

A crise do sistema financeiro globalizado contemporâneo

ERNANI TEIXEIRA TORRES FILHO*

The crisis of the contemporary global financial system.

The paper analyses the development of the contemporary global financial system as a consequence of markets as well as States strategies. This global financial system based on the flexible dollar has generated many financial bubbles since it started in the 80s, of which the 2008 crisis is the latest and the largest, particularly because it affected the main banks in the core market of the system, the U.S. On the last decades, banks had changed their business strategies from traditional lending activities towards more speculative investments, similar to what hedge funds do.

Keywords: financial globalization; internacional financial crisis; financial regulation.

JEL Classification: E44; F65; G15; N20.

INTRODUÇÃO

O colapso do mercado imobiliário americano em 2008 levou à mais profunda e prolongada crise da economia mundial em mais de 50 anos. Esse episódio não deve, no entanto, ser visto como um fato isolado. Desde que o sistema financeiro globalizado contemporâneo se consolidou em 1985, houve pelo menos cinco outros eventos que, segundo Kindleberger (2005), mereceriam ser relacionados entre as dez maiores bolhas financeiras desde o século XVII.

Diferentemente do estouro dos créditos *subprimes*, os eventos anteriores ficaram restritos a mercados — como a bolha de ações nos EUA em 2001 — ou a países — a exemplo do Japão em 1989. Apesar de quase todos terem tido alguma repercussão geral, nenhum tinha antes provocado taxas negativas de crescimento e uma

* Professor Associado do Instituto de Economia da UFRJ, Doutor em Economia pela UFRJ e Bolsista do IPEA. O autor agradece os comentários de Maria da Conceição Tavares e Franklin Serrado. E-mail: ernanit@hotmail.com. Submetido: 14/fevereiro/2013; Aprovado: 21/outubro/2013.

;esaceleração prolongada na economia mundial (FMI, 2012), acompanhado por uma ampla fragilização das contas dos governos das principais economias centrais.

Ao colocar os grandes bancos americanos em uma situação falimentar, a crise de 2008 afetou o funcionamento do núcleo central do sistema financeiro globalizado contemporâneo. Provocou a reversão de um processo de expansão e diversificação de ativos que se sustentou de forma quase ininterrupta desde os anos 1980¹. Colocou em cheque a capacidade de bancos e outras instituições financeiras continuarem a manter os níveis elevados de endividamento e de alavancagem que haviam alcançado.

Simultaneamente, criou fissuras entre os interesses que haviam, até então, dado sustentação a esse processo. Enquanto antes havia certo consenso entre governos, empresas e academia de que a globalização financeira era um processo necessário e positivo, hoje as dúvidas e as divergências entre os principais atores públicos e privados são amplas e visíveis. Esses conflitos tornam lenta a resolução dos entraves. Existem problemas, como a desalavancagem financeira, que precisam ser efetivados vagarosamente, para não lançarem as economias em processos deflacionários, como vem ocorrendo no Japão desde 1989. Existem também dificuldades de ordem política, na medida em que há uma preocupação por parte dos principais Estados Nacionais em estabelecer regras que evitem que novas crises financeiras globais coloquem novamente em xeque a capacidade financeira e operacional dos governos.

Diante dessa constatação, esse trabalho tem o propósito de apresentar uma visão geral da montagem do Sistema Financeiro Global Contemporâneo, desde o rompimento do Acordo de Bretton Woods em 1971 até a Crise de 2008. Pretende-se apontar o papel central que os Estados Nacionais tiveram em todo esse processo. A escolha dos EUA como foco deveu-se, de um lado, à importância que os mercados e a moeda americanos desempenham nas transações globais e, de outro, à capacidade que os Estados Unidos tiveram como potência hegemônica, de subordinar seus demais parceiros a um padrão de regulação e funcionamento do sistema monetário internacional que fosse do seu interesse. Esse último aspecto foi denominado por Susan Strange (2004) de “poder estrutural”.

A FORMAÇÃO E A ESTRUTURA DO SISTEMA FINANCEIRO GLOBALIZADO CONTEMPORÂNEO

O Sistema Financeiro Globalizado Contemporâneo teve sua origem marcada pela desmontagem do Acordo de Bretton Woods nos anos 1970, apesar de só ter se tornado plenamente funcional a partir da segunda metade da década de 1980. Sua formação se confundiu com a desmontagem do sistema monetário internacional implantado ao final da Segunda Guerra, que tinha como base: a) taxas fixas de câm-

¹ O estoque de Crédito ao Setor Privado frente ao PIB nos EUA, por exemplo, se reduziu de 296,6% em 2008 para 251,1% em 2012.

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

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

Entretanto, quando esse limite foi atingido no início da década de 1970, a história seguiu um curso diferente. Em lugar de abrir mão de seu “privilegio exorbitante” (Eichengreen, 2011) e promover o ajustamento de sua economia, os EUA simplesmente romperam unilateralmente os compromissos firmados em 1944. O dólar passou, desde então, a estar sujeito a um regime de taxas flutuantes.

A gestação do novo sistema financeiro mundial adequado ao dólar flexível demorou, entretanto, ainda mais de uma década para tomar forma definitiva, por vários motivos. Do ponto de vista político, houve resistências ao novo padrão monetário americano. Os europeus, por exemplo, criaram já em 1972 um mecanismo que reduzia a amplitude das flutuações entre suas moedas, a chamada “serpente europeia”. Da parte dos mercados, o ajuste também não foi rápido. Enquanto o processo maturava, a economia internacional atravessava um período de forte instabilidade, marcado por inflação elevada, taxas de juros negativas e choques de preços.

Apesar dos apelos em contrário, os americanos mantiveram-se comprometidos com a liberalização financeira. Em fevereiro de 1973, os EUA anunciavam que os instrumentos de controle de capital seriam eliminados no ano seguinte. Em seguida, vetaram a iniciativa de europeus e japoneses de criar uma nova moeda internacional emitida pelo Fundo Monetário Internacional, que, para isso, centralizaria a intermediação dos excedentes dos países exportadores de petróleo — os petrodólares (Helleiner, 1994).

Enquanto isso, setores privados aderiam aos poucos à iniciativa americana. Os mercados especulativos prontamente se organizaram para operar em câmbio e juros flexíveis. Em maio de 1972, começavam na Chicago Mercantile Exchange as primeiras negociações com contratos futuros com moedas. Além disso, como descrevem Braga e Cintra (2004), “em 1973, surgiram os contratos de opções sobre ativos financeiros na Chicago Board Options Exchange [...]; em 1975, os contratos futuros de taxas de juros; em 1979, o IMM (International Monetary Market) começou a negociar contratos futuros com bônus do Tesouro americano de 90 dias; em 1982, foram lançados os contratos futuros de índices de Bolsas de Valores”.

A extensão do uso desses novos mecanismos para além do câmbio e dos juros não se deu, no entanto, de forma imediata. A transição de um mundo de negócios inter-

nacionais baseados em preços nominais de longo prazo e em relações bilaterais para outro que se apoiasse em preços *spot* flexíveis e derivativos foi lenta. Se tomarmos como exemplo as transações internacionais de petróleo, o antigo padrão de ordenamento das transações comerciais só foi definitivamente abandonado em 1985. Nessa oportunidade, os preços oficiais da OPEP foram abolidos e os contratos com óleo saudita passaram a adotar o princípio do *netback pricing*, acompanhando os preços praticados no mercado à vista, menos de uma margem preestabelecida².

Mesmo nos EUA, a “desregulamentação” de mercados não financeiros relevantes não foi feita imediatamente após a adoção do câmbio flutuante. Tomando-se novamente o exemplo do petróleo, o processo de liberalização do mercado doméstico de óleo também teve que aguardar o início dos anos 1980. Só então os controles administrativos sobre produção e preços, existentes desde a década de 1930, foram abolidos, permitindo a integração entre o consumo, a produção e a formação de preço do óleo nos Estados Unidos com o restante do mercado mundial. Em seguida, veio a criação dos mercados de futuros. A Bolsa de Mercadorias de Nova York iniciou suas operações com futuros de petróleo e seus derivados em março de 1983 (Torres, 2004).

Durante a década de 1970, as reformas financeiras em favor da globalização se deram mais na arena financeira internacional. Na nova ordem, era essencial para os americanos garantir um papel central aos capitais privados e aos especuladores de curto prazo. De acordo com Helleiner (1994), os EUA “perceived speculative capital movements as an important central tool in the U.S. strategy of encouraging foreigners to absorb the adjustment burden required to correct the country’s large current account deficits”. Em um sistema de câmbio flutuante sem a mediação de nenhum mecanismo internacional extramercado, a pressão dos capitais privados para a valorização de suas moedas levaria os governos estrangeiros a serem obrigados a ajustar suas economias.

Esse processo seria tão mais eficaz quanto menor fossem as restrições nacionais ou multilaterais à mobilidade dos capitais. Assim, o fim dos controles de capitais ao lado do domínio da intermediação internacional pelas instituições privadas foram, desde o início, elementos centrais no projeto americano de remontagem da ordem internacional pós-Bretton Woods. De acordo com Helleiner (1994),

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

² O *netback pricing* refere-se a um sistema em que o preço de oferta de um bem é estabelecido com base em seu preço de demanda final menos uma margem que remunere os custos ao longo da cadeia.

A liberação dos mercados financeiros domésticos americanos também seguiu um ritmo mais lento que o verificado na arena internacional. Com a desregulamentação da Bolsa de Valores de Nova York em 1975, em um contexto de taxas de juros nominais mais elevadas, outras instituições financeiras começaram a invadir áreas de atuação até então exclusivas dos bancos. Em um cenário de inflação elevada, passaram a oferecer contas remuneradas com elevada liquidez que competiam diretamente com os depósitos à vista bancários, que ainda estavam sujeitos a tetos de juros fixados pelo Fed. Com o avanço da concorrência, os grandes bancos reagiram pressionando os legisladores para eliminar as regulamentações que vinham dos anos 1930.

As reformas tiveram, no entanto, que aguardar o fim da década de 1970, quando o governo americano foi obrigado a administrar uma forte crise de confiança no dólar. Ao final de 1978, a Arábia Saudita começou a se desfazer de suas reservas na moeda americana e anunciou que aumentaria os preços do petróleo como resposta às elevadas taxas de inflação nos EUA. Ao mesmo tempo, os europeus retomaram, em março de 1979, o processo de integração monetária com a criação do Sistema Monetário Europeu, em resposta ao enfraquecimento do dólar. A fuga da moeda americana à época se generalizou.

Após tentativas fracassadas de corte de gastos e aumento da taxa de juros, o Banco Central americano, agora comandado por Paul Volcker, mudou de comportamento, em outubro de 1979, e adotou uma política monetária fortemente restritiva. Esse episódio provocou uma profunda alteração no curso da história do sistema monetário internacional. O “Choque Volcker” conseguiu restaurar, em novas bases, a centralidade do dólar nas finanças internacionais. A partir desse momento, a globalização financeira avançou a passos largos.

Pouco a pouco, os países avançados foram seguindo o exemplo americano e aboliram os mecanismos de controle de capital que estavam em vigor desde os anos 1930. Na maioria dos casos, a liberalização foi o meio de aumentar a competitividade de seus mercados financeiros, diante da grande atratividade adquirida pelos mercados americanos já liberalizados. No caso de Londres e Tóquio, a abertura da conta de capital foi seguida pela desregulamentação das bolsas de valores locais — os chamados *big bangs* — com o intuito de permitir que essas praças pudessem competir mais intensamente com Nova York.

A liberalização dos diferentes mercados financeiros nacionais constituiu um amplo espaço concorrencial unificado onde as grandes instituições passaram a concorrer globalmente. Se essa construção, por um lado, deu sustentação a um sistema monetário internacional baseado em um dólar flexível, criou, por outro, problemas regulatórios importantes que não haviam sido previstos. Essas questões envolviam temas de natureza diversa, que iam desde a ação coordenada dos bancos centrais em momentos de crise até as “fronteiras” da jurisdição e da responsabilidade de cada uma dessas instituições. Além disso, precisariam ser tratadas as assimetrias competitivas entre os bancos de diferentes origens nacionais, que passavam a concorrer globalmente, mas continuavam sujeitos a regulações de origem local.

Nessa área, o Bank of International Settlements (BIS), que congrega os bancos

centrais, tornou-se o centro dos debates e das decisões de regulação bancária global. Sua primeira missão foi lidar com a preocupação das autoridades americanas com a baixa relação entre capital e ativos de seus bancos, que tinham sofrido perdas importantes com a crise da dívida externa latino-americana. As tentativas do Fed de obrigá-los a realizar aumentos de capital encontravam forte resistência dessas instituições, que alegavam desvantagens competitivas perante europeus e, principalmente, japoneses, sujeitos a regras de alavancagem mais flexíveis e poucas limitações à diversificação de seus negócios.

O resultado da iniciativa do BIS foi o Acordo de Basileia de 1988 (Basileia I). Esse entendimento fixou em 8% a relação mínima entre capital e ativos que passaria a ser exigida de todos os bancos que tivessem porte internacional, ou seja, que potencialmente concorreriam com os americanos. Além disso, estabeleceu um conjunto de coeficientes que deveriam ponderar o valor dos créditos dos bancos de forma a que seu ativo total para fins regulatórios também refletisse o risco dessas aplicações. Criou-se uma escala de multiplicadores que variava de zero para os títulos públicos até um máximo de 100% no caso da maioria dos empréstimos às empresas. A iniciativa se mostrou um sucesso. O novo parâmetro passou a ser adotado não só para as instituições internacionalmente expostas, mas também para aquelas que se limitavam às atividades locais.

Ao lado da liberalização e da regulação internacional, o Choque Volcker também provocou algumas crises financeiras — como a da dívida externa latino-americana e a do sistema de poupança e empréstimo nos EUA — que encorajaram uma nova tendência de negócios: a securitização de ativos. Essa operação compreende a transferência dos direitos sobre os fluxos de amortização e juros de contratos de dívida para títulos de crédito, para que possam, assim, ser transacionados no mercado de capitais de forma definitiva.

O principal objetivo da securitização é criar um ativo que possa ser facilmente comprado e vendido, ou seja, originado e distribuído. Desse ponto de vista, o novo título deve apresentar condições de rentabilidade, prazo e risco que sejam facilmente percebidas pelos investidores, sem a necessidade de uma pesquisa mais profunda sobre as condições dos créditos que lhes deram origem (Kregel, 2008)³. O volume de operações de securitização manteve-se em níveis pouco significativos até os anos 1990. Desde então, as emissões anuais apresentaram um crescimento vertiginoso, chegando a atingir um máximo de US\$ 5 trilhões em 2006, para se reduzir a cerca de US\$ 2,5 trilhões em 2008 (FMI, 2009).

De acordo com Minsky (2008), a securitização deve ser vista como parte intrínseca do processo de globalização financeira. Segundo o autor.

Securitization leads to the creation of financial paper that is eminently suitable for a global financial structure. There is a symbiotic relation between the globalization of the world's financial structure and the secu-

³ As *rating agencies* desempenharam um papel importante para os bancos na externalização do risco.

ritization of financial instruments. Globalization requires the conformity of institutions across national lines and in particular the ability of creditors to capture assets that underlie the securities.

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

Grande parte dos derivativos é comercializada através de mercados de balcão. Esses contratos são confeccionados de acordo com as necessidades de cada cliente. Por isso mesmo, são muitas vezes mais opacos que os padronizados, tendo em vista a complexidade que podem apresentar. São também menos transparentes para autoridades regulatórias, auditores e investidores. Para Schinasi (2000), em texto publicado pelo Fundo Monetário Internacional, os derivativos seriam parte essencial do funcionamento do sistema financeiro globalizado contemporâneo, “tornaram-se a principal força promotora da integração dos mercados financeiros nacionais e da globalização das finanças”.

Os derivativos servem a diferentes tipos de investidores. Alguns os utilizam para se proteger das flutuações intrínsecas aos mercados flexíveis. Nesse caso, esses instrumentos são uma forma de seguro contra movimentos indesejados nos preços e nos fluxos de caixa. Outros buscam redução nos custos de suas operações na medida em que algumas estruturas de derivativos permitem, por exemplo, replicar investimentos em ativos reais a custos inferiores. Outros aplicadores são atraídos pela receita decorrente das margens com a emissão desses contratos. Existem ainda aqueles que utilizam esse tipo de contrato para efetivar apostas em posições que contrariam as “convenções” de preços do mercado.

Os derivativos são ainda instrumentos que permitem uma atuação mais alavancada dos investidores. O capital necessário a tomar posições nesses contratos é muito menor que o custo de aquisição do ativo que se deseja investir, para o mesmo ganho esperado. Essa vantagem atrai um maior volume de investidores e aumenta a liquidez desses mercados.

Os governos também foram atores fundamentais para a disseminação do uso dos derivativos. Para tanto, garantiram condições jurídicas para a emissão desses contratos, até mesmo por investidores que não dispunham dos ativos relacionados aos derivativos que desejam emitir. Além disso, deram tratamento regulatório preferencial a esses novos instrumentos. Os bancos podiam, por exemplo, ampliar o tamanho dos ativos que carregavam ante o capital da instituição, caso reduzissem o risco de suas operações mediante a aquisição de derivativos.

Nesse novo sistema financeiro internacional caracterizado pela flexibilidade dos preços dos ativos, desintermediação bancária, elevada liquidez, baixas taxas de juros e derivativos, os fundos de *hedge* encontraram as condições propícias para

rápida expansão. Apesar de diferentes em suas estratégias, esses condomínios de investidores, voltados para a busca agressiva de rentabilidade, guardam em comum algumas características básicas. Não estão sujeitos à supervisão de órgãos reguladores, o que lhes garante grande flexibilidade operacional e administrativa. Seus administradores recebem 20% dos lucros obtidos acima de uma meta mínima, além de 2% anualmente sobre o total do fundo. Suas estratégias de investimento se baseiam em combinações entre “posições vendidas” (*short*) dos ativos que esperam que venham a perder valor e “posições compradas” (*long*) daqueles que apostam que devem subir de preço. Na visão dos fundos de *hedge*, portanto, os mercados não são eficientes e, por isso, existem ganhos em se antecipar a esses movimentos.

Uma vez montada a estratégia, o passo seguinte dos *hedge funds* é aumentar os ganhos esperados multiplicando o ativo total do fundo, através da contratação de empréstimos bancários. Aglietta, Khanniche e Rigot (2010) estimaram que em 2006 a alavancagem média desses fundos era de 2,5 vezes seu capital. Entretanto, esses números variavam muito, chegando a dezenas de vezes no caso daqueles controlados pelas tesourarias dos grandes bancos. Por exemplo, o indicador do Long Term Capital Management (LTCM), fundo independente que esteve no centro da crise financeira de 1998, era de 31 vezes à época de seu fechamento.

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

Nesse cenário, o episódio da saída abrupta dos ingleses do Sistema Monetário Europeu (SME) em 1992 mudou definitivamente a relação entre governos e mercados. O Banco da Inglaterra tentou ao longo de três dias enfrentar as ordens de venda comandadas pelo fundo Quantum, administrado por George Soros. Mesmo assim, a libra teve que deixar unilateralmente o SME e o governo inglês, humilhado, foi obrigado a aceitar uma desvalorização de 14% de sua moeda perante o marco alemão.

Se por um lado a possibilidade de alavancar suas carteiras em várias vezes deu um grande poder de mercado aos fundos de *hedge*, por outro, também os deixou mais vulneráveis a choques. Mudanças súbitas nas condições vigentes poderiam simultaneamente afetar a rentabilidade de suas carteiras e bloquear-lhes a saída rápida de posições perdedoras, o que poderia comprometer o capital próprio dessas instituições em pouco tempo. Esse problema ficou explícito em 1998, na crise que teve como foco central um dos principais *hedge funds* da época, o Long Term Capital Management Fund (LTCM). Administrado por um time que contava com dois economistas distinguidos com o Prêmio Nobel por trabalhos seminais na área de avaliação de preço de derivativos, o LTCM simplesmente faliu.

Sua carteira, por ser muito grande e integrada ao restante do sistema financeiro

americano, tornara-se uma ameaça à continuidade dos negócios de grandes bancos de Wall Street. O LTCM acumulava à época uma posição nocional de US\$ 1,2 trilhão para um capital de apenas US\$ 5 bilhões (Schinasi, 2000). O Fed foi obrigado a intervir e organizou um consórcio de instituições financeiras que injetou US\$ 3,5 bilhões na instituição de forma a permitir que seu desinvestimento se desse de forma ordenada.

O episódio do LTCM em 1998 deixou transparente que, para alavancar suas posições, os fundos precisavam do crédito de seus *prime brokers*, ou seja, dos grandes bancos de investimento, em particular os americanos. Na oportunidade, a ameaça de quebra do fundo deu início a uma crise de liquidez que afetou todos os mercados financeiros e as taxas de juros subiram muito, inclusive as da dívida pública americana. Por esse motivo, o Banco Central americano também se viu obrigado a promover a redução das taxas básicas de juros de modo a facilitar as condições de liquidez. Esse episódio deixou claro que a atuação de fundos não regulados podiam gerar impactos sobre o sistema bancário e, conseqüentemente, sobre a economia global.

A desvalorização da libra em 1992 e a falência do LTCM em 1998 levaram, no âmbito dos governos, a duas visões diferentes sobre os fundos de *hedge*. Os governos europeus continentais achavam que eram atores especulativos que geravam insegurança para os mercados. Em contraposição, os americanos e ingleses viam os *hedge funds* como mecanismos que teriam, na ordem internacional globalizada, o papel positivo de acelerar e corrigir as trajetórias de empresas, mercados e países que não fossem consistentes com o equilíbrio da economia global. Ao mesmo tempo, acreditavam que, ao atuar no sentido de trazer os preços para posições de “equilíbrio”, esses fundos reduziriam os riscos de bolhas especulativas, que necessitariam correções abruptas e desestabilizantes, e contribuiriam para limitar a volatilidade macroeconômica do sistema mundial.

Assim, ao longo da década que separa a crise do LTCM em 1998 da falência do Lehman Brothers em 2008, o mercado de *hedge funds* cresceu exponencialmente. Em 2005 havia mais de 8 mil dessas instituições, 60% das quais administravam mais de US\$ 5 bilhões. Nesse intervalo, a relação entre fundos de *hedge* e bancos tomou novos contornos. O papel desses *prime brokers* no financiamento dessas instituições não só aumentou como também se concentrou. Em 2006, os três maiores *prime brokers* — Morgan Stanley, Goldman Sachs e Bear Stearns — eram todos americanos e concentravam mais de 50% dos empréstimos a esses fundos.

Durante a crise de 2007-8, novamente os fundos de *hedge* foram apanhados no contrapé. A retração do crédito bancário deixou suas posições alavancadas em situação precária. Ao mesmo tempo, a restrição dos governos à formação de posições vendidas a descoberto afetou sobremaneira a sustentação de suas estratégias *long-short*. Entretanto, apesar dessas dificuldades, a nova crise não foi provocada pela quebra de fundos de *hedge* independentes, apesar de ser essa a expectativa dos bancos centrais (Goodhart, 2009). Os principais responsáveis dessa vez foram os grandes bancos americanos e europeus.

A crise dos *subprimes* explicitou que as autoridades monetárias em geral — e o

Fed em particular — não haviam percebido o alcance que as transformações impostas pela globalização financeira tinham tido sobre seus grandes bancos. Em particular, não tinham se apercebido como as novas formas de securitização adotadas — inclusive a venda de ativos a empresas de propósito específico — haviam tornados opacos não só os produtos financeiros vendidos, mas também os balanços dos próprios bancos que eram objeto de avaliação periódica pelas autoridades regulatórias.

De fato, a mudança no modelo de negócio dos bancos comerciais havia sofrido alterações profundas desde os anos 1980. Até então, essas instituições atuavam basicamente na captação de depósitos de curto prazo a baixo custo para financiar empréstimos por períodos mais longos a empresas e famílias em um ambiente competitivo limitado pela forte regulação e pela proteção à competição internacional.

A partir dos anos 1980, esse padrão de intermediação financeira foi aos poucos perdendo relevância. Nesse cenário, os grandes bancos — em lugar de passivamente se ajustarem às mudanças em curso e, com isso, aceitarem ter um papel secundário no novo sistema financeiro internacional — tomaram a liderança do processo, redefinindo as formas e as estratégias de seus negócios, para garantir, assim, uma posição central na nova ordem financeira.

Conseguiram inclusive ganhar importância na condução do processo de transição para novo sistema globalizado, interferindo com sucesso na definição a seu favor das normas que viriam a ser utilizadas pelos seus próprios reguladores. Um exemplo desse tipo de influência foi a decisão do governo americano de, em 2004, aumentar os limites de alavancagem de seus bancos de investimento. Segundo Crotty (2009):

From 1975 to 2003, the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) limited investment bank leverage to 12 times capital. However, in 2004, under pressure from Goldman Sachs chairman and later Treasury Secretary Henry Paulson, it raised the acceptable leverage ratio to 40 times capital and made compliance voluntary.

Assim, a securitização, em vez de provocar uma perda de mercado e de lucros para os bancos, tornou-se uma nova trajetória de expansão. Suas carteiras de crédito tradicionais revelaram-se uma fonte privilegiada de originação de títulos para posterior distribuição aos mercados de capitais. Abraçar a securitização foi também uma forma de os bancos responderem às novas limitações globais impostas pelos reguladores. Ao reduzir seus balanços a cada venda de ativos, abriam imediatamente “espaço” para novas operações de securitização. Ampliava-se assim o volume de negócios atendendo simultaneamente aos parâmetros de Basileia I.

A securitização foi ainda um meio de superar a perda de competitividade na captação de depósitos. O aumento na amplitude das flutuações nas taxas de juros havia comprometido os mecanismos tradicionais de depósitos baratos e estáveis, criados após a Grande Depressão. Um exemplo disso foi o desaparecimento dos

sistemas de poupança e empréstimos garantidos pelos governos que davam sustentação ao financiamento imobiliário. A securitização de hipotecas foi o meio encontrado para retomar o financiamento imobiliário americano.

Finalmente, a securitização foi também a maneira de os bancos enfrentarem a maior competição ante os mercados de capitais. Com a liberalização, investidores e emissores mais sofisticados podiam dividir entre si os ganhos até então auferidos pelas instituições financeiras. Em resposta, os bancos simplesmente tomaram a liderança dessa nova forma de intermediação.

Formou-se, assim, um novo padrão de concorrência bancária. Entretanto, como alertou Minsky em 1987, nenhuma dessas inovações financeiras conseguia superar o fato de que “such paper links the present and the future. Today is the future for some past todays. Prior commitments are falling due even as new commitments are entered upon. Cash flows served as both a source of funds and as the validation of prior commitments. The hedge, speculative, and Ponzi characterization of cash flows may be relevant” (grifo nosso).

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

A partir do processo de securitização, aprofundou-se também a “terceirização” de outras das atividades antes realizadas diretamente pelos bancos, por serem anteriormente consideradas estratégicas para a realização de empréstimos. A análise de risco das operações passou a ser feita por empresas especializadas — as *rating agencies*. Ao mesmo tempo, a captação de recursos passou a depender cada vez mais das novas instituições não bancárias atacadistas — como os Money Market Funds — que passaram a ter condições de prover fundos aos bancos, nos montantes e no momento em que se faziam necessários.

A compressão das margens de intermediação, em consequência da maior competição, aliada à securitização comprometeram definitivamente a capacidade de os bancos sustentarem suas taxas de retorno — estimadas em 15% a 20% ao ano — com base apenas em suas operações de empréstimos tradicionais. Esse lugar foi tomado pelos ganhos com comissões e taxas sobre os valores vendidos e, seguindo o exemplo dos *hedge funds*, aumentou-se a alavancagem financeira dos balanços.

Para isso, era essencial dar solução a três entraves importantes. O primeiro era a volatilidade do valor global dos ativos. Desse ponto de vista, o gerenciamento macroeconômico, particularmente o realizado pelo Fed, no período da Great Moderation parecia ter reduzido substancialmente esse risco. De acordo com Bernanke (2004),

the variability of quarterly growth in real output (as measured by its standard deviation) has declined by half since the mid-1980s, while the variability of quarterly inflation has declined by about two thirds”.
[...] My view is that improvements in monetary policy, though certainly

not the only factor, have probably been an important source of the Great Moderation.

Esse tipo de interpretação alimentava um sentimento do mercado de que, caso algum problema financeiro viesse a surgir no horizonte, o Fed adotaria rapidamente medidas fortes para evitar uma crise de maiores proporções. Era o que o *Financial Times* em 2000 chamou de “Greenspan put”.

O segundo era o custo básico dos recursos que estariam sendo captados. Após um período de taxas elevadas de juros, que se seguiu ao Choque Volcker nos anos 1980, nas décadas seguintes o Banco Central americano fixou suas taxas em níveis bem inferiores sendo que, em alguns momentos, chegou a informar que elas seriam mantidas propositadamente baixas por um longo período de tempo. Foi o que aconteceu, por exemplo, nos anos que se seguiram à crise na Bolsa de Valores americana no início da década de 2000.

O terceiro entrave era a capacidade de os bancos obterem montantes elevados de recursos a qualquer momento. A liberalização financeira gerou ou amplificou um grande número de instituições e mercados especializados em operações de crédito de curto prazo por atacado — tais como os Money Market Funds, os títulos colateralizados em ativos e o mercado interbancário — que davam conforto aos bancos e mantinham em carteira os créditos que excedessem sua captação junto ao público.

Tomava-se, assim, como certo que qualquer banco que minimamente atendesse aos critérios de Basileia I em termos de capital próprio teria condições de sempre acessar os mercados atacadistas de curto prazo. De acordo com Goodhart (2009), a relação entre ativos e depósitos dos bancos na Grã-Bretanha seguiu uma trajetória ascendente. Nos anos 1990, esse indicador aumentou de 90% para 100% e, antes de 2007-8, havia atingido patamares entre 150% e 170%. Assim, quando a crise estourou, houve um problema sério de liquidez e de financiamento dos grandes bancos. O quadro nos EUA não foi diferente.

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

Puderam, ademais, criar empresas de propósito específico (EPE) formalmente independentes para as quais transferiam seus ativos de mais alto risco, mas que geravam retorno elevado. Essas EPE usavam esses créditos para emitir notas promissórias, colocadas pelo mesmo banco, junto a seus clientes. Tendo em vista a elevada ponderação de risco a que esses créditos estavam sujeitos enquanto permanecessem nos bancos, essa operação produzia, do ponto de vista regulatório, uma descompressão da capacidade de essas instituições poderem gerar novos ativos — e consequentemente aumentar suas receitas com taxas e comissões. Esse efeito de

alavancagem era alcançado apesar dessas EPE serem garantidas por linhas de crédito automáticas dos mesmos bancos que os haviam criado.

De acordo com Crotty (2009) esse tipo de comportamento era bastante generalizado em Wall Street antes de crise. Segundo esse autor: “At the end of 2007, J.P. Morgan Chase & Co. and Citigroup each had nearly \$1 trillion in assets held off their books in special securitisation vehicles. For Citigroup this represented about half the bank’s overall assets”.

A exemplo do títulos securitizados, os grandes bancos também tomaram um papel central no mercado de derivativos. Esses contratos se tornaram uma fonte importante de receitas correntes e passaram a se concentrar em um número pequeno de instituições que também tomaram posições relevantes como contraparte dos demais investidores. Assim, nos EUA, sete bancos respondiam em 2000 por 95% de toda a exposição do sistema bancário americano (Schinasi, 2000).

Com base nessa análise, pode-se afirmar que a busca por maior rentabilidade levou os bancos a não só financiarem os *hedge funds*, mas também a adotarem estratégias que em tese seriam mais adequadas de instituições dessa natureza, ou seja, condomínios não regulados de investidores qualificados. Essa “metamorfose” foi operada de dois modos. Uma primeira estratégia foi através da aquisição ou criação de seus próprios fundos de *hedge*, para gerenciar parte do seu capital próprio. O acesso a recursos de baixo custo da instituição controladora e a vantagem de contar com sua marca levou os administradores desses fundos a alavancarem muito suas posições.

No caso do Bear Stearns, seu fundo de *hedge* operava com um ativo 35 vezes superior ao capital investido. Quando o empreendimento quebrou em junho de 2007, o banco foi obrigado a realizar seu resgate, deixando explícito para o restante do mercado sua responsabilidade pelas perdas da instituição. Exemplo semelhante também pode ser encontrado na atuação do UBS nos Estados Unidos.

Assim, na década de 2000, os bancos não só ampliaram a escala de seu relacionamento com os *hedge funds*, como também copiaram as estratégias dessas instituições. O objetivo era aumentar a rentabilidade de suas tesourarias, sem uma devida preocupação com o risco que essa medida podia implicar para a parte mais vulnerável de seu balanço, o capital próprio. Ao adotarem esse rumo, os fundos de *hedge* dos bancos encontraram menos limitações financeiras que seus competidores independentes. Seu risco de crédito era o mesmo do banco que as havia criado e, portanto, seu acesso a recursos gozava dos mesmos privilégios de qualquer departamento da instituição patrocinadora.

Assim, nos fundos de *hedge* dos bancos, o risco estava diluído junto com os demais negócios de um segmento de mercado regulado e com garantia implícita dos governos. Já os *hedge funds* independentes tinham que apresentar garantias para obter o crédito necessário a alavancar suas posições. Além disso, assumiam diretamente parte do risco do fundo que administravam, já que a maior parte do seu patrimônio pessoal dos seus gestores estava ali aplicado, o que lhes limitava o apetite.

A segunda estratégia de metamorfosear os fundos de *hedge* deu-se como parte da estratégia global dessas instituições. Como alertou Goodhart (2009):

Most ordinary enterprises have a debt to equity ratio of perhaps 2 or 3 if they are operating in a service industry or in manufacturing industry. Many banks, and I would have to say especially the European banks, had an enormously high debt to equity ratio. In a number of cases it approached, or was over, 50 times. I could give you some names that are perfectly well known. UBS, Deutsche Bank, Barclay's — all had leverage ratios that were about 50.

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

Assim, o sistema financeiro globalizado foi se ampliando a partir do aumento da alavancagem dos bancos e da redução da importância dos mecanismos tradicionais de liquidez e financiamento, como os depósitos. Por esse motivo, a crise de 2008 foi tão brutal. Ao provocar uma paralisação súbita das operações nos novos mercados de liquidez — o interbancário e o chamado *shadow banking*⁴ — tornou precária a situação dos bancos e levou a uma queda em espiral no valor dos ativos. Nesse cenário, restou aos bancos centrais intervir, ampliando rapidamente seu passivo monetário, quer recompondo os balanços dos grandes bancos, quer cumprindo o papel de contraparte nas operações de liquidez tradicionais. Nos casos em que essas medidas não se mostraram suficientes, houve a necessidade de se recorrer à estatização dessas instituições.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A globalização financeira se desenvolveu a partir de quatro vertentes complementares. A primeira foi a da Liberalização dos Mercados Financeiros, ou seja, a eliminação das barreiras à livre movimentação de capitais entre países. A mudança do padrão monetário do dólar fixo para flexível, como o fim de Bretton Woods, permitiu a constituição de um espaço financeiro efetivamente global. O processo se concentrou inicialmente em câmbio e juros, mas aos poucos foi se ampliando em direção ao restante dos mercados relevantes. Houve na partida fortes resistên-

⁴ O *shadow banking system* envolve um conjunto de provedoras de fundos por atacado, a partir de ativos existentes (*asset-based wholesale funding system*). Desse ponto de vista, não é um sistema que concorre com os bancos comerciais, como o mercado de capitais, mas que lhes provê determinados serviços.

cias de governos importantes da Europa e do Japão à liberalização, mas a determinação de ingleses e, particularmente, americanos em dar sequência ao processo garantiu a continuidade da liberalização dos mercados financeiros, em termos de seu andamento e amplitude.

O “Choque Volcker” de 1979 marcou o momento definitivo ao subordinar os parceiros ao projeto de ordenamento financeiro internacional americano. Em meados de 1980, as principais economias haviam completado a liberalização das suas contas de capital, permitindo a formação de um mercado financeiro efetivamente global.

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

A segunda vertente foi a da Desintermediação Bancária. A subida da taxa de juros americana em 1979 ampliou as oportunidades para o uso de instrumentos de financiamento direto em detrimento da intermediação tradicional feita pelos bancos. Tornou-se mais fácil e barato contrair dívidas mediante o lançamento de títulos, através de instituições financeiras como os bancos de investimento, os fundos de investimento e os fundos de *hedge*.

Para fazer frente ao volume crescente de emissões nos mercados de capitais, os bancos, em reação, tomaram uma posição cada vez mais importante na securitização de créditos. Em lugar de se manterem restritos às atividades tradicionais de captar depósitos e conceder empréstimos, tornaram-se também grandes originadores e distribuidores de títulos privados. Substituíam, assim, suas receitas com as margens de risco que cobravam nos empréstimos pelos ganhos mais imediatos com as taxas e comissões em operações estruturadas.

A terceira vertente foi a da Externalização do Risco. A flexibilização dos mercados de câmbio e juros e a securitização levaram à diversificação e ampliação dos mercados de derivativos. Esses contratos permitiram a mercantilização e a redistribuição de risco entre os diferentes investidores. Entretanto, ademais de atender a esse tipo de demanda por “seguro” de portfólio, os derivativos também se tornaram uma forma alternativa e menos custosa de se aplicar em determinados ativos e de se alavancar posições com menor aplicação de capital próprio.

Resolvido o problema da administração dos riscos microeconômicos de seus portfólios, os investidores, do ponto de vista macroeconômico, adotaram um comportamento convencional. Estimulados pelas atitudes dos bancos centrais — e do Fed em particular — adotaram a crença de que poderiam contar com a garantia de intervenção das autoridades monetárias sempre que houvesse a possibilidade de riscos sistêmicos.

A última vertente foi a da Elevada Alavancagem. Em um ambiente caracterizado pelas baixas taxas de juros, alta liquidez, forte concorrência, mercados de capitais profundos e baixa volatilidade macroeconômica, a estratégia de aumento de

ganhos baseou-se crescentemente na tomada de posições alavancadas. Originalmente, esse perfil era mais presente nos *hedge funds*. Entretanto, ao longo do tempo, os bancos começaram a adotar um comportamento semelhante, quer criando seus próprios fundos de *hedge*, quer aumentando sobremaneira a relação entre seus ativos e seu capital próprio.

Todo esse desenvolvimento não teria sido possível sem o consentimento, a parceria, os estímulos e as garantias explícitas ou implícitas dadas aos mercados financeiros pelas autoridades das principais nações. Essa rede de interesses foi sendo paulatinamente construída e se alimentou do sucesso da menor volatilidade macroeconômica. Foram os anos da chamada *Great Moderation*.

Nesse cenário, a crise de 2008 representa um choque de grandes proporções para o Sistema Financeiro Globalizado. Houve a explicitação de que, diferentemente do que muitos argumentavam, o comportamento concorrencial do sistema financeira podia levar a uma disrupção generalizada nos mercados dos ativos, arrastando consigo o nível de atividade e a solvência dos soberanos. Há hoje a percepção de que as garantias, que os governos dão a seus grandes bancos comerciais, são incompatíveis com a adoção por essas instituições de comportamentos especulativos semelhantes — muitas vezes em escala mais ampliada — aos dos *hedge funds*.

A imposição de limitações mais severas às estratégias de negócios dos bancos e de outras instituições sistemicamente esbarra, no entanto, em grandes dificuldades. A complexidade operacional do sistema financeiro global e a opacidade dos instrumentos utilizados torna difícil o estabelecimento de normas eficazes. Ao mesmo tempo, medir o impacto de novas regulações sobre a concorrência, a rentabilidade e a operacionalidade dessas instituições, bem como suas consequências sobre crescimento da renda e do emprego, têm se revelado uma tarefa no mínimo demorada, no máximo impossível.

Como afirmou Haldane (2012), diretor do Banco da Inglaterra:

Modern finance is complex, perhaps too complex. Regulation of modern finance is complex, almost certainly too complex. That configuration spells trouble. As you do not fight fire with fire, you do not fight complexity with complexity. Because complexity generates uncertainty, not risk, it requires a regulatory response grounded in simplicity, not complexity. Delivering that would require an about-turn from the regulatory community from the path followed for the better part of the past 50 years. If a once-in-a-lifetime crisis is not able to deliver that change, it is not clear what will.

Não há assim soluções simples nem rápidas em perspectiva. Entretanto, em pelo menos um aspecto a crise de 2008 parece ter gerado um impacto de mais longo prazo. Já não se aceita facilmente a argumentação em favor da perfeita eficiência dos mercados. Ao mesmo tempo, ficou clara a necessidade de se preservar a saúde financeira dos Estados Nacionais diante de novas crises de origem financeira.

Qualquer que venha a ser o caminho adotado, dificilmente esse objetivo será

alcançado sem que haja uma mudança na estratégia de negócios adotada pelos grandes bancos no passado recente. Alguns elementos já em marcha da nova regulação — como a redução compulsória dos níveis de alavancagem e a limitação a negócios por conta própria de suas tesourarias (Volcker Rule) — tendem a produzir impactos negativos de longo prazo sobre a rentabilidade e a expansão das atividades dessas instituições. Nesse cenário, é pouco provável que o processo de desalavancagem em curso seja estancado em pouco tempo. Do mesmo modo, a reversão da política de taxas de juros zero adotada pelos bancos centrais afetarão diretamente os lucros dessas instituições. As instituições financeiras não bancárias relevantes, por sua vez, também deverão ser cada vez mais sujeitas a limitações. Esse processo de ajuste tende, portanto, a ser longo e sujeito a percalços, mas seus impactos serão claramente recessivos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aglietta, Michel; Khanniche, Sabrina, e Rigot, Sandra (2010). *Les Hedges Funds: Entrepreneurs ou Requins de la Finance?*. Perrin: Paris
- Bernanke, Ben (2004). “The Great Moderation”, Discurso proferido na Eastern Economic Association, Washington, Federal Reserve. Url: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/default.htm>
- Braga, José e Cintra, Marcos Antonio (2004). “Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano”. in: FIORI, José L. (Org.) *O poder americano*. Petrópolis: Editora Vozes, p. 253-307.
- Cintra, Marcos Antonio M.; CAGNIN, Rafael F. (2007). “Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas”. *Econômica*, vol. 9, n. 1, Rio de Janeiro, p. 89-131, dezembro.
- Crotty, James (2009). “Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the ‘new financial architecture’.” *Cambridge Journal of Economics*, vol.33, 563–580
- Eichengreen, Barry (2011). *Privilégio Exorbitante*. São Paulo: Elsevier Editora Ltda.
- Eichengreen, Barry e Mussa, Michael (1998). “Capital Account Liberalization and the IMF”, *Finance and Development*, 35(4), Dezembro.
- Farhi, Maryse (1998). “O futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros”. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp (tese de doutoramento).
- Farhi, Maryse & Cintra, Marcos Antonio (2008). “A Crise Financeira e o Global Shadow Financial System.” *Novos Estudos*, n. 82. São Paulo: Cebrap, novembro, p. 35-55. [Uma versão modificada deste trabalho — The financial crisis and the global shadow banking system — foi publicada na Revue de la Régulation, n. 5, Crise du capitalisme financier, 1o. semestre 2009, Paris. Disponível em <http://regulation.revues.org/index7473.html#text>
- Financial Stability Board (2012). Global Shadow Banking Monitoring Report 2012, Basle, 18 de Novembro. Disponível em http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121118c.pdf
- Financial Times (2000). Greenspan put may be encouraging complacency. 8 de Dezembro,
- Fundo Monetário Internacional-FMI (2012). World Economic Outlook (WEO), abril. Disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/>
- Fundo Monetário Internacional (2009). Global Financial Stability Report. Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks. Disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/01/index.htm>
- Haldane, Andrew (2012). “The dog and the Frisbee.” Federal Reserve Bank of Kansas City, 366th Economic Policy Symposium, “The changing policy landscape”, 31 de agosto. Disponível em <http://www.bis.org/review/r120905a.pdf?frames=0>

- Helleiner, Erich (1994). *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990's*. Cornell University Press. Londres
- Goodhart, Charles (2009) "Financial Crisis and the Future of the Financial System". 100th BRE Bank - CASE Seminar. Warsaw, 22 January 2009
- Kregel, Jan (2008) "Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis". *Levy Economics Institute*. Working Paper No. 530. Disponível em: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_530.pdf
- Kindleberger, Charles e Aliber, Robert (2005). *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. Palgrave Macmillan. Londres
- Mallaby, Sebastian (2010) *More Money than God: Hedge Funds and the Making of a New Elite*. The Penguin Press. Nova Iorque
- Minsky, H. (1987). "Securitization". *The Levy Economics Institute of Bard College*. Policy Note 2008 / 2. Disponível em: http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_08_2.pdf
- Serrano, Franklin (2002) "Do ouro imóvel ao dólar flexível" *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 237-253, jul./dez.
- Schinasi, Garry, Craig, R. Sean e Krame, Charles (2000). "Modern Banking and OTC Derivatives Markets: The Transformation of Global Finance and its Implications for Systemic Risk". *IMF Occasional Paper*, nº 203
- Strange, Susan (1994). *States and Markets*. Continuum. Nova Iorque
- Torres, Ernani (2004) "O papel do petróleo na geopolítica americana", in: FIORI, J.L. (Org.) *O Poder Americano*. Petrópolis: Editora Vozes.
- Torres, Ernani e Borça, Gilberto (2009) "Origens e Desdobramentos da Crise do Subprime". In: *Ensaaios sobre Economia Financeira* ed. Rio de Janeiro: BNDES, 2009, p. 287-318.
- Torres, Ernani (2011). "O Pânico de 2008 e a Longa Recessão: Onde estamos e para onde vamos?" *Revista Econômica*, Niterói, v 13, n 2, dezembro 2011. Url: www.revistaeconomica.uff.br/index.php/revistaeconomica