bonds* e ações. “As operações de crédito direto, isto é, a colocação de *bonds* e ações sob a denominação de *securities* são inovações que permitiram transformar empréstimos em títulos negociáveis nos mercados de capitais”. (LIMA, 1995, p. 33). Portanto, com a expansão da desintermediação financeira, verifica-se que houve uma gradativa redução da importância relativa do conjunto de ativos regulamentados (controlados por legislação) no balanço das IFD e uma expansão dos negócios no mercado de capitais<sup>7</sup>, tendo como importante consequência a ampliação da obsolescência dos controles vigentes.

Segundo Hermann (2002), as inovações financeiras<sup>8</sup> dos anos 60-70 tiveram como contrapartida uma profunda reestruturação do mercado financeiro americano, que foi pautado por duas tendências: pela desintermediação financeira e pela concentração do mercado bancário<sup>9</sup>, através da expansão das *holdings* bancárias.

Com a desregulamentação do Sistema Financeiro dos EUA, “(...) as responsabilidades dos reguladores foram reduzidas e o espaço de decisão privada alargado” (ANBIMA, 2011, p. 13-14). Além disso, “(...) um grande número de regras foi eliminado dos estatutos, como também os próprios dirigentes das principais instituições reguladoras assumiram uma posição liberalizante, como atestou o principal deles, Alan Greenspan, em suas memórias recentemente publicadas”. (idem, p. 14).

O processo de desregulamentação financeira, que proporcionou um afrouxamento dos controles sobre as instituições e mercados financeiros, aliado ao acirramento do processo de arbitragem regulatória num ambiente de taxas de juros historicamente baixas, modificou toda a natureza da atividade bancária (FARHI; PRATES, 2012). Isto propiciou o desenvolvimento do modelo denominado ‘originar e distribuir’ – que consistia na formação e colocação de títulos que eram lastreados nos créditos concedidos. Este modelo, que se refere a uma nova forma de organização das operações bancárias, foi fruto do processo interativo e dialético entre os bancos e as autoridades reguladoras, em meados dos anos de 1980, na maioria dos países avançados (e mais notadamente nos EUA), e foi viabilizado pelo processo de securitização das dívidas (idem, 2012).

Essa mudança ocorreu quando os bancos comerciais (ou universais com carteiras comerciais) desenvolveram e passaram a negociar, em grandes volumes, nos opacos e desregulamentados mercados de balcão, duas inovações financeiras – os ‘produtos estruturados’ e os derivativos de crédito. Estas inovações financeiras possibilitaram aos bancos expandir fortemente a retirada dos riscos de crédito de seus balanços com o objetivo de alavancar suas operações sem ter de reservar os coeficientes de capital requeridos pelos Acordos de Basileia. (FARHI; PRATES, 2012, p. 91-92).

---

transformação dos ativos financeiros em títulos que podem ser negociados nos mercados de capitais domésticos e internacionais [terem representado] (...) uma alteração substancial nos sistemas financeiros privados, modificando-se o papel tradicional dos bancos e aumentando-se a importância dos intermediários financeiros não-bancários”. Portanto, a securitização serviu como uma forma de conectar os mercados de crédito e de capitais.

<sup>7</sup> Exemplo disso é o Sistema Financeiro dos EUA, que passou a apresentar uma “(...) redução abrupta do segmento de empréstimo e crescimento vigoroso do segmento de ‘longo prazo’ entre 1982 a 1986”. (LIMA, 1995, p. 34).

<sup>8</sup> As inovações financeiras foram criadas como uma forma das instituições financeiras (principalmente os bancos) conseguirem amenizar o impacto do cenário macroeconômico e visavam “(...) à fuga ou redução dos custos efetivos e de oportunidade impostos às IFD e a seus clientes pela regulamentação vigente” (HERMANN, 2002, p. 89), além de também terem sido incentivadas pelo peso que as alíquotas de reservas compulsórias tinham no ativo dos bancos.

<sup>9</sup> Esta tendência de concentração no mercado bancário foi “(...) reforçada pelo surgimento e rápido crescimento dos fundos mútuos de investimento e dos MMMF”. (HERMANN, 2002, p. 93).

Segundo Farhi e Cintra (2008), isto só foi possível porque outros agentes estavam dispostos a assumir a contrapartida dessas operações (e, portanto, seus riscos) por objetivar um retorno que lhes pareciam alto. Esses agentes formam o chamado *global shadow banking system*<sup>10</sup> (GSBS, ‘Sistema Bancário Global na Sombra’ ou paralelo). A formação do GSBS alterou profundamente a arquitetura financeira dos EUA e do mundo.

Os agentes que compõem o GSBS são uma grande variedade de instituições financeiras que evoluíram no sentido de desempenhar um papel semelhante ao dos bancos comerciais, “(...) captando recursos no curto prazo, operando altamente alavancados e investindo em ativos de longo prazo e ilíquidos, ou seja, descasando prazos e carregando risco de crédito”. (FARHI; PRATES, 2012, p. 92-93). A partir desta definição, observa-se que, nos EUA, enquadram-se como agentes pertencentes ao GSBS as seguintes instituições: 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 (SIV, *Special Investment Vehicles*, ou *conduits*<sup>11</sup>), os fundos de pensão, as seguradoras, os bancos regionais especializados em crédito hipotecário (os que não têm acesso ao redesconto) e as agências quase-públicas – a *Fannie Mae* e a *Freddie Mac* (FARHI, 2011). Entretanto, é importante destacar que estas instituições não estavam incluídas na estrutura regulatória existente. Assim, elas não tinham acesso aos seguros de depósitos e/ou às operações de redesconto dos bancos centrais, como também não estavam sujeitas às normas prudenciais dos Acordos de Basileia. Isto fazia com que elas fossem altamente vulneráveis, tanto a uma corrida dos investidores, quanto a desequilíbrios patrimoniais.

A forma de atuação dessas instituições se dava da seguinte forma: estas instituições captavam recursos nos mercados de capitais, principalmente, emitindo títulos de curto prazo (*commercial papers*). Estes títulos eram adquiridos, em grande medida, pelos fundos de investimento (*money market mutual funds*). Os recursos captados eram utilizados de duas formas: no mercado de derivativos, vendendo proteção contra riscos de crédito; e nos produtos estruturados, adquirindo os títulos emitidos pelos bancos com rentabilidade vinculada ao reembolso dos créditos que estes concederam (FARHI, 2011). Portanto, observa-se que as instituições que compõem o GSBS se tornaram participantes do mercado de crédito (pois captavam recursos de curto prazo para financiar crédito de longo prazo) e exerciam a função de assumir a contraparte das operações dos bancos.

A forma de atuação dos bancos universais e dos agentes que compõem o GSBS (agindo como contrapartida daqueles) fez com que houvesse “(...) uma interpenetração de modo quase inextricável, entre os balanços dos dois sistemas – regulado e ‘na sombra’ – que ocorreu tendo como pano de fundo as complexas relações no mercado de balcão”. (FARHI; PRATES, 2012, p. 92). Segundo Farhi (2011), esta interpenetração ocorreu em função das características próprias dos derivativos de crédito e do mercado de balcão. Neste, a inexistência de câmaras de compensação e de normas e especificações das operações colocava em evidência um elevado risco de inadimplência da contraparte perdedora (risco de contraparte). “O risco de contraparte pode assumir um caráter sistêmico em virtude de um efeito dominó ocasionado pela inadimplência de uma instituição financeira ativa em derivativos de balcão”. (FARHI, 2011, p. 20).

Com efeito, surgidas e desenvolvidas nos Estados Unidos, as operações destes derivativos estenderam-se por todo o globo. Em consequência, foi criada uma imensa

<sup>10</sup> Segundo Farhi e Prates (2012), esse termo foi empregado pela primeira vez em 2007 por Paul McCulley, que é diretor executivo da Pimco – maior gestora de recursos do mundo.

<sup>11</sup> Os SIV e os Conduits se diferenciam pelo tamanho e composição do ativo e passivo. Enquanto que os SIV operam com alta alavancagem, os Conduits tendem a ser maiores e menos arriscados. É importante salientar que ambas as instituições tem algum mecanismo parcial ou total de liquidez garantido pelas instituições patrocinadoras.

rede internacional de compromissos cruzados, cuja extensão e formato eram extremamente opacos e que escapa a qualquer supervisão. (FARHI, 2011, p. 20).

Assim, a interpenetração dos balanços dos dois sistemas constituía a pior face da formação do GSBS, pois ela “(...) replicou, multiplicou e redistribuiu, globalmente, os riscos presentes no sistema, bem como os prejuízos deles decorrentes, para uma grande variedade de instituições financeiras”. (FARHI; PRATES, 2012, p. 92). Segundo Farhi (2011), esta interpenetração é capaz de transformar uma crise clássica de crédito em uma crise sistêmica, tal como aconteceu com a crise financeira atual – que se originou no segmento de crédito imobiliário e depois tomou um caráter sistêmico e global, transformando-se na maior crise econômica desde a grande depressão de 1929.

### 3.1. A CRISE DO SUBPRIME

A crise do *Subprime* pode ser explicada por dois fatores. O primeiro fator, que é de natureza conjuntural, se deu com a reversão da política monetária praticada pelos EUA, a partir do segundo trimestre de 2004, algo que objetivou conter a inflação (com isto, a taxa de juros saltou do patamar de 1% a. a. em maio de 2004, para 5,24% a.a. em junho de 2006).

O Mercado imobiliário norte-americano também havia sido afetado pelo processo de liberalização financeira. Segundo Arienti e Inácio (2010, p. 16), “(...) nos anos 90, esse setor já apresentava um elevado grau de desregulamentação, assim como a predominância da securitização e da utilização de novos produtos financeiros como formas de reduzir os riscos na ampliação dos ganhos recebidos”. A securitização de hipotecas ocorria quando bancos e financeiras passaram a criar uma SIV, que comprava parte das hipotecas destas instituições (as MBSs – *Mortgage-Backed Securities*) com recursos provenientes da emissão de títulos de crédito de curto prazo (*asset-backed commercial paper*). Os SIVs revendiam todos que conseguiam, mantendo o restante em sua carteira. É importante salientar que esses veículos não eram tecnicamente propriedade dos bancos, o que fazia com que seus resultados não fossem registrados nos seus balanços.

A expansão das operações de securitização, aliada com a forte ampliação da escala do mercado imobiliário (que incorporou novos potenciais tomadores de financiamento imobiliário), são os dois principais fatores, segundo Junior e Filho (2009), que explicam a forte expansão do mercado de hipotecas dos EUA – que é a principal forma de financiamento imobiliário do país. Com a expansão deste mercado, o mercado imobiliário dos EUA apresentou o mais longo e intenso período de valorização em mais de cinquenta anos.

A ampliação da escala do mercado imobiliário se deu com a inclusão do segmento de hipotecas *subprime* – que é o crédito concedido aos indivíduos sem histórico de crédito ou com histórico de inadimplência, sendo constituído por famílias de baixa renda. Alguns fatores explicam o porquê que houve a exploração deste mercado por bancos e financeiras, são eles: a estabilidade alcançada pelos EUA no início da década de 1990, a crescente desregulamentação financeira e a possibilidade de especulação neste setor. Este mercado por ser mais ariscado também possibilitava maiores ganhos, além de ser um mercado de grande porte. Assim, entre 2003 e 2006, a emissão de hipotecas *subprime* passou de 8,5% para mais de 20% da totalidade de hipotecas emitidas, algo que foi sustentado pelo processo de securitização desses créditos. “Em 2001, metade das operações *subprime* – no valor global de US\$ 95 bilhões – era transferida a investidores dos mercados de capitais. Em 2006, os volumes de securitização haviam aumentado em cinco vezes, atingindo US\$ 483 bilhões, ou 80,5% do total”. (JUNIOR; FILHO, 2009, p. 296).

Além de serem direcionados a tomadores sem capacidade de pagamento comprovada, os créditos imobiliários *subprime* apresentavam outras características que agravavam seu risco. Eram operações de longo prazo, normalmente de trinta anos, com condições

híbridas de pagamento, por envolverem dois regimes diferentes de taxas de juros e de reajuste de prestações em um mesmo empréstimo. Assim, por um período inicial de dois ou três anos, as prestações e as taxas de juros eram fixas e relativamente baixas [era praticada a taxa denominada de *teaser rate* – taxa de juros baixa para atrair os clientes]. Em compensação, nos 27 ou 28 anos restantes, as prestações subiam muito de valor e passavam a ser anualmente reajustadas com base em taxas de juros flutuantes de mercado. Eram os chamados empréstimos do tipo 2/28 ou 3/27. (JUNIOR; FILHO, 2009, p. 297).

No período de 2001 a 2004 (em que os preços dos imóveis continuavam a subir), as taxas de juros americanas apresentaram uma forte diminuição, passando de 5,5% ao ano em janeiro de 2001 para 1,0% ao ano em junho de 2003 e permanecendo assim até maio de 2004. A taxa de juros neste patamar permitiu que os credores *subprime* com dificuldade de arcar com os reajustes de suas hipotecas pudessem contratar um novo empréstimo hipotecário para o mesmo imóvel como alternativa para liquidar o financiamento existente. Essa troca permitia a redução do valor das prestações ou o aumento do valor financiado, além de dar início a outro período de prestações fixas baixas e proporcionar ao credor o recebimento de uma soma em dinheiro<sup>12</sup> – que era proporcional à valorização líquida do imóvel (JUNIOR; FILHO, 2009).

Este processo acabou se tornando uma verdadeira ‘bola de neve’ financeira, que foi caracterizada por diversos autores como um processo Ponziano<sup>13</sup>. Como tal, era altamente dependente das condições de liquidez do mercado financeiro. Assim, a reversão da política monetária, no ano de 2004, inviabilizou o refinanciamento das hipotecas, o que levou a um processo de inadimplementos e execuções. Paralelamente a isto, os preços dos imóveis começaram a cair em 2006. Segundo Arienti e Inácio (2010, p. 19), “a própria elevação dos preços das residências no período anterior, que levou à expansão do mercado de imóveis, fez com que, no momento seguinte, o excesso de oferta pressionasse os preços para baixo”. Isto ajudou com que os mutuários percebessem que os valores das suas dívidas haviam superado o valor real dos seus imóveis, o que os levou a entregar os imóveis aos seus credores. Algo que só ampliou a sua oferta, provocando uma redução ainda maior do seu preço.

“Outra consequência direta desse ajuste [da política monetária] sobre o mercado *subprime* foi o desaparecimento da margem de ganho especulativo imobiliário que dava sustentação às renegociações de crédito”. (JUNIOR; FILHO, 2009, p. 299). Com a ampliação da inadimplência e com as execuções, as instituições financiadoras começaram a oferecer os imóveis em leilão, o que deprimiu ainda mais os preços dos imóveis. Desta forma, o ciclo de valorização de ativos imobiliários foi substituído por um ciclo deflacionário. Os investidores que haviam comprado os títulos lastreados em *subprime*, ao perceberem o aumento do risco dos seus investimentos, tentaram se desfazer desses papéis. Isto provocou a ampliação da oferta desses papéis no mercado e, com isto, houve uma forte queda do seu valor. Esse processo desencadeou um círculo vicioso que resultou na crise no mercado *subprime*. Este fator, porém, é visto como propagador da crise e não como causador.

Os bancos e financeiras que haviam comprado papéis lastreados em hipotecas *subprime*, com o ciclo deflacionário no setor imobiliário, passaram a apresentar uma crise patrimonial, pois viram os seus direitos a receber despencarem. Como outras instituições financeiras também haviam adquirido os títulos lastreados em hipotecas *subprime*, elas também estavam expostas a riscos. Assim, algumas instituições ficaram insolventes, enquanto outras faliram. Uma importante questão tem que ser

<sup>12</sup> Esta soma recebida pelo credor lhe proporcionava não só custear a liquidação e a reconstrução dos empréstimos, como também financiava suas despesas correntes.

<sup>13</sup> O processo de Ponzí é uma das classificações adotadas pelo Hyman Minsky para discutir o processo de endividamento-fragilização das economias financeiras. Esta classificação se refere aos tomadores que estão impossibilitados de pagarem o serviço de suas dívidas (amortização e juros) apenas com a renda de suas atividades correntes, tendo, assim, que recorrer a renegociações recorrentemente acompanhadas, necessariamente, de um aumento no valor do crédito (JUNIOR; FILHO, 2009).

salientada: com a inadimplência dos contratos de hipotecas *subprime*, os bancos de origem destes contratos voltaram a incorporar as SIVs com os contratos de MBSs desvalorizados. Isto fez com que os riscos, que teoricamente haviam sido transferidos, voltassem às carteiras dos bancos de origem. “Ou seja, ao invés de o risco cair sobre os investidores, conforme pressupunha o modelo de securitização, as perdas acabaram por se acumular nas instituições financeiras de origem de MBSs”. (ARIENTI; INÁCIO, 2010, p. 20).

Em 2007, quando o HSBC divulgou seu balanço com perdas em operações imobiliárias, o problema veio a tona. Em agosto do mesmo ano, o PNB Paribas reconheceu que não conseguia avaliar o risco das CDOs em carteira e congelou cerca de 2,73 bilhões de dólares de três de seus *hedge funds*. Isto desencadeou um processo de turbulência no mercado financeiro mundial já que diversas instituições financeiras pelo mundo carregavam títulos lastreados em hipotecas *subprime*, o que levou a quedas nas ações de bancos e instituições financeiras. As autoridades monetárias até tentaram reagir, principalmente, injetando liquidez e reduzindo as taxas de juros. Entretanto, no ano de 2008, a divulgação dos balanços das instituições financeiras (que apresentavam enormes prejuízos) ampliou o processo de caos e contaminou as bolsas de valores de vários países<sup>14</sup> – o que espalhou ainda mais os reflexos da crise globalmente.

A crise *subprime* mostra, portanto, o potencial de instabilidade existente num arranjo financeiro marcado pela desregulamentação, no qual a possibilidade de criação de sofisticados produtos financeiros e sua capacidade de alavancagem proporcionam uma extraordinária elevação da liquidez e do crédito, acima da capacidade real da economia. Quando a base que sustenta a lógica especulativa desmorona – no caso da crise *subprime*, a queda do preço dos imóveis residenciais e o crescente aumento da inadimplência das hipotecas –, a crise financeira contamina a economia real, conduzindo-a para uma recessão mundial. (ARIENTI; INÁCIO, 2010, p. 21).

A desregulamentação do setor financeiro, que foi ampliada com o processo de liberalização financeira, é justamente o fator considerado estrutural da crise. Segundo Bresser-Perreira (2010, p. 52): “(...) a crise foi causada pela desregulação dos mercados financeiros e pela especulação selvagem que essa desregulação permitiu. Para o autor, todas as causas imediatas da crise – más avaliações de crédito, uso descontrolado de alavancagem, inovações financeiras mal compreendidas, um sistema falho de classificação de risco ou *rating* e praticas de remuneração com bônus altamente agressivas que incentivavam a tomada de riscos e os ganhos no curto prazo – foram resultantes tanto da desregulação deliberada dos mercados financeiros, quanto da decisão de não regular as inovações financeiras (principalmente a securitização e os derivativos) e das práticas de tesouraria dos bancos (que tornou o setor bancário comercial altamente especulativo). “Assim, a desregulação e a decisão de não regular as inovações são os dois principais fatores que explicam a crise”. (idem, p. 62).

#### **4. REPENSANDO A ESTABILIDADE FINANCEIRA: AS NOVAS PROPOSTAS DOS AUTORES DO NOVO CONSENSO**

A condução da política macroeconômica nos últimos anos pré-crise financeira internacional é resultado do conjunto de propostas associadas às práticas do Federal Reserve (FED) que foi batizada de ‘Novo Consenso de Jackson Hole’. Este consenso foi consolidado no ano de 1999 na conferência organizada pelo *Federal Reserve of Kansas City*, que foi denominada de *New Challenges for Monetary Policy*. Para Goodfriend (2007, p. 24), o Novo Consenso apresenta quatro importantes princípios, são eles: “*the priority for price stability; the targeting of core rather than headline inflation; the importance*

<sup>14</sup> As bolsas de valores de diversos países caíram em 2008: 7,2% em Frankfurt, 6,3% em Paris, 5,5% em Londres, 6,6% em São Paulo, 5,4% no México, 5,1% em Xangai e 3,9% em Tóquio. (ARIENTI; INÁCIO, 2010, p. 20).

*of credibility for low inflation; and preemptive interest rate policy supported by transparent objectives and procedures*".

Blanchard *et al* (2010) apresenta um quadro resumo da condução da política macroeconômica baseada no Novo Consenso. Para ele, as principais características são as seguintes: a política monetária era formulada tendo como metas a estabilidade da inflação e do produto; a política fiscal desempenhava um papel secundário; e a regulação financeira era pensada como fora do âmbito da política macroeconômica. Para o autor, a negligência que foi dada à intermediação financeira como um aspecto macroeconômico central é o que explica o fato da regulação e supervisão financeira terem suas implicações macroeconômicas praticamente ignoradas nas economias avançadas. Já em alguns mercados emergentes, regras prudenciais (tais como limites de exposição cambial) foram projetadas juntamente com a estabilidade macroeconômica. Entretanto, o uso de regulação prudencial para efeitos cíclicos foi considerado impróprio, dada a onda de desregulamentação financeira.

Mishkin (2010) chama a atenção para o fato de que, mesmo antes da recente crise financeira internacional, os bancos centrais tinham consciência do forte impacto negativo que rupturas financeiras poderiam gerar na atividade econômica. Entretanto, para o autor, o modelo de equilíbrio geral estocástico dinâmico (DSGE), que era utilizado pelo novo consenso, não incorporava fricções financeiras como uma importante fonte para as flutuações econômicas. Isto teria levado naturalmente a uma dicotomia entre a política monetária e a política de estabilidade financeira, o que fez com que estes dois tipos de políticas passassem a ser conduzidas separadamente. Assim, a política monetária se concentraria no seu objetivo primordial, que é a inflação, e a estabilidade financeira seria tratada quer por via da capacidade auto-corretora dos mercados, quer pela regulação prudencial. Com isto, a política monetária só levaria em consideração os preços dos ativos se eles sinalizassem riscos de pressões inflacionárias ou deflacionárias, e só contribuiria para a estabilidade financeira por manter a inflação a um patamar baixo e estável.

Gameiro *et al* (2011) salienta que essa discussão sobre estabilidade financeira estar apoiada na ideia de eficiência dos mercados financeiros para a correção automática dos desequilíbrios, o que faz com que os potenciais riscos sistêmicos associados a fricções nos mercados financeiros (tais como informação imperfeita, 'risco moral' e comportamento de massas) tendessem a ser subestimados. Com isto, ações que objetivassem o estouro de uma bolha gerariam uma perda social maior do que esses potenciais riscos sistêmicos. A defesa deste argumento também esta centrada nos seguintes pilares:

Primeiro, é difícil identificar claramente uma bolha nos preços dos ativos. Segundo, a taxa de juro oficial, principal instrumento da política monetária, é insuficiente para neutralizar bolhas de preços dos ativos, dado que tal exigiria um grande aumento da taxa de juro do banco central que teria efeitos desestabilizadores sobre a economia. Em terceiro lugar, quando as bolhas rebentam os efeitos sobre a atividade podem ser facilmente neutralizados através de taxas de juro mais baixas. (KOHN, 2006, *apud* GAMEIRO *et al*, 2011, p. 10).

Desta forma, a orientação era para que os BCs não intervissem nos desequilíbrios financeiros no sentido de 'estourar' as bolhas, mas que respondessem de forma agressiva quando as bolhas estourassem. Gameiro *et al* (2011) chama atenção para o fato de que esta política só seria possível se a taxa de juro não atingisse o limite inferior zero. Esta estratégia de só intervir após o estouro da bolha também é denominada na literatura econômica de '*clean*' (uma referência a 'limpar' após o estouro da bolha), que é colocada em oposição à estratégia de '*lean*' (que é um diminutivo de '*leaning against the wind*'<sup>15</sup>), que defende que o banco central deve responder diretamente às bolhas dos preços dos ativos, no sentido de retardar seu crescimento e minimizar os danos na economia quando estas bolhas estourarem.

<sup>15</sup> Uma tradução literal para o português seria 'inclinando-se contra o vento'.

A estratégia de ‘*clean*’ funcionou bem após o estouro da bolha das *dot.com* em 2000-2002, o que levou os seus entusiastas a acreditarem que sempre funcionaria bem após os estouros das bolhas de ativos.

Desta forma, observa-se que o modelo do Novo Consenso defendia que o principal objetivo dos BCs era a estabilidade de preços. Já a estabilidade financeira era colocada em segundo plano (sendo pensada fora do âmbito da política macroeconômica) com os BCs tendo que atuar apenas nos momentos em que houvesse o estouro das bolhas. Além disso, os problemas gerados com os desequilíbrios financeiros eram subestimados devido à adoção da hipótese de eficiência nos mercados financeiros. Porém, diversos autores do Novo Consenso estão utilizando a crise financeira internacional atual para tirar lições para se repensar a questão da estabilidade financeira.

Uma importante lição é que a estabilidade de preços e do produto é necessária, mas não é suficiente, tendo-se em vista que não garante a estabilidade financeira. Para Mishkin (2010), o ambiente econômico favorável observado antes da crise não só não foi capaz de evitar a instabilidade financeira como pode ter-la promovido. “*The low volatility of both inflation and output fluctuations may have lulled market participants into thinking there was less risk in the economic system than was really the case*”. (MISHKIN, 2010, p. 32). Segundo o autor, recentes pesquisas teóricas defendem que ambientes econômicos favoráveis podem promover a assunção de riscos excessivos, o que pode tornar o sistema financeiro mais frágil. No período anterior à crise, informações demonstram que os prêmios de risco de crédito e os padrões de subscrição de empréstimos caíram consideravelmente. O autor (2010, p. 32) conclui esta questão afirmando que: “*although price and output stability are surely beneficial, the recent crisis indicates that a policy focus solely on these objectives may not be enough to produce good economic outcomes*”.

Outra lição se refere ao forte impacto que a evolução do setor financeiro gerou para a atividade econômica. Para Mishkin, a crise que antes era restrita ao setor de hipotecas *subprime* (que consistia apenas em uma pequena parte do mercado de capitais em geral) após uma série de choques (tais como a falência do Lehman Brothers e o colapso na AIG) se transformou em uma crise global, ocasionando a queda acentuada na atividade econômica de vários países, inclusive os Estados Unidos. “*The global financial crisis of 2007-2009 therefore demonstrated that financial frictions should be front and center in macroeconomic analysis*”. (MISHKIN, 2010, p. 23).

A crise também serviu para que os autores do Novo Consenso repensassem o papel da regulação financeira. Para Blanchard *et al* (2010), o papel limitado da regulação financeira permitiu que a crise se agravasse, dentre outros motivos, por ter dado incentivos aos bancos para a criação de entidades extra-patrimoniais que além de ter aumentado a alavancagem dessas instituições também serviu para evitar algumas regras prudenciais. Assim, para ele (2010, p. 9), “*mark-to-market rules, when coupled with constant regulatory capital ratios, forced financial institutions to take dramatic measures to reduce their balance sheets, exacerbating fire sales and deleveraging*”.

#### 4.1. AS NOVAS PROPOSTAS PARA SE ALCANÇAR A ESTABILIDADE FINANCEIRA

Estabilidade financeira é entendida aqui de acordo com as questões abordadas por Schinasi (2004). Esta autora defende que ainda não há um modelo amplamente aceito, ou um quadro analítico, para avaliar a estabilidade do sistema financeiro como existe para os sistemas econômicos e em outras disciplinas. Para ela, isso acontece pelo fato de a análise da estabilidade financeira ainda está na sua fase inicial do desenvolvimento e da prática. A autora ainda adiciona que não há razões para se acreditar que a meta de uma única variável, tal como na política monetária, pode ser encontrada para definir e alcançar a estabilidade financeira.

Dada estas questões, a autora salienta que o conceito de estabilidade financeira deva ser amplo e deva abranger o papel da infraestrutura financeira (sistema jurídico, regulamentação financeira, supervisão e fiscalização) as instituições e os mercados. Para ela (2004, p. 8), “*a financial system is in a*

*range of stability whenever it is capable of facilitating (rather than impeding) the performance of an economy, and of dissipating financial imbalances that arise endogenously or as a result of significant adverse and unanticipated events*". Ela defende que a estabilidade financeira deva ser pensada em termos da habilidade do sistema financeiro em alcançar as seguintes questões:

*(a) to facilitate both an efficient allocation of economic resources — both spatially and especially intertemporally — and the effectiveness of other economic processes (such as wealth accumulation, economic growth, and ultimately social prosperity); (b) to assess, price, allocate, and manage financial risks; and (c) to maintain its ability to perform these key functions — even when affected by external shocks or by a build up of imbalances — primarily through self-corrective mechanisms. (2004, p. 8).*

Neste sentido, a política macroprudencial é aqui entendida como os domínios administrativos e regulamentares e o conjunto de instrumentos destinados a assegurar a estabilidade financeira em duas dimensões:

(i) um sistema financeiro robusto capaz de absorver choques sem grandes perturbações para a economia real e (ii) a contenção da acumulação de fragilidades e riscos financeiros sistêmicos. A política macro-prudencial está, assim, próxima da política macroeconômica em termos de objetivos, mas também da política micro-prudencial em termos de instrumentos (GAMEIRO *et al.*, 2010, p. 21).

Dada esta discussão sobre estabilidade financeira, alguns autores, tais como Eichengreen *et al.* (2011), têm defendido que a estabilidade financeira deve ser um objetivo explícito do banco central. Para ele, a política monetária tendo como foco a estabilidade de preços e do crescimento econômico também afeta a estabilidade financeira através dos seus impactos na avaliação dos ativos, nos preços das *commodities*, na alavancagem do crédito, sobre os fluxos de capital e na taxa de câmbio. Ou seja, a política monetária não é neutra numa perspectiva de estabilidade financeira. Da mesma forma, as ferramentas macroprudenciais afetam o crescimento do crédito (por afetar o grau de alavancagem das instituições financeiras em geral) e pode gerar desequilíbrios externos com conseqüências para a estabilidade de preços e estabilidade macroeconômica. Assim, Eichengreen *et al.* (2011) propõe o abandono do princípio de Tinbergen – que defende o uso de diferentes instrumentos para diferentes metas – para a atuação do BC.

Desta forma, este autor afirma que as políticas micro e macroprudenciais devam ser implementadas sempre que possível para a busca da estabilidade financeira, mas que a política monetária também deva ser considerada como uma parte legítima das ferramentas dos supervisores macroprudenciais. Com isto, quando o banco central observar uma situação de desequilíbrio financeiro (algo que pode ser identificado por testes de estresse), eles deverão usar uma combinação de ferramentas micro e macroprudenciais, mas também de instrumentos de política monetária quando necessário, mesmo que isto resulte em desvios da meta de inflação.

Gameiro *et al.* (2010) também propõe que a política monetária e a política de estabilidade financeira sejam complementares. Para o autor (2010, p. 23), "(...) dado o papel central desempenhado pelo sistema financeiro no mecanismo de transmissão da política monetária, as decisões macroprudenciais devem ser tidas em conta pela política monetária e deve ser promovida a troca de informação entre as autoridades competentes".

Mishkin (2010, p. 33) apesar de defender que "*none of the lessons from the financial crisis in any way undermines or invalidates the nine basic principles of the science of monetary policy developed before the crisis*", observa que a política monetária e a política de estabilidade financeira são intrinsecamente ligadas uma na outra e, portanto, a dicotomia entre a estabilidade financeira e a política monetária é falsa. O que implica que a coordenação entre a política monetária e macroprudencial é de

extrema valia para se perseguir a estabilidade de preços, a estabilidade do produto e a estabilidade financeira. Ele também salienta que os BCs são a escolha natural para exercerem o papel de regulador sistêmico. Além disso, ele adiciona que a “coordination of monetary policy and macroprudential policy can only be effective if one government agency is in charge of both”. (2010, p. 49).

Desta forma, percebe-se claramente que as propostas, pelos autores do Novo Consenso, para se alcançar uma maior estabilidade financeira vão a direção de se colocar a estabilidade financeira como um objetivo explícito dos BCs, com a política monetária sendo posta como complementar à ela. O que implica que, quando o banco central observar uma situação de desequilíbrio financeiro (algo que pode ser identificado por testes de estresse), eles passem a usar uma combinação de ferramentas micro e macroprudenciais, mas também de instrumentos de política monetária, mesmo que isto resulte em desvios da meta de inflação. “A motivação para tal política é a de limitar a acumulação de desequilíbrios significativos nos preços dos ativos e, conseqüentemente, diminuir a magnitude de uma eventual correção futura, reduzindo deste modo os riscos em baixa para a economia no médio prazo”. (GAMEIRO *et al*, 2010, p. 11).

Além disto, observa-se que uma importante lição da crise é que as bolhas nos preços dos ativos não são homogêneas e que algumas são mais problemáticas do que as outras. Algumas bolhas após serem estouradas têm a capacidade de provocar uma deteriorização significativa nos balanços dos intermediários financeiros. Estas bolhas provocam efeitos negativos mais fortes na economia e ampliam a instabilidade financeira. Mishkin (2010) chama atenção que as bolhas mais perigosas para a economia são as denominadas de ‘*credit-driven bubble*’. Para Stiglitz (*apud* Gameiro *et al*, 2011), é válida a hipótese de não-linearidade no impacto de choques nos preços dos ativos, com isto, choques de grande dimensão nos preços dos ativos terão um efeito proporcionalmente maior sobre a atividade econômica do que choques de pequena e média dimensão.

## 5. OBSERVAÇÕES CONCLUSIVAS

Diante da atual crise financeira internacional, os autores do Novo Consenso estão repensando a condução da política de estabilidade financeira. Em geral, os autores analisados passaram a advogar que o Banco Central passe a perseguir a estabilidade financeira, a partir da implantação de políticas micro e macroprudenciais, mas também através da política monetária (mesmo que isto resulte em desvios temporários da meta de inflação). Ou seja, a política monetária deve passar a ser considerada como uma parte legítima das ferramentas dos supervisores macroprudenciais. O principal argumento, para que os bancos centrais persigam a estabilidade financeira, é que a política monetária não é neutra numa perspectiva de estabilidade financeira, afetando-a através dos seus impactos na avaliação dos ativos, nos preços das *commodities*, na alavancagem do crédito, sobre os fluxos de capital e na taxa de câmbio.

A principal proposta se apóia no reconhecimento de que as políticas monetária e de estabilidade financeira são complementares e que, portanto, a coordenação entre a política monetária e macroprudencial é importante para se alcançar a estabilidade de preços, de produto e financeira.

Entretanto, é importante destacar que os autores analisados do Novo Consenso não apresentam medidas que eliminem as conseqüências que o processo de desregulamentação financeira causou para o sistema financeiro norte-americano, principalmente no que diz respeito à ampliação do processo de desintermediação financeira. Além disso, também não foram apresentadas medidas efetivas que visem desmontar a atual arquitetura financeira norte-americana e mundial, que possui como traço marcante a formação do *global shadow banking system*. Pois as medidas apresentadas não irão modificar na essência a forma de atuação dos bancos universais e dos agentes que compõe o GSBS. Assim, a interpenetração entre os balanços desses dois sistemas (o regulado e o ‘na sombra’) – que “(...) replicou, multiplicou e redistribuiu, globalmente, os riscos presentes no sistema, bem como os prejuízos deles

decorrentes, para uma grande variedade de instituições financeiras” (FARHI; PRATES, 2012, p. 92) – dificilmente será evitada.

Além disso, autores de tradição keynesiana, como o Goodhart, apresentam medidas que aparentam ser mais efetivas para ampliar a estabilidade do sistema financeiro. Pois o Goodhart apresenta muito mais direções, abrangendo além das questões propostas pelos autores do Novo Consenso (o uso de ferramentas micro e macroprudenciais, além do uso da política monetária), várias outras medidas. Entre elas: a criação de um modelo sistêmico de fragilidade financeira, que incorpore a inadimplência (*default*) como elemento central; a necessidade de se reconhecer a importância da relação entre política fiscal e a administração da crise financeira, bem como repensar o papel de certas instituições internacionais; a necessidade de se introduzir uma abordagem holística de tal forma que se integre os requerimentos de capitais baseados nos riscos, os requerimentos de liquidez, a margem de risco e um conjunto de incentivos e sanções à abordagem da regulação financeira, e; que os requerimentos de capitais baseados nos riscos devam mudar em resposta às flutuações na taxa de crescimento de fatores sistêmicos relevantes em cada caso.

Portanto, apesar das novas propostas de autores do Novo Consenso ter avançado em relação ao que eles defendiam antes da recente crise financeira atual, elas ainda aparentam ser tímidas e insuficientes para diminuir o grau de fragilidade do sistema financeiro dos EUA a tal ponto que eliminem a possibilidade de novas crises financeiras.

**ABSTRACT:** The process of financial deregulation, which began mainly from the 1980s, led to profound changes in the USA's financial system. That process changed the way of acting financial institutions (enlarging the financial disintermediation), which contributed to the expansion of financial innovation, and altered the architecture of the USA's financial system and the world with the formation of the global shadow banking system (GSBS). These changes increased the degree of financial fragility in the USA, constituting itself as the structural cause of the subprime crisis. With the crisis, many supporters economists of the new consensus began to rethink the politics of financial stability. Given this, this article aims to analyze the proposed of financial stability of these authors. The main conclusion is that, despite progress in many aspects, such proposals should not change the way of acting financial institutions and nor the architecture of the USA's financial system, ie, they are insufficient to reduce the degree of fragility of the financial system U.S. to the point of eliminating the possibility of further financial crises.

**Keywords:** Financial Crisis; New Consensus; Financial Stability.

## REFERÊNCIAS

- ANBIMA. **Reforma financeira norte-americana:** A Lei Dodd-Frank. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011.
- ARIENTI, Patrícia F. F.; INÁCIO, Janypher M. Instabilidade, desregulamentação financeira e a crise do sistema financeiro atual. **Cadernos Cedec**, n° 90 (Edição especial Cedec/INCT-INEU), Nov. 2010
- BEAN, C., PAUSTIAN, M., PENALVER, A. e TAYLOR, T. (2010), Monetary Policy after the Fall, **Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference**, Jackson Hole, September.
- BERNANKE, Ben S.; GERTLER, Mark (2001). Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? **The American Economic Review**, Vol. 91, No. 2, May.
- BLANCHARD, O., DELL'ARICCIA, Mauro, P. (2010), Rethinking Macroeconomic Policy. **Journal of Money, Credit and Banking**, Supplement Vol. 42, N° 6, September: 199-215.
- BRESSER- PEREIRA, Luiz C. A crise financeira global e depois: um novo capitalismo?. **Novos Estudos**, n° 86, março 2010.
- CARVALHO, F. Cardim de. “Entendendo a recente crise financeira global”. In: **Associação Brasileira Keynesiana**. Dossiê da crise. Rio Grande do Sul, PP. 23-29. 2008.

\_\_\_\_\_; SOUZA F.E. Souza, J. Sicsú, L.F. de Paula e R. Studart. **Economia monetária e financeira**. Teoria e política. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

CASTRO, Lavínia B. Financiamento e crescimento econômico: uma visão geral da literatura e posicionamento no debate. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 29, p. 277-308, jun. 2008.

EICHENGREEN, Barry; EL-ERIAN; FRAGA, A.; ITO, A.; PISANY-FERRY, J.; PRASSAD, E.; RAJAN, R.; RAMOS, M.; REINHART, C.; REY, D.; ROGOFF, K.; SHIN, H.S.; VELASCO, A.; DI MAURO, B. W.; YU, Y. (2011), **Rethinking Central Banking**, The Committee on International and Policy Reform, Brookings Institutions, September, Washington.

FARHI, Maryse; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. “A crise financeira e o global shadow banking system”. **Novos Estudos Cebrap**, 2008, n° 82, pp. 35- 55, p. 36.

\_\_\_\_\_. Crise Financeira e reformas da supervisão e regulação. Instituto de Pesquisa Econômica e Aplicada. **Texto para discussão 1581**. Brasília, fevereiro de 2011.

\_\_\_\_\_, PRATES, Daniela M. O Shadow Banking System no ‘pós-crise’. In: André de Melo Modenesi (Org.). **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade**: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira, 2012.

FERRARI FILHO, F.; CONCEIÇÃO, Octavio Camargo; TERRA, Fábio. A hipótese de fragilidade financeira aplicada ao setor público: uma análise para a economia brasileira no período 2000-2007. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 14., 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2009.

GAMEIRO, I.M., SOARES, C. e SOUZA, J. (2011), Política Monetária e Estabilidade Financeira: Um debate em Aberto, **Boletim Econômico**, Banco de Portugal, Primavera: 7-27.

GOODFRIEND, M. (2007), How the World Achieved Consensus on Monetary Policy, **NBER Working Paper N° 13.580**, November, Cambridge.

GOODHART, C. A. E. (2004), Some New Directions for Financial Stability?, CBE. **Bank for International Settlements**. Per Jacobsson Foundation. Zurich, Switzerland.

\_\_\_\_\_. (2005), The Future of Central Bank, Financial Markets Group. London School of Economics. **Special paper n. 162**, setembro.

\_\_\_\_\_. (2008), Lessons from the crisis for financial regulation, Financial Markets Group. London School of Economics. **Review n. 78**, julho.

\_\_\_\_\_. (2010), The Changing Role of Central Banks, Financial Markets Group, London School of Economics. **BIS Working Paper n. 326**, novembro.

HERMANN, Jennifer. **Liberalização e crises financeiras**: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990. 2002. Tese (Doutorado) – Rio de Janeiro: IE-UFRJ, 2002.

\_\_\_\_\_. Liberalização e Desenvolvimento Financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. **Revista Economia e Sociedade**, vol. 19, n° 2 (39), ago. 2010, pp. 257-290.

\_\_\_\_\_. **O modelo de liberalização financeira dos anos 1990**: ‘restatement ou auto-crítica? Texto para Discussão, UFRJ, 2002.

\_\_\_\_\_. A experiência Argentina de Liberalização nos anos 1990: Uma análise crítica. **Economia Aplicada**, São Paulo, v.5, n.2, p.281-313, abr./jun. 2001.

JUNIOR, Gilberto R. B.; FILHO, Ernani T. T. As Origens e Desdobramentos da Crise do Subprime. In: **Ensaio sobre economia financeira**. Rio de Janeiro. PP. 287-318. 2009.

LEITE, Karla Vanessa BS; REIS, Marcos. O acordo de capitais de Basileia III: Mais do mesmo? **ANPEC**, 2011.

LICHA, Antonio L (2011). **Notas de aula**. Teoria da Política Monetária. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, agosto.

LIMA, Maria Lucia Labate Mantovanini Padua. **Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais**: condições de inserção dos países do grupo da América Latina. 1995. Tese (Doutorado) – Campinas: IE-Unicamp. 1995.

KEYNES, J.M. (1936). **The General Theory of Employment, Interest, and Money**, Macmillan, London.

MISHKIN, F.S. (2011), Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis, **NBER Working Papers** N° 16755, National Bureau of Economic Research, February.

SCHINASI, G. J. (2004) “Defining Financial Stability”, **IMF Working Papers** 04/187.

SEQUETTO, Marina; BULLIO, Olívia. International Financial System Reforms: An Orthodox Agenda?. In: V ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA (AKB), 5, 2012, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2012.

SOBREIRA, Rogério; DA SILVA, Tarciso G. Basiléia III: longe de uma panacéia. In: André de Melo Modenesi (Org.). **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade**: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira, 2012.

SVENSSON, L.O. (2010), Inflation Targeting and Financial Stability, *Annual Conference on “How has our View of Central Banking Changed with the Recent Financial Crises?”* Central Bank of Turkey, Izmir, October.

URPIA, Arthur. G. Bacelar. C., PEREIRA, E. J. A. L. Hipótese dos Mercados Eficientes vis-à-vis incerteza, convenção e especulação: por uma mudança de paradigma nos mercados financeiros. **Pesquisa em Debate** (São Paulo. 2004). , v.22, p.135 - 155, 2011.

\_\_\_\_\_; OMOTO, Katia H. Repensando a Política de Estabilidade Financeira e o Papel do Banco Central: Uma Análise Crítica das Novas Propostas dos Autores do Novo Consenso. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA (AKB), 5, 2012, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2012.

\_\_\_\_\_. A oferta de crédito no Brasil diante da preferência pela liquidez dos grandes bancos brasileiros: uma análise para o período de 1997 a Junho/2008. In: ENCONTRO DE ECONOMIA DO ESPÍRITO SANTO, 3. 2012, Vitória. **Anais...** Vitória, 2012.

*Data da submissão: 25 Agosto 2014.*

*Data do aceite: 20 Março 2015.*