

O ciclo dos imóveis e o crescimento econômico nos Estados Unidos 2002-2008¹

RAFAEL FAGUNDES CAGNIN

Introdução

A PERDA DE competitividade internacional, a elevação das taxas de juros, a aceleração da inflação e a redução das taxas de crescimento do produto nacional caracterizaram a economia americana a partir do final dos anos 1960. Esses fatores, que refletiam o desgaste do arranjo político-institucional do pós-guerra, deram origem a um intenso processo de inovações financeiras seguido pelo dismantelamento de controles quantitativos (Glass-Steagal Act de 1933 e Securities Exchange Act de 1934), que constituíam, até então, uma das principais características do sistema financeiro americano (Belluzzo & Coutinho, 1996; Braga & Cintra, 2004).

Data desse período o processo de “institucionalização da poupança” americana – isto é, o aumento da importância dos investidores institucionais como gestores de riqueza e de crédito em relação às instituições de depósito – e o crescimento dos mercados de títulos de dívida (*securities*) e de derivativos. A essas tendências, que consistiam numa elevação do nível de concorrência, os grandes bancos americanos reagiram introduzindo outras inovações financeiras (certificados de depósito, *repurchase agreement* etc.) de maneira a contornar os limites às taxas de juros aos quais estavam sujeitos (Cintra, 2000).

A concorrência entre as instituições bancárias e não bancárias e a introdução de inovações financeiras, nos instrumentos de captação, de aplicação, de gestão de riscos transformaram o negócio bancário.² Por um lado, os grandes bancos comerciais lideraram o processo de conglomeração entre diferentes instituições que, sob figuras jurídicas distintas, passaram a oferecer serviços de subscrição de títulos e ações, seguros e gestão de riqueza por meio de fundos de investimento e de pensão.³ Por outro lado, as operações de crédito junto às famílias tronaram-se estratégicas para os bancos. As margens de lucro mais elevadas dessas operações compensavam em parte a queda de rentabilidade das operações com grandes e médias empresas (Freitas, 1997; Cintra & Cagnin, 2007a; Goodhart & Hofmann, 2007; Bhatia, 2007).

Para as famílias americanas, a nova estrutura financeira traduziu-se na ampliação da participação da riqueza financeira alocada em fundos (fundos mútuos,

fundos de pensão e *money market funds*) decorrente do movimento de “institucionalização da poupança”. Ademais, a introdução de inovações financeiras e as estratégias bancárias visando às famílias permitiram a expansão da oferta de crédito. A valorização dos ativos financeiros passou, então, a apresentar dois efeitos. Por um lado, estimulou a expansão do consumo em detrimento da formação de poupança,⁴ à medida que as famílias se percebiam mais ricas (efeito riqueza). Por outro lado, ampliou a capacidade de endividamento, uma vez que o fortalecimento patrimonial das famílias melhorava sua avaliação de risco junto aos credores. A criação de novos instrumentos de financiamento tem permitido que os agentes econômicos transformem a valorização de sua riqueza em poder de compra sem fazer necessária a venda de ativos.

A estrutura patrimonial das empresas americanas também se alterou no sentido de incorporar maior participação de ativos financeiros, por um lado, e, por outro, de instrumentos de mercado em seu passivo. A participação dos ativos financeiros saiu de 25,8% dos ativos totais das empresas americanas, em 1970, para 49,3%, em 2005, enquanto o peso dos bônus nos instrumentos de dívida saiu de 46%, em 1970, para 57%, em 2005, e os empréstimos bancários caem de 29% para 12% no mesmo período.

Com essa alteração, os investidores institucionais ganham importância na definição das condições de financiamento das empresas. A avaliação consensual desses agentes, expressa nas cotações das ações e condicionada pelos retornos gerados pela administração das corporações, define as estratégias empresariais vencedoras. Dessa forma, as decisões sobre investimentos, venda ou compra de ativos por uma empresa passaram a levar em conta o impacto sobre o valor de suas ações, resultante da avaliação de seus acionistas. À medida que veem frustradas suas expectativas em relação ao retorno das ações de uma determinada empresa, os investidores institucionais, representantes dos acionistas, buscam reduzir suas posições nesses ativos. A desvalorização das ações que resulta desse comportamento reduz o valor da empresa, estimulando operações de fusão ou de aquisição hostil com a consequente destituição de sua diretoria. A estrutura de governança americana, compreendida como a forma de relacionamento entre acionistas e corporações, é assim baseada na geração de valor ao acionista, conhecida como *shareholder value based system of corporate governance* (Aglietta, 2008; Braga & Cintra, 2004).

Diante da necessidade de obtenção de lucratividade crescente, as empresas ampliaram o conjunto de suas aplicações no sentido de incorporar ativos financeiros. Como aponta Braga (1997), a acumulação de ativos financeiros no balanço das corporações ganhou caráter permanente na forma como a gestão de riqueza privada é realizada em um ambiente de desregulamentação, liberalização e sofisticação financeira. Disso decorre uma maior complexidade das decisões de valorização do capital das empresas que passam tanto pela realização de investimentos produtivos, com desdobramento sobre o nível de renda e emprego,

como pela aplicação em ativos financeiros, objetivando ganhos de capital, cujos efeitos sobre o crescimento econômico são mais incertos. Essas decisões também envolvem a escolha do nível de alavancagem e das formas de financiamento das operações ativas a serem utilizadas. Dessa maneira, a busca por maior rentabilidade em curto período de tempo por meio das oscilações de preço dos títulos transacionados em mercados organizados, típica dos investidores institucionais, acabou por influenciar também a gestão das grandes corporações.

O artigo é estruturado em quatro seções além desta breve introdução. A partir da análise da economia americana dos anos 1990, a primeira seção busca articular as convenções estabelecidas nos mercados financeiros às decisões de gasto dos agentes sob uma dinâmica econômica *finance-led*. A segunda seção trata dos mecanismos de financeirização dos imóveis, isto é, as transformações dos instrumentos de financiamento da construção e da aquisição de imóveis que permitiram que a valorização dos imóveis residenciais americanos assumisse o papel desempenhado pelas ações no estímulo ao consumo e ao investimento agregado. A articulação entre os ciclos imobiliário e econômico na recuperação americana de 2002 será tratada na seção subsequente. Na quarta e última seção, enfatiza-se a complexificação das relações de débito e crédito condicionada pela introdução de inovações financeiras e pela busca de rendimentos mais elevados pelos agentes financeiros. Esses elementos funcionaram como o fio condutor que transformou a crise no segmento de hipotecas *subprime* em uma crise financeira muito mais profunda, atingindo as operações de securitização, os mercados de derivativos e de ações.

O ciclo econômico *finance-led* dos anos 1990

A expansão da participação dos ativos financeiros na riqueza das famílias e das empresas passou a exercer uma influência importante sobre as decisões de gasto desses agentes. As inter-relações estabelecidas entre o ciclo de preço dos ativos financeiros e o dinamismo econômico definem as características do crescimento econômico *finance-led*.⁵

O período entre 1992 e 2000 compreende a fase de expansão de um ciclo econômico do tipo *finance-led* nos Estados Unidos. Apesar de não ter apresentado taxas de crescimento tão robustas como em períodos passados, essa fase expansionista foi a de maior duração da economia americana.⁶

As inovações tecnológicas introduzidas ao longo dos anos 1990 levaram sinergias a diferentes setores, como telefonia, informática, indústria de entretenimento, *software* e internet, abrindo novas oportunidades de negócios cujos resultados eram difíceis de ser apreendidos *a priori*. Esse processo foi acompanhado da ampliação do investimento e da produtividade. O investimento privado bruto cresceu de 11,6% do Produto Interno Bruto (PIB) em 1991 para 17,7% em 2000, e o investimento em equipamentos e *software* saiu de 4,9% do PIB para 9,4% do PIB nesse mesmo período. A necessidade que cada empresa via em criar e ocupar um novo mercado rapidamente, de maneira a impor seu

padrão tecnológico às empresas seguidoras, alavancou os investimentos. Esse é um aspecto fundamental nos setores de tecnologia, uma vez que o padrão dominante garante à empresa detentora ganhos extraordinários (Aglietta & Rebérioux, 2005).

A abertura das novas fronteiras de negócios e a escalada dos lucros, impulsionados pelos ganhos de produtividade, levaram os mercados acionários ao alvoroço. A dificuldade de definir projeções confiáveis do retorno de negócios até então inexistentes, assim como de aferir o impacto das novas tecnologias sobre os setores mais tradicionais, resultou na proliferação e intensificação do comportamento especulativo nesses mercados. A evolução da inflação permitiu ao banco central americano, o Federal Reserve, manter estável a taxa básica de juros ao longo da segunda metade dos anos 1990. A ancoragem das expectativas inflacionárias impediu que movimentos conjunturais de alta dos juros arrefecessem o otimismo prevalecente nas Bolsas de Valores. As baixas taxas de juros e o otimismo em relação à valorização da riqueza acionária incentivaram a expansão creditícia, alimentando ainda mais a especulação nos mercados de ativos⁷ (Aglietta, 2008; Aglietta & Rebérioux, 2005).

Em pouco tempo, o otimismo dos mercados acionários espalhou-se para os demais segmentos do mercado financeiro. As taxas de juros em geral caíram e a oferta de crédito aumentou. A imbricação dos processos de valorização da riqueza mobiliária e a expansão creditícia criaram mecanismos tais que permitiram a expansão do consumo e do investimento a taxas médias superiores (3,5% e 6,8%, respectivamente) ao crescimento do PIB (3,3%) entre 1991 e 2000. O estoque de ativos financeiros, em rota ascendente, tornou-se cada vez mais representativo nos portfólios de empresas e famílias; dessa forma, esses agentes conseguiram ter acesso a fontes de crédito mais facilmente, tendo como garantia sua riqueza valorizada.

A elasticidade da oferta de crédito permitiu que os agentes econômicos (detentores de ativos financeiros) obtivessem poder de compra sem que para isso fossem obrigados a se desfazer de sua riqueza. Esse poder de compra foi direcionado tanto para os mercados de bens, impulsionando o consumo e o investimento, como para os mercados financeiros, reforçando sua tendência de alta.

A outra face desse processo foi a fragilização patrimonial dos agentes privados. O estoque de dívida das famílias saltou de 63,3%, como porcentagem do PIB, em 1991, para 72%, em 2000. Já o endividamento das corporações (não financeiras) saiu de 41,4% para 46,8% do PIB para o mesmo período. A relação entre o estoque de dívida das famílias e a renda pessoal disponível cresceu de 87,9%, em 1991, para 112,2%, enquanto o serviço dessa dívida, que representava 17,36% da renda pessoal disponível no primeiro trimestre de 1991, chegou a 18,24% no último trimestre de 2000.

O setor público, por sua vez, apresentou tendência de redução de sua necessidade de financiamento a partir do ano de 1992. Em 1998, conseguiu obter

um superávit de US\$ 37,9 bilhões que foi ampliado para US\$ 159 bilhões em 2000. Esse resultado foi obtido tanto pela contenção de gastos, incluindo os sociais, quanto pela elevação da carga tributária.

O otimismo com o florescimento da “nova economia”, no entanto, começou a enfraquecer na primeira metade de 2000. Os administradores de carteiras de ações reavaliaram a pertinência de sua tolerância com novos negócios, típicos da era digital, mas que não conseguiam apresentar a rentabilidade esperada. Ao longo da década, algumas das novas empresas de tecnologia ou de internet (“pontocom”) que abriram seu capital, aproveitando o comportamento especulativo dos agentes financeiros, nunca conseguiram obter lucro; outras nem sequer sabiam como iriam fazê-lo. Ademais, em alguns setores, especialmente os vinculados às novas tecnologias, a capacidade ociosa verificada era alta, sinalizando um desempenho aquém do esperado. Em março de 2000, a convenção altista foi revertida. Entre março e dezembro desse ano, o Índice Nasdaq caiu quase 50%.

O processo de reavaliação das carteiras se generalizou entre os mercados financeiros. As operações de alavancagem, montadas nos anos anteriores, e que em grande medida tinham a riqueza acionária dos agentes tomadores como garantia, precisaram ser desmontadas. A busca por liquidez, necessária para fazer frente às exigências das obrigações assumidas, levou à liquidação de posições e à queda dos preços em diferentes mercados.

O impacto da desvalorização dos ativos sobre o PIB foi sentido já no primeiro trimestre de 2000, quando a taxa real de crescimento registrou valor de apenas 1%, puxada pela retração de 6,9% dos investimentos privados. À exceção do segundo trimestre, quando a baixa base de comparação do primeiro trimestre desencadeou uma expansão de 6,4%, o desempenho dos outros dois últimos trimestres também foram desalentadores. Novas contrações nos investimentos privados, aliadas à desaceleração do consumo, levaram a essa conjuntura.

A tendência de baixa parecia ter se esgotado quando, após os atentados de 11 de setembro de 2001, as cotações das ações voltaram a subir. Predominava a percepção de que a economia americana tinha saído da recessão e estava se recuperando com força. Entretanto, as sucessivas quedas nas cotações nos mercados de ações levantaram inúmeros problemas que haviam passado despercebidos na euforia dos lucros corporativos, durante o longo ciclo de valorização dos ativos produtivos e financeiros dos anos 1990. Quando a exaltação baixou, apareceram falcatruas que acabaram provocando novas e acentuadas quedas dos preços das ações suscetíveis de profundas repercussões macroeconômicas, incluindo prejudicar a incipiente retomada do crescimento e provocar novo processo recessivo.

Não terá sido a primeira vez na história que revelações de falcatruas cometidas em períodos de euforia determinam a ocorrência de uma reviravolta nos sentimentos dos investidores e de um *crash* (Kindleberger, 1992b).⁸ Mas o inusitado é sua ocorrência após um longo período de quedas dos preços e, portanto, de correção dos excessos cometidos durante a fase da formação da “bolha”.⁹

Tal peculiaridade aprofundou e intensificou o movimento de queda dos preços das ações. A crise de confiança dos investidores nas ações americanas repercutiu nas Bolsas de Valores mundiais, configurando momentos de extrema tensão. De acordo com os dados divulgados pela Federação Internacional de Bolsas de Valores, as perdas nas bolsas mundiais ultrapassaram US\$ 11,5 trilhões, sendo mais de US\$ 5,4 trilhões, apenas nos Estados Unidos (<http://www.fibv.com>), entre março de 2000 e junho de 2002. A crise de confiança originou-se da convergência de diversos escândalos e disfunções no funcionamento dos mercados de capitais dos Estados Unidos, tais como as avaliações das empresas de classificação de riscos de crédito, as recomendações dos analistas de valores, problemas contábeis nos balanços das empresas e o papel das empresas de auditoria e de consultoria.

Em suma, as causas da desaceleração e recessão da economia americana estiveram associadas à reversão do circuito expansivo composto pela valorização dos ativos financeiros, crédito, consumo e investimento, que caracteriza os ciclos *finance-led*. Assim, o ataque terrorista de 11 de setembro de 2001 e os escândalos envolvendo práticas contábeis agressivas em 2002 colaboraram para aprofundar as tendências deflacionistas nos preços dos ativos e recessivas da economia americana.

Como a expansiva, a fase contracionista do ciclo também foi marcada por características próprias. A recessão de 2001 revelou-se uma das mais breves e brandas já enfrentadas pela economia americana; entretanto, não ocorreu nenhuma grande crise financeira que colocasse a solidez do sistema em risco. Muitas dessas características estiveram relacionadas com a agilidade de resposta da autoridade monetária e do Tesouro e com a acentuação da tendência de valorização da riqueza imobiliária americana.

A redução da taxa básica de juros (*federal funds rate*) pelo Federal Reserve ao longo de 2001 (queda de 70%) possibilitou que o nível de endividamento público fosse mantido ao longo da expansão fiscal. A queda nos juros e a expansão das despesas fiscais garantiram a preservação dos gastos em consumo, essenciais na dinâmica da recuperação. O consumo contou ainda com a ampliação do endividamento das famílias lastreadas na valorização de seus ativos imobiliários. Os imóveis residenciais substituíram, assim, o papel da riqueza acionária no circuito estabelecido entre valorização de ativos, dívida e consumo. Enquanto o endividamento das famílias mantinha sua rota ascendente, as corporações iniciaram um processo de rápida redução de seus passivos (Cintra & Cagnin, 2007b).

Financeirização dos imóveis

As transformações da estrutura e das práticas financeiras nos Estados Unidos estreitaram as relações entre os mercados imobiliários e os mercados financeiros, desencadeando um processo de “financeirização dos imóveis”, sobretudo a partir dos anos 1980. Esse processo permitiu, de um lado, uma diversificação de contratos financeiros e a ampliação dos estoques de crédito, tendo em última

instância imóveis como colateral, e, de outro, aprofundou a dependência dos ciclos de preço e de produção às conjunturas dos mercados financeiros (FMI, 2006, 2007). De acordo com Dubach (2008), esse processo de financeirização se deu por meio de dois mecanismos: a expansão dos Real Estate Investment Trusts (Reit) e a securitização das hipotecas residenciais.

Os Reit são fundos de investimento que permitem o fracionamento da propriedade dos imóveis, assim como sua construção e gestão. Esse mecanismo de financiamento tornou mais líquidos os investimentos imobiliários e lhes impôs exigências de rentabilidade, segundo o *benchmark* estabelecido nos mercados financeiros. Apesar de terem sido criados nos anos 1960, esses fundos só se expandiram a partir dos anos 1980. Nos anos 1990, o mercado dos Reit recebeu importante impulso à medida que os fundos de pensão foram autorizados a investir em imóveis por meio desse instrumento. Nessa ocasião, ocorreu também um movimento de internacionalização dos fundos de Reit em direção à Europa e ao Japão. Como afirma Dubach (2008), a entrada desses fundos no Japão teve um papel importante no desenvolvimento da bolha imobiliária japonesa do início daquela década.

Enquanto a financeirização dos imóveis por meio dos Reit se mostra mais importante no caso dos imóveis comerciais (em 2005, 51% dos Reit nos Estados Unidos referiam-se a edifícios de escritórios e comerciais), a securitização das hipotecas residenciais desempenha um papel central no caso dos imóveis residenciais.

A securitização de hipotecas residenciais, isto é, a transformação de carteiras de crédito em títulos negociáveis, tem suas raízes na reforma do sistema de financiamento residencial capitaneado pelo governo americano no final da década de 1960. A combinação entre aceleração da inflação e a existência de teto para as taxas de juros de empréstimos e dos depósitos a prazo (Regulação Q) criava problemas para a captação de recursos pelas instituições de *saving & loans* (S&L), responsáveis pelo financiamento da compra de imóveis residenciais. A introdução de inovações financeiras pelos grandes bancos e investidores institucionais, sobre as quais não incidiam tetos, reduzia ainda mais a capacidade das S&L de atrair depósitos, dificultando o refinanciamento de suas posições ativas, que em grande parte eram constituídas por hipotecas de longo prazo.

Aos problemas de liquidez dos anos 1960 e 1970 foram acrescentados novos desafios com o choque de juros realizado por Paul Volcker em 1979 e com a eliminação dos tetos de taxas de juros, por meio do Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act de 1980. Em razão do descasamento de prazos entre suas operações ativas e passivas, a elevação das taxas de juros que seguiu à sua liberalização resultou no encarecimento da captação de recursos pelas S&L, ao mesmo tempo que a rentabilidade de seu ativo continuava definida pelos contratos hipotecários de longo prazo a taxas de juros fixas estabelecidas anteriormente.

Como as S&L consistiam no principal tipo de instituição geradora de hipotecas, a crise dessas instituições significava necessariamente a crise do arranjo de financiamento residencial. A importância do setor imobiliário residencial em termos tanto de crescimento econômico e geração de emprego como de política social criou as condições políticas que sustentaram uma sucessão de transformações institucionais lideradas pelo Estado.

O governo americano passou então a encorajar as operações de securitização das hipotecas residenciais (*mortgage backed securities* ou MBS), ancorando o sistema por meio de quatro instituições, além dos bancos hipotecários e das instituições de poupança (S&L): Federal Housing Administration (FHA), Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) e Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac).

Todo o sistema foi construído por garantias públicas diretas ou indiretas. Por esse motivo, essas agências conseguiam captar recursos nos mercados a taxas de juros muito próximas dos bônus de dez anos do Tesouro americano (*T-bonds*). Tornou-se consenso nos mercados financeiros que essas agências receberiam socorro do Tesouro em caso de desequilíbrios patrimoniais, seja pelo caráter público da FHA e da Ginnie Mae, seja pela importância desempenhada pelas outras duas agências que, na verdade, são companhias privadas com ações negociadas em Bolsa de Valores.¹⁰ Fannie Mae e Freddie Mac são responsáveis em grande medida pela condição *sine qua non* do sistema de financiamento imobiliário americano, qual seja, a capacidade de tornar líquidas as operações hipotecárias caracterizadas por contratos de longo prazo.

Foi sobre os mecanismos de garantias que essas instituições aprofundaram o mercado de MBS. Nessas transações, os empréstimos para compra de residências eram agregados e repassados para um conjunto de investidores (fundos de investimentos, fundos de pensão etc.), que compravam títulos com determinada rentabilidade, cuja garantia colateral era o próprio imóvel (e o pagamento das prestações imobiliárias), e que podiam ser negociados no mercado secundário para esse tipo de título.¹¹ Desde a década de 1930, a Federal Housing Administration (FHA) emitia seguro para os empréstimos de maior risco de *default*, beneficiando, assim, as parcelas da população de renda mais baixa. Os créditos segurados pela FHA (e também pela Veterans Affairs – VA) eram comprados e depois securitizados principalmente pela Ginnie Mae, mas também pela Fannie Mae. Esta última recebeu permissão a partir de 1968 de comprar hipotecas convencionais (*conventional mortgage*), ou seja, as não garantidas pela FHA/VA. A partir dos anos 1980, tornou-se a maior securitizadora de hipotecas dos Estados Unidos. A Freddie Mac foi criada para atuar no segmento de hipotecas convencionais como securitizadora desde sua origem em 1970.¹²

Com a expansão do crédito hipotecário e a maior liquidez do mercado secundário de MBS, grandes bancos comerciais privados também se constituíram em importantes securitizadores de hipotecas. Dada a elevada participação

da Fannie Mae e da Freddie Mac, os bancos buscaram ampliar suas operações nesse mercado ocupando segmentos não atendidos por elas. Assim, os contratos hipotecários cujas características não se enquadravam nas exigências das GSE puderam ser securitizados. Esse fator incentivou a diversificação dos contratos de crédito junto às famílias verificada nos últimos anos. A manutenção dos baixos patamares das taxas de juros a partir de 2001 incentivou os agentes financeiros a buscar fontes alternativas de rendimento, o que colaborou de maneira decisiva para que os títulos emitidos a partir de hipotecas não tradicionais encontrassem compradores.

Assim, ganhou força um importante processo de inovação financeira tanto nos contratos de hipoteca como aqueles lastreados nelas. Entre os novos contratos de hipotecas residenciais que mais se expandiram a partir de 2002, podem ser citados os seguintes:

- *Interest-Only Mortgage* (IO) por meio do qual o tomador pode pagar apenas os juros sobre o valor do empréstimo durante um período de tempo predeterminado. O contrato IO não consiste em um novo contrato, mas sim na associação de uma opção aos contratos tradicionais a taxas fixas (*fixed-rate mortgage* ou FRM) ou flexíveis (*adjusted-rate mortgage* ou ARM). Assim, a cada vencimento mensal o tomador tem o direito de decidir se paga apenas os juros ou juros acrescidos da amortização do principal. Esse é um tipo de contrato procurado por aqueles tomadores que desejam despende a menor quantia possível durante os primeiros meses da existência da dívida (por esse aspecto, geralmente, está vinculada a uma ARM), ou porque espera um aumento da renda pessoal futura ou tem expectativa de refinarciar a hipoteca quando do término do período no qual tem o direito de não amortizá-la.
- *Negative Amortization Mortgage* (Neg-Am) que também é conhecida como “*pay-option ARM*”.¹³ Esse contrato consiste numa hipoteca IO com mais uma opção associada a um contrato ARM. O tomador desse tipo de empréstimo a cada mês tem direito a fazer escolha entre três opções: pagar somente juros ou juros acrescidos da amortização ou realizar um pagamento “mínimo”, estabelecido em contrato, cujo valor é menor que o pagamento dos juros. Caso opte por pagar esse mínimo, seria como se o tomador estivesse fazendo uma amortização negativa. A diferença entre o mínimo e o montante de juros daquele período é incorporada no principal do empréstimo. Assim como nas hipotecas IO, as opções contidas nos contratos Neg-Am também têm um período de validade, após o qual os pagamentos deverão incluir os montantes referentes a juros e amortização. Esse tipo de contrato garante pagamentos reduzidos no início, mas que podem crescer expressivamente passado o período de validade da opção. Dependendo das condições do contrato, os pagamentos mensais podem se elevar em mais de 40%.

- *Hybrid-ARM*, semelhante às demais, busca reduzir os pagamentos durante os primeiros anos de existência da hipoteca. Nesse contrato, durante o período inicial, geralmente de dois a cinco anos, o tomador paga taxas fixas de juros, consistindo numa FRM. Após essa fase, as taxas de juros tornam-se flexíveis, em geral ajustadas semestralmente de acordo com a Libor (*London Interbank Offer Rate*), isto é, passam a consistir numa ARM. Vale lembrar que desde o início os pagamentos mensais incluem as parcelas referentes à amortização.
- *Hybrid IO-ARM*, como no caso da hipoteca *hybrid-ARM*, esse contrato associa taxas fixas e flexíveis, mas oferece a possibilidade de o tomador realizar pagamentos referentes apenas ao montante de juros, por um período predeterminado.

Outra prática que se popularizou foi a segunda hipoteca, conhecida como *piggyback*, emitida simultaneamente à hipoteca principal. A existência desse contrato pode isentar o tomador de realizar qualquer sinal ou entrada no momento de contratação da hipoteca. Contratos tradicionais exigem geralmente um sinal de 20%, ou seja, a hipoteca cobre apenas 80% do valor do imóvel. Caso queira uma relação maior entre o valor da hipoteca e do imóvel (*loan-to-value* – LTV), o tomador deve, na maioria dos casos, fazer um seguro junto a uma instituição privada. O grande incentivo para se tomar uma segunda hipoteca sobre o valor do imóvel não coberto pela primeira é fiscal. Os gastos com pagamento de juros sobre hipotecas são dedutíveis do imposto de renda, enquanto os gastos com seguro não são.

Uma maneira comum de se fazer uma *piggyback* é por meio do *Home Equity Loan* (HEL), que consiste numa linha de crédito com fim específico (geralmente para melhorias no imóvel ou para complementar sua compra), tendo como colateral o valor do imóvel ainda não utilizado como garantia de outra hipoteca. O limite máximo do empréstimo é definido a partir da análise de crédito do tomador e da existência de hipotecas sobre o imóvel a ser tomado como colateral. Sobre os HEL incidem geralmente taxas de juros fixas. Outra maneira de se adquirir uma *piggyback* é realizando um *Home Equity Lines of Credit* (Heloc), que é um tipo de crédito pré-aprovado que toma um imóvel como garantia, de maneira semelhante ao HEL. Entretanto, o Heloc não necessita da definição de um fim específico para o uso dos recursos emprestados, que tanto podem ser usados para complementar uma primeira hipoteca como para o consumo em geral. *Home Equity Loan* e *Home Equity Lines of Credit* consistem nos dois tipos de *Home Equity Lending*.

Os contratos no mercado secundário também passaram por processos de sofisticação com a emissão de *multiple-class MBS*, também conhecida como *Collateralized Mortgage Obligation* (CMO). A partir de um conjunto de MBS lastreado por hipotecas de diferentes maturidades e níveis de risco, foram emitidas diversas classes de *securities* (*tranches*) que são hierarquizadas de acordo com a prioridade de recebimento de fluxo de pagamento e da absorção de perdas

provenientes da ocorrência de inadimplência nas hipotecas utilizadas como co-lateral. Geralmente existem três classes de *securities*: sênior, *mezzanine* e *equity*. O pagamento de juros mais principal é realizado em cascata, ou seja, primeiro é remunerada a classe sênior, depois a *mezzanine* e, por fim, a classe *equity*. Em caso de perdas, entretanto, os impactos serão repassados às *securities* em ordem inversa, a classe sênior seria a última a ter seu pagamento comprometido.

A partir de 2002, a articulação entre as inovações financeiras nos contratos hipotecários e nos processos de securitização possibilitou a expansão do sistema de financiamento residencial americano em direção a operações associadas a riscos mais elevados. Assim, os segmentos denominados *subprime* – que reúne conjunto de tomadores sem histórico de crédito ou com histórico de inadimplência – e *Alt-A (Alternative A)* – que consistem em empréstimos a tomadores sem comprovação de renda, mas com bom histórico de pagamento – apresentaram forte crescimento. De acordo com Zelman et al. (2007), a contratação de hipotecas *subprime* saltou de US\$ 213 bilhões em 2002 para US\$ 640 bilhões em 2006.

As operações desse segmento não são elegíveis nem à garantia pública concedida pela FHA nem à securitização pelas GSE por não respeitarem os parâmetros exigidos por essas instituições. Agentes privados, contudo, se responsabilizaram pela transformação dessas carteiras de crédito em títulos, utilizando técnicas complexas de securitização por meio de *special purpose vehicles*¹⁴ (SIV). Os grandes bancos americanos desempenharam um papel importante na construção da pirâmide de crédito que contou com a securitização de hipotecas já securitizadas por meio de *collateralized debt obligation* (CDO)¹⁵ emitidos por SIV e garantidos pelos bancos por meio de linhas de crédito ou acordos de recompra (Eichengreen, 2008; Guttmann, 2008).

Assim, a gestão da crise do sistema de financiamento imobiliário residencial dos anos 1980 deu origem a um sistema integrado aos mercados securitizados cuja dinâmica permitiu a forte expansão do crédito hipotecário residencial, com desdobramentos favoráveis ao crescimento econômico dos Estados Unidos a partir de 2002, mas que foi acompanhada de inovações financeiras e de acúmulo crescente de riscos (Cagnin, 2007).

Valorização dos imóveis residenciais e a recuperação econômica americana de 2002

A política de baixas taxas de juros do Federal Reserve, a partir do ano de 2001, ao reduzir o custo do endividamento, estimulou, por um lado, a demanda por crédito residencial, expandindo o sistema em direção às famílias de renda mais baixa; por outro, levou também à redução da aversão ao risco nos mercados financeiros, expandindo a oferta de crédito e facilitando a securitização de hipotecas, incluindo aquelas com contratos não tradicionais. A expansão do circuito totalmente privado do sistema, isto é, dos segmentos do sistema sem nenhum tipo de garantia pública (implícita ou explícita), é que criou as condições para o aumento da participação desses contratos não tradicionais.

À medida que a disponibilidade de financiamento se expandia, a demanda por imóveis também se aquecia. Uma vez que a oferta de residências é relativamente inelástica no curto prazo, o resultado foi uma forte elevação dos preços. É bem verdade que, diferentemente do que ocorre com ativos financeiros, cujos mercados são centralizados e organizados, a valorização dos imóveis não ocorreu na mesma intensidade nas diversas regiões dos Estados Unidos. Diferenças qualitativas entre os imóveis, como sua localização e suas características físicas, e da capacidade de endividamento dos compradores, geraram heterogeneidades no ritmo de valorização imobiliária entre as regiões. A escalada recente dos preços esteve mais concentrada nas regiões metropolitanas e em alguns Estados, tais como Flórida e Califórnia.¹⁶ A relação entre esses mercados imobiliários regionalizados e a política monetária foi mediada pelo sistema de financiamento. Mesmo que não tenha sido generalizada na mesma magnitude entre as regiões, a valorização da riqueza imobiliária, por se concentrar em áreas densamente povoadas, apresentou impactos que puderam ser percebidos na economia americana como um todo (Goodhart & Hofmann, 2007; Greenspan, 2005; Angell, 2004).

A elevação do preço das residências teve um impacto sobre o patrimônio das famílias de forma semelhante à valorização das ações ao longo dos anos 1990. Entretanto, indícios apontavam para uma maior intensidade desses impactos no caso dos imóveis. Estimou-se que, em 2003, aproximadamente 68% da população americana eram proprietárias de residências, enquanto 52% possuíam ações. Ademais, a propriedade imobiliária estava mais difundida em termos geográficos e entre as diferentes classes de renda¹⁷ (Nothaft, 2004). Os trabalhos empíricos de Case & Quigley (2001) e Bayoumi & Edison (2002) indicavam que a valorização imobiliária apresenta impacto maior sobre o consumo do que o mercado acionário.

Sobre o consumo das famílias, os efeitos se deram tanto direta como indiretamente. À medida que o preço mais elevado das residências reforçou o patrimônio das famílias, os gastos em consumo foram ampliados e a formação de poupança reduzida, seguindo um efeito-riqueza (Mishkin, 2001; Goodhart & Hofmann, 2007).

Os efeitos indiretos, por sua vez, dependeram da estrutura de financiamento, que nos Estados Unidos demonstrou grande habilidade de converter valorização patrimonial das famílias em poder de compra por meio do crédito. Dois mecanismos permitiram que as famílias tomassem crédito em razão do ganho patrimonial de suas residências: a extração de *home equity* (também chamado de *cash-out*) por meio do refinanciamento das hipotecas e os empréstimos do tipo HEL (*home equity lending*).

1) O *cash-out* consiste na extração de *home equity* no ato do refinanciamento de antigas hipotecas. A redução das taxas de empréstimo após 2001 intensificou as operações de refinanciamento que, em alguma medida, envolveram uma

ampliação do principal, referente à incorporação de parcelas da valorização do imóvel no novo contrato. Canner et al. (2002) estimam que o valor absoluto das extrações entre 2001 e 2002 tenha somado US\$ 131,6 bilhões, dos quais US\$ 20,7 bilhões devem ter sido usados pelas famílias para ampliarem seu nível de consumo.

2) Como dito anteriormente, os empréstimos sobre *home equity* podem ser de dois tipos: *home equity lines of credit* ou *home equity loans*, e a liberação dos recursos sob o primeiro tipo não está condicionada à vinculação de uma finalidade específica. Esses tipos de contrato têm crescido desde meados dos anos 1990, especialmente no final da década e nos anos seguintes.

O volume de refinanciamento atingiu seu pico em junho de 2003, encerrando o ano com um valor recorde de US\$ 2,5 trilhões. A partir de então, o *cash-out* perdeu importância para o *home equity lending* como mecanismo de extração de *home equity*, com destaque para os contratos do tipo *home equity lines of credit*. A taxa de juros incidente sobre esses contratos, assim como a possibilidade de dedução nos impostos do montante de juros pagos, tornava-os preferíveis a outros tipos de dívida.¹⁸ Por sua vez, a arbitrariedade do uso dos recursos fez que fossem mais demandados do que os *home equity loans* (Angell, 2004).

As instituições credoras também demonstraram interesse na ampliação da oferta de recursos por meio de *home equity lines of credit*. A predominância de taxas flexíveis de juros e os imóveis como garantia facilitaram a gestão de riscos. Adicionalmente, a valorização dos imóveis, ao ampliar a capacidade de endividamento dos tomadores, abriu novas oportunidades de ganho para os emprestadores. Nesse sentido, inovações foram introduzidas na concorrência por novos tomadores desse tipo de crédito e na tentativa de elevar o nível de utilização dos créditos pré-aprovados. Algumas das principais inovações consistiram em contratos cujo limite de crédito era ampliado automaticamente, de acordo com a valorização dos imóveis, ou então redução continuada dos juros pagos à medida que se elevava o nível de utilização dessa linha crédito; além da existência de pagamentos *interest-only* e híbridos (primeiros anos a taxas fixas e depois de certo período taxas crescentes).

Assim, após o impacto favorável pela liberação de poder de compra por meio do *cash-out*, concentrada ao longo de 2001 e nos meses subsequentes de recuperação econômica, o nível de consumo pôde ser estimulado também por outros mecanismos de crédito referenciados à valorização dos imóveis, compensando a queda nas operações de refinanciamento.

Os impactos da valorização dos imóveis e da redução das taxas de juros também permitiram a redução do peso do serviço da dívida sobre a renda das famílias. Por meio do refinanciamento das hipotecas, as famílias conseguiram se beneficiar da redução das taxas de juros. Se as hipotecas a taxas de juros fixas (FRM) tinham à sua disposição a possibilidade do refinanciamento para reduzir

o custo da dívida em conjunturas de expansão monetária, esse efeito era mais direto no caso dos contratos com taxas ajustáveis (ARM).

A valorização imobiliária também estimulou o nível de demanda por meio da elevação dos investimentos residenciais. Após a contração verificada na década de 1980, desde o início da década seguinte a atividade de construção residencial voltou a se aquecer, especialmente a partir de 1998. Em 2005 foram construídas mais de dois milhões (US\$ 482 bilhões) de novas residências, praticamente o dobro o número de 1991.

O comportamento do mercado imobiliário alavancou os investimentos residenciais, cuja participação média na taxa de crescimento do PIB entre 2002 e 2005 ficou em torno de 14,8%. Esse tipo de investimento cresceu 4,8% e 8,4% em 2002 e 2003, enquanto os demais investimentos privados contraíram-se em 9,2%, em 2002, e apresentaram crescimento de apenas 1% no ano seguinte (ver Tabela 1).

Tabela 1 – Taxas de crescimento do PIB e dos componentes da demanda agregada – 2000 a 2008

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008				Ano
									I	II	III	IV	
PIB	3,7	0,8	1,6	2,5	3,6	2,9	2,8	2,0	0,9	2,8	-0,5	-6,3	1,1
Consumo das famílias	4,7	2,5	2,7	2,8	3,6	3,0	3,0	2,8	0,9	1,2	-3,8	-4,3	0,2
Investimento privado	5,7	-7,9	-2,6	3,6	9,7	5,8	2,1	-5,4	-5,8	-11,5	0,4	-23,0	-6,7
Não residencial	8,7	-4,2	-9,2	1,0	5,8	7,2	7,5	4,9	2,4	2,5	-1,7	-21,7	1,6
Residencial	0,8	0,4	4,8	8,4	10,0	6,3	-7,1	-17,9	-25,1	-13,3	-16,0	-22,8	-20,8
Exportações	8,7	-5,4	-2,3	1,3	9,7	7,0	9,1	8,4	5,1	12,3	3,0	-23,6	6,2
Importações	13,1	-2,7	3,4	4,1	11,3	5,9	6,0	2,2	-0,8	-7,3	-3,5	-17,5	-3,5
Gastos do governo (Consumo e investimento)	2,1	3,4	4,4	2,5	1,4	0,4	1,7	2,1	1,9	3,9	5,8	1,3	2,9

Fonte: Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce.

Notas: (1) Dados com ajuste sazonal.

(2) Os valores dos quatro trimestres de 2008 referem-se às taxas de crescimento anualizadas em relação ao trimestre anterior.

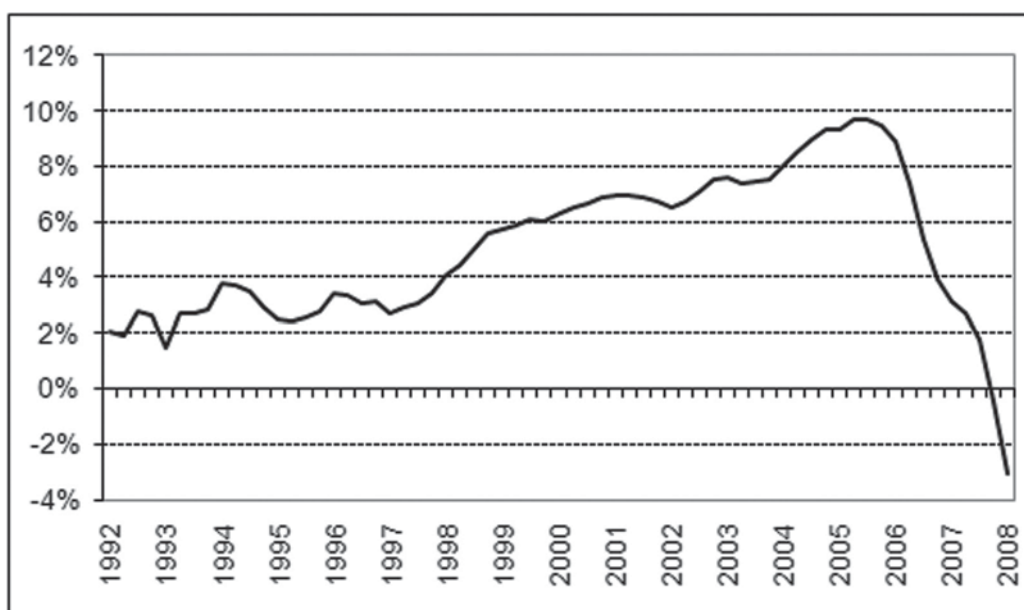
As inovações financeiras e a “crise das hipotecas *subprime*”

O papel da valorização dos imóveis no estímulo ao consumo e ao investimento nos Estados Unidos foi, contudo, acompanhado do acúmulo de riscos, influenciado em grande medida pela complexificação das relações de débito e crédito ensejada pelas inovações financeiras.

O crescimento da participação de contratos não tradicionais e a maior possibilidade de ampliar a relação *loan-to-value* marcaram o desenvolvimento do sistema de financiamento residencial nos Estados Unidos após 2001, expan-

dindo os riscos implícitos do endividamento hipotecário das famílias.¹⁹ Tanto as instituições credoras como os tomadores esperavam, ao contratarem hipotecas com essas características, que a tendência de valorização do imóvel se mantivesse ou que as taxas de juros futuras fossem reduzidas, de maneira que pudessem refinanciar as hipotecas em condições favoráveis. A disseminação dessas inovações nos segmentos *subprime* e Alt-A tornava a inadimplência ainda mais dependente dessas hipóteses.

A partir de 2006, entretanto, chegava ao fim o período de baixas taxas de juros que caracterizava os primeiros anos de existência dos contratos das hipotecas não tradicionais. Assim, as taxas de juros dessas dívidas, que durante seus dois primeiros anos de existência eram de cerca de 2%-3% a.a., saltaram para cerca de 10%-15% a.a. Aliado à elevação da taxa básica de juros americana, esse movimento se refletiu num aumento do nível de inadimplência dessas operações. A ampliação do número de execuções de hipotecas e o endurecimento das condições de crédito determinaram a reversão do ciclo de preço dos imóveis a partir de meados de 2006 (ver Gráfico 1). Com a desvalorização do colateral, foi restringida a possibilidade de refinanciamento das hipotecas dos tomadores em situação patrimonial mais fragilizada (*subprime* e Alt-A), reforçando a tendência de alta da inadimplência (Guttmann, 2008; Freitas & Cintra, 2008).



Fonte: Office of Federal Housing Enterprise Oversight (Ofheo).

Nota: Variação do índice para preço de compra (*Purchase-Only Index*) com ajuste sazonal.

Gráfico 1 – Preço dos imóveis residenciais nos Estados Unidos – 1992 a 2008
(variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior).

Em razão das interconexões criadas pelas técnicas de securitização, a crise do segmento *subprime* (relativamente pequeno apesar do forte crescimento) do

sistema de financiamento residencial expandiu-se em efeito cascata para diferentes mercados financeiros ao longo de 2007.

Com os atrasos dos pagamentos das hipotecas *subprime*, a classificação de risco das *mortgage-backed securities* que reuniam esses créditos como parte do conjunto de hipotecas a que estavam referenciadas teve de ser rebaixada pelas agências de avaliação de risco. Esse processo de reavaliação pelas agências – que anteriormente haviam classificado esses títulos como de baixo risco – gerou dois efeitos: obrigou que fundos de pensão e seguradoras se desfizessem de suas posições nesses ativos, uma vez que por motivos regulatórios só podem carregar títulos de baixo risco, e, ao gerar desconfiança sobre as avaliações de risco, colocou em questionamento a precificação de todos os MBS não emitidos pelas GSE (Guttmann, 2008; Kregel, 2008).

A desordem instaurada no mercado de MBS se transmitiu para os mercados em que esses títulos funcionavam como garantia. As perdas nos mercados *subprime* pareciam não ser absorvidas apenas pelos agentes com posições nas parcelas mais arriscadas dos contratos de *collateralized debt obligations*. Dessa maneira, os mercados de CDO também passaram por um movimento de revisão e rebaixamento da classificação de risco, acentuando ainda mais o clima de incerteza nos mercados financeiros (Dodd, 2007).

O mercado de *asset-backed commercial paper* também foi atingido pela crise. A paralisação desses mercados criou dificuldades para a obtenção de recursos de curto prazo pelos agentes financeiros. A reincorporação dos ativos dos SIV ao balanço dos bancos ocorreu em razão da existência de acordos de recompra em caso de desvalorização das carteiras ou então pelo uso crescente das linhas de crédito disponibilizadas por eles (Eichengreen, 2008).

A queda do valor dos ativos de grandes instituições financeiras americanas e europeias, algumas vezes seguida de decretação de falência ou de intervenção do Federal Reserve e/ou dos tesouros nacionais europeus, condicionou a contração do crédito e a forte queda nas principais Bolsas de Valores do mundo. De acordo com a Federação Mundial das Bolsas de Valores, a desvalorização da riqueza acionária global somou cerca de US\$ 28,3 trilhões em 2008 (-46,5% em relação a 2007). Além disso, as instituições financeiras globais já registraram mais de US\$ 800 bilhões em prejuízos. As sucessivas declarações de perdas patrimoniais de grandes bancos nos Estados Unidos e na Europa aprofundaram o estado de incerteza nos mercados interbancários. Nessa conjuntura, a incapacidade de estimação dos riscos da contraparte travou esses mercados, exigindo a intervenção dos bancos centrais dos países desenvolvidos.²⁰

O aprofundamento da crise financeira e a dificuldade de os bancos centrais restabelecerem as condições de liquidez bloquearam o circuito estabelecido entre valorização de ativos, crédito e crescimento que vinha caracterizando a dinâmica econômica americana e, por consequência, mundial nas últimas décadas. Os dados do desempenho econômico dos Estados Unidos nos dois últimos trimes-

tres de 2008 já mostraram o efeito negativo dessa destruição de riqueza sobre o consumo agregado das famílias que se contraiu, respectivamente, em 3,8% a.a. e 4,3% a.a. em relação aos trimestres anteriores, puxando com ele o produto nacional. Os investimentos brutos cresceram apenas 0,4% a.a. no terceiro trimestre e despencaram 23% a.a. no trimestre seguinte. O mau desempenho da economia no segundo semestre condicionou a um crescimento do produto no acumulado de 2008 de apenas 1,1%, o mais baixo desde 2001 (0,8%) (ver Tabela 1).

Dessa maneira, uma crise de crédito de características clássicas no segmento hipotecário residencial nos Estados Unidos, condicionada pela elevação do nível de inadimplência dos tomadores, se transformou em uma crise financeira mais profunda, ameaçando o funcionamento de diferentes operações de securitização em âmbito global. Diante de um regime de crescimento econômico do tipo *finance-led*, a desvalorização da riqueza e a contração do crédito daí resultantes condicionaram um processo recessivo cuja dimensão ainda permanece incerta.

Notas

- 1 O autor agradece os comentários e as sugestões de Marcos Antonio M. Cintra, isentando-o dos erros remanescentes.
- 2 Nas finanças contemporâneas, as inovações financeiras ocupam papel importante nas estratégias de ampliação dos ativos das instituições, assim como na gestão de seu passivo. A diversificação dos mecanismos de captação, em que se destaca a prática da securitização, permitiu que bancos e demais instituições pudessem definir o ritmo de crescimento de seu ativo para em seguida compor sua estrutura passiva (Minsky, 1984).
- 3 A remoção da proibição sobre a atuação de filiais bancárias ocorreu em 1994 por meio do Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act, que permitiu a expansão das filiais e dos bancos interestaduais. A partir de 1999, as *bank holding companies* conseguiram liberalização ainda maior de suas operações, podendo manter em sua estrutura companhias de seguros e bancos de investimento. A redução das restrições legais impostas às instituições financeiras americanas, especialmente sobre os bancos, tornou *de jure* uma situação já presente de fato, reforçando a tendência de flexibilização do sistema financeiro (Freitas, 1997; Braga & Cintra, 2004).
- 4 De acordo com o Bureau of Economic Analysis do Departamento de Comércio dos Estados Unidos, a taxa de poupança das famílias americanas foi reduzida de uma média de 8,7% da renda disponível entre 1970 e 1979 para uma média de 4,5% entre 1990 e 1999 e para 2,5% entre 2000 e 2005.
- 5 O regime de crescimento do tipo *finance-led* é verificado sobretudo nos Estados Unidos, e também na Grã-Bretanha, em função de suas características institucionais, assim como da posição central do dólar no sistema monetário internacional. Dessa forma, esse regime não pode ser generalizado para o conjunto das economias nacionais – nem mesmo dos países desenvolvidos – ainda que, por efeito da desregulamentação financeira, da abertura comercial e da flexibilização das relações de trabalho, alguns aspec-

- tos que o caracterizam possam ser verificados em diversos países. Para uma síntese de diferentes abordagens sobre o regime *finance-led*, ver Clévenot (2008).
- 6 De acordo com os dados do National Bureau of Economic Research (NBER), foram 120 meses de crescimento, a uma taxa real média de 3,7% entre 1992 e 2000. A taxa de desemprego caiu para 4%, em 2000, abaixo da então convencionada taxa mínima de 6%, referente à Nairu (*non-accelerating inflation rate of unemployment*)
 - 7 O índice Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automated Quotations System) saiu de 373,8 pontos no final de 1990 para chegar ao pico histórico de 4.696,7 pontos em fevereiro de 2000. O índice Dow-Jones da Bolsa de Valores de Nova York saltou de 2.633 pontos em dezembro de 1990 para 11.215 pontos em agosto de 2000
 - 8 Ver também, Galbraith (1988, p.119): “em um determinado momento existe um rosário de desfalques não-descobertos, nas empresas e bancos do país – ainda que não precisamente fora deles. Esses desfalques – talvez melhor denominados desvios – atingem, em qualquer instante, a muitos milhões de dólares. Seu montante varia de conformidade com o ciclo econômico. Em épocas de prosperidade todo mundo se sente tranquilo, confiante, e há dinheiro a rodo. Mesmo, porém, com dinheiro abundante há sempre quem precise mais um pouco. Nessas circunstâncias, o ritmo dos desfalques se acelera, o das descobertas se desacelera e o desvio aumenta rapidamente. Na depressão, tudo se inverte”.
 - 9 “Bolha” (especulativa) como definida em Kindleberger (1992a, p.199): “*A bubble may be defined loosely as a sharp rise in the price of an asset or a range of asset in a continuous process, with the initial rise generating expectations of further rises and attracting new buyers – generally speculators interested in profits from trading in the asset rather than in its use or earning capacity. The rise usually followed by a reversal in expectations and a sharp decline in price of the resulting in a financial crisis*”.
 - 10 A partir de então, Fannie Mae e Freddie Mac são consideradas *Government-Sponsored Enterprises* ou GSE.
 - 11 A garantia colateral ou colaterização expandiu-se para um amplo espectro de operações denominadas *asset-backed securities ou loan-backed*. Entre 1980 e o terceiro trimestre de 2006, os ativos das agências federais aumentaram de US\$ 309 bilhões para US\$ 6,7 trilhões, acumulando 12,6% dos ativos totais do sistema financeiro americano. Durante esse período, os ativos dos emissores de *Asset-Backed Securities* (ABS – *securities* garantidas por ativos) atingiram US\$ 3,3 trilhões, um mercado inexistente em 1980.
 - 12 Grande parte das *mortgage backed securities* emitidas pelas *Government-Sponsored Enterprises* (Fannie Mae e Freddie Mac) é comprada pelos grandes bancos universais. Uma hipoteca residencial tradicional implica requerimento de capital de 4%, enquanto uma hipoteca padronizada emitida e/ou garantida pela Fannie Mae e Freddie Mac requer apenas 1,6%, o que possibilita carregar instrumentos mais líquidos, reduzindo riscos e capital (Acordo de Basileia, 1988).
 - 13 O contrato, comumente conhecido como Neg-Am na década de 1980, passou a ser chamado de *pay-option ARM* a partir do final dos anos 1990, quando seu uso voltou a se intensificar.
 - 14 *Special purpose vehicles* consistem em subsidiárias criadas por empresas ou instituições financeiras, sobretudo os grandes bancos que tentam, assim, reduzir o volume de capital exigido pela regulamentação prudencial. Os SIV adquirem os ativos que

seus controladores não desejam reter em balanço, financiando a compra por meio da emissão de títulos ou de endividamento bancário de curto prazo. Eichengreen (2008) enfatiza que esses SIV podem se assemelhar aos *hedge funds*, assumindo graus elevados de alavancagem e descasamentos de prazos.

- 15 Para maiores detalhes sobre o mercado de CDO, ver FMI (2006, 2007).
- 16 De acordo com Ofheo, as regiões que tiveram mais valorização imobiliária foram: New England, Pacific e Middle Atlantic.
- 17 Segundo Poterba (2001), em 1998 apenas 10,4% das famílias com renda anual menor que US\$ 25 mil possuíam ações. Entre os ricos, com renda superior a US\$ 250 mil por ano, cerca de 84,5% possuíam ações. De acordo com Henwood (1997), entre as famílias que possuíam ações diretamente (ou seja, excluiu-se a posse de ações por meio de fundos), as 5% mais ricas detinham 94,5% das ações em 1992.
- 18 A valorização do imóvel pode também estimular o refinanciamento das hipotecas mesmo sem alteração dos juros de empréstimo de maneira a extrair o *home equity*. Entretanto, os custos com o pagamento de tarifas e multas devido ao pré-pagamento tornam mais vantajosa a contratação de créditos do tipo *home equity lending*.
- 19 Segundo Zelman et al. (2007), a participação das hipotecas do tipo *Interest Only* e *Neg-Am* no total de hipotecas concedidas em 2006 foi de 23%, um crescimento de 22 p.p. em relação a 2001.
- 20 Sobre as intervenções do Federal Reserve e dos demais bancos centrais dos países desenvolvidos, ver Freitas & Cintra (2008) e Guttmann (2008).

Referências bibliográficas

- AGLIETTA, M. *Macroéconomie financière*. 5.ed. Paris: La Découverte, 2008.
- AGLIETTA, M.; REBÉRIOUX, A. *Corporate governance adrift: a critique of shareholder value*. Cheltenham, U.K.: Edward Elgar, 2005.
- ANGELL, C. Home Equity Lending: growth and innovation alter the risk profile. *FDIC Outlook*, Winter 2004.
- BASLE COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *International convergence of capital measurement and capital standards*. Basle: BIS – Bank for International Settlements, 1988.
- BAYOUMI, T.; EDISON, H. Is wealth increasingly driving consumption? Netherlands Central Bank, *DNB Staff Reports*, n.101, 2002.
- BELLUZZO, L. G.; COUTINHO, L. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.11, 1996.
- BHATIA, A. V. New landscape, new challenges: structural change and regulation in the U.S. financial sector. *IMF Working Paper*, Aug. 2007.
- BORIO, C.; LOWE, P. Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus. *BIS Working Papers*, Basel, n.114, 2002.
- BOYER, R. Feu le regime d’accumulation tire par la finance: la crise des subprimes en perspective historique. *Revue de la Régulation*, n.5, 2009.
- BRAGA, J. C. S. Financeirização global – o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo

- contemporâneo. In FIORI, J. L.; TAVARES, M. C. (Org.) *Poder e dinheiro*. Uma economia política da globalização. Vozes: Petrópolis, 1997.
- BRAGA, J. C. S.; CINTRA, M. A. M. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In: FIORI, J. L. (Org.) *O poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.
- CAGNIN, R. F. *O mercado imobiliário e a recuperação americana após 2002*. Campinas, 2007. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas.
- CANNER, G. et al. Mortgage refinancing in 2001 and Early 2002. *Federal Reserve Bulletin*, Dec. 2002.
- CASE, K. E.; QUIGLEY, J. M. *Stock market wealth, housing market wealth, spending and consumption*. Berkeley Program on Housing and Urban Policy, paper W01'004. 2001.
- CINTRA, M. A. M. A dinâmica do novo regime monetário-financeiro americano: uma hipótese de interpretação. *Revista Estudos Avançados*, São Paulo, n.39, p.103-41, 2000. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-4014-2000000200010&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt>.
- CINTRA, M. A. M.; CAGNIN, R. F. Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas. *Econômica*, Rio de Janeiro, v.9, n.1, p.89-131, 2007a.
- _____. Euforia e pessimismo: os ciclos de ativos, de crédito e de investimento da economia americana, após 1982. *Novos Estudos Cebrap*, São Paulo, v.79, p.23-44, 2007b.
- CLÉVENOT, M. La difficulté à nommer le nouveau régime de croissance. *Revue de la Régulation*, n.3/4, 2008. Disponível em: <<http://regulation.revues.org/index6983.html>>.
- DODD, R. Subprime: tentacles on a crisis. International Monetary Fund. *Finance & Development*, Dec. 2007.
- DUBACH, N. A. *Immobilier: l'Asie, la bulle et la mondialisation*. Paris: CNRS Editions, 2008.
- EICHENGREEN, B. Dix questions à propos de la crise de prêts subprime. Banque de France. *Revue de la Stabilité Financière*, n.11, fév. 2008.
- FREITAS, M. C. P. A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a instabilidade financeira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.8, 1997.
- FREITAS, M. C. P. de; CINTRA, M. A. M. Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v.28, n.3 (111), p.414-33, 2008.
- FMI. *Global Financial Stability Report*. Washington, DC: International Monetary Fund, Apr. 2006.
- _____. *Global Financial Stability Report*. Washington, DC: International Monetary Fund, Apr. 2007.
- GALBRAITH, J. K. *1929: o colapso da Bolsa*. São Paulo: Pioneira, 1988.
- GOODHART, C.; HOFMANN, B. *House prices and the macroeconomy*. New York: Oxford, 2007.

GREENSPAN, A. *Mortgage banking*. California: American Bankers Association Annual Convention, 2005.

GUTTMANN, R. *Central banking in a debt-deflation crisis: a comparison of the Fed and ECB*. Hofstra University, New York: CEPN; Paris XIII, 2008. Disponível em: <http://www.univ-paris13.fr/CEPN/texte_guttman_210308.pdf>.

HENWOOD, D. *Wall Street*. New York: Verso, 1997. Disponível em: <<http://www.wallstreetthebook.com/WallStreet.pdf>>.

KINDLEBERGER, C. P. Bubbles. In: EATWELL, J.; MILGATE, M. (Org.) *The new Palgrave dictionary of money and finance*. New York: Palgrave Macmillan, 1992a.

_____. *Manias, pânico e crashes: um histórico das crises financeiras*. Porto Alegre: Ortiz, Gazeta Mercantil, 1992b.

KREGEL, J. Minsky's cushions of safety: systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market. *Public Policy Brief*, n. 93, The Levy Economics Institute of Bard College, Jan. 2008. Disponível em: <<http://www.levy.org/vdoc.aspx?docid=974>>.

MINSKY, H. P. Financial Innovations and financial instability: observation and theory. In: _____. *Financial innovations: their impact on monetary policy and financial markets*. Boston: The Federal Reserve Bank of St. Louis, Kluwer-Mighoff, 1984.

MISHKIN, F. S. The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy. *NBER Working Paper Series*, n.8617, 2001.

NOTHAFT, F. The contribution of home value appreciation to U. S. economic growth. *Urban Policy and Research*, v.22, n.1, Mar. 2004.

POTERBA, J. M. *The Rise of the Equity Culture: US Stockownership Patters, 1989-1998*. 2001. (Mimeogr.). Disponível em: <www.mit.edu/faculty/index>.

ZELMAN, I. et al. Mortgage liquidity du jour: underestimated no more. *Sector Review*, Credit Suisse, 2007. Disponível em: <<http://billcara.com/CS%20Mar%2012%202007%20Mortgage%20and%20Housing.pdf>>.

RESUMO – A partir dos anos 1980, as finanças americanas passaram por profundas transformações reforçando o papel dos mercados de capitais na gestão da riqueza e do crédito nos Estados Unidos. Nessa nova estrutura financeira, as decisões de gasto das famílias e das empresas sofrem influências importantes dos ciclos de preço de seus ativos, dando origem a ciclos econômicos *finance-led*. O artigo discute os dois últimos ciclos econômicos dos Estados Unidos, período em que a valorização dos imóveis residenciais substituiu o papel desempenhado pela valorização da riqueza no estímulo ao consumo e ao investimento agregados.

PALAVRAS-CHAVE: Economia americana, *Finance-led*, Financiamento habitacional, Crise das hipotecas *subprime*.

ABSTRACT – Since the 1980's and from then on, the American finances had passed through deep changes that reinforced the role of the capital markets in the wealth and credit

management in the U. S. In this new finance structure the household and corporation's decision expenses suffered important influence of their assets price cycles, resulting in economic cycles finance-led. The article assesses the last two economic cycles in the United States, in which period the value of the residential property replaced the role previously fulfilled by the shareholder value to stimulate the aggregates expenditure and investment.

KEYWORDS: U. S. economy, Finance-led, Housing finance, Subprime crisis.

Rafael Fagundes Cagnin é economista, mestre em Teoria Econômica pela Universidade Estadual de Campinas com apoio do CNPq, doutorando em Economia na Université Paris XIII (Nord) com apoio do Programa Alfan. @ – rfcagnin@gmail.com

Recebido em 24.5.2009 e aceito em 26.5.2009.