



**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIA ECONÔMICAS**

**KENNETH FRANCEL ADEMOLA DELE**

**A CRISE FINANCEIRA E O SHADOW BANKING**

A crise de 2008 e a perspectiva keynesiana

BRASÍLIA – DF

2021

**KENNETH FRANCEL ADEMOLA DELE**

**A CRISE FINANCEIRA E O SHADOW BANKING**

A crise de 2008 e a perspectiva keynesiana

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Brasília, como requisito obrigatório para obtenção do grau de Bacharelado.

**Orientador:** Prof. Daniela Freddo

**Área de pesquisa:** Crises Financeiras

Este trabalho é dedicado ao meus pais  
e principalmente ao meu falecido irmão.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus pelas suas graças que me ajudaram a encontrar a energia e vontade de concluir esse curso depois da morte do meu querido irmão. É o momento de reconhecer também a contribuição dos meus pais que de um lado, possibilitaram essa experiência cultural e de outro, me acompanharam durante todo meu percurso.

Agradeço aos colegas e amigos que participaram ao meu processo de integração no Brasil e aos com que desde o primeiro semestre formei meu grupo de estudo. Agradeço aos professores pelos conhecimentos e noções que têm contribuídos ao meu crescimento intelectual.

Por outro lado, agradeço a minha orientadora, Daniela Freddo, não somente pela sua didática no curso de economia política, que influenciou a escolha desse tema, mas também pelas suas orientações sobre o trabalho.

Por fim agradeço ao programa PEC-G que me ofereceu a oportunidade de fazer essa jornada acadêmica na Universidade de Brasília.

## RESUMO

O mercado financeiro é composto pelo mercado primário e mercado secundário. O mercado primário permite às empresas e às famílias de captar os recursos para suas atividades e atender suas necessidades. Os financiamentos podem se dar por meio de empréstimos bancários, emissão de títulos de dívida, entre outras operações. O mercado financeiro possibilita, portanto, o financiamento dos investimentos indispensáveis às competitividades das empresas. A crise dos *subprime* ocorrido em 2008 é atrelado à insolvência de alguns agentes que tomaram empréstimos.

Mas esses tomadores de empréstimos não foram os únicos atores da crise de 2008. A crise revelou a existência de um sistema de finança paralelo, ou seja, o *Shadow Banking System*. Este último teve um papel preponderante na crise. Os bancos sombras tem atuados como se fossem bancos tradicionais, mas sem estar sujeito à regulação dos bancos centrais.

Este trabalho é justificado não somente pela falta de regulamentação que continua até hoje, mas também pelo crescimento do sistema esses últimos anos. De acordo com o *Financial Stability Board*, o sistema de bancos sombras representa 200 bilhões de 404 bilhões de dólares do total dos ativos financeiros em 2019. Em outra palavra, qualquer problema no setor poderia gerar uma crise sistêmica. O trabalho busca então contribuir às discussões relativas ao assunto numa dinâmica keynesiana e tomando como experiência a crise de 2008.

**Palavras-chave:** Bancos sombras, finança paralelo, regulação, crise

## ABSTRACT

The financial market is composed of the primary market and the secondary market. The primary market allows companies and families to raise funds for their activities. Financing can be done through bank loans, issuance of debt securities, among other operations. Therefore, the financial market makes it possible to finance the investments that are essential for the competitiveness of companies. The subprime crisis that occurred in 2008 is linked to the insolvency of some agents who took out loans.

But these borrowers were not the only actors in the 2008 crisis. The crisis revealed the existence of a parallel finance system, namely the Shadow Banking System. The latter played a leading role in the crisis. Shadow banks have acted as if they were traditional banks, but without being subject to central bank regulation.

This work is justified not only by the lack of regulation that continues until today, but also by the system's growth in recent years. According to the Financial Stability Board, the shadow banking system represents 200 billion of 404 billion dollars of total financial assets in 2019. In other words, any problem in the sector could generate a systemic crisis. Then, this work seeks to contribute to discussions on the subject in a Keynesian dynamic and taking the 2008 crisis as a reference.

**Keywords:** Financial Stability Board, Shadow Banking System, subprime, regulation, crisis

## Lista de figuras

<b>Figura 1-</b> Histórico de IBOVESPA .....	20
<b>Figura 2-</b> Revista Veja 2002.....	21
<b>Figura 3 -</b> Taxa de inadimplência em todos os.....	33
<b>Figura 4 -</b> Total Financial Assets 2010-2019 .....	39

## **Sumário**

<b>1. Os investidores no mercado financeiro</b> .....	12
1.1 Hipótese dos Mercados Eficientes .....	12
1.2 A convenção financeira de Keynes .....	18
1.3 Os ruídos no mercado financeiro e seus impactos nos investimentos .....	19
1.4 Os ciclos econômicos segundo Keynes .....	24
1.5 A importância da moeda .....	27
1.6 Compromisso financeiro e instabilidade de Minsky .....	28
<b>2. A crise de 2008</b> .....	31
<b>3. Os bancos tradicionais &amp; o sistema de bancos sombras</b> .....	34
<b>4. Considerações Finais</b> .....	40
<b>5. Referências</b> .....	41



## INTRODUÇÃO

A crise financeira de 2008 derrubou o mercado financeiro norte-americano e afetou todas as economias mundiais. As causas desse cenário têm suscitado muitas reflexões. Evans (2011) mencionou na sua revista intitulada, Cinco explicações para a crise financeira internacional, algumas explicações que muitas vezes são salientadas para compreender o que aconteceu durante a crise de 2008.

Em seguida, passa a analisar cinco das principais abordagens que têm sido propostas para explicar a crise: a presença generalizada de incentivos perversos; a política monetária expansionista do Federal Reserve; o impacto dos desequilíbrios globais e o chamado “excesso de poupança” nos países em desenvolvimento; a extensa desregulamentação do sistema financeiro desde a década de 1970; e a tentativa de se gerar um retorno maior sobre todas as formas de capital e as pressões associadas sobre os salários. (EVANS, 2011, p. 9)

O ideal, além de todas essas abordagens, é a compreensão dos diferentes fatores que concorreram à crise, a fim de antecipar parecidas crises sistêmicas. Por conseguinte, após o entendimento dos fatores, será propício se questionar sobre o que mudou no mercado financeiro desde 2008. No que diz respeito aos bancos, eles tinham entre outras funções, a intermediação das relações monetárias entre os agentes econômicos. Os quais podem ser divididos em duas categorias, os agentes superavitários e os deficitários. Nessa última categoria, distinguiam-se os tomadores de empréstimos conhecidos como *primes* e *subprime*. O grupo *subprime* corresponde aos agentes econômicos que apresentam um risco de crédito. Isso desperta um certo entendimento da expressão, “a crise dos *subprime*”.

Contudo, ao invés de fazer um estudo minucioso da crise, será preciso entender como a influência de alguns *players* cujo o papel se mostrou relevante na crise. É o caso dos chamados de bancos sombras. Estes são descritos pelo *Financial Stability Board* (órgão americano) como a intermediação de crédito envolvendo entidades e atividades fora do sistema bancário regular. Haja vista a necessidade de os bancos comerciais terem a obrigação de

respeitar um limite de créditos duvidosos no seu balanço patrimonial, os bancos sombras assumiram um papel importante na operacionalização da máquina do crédito, ajudando os bancos comerciais a ter uma capacidade de criação monetária imediata.

Graças ao processo de securitização, os bancos comerciais conseguiram obter dinheiro emprestado antes do vencimento do contrato inicial, sendo capazes de conceder mais créditos. Afinal, quem são esses atores desse sistema bancário paralelo e porque deve ser objeto de estudo? Bresser-Pereira (2009) sublinhou a responsabilidades dos bancos sombras no caráter sistêmico da crise, notadamente a sua contribuição na retirada dos riscos de crédito do balanço dos bancos.

De acordo com os dados do *Financial Stability Board*, órgão internacional que monitora o mercado financeiro global com um olhar atento à evolução do sistema dos bancos sombras, este tem crescido muito esses últimos anos. A falta de regulação desses bancos até hoje e sua proporção, levando em consideração sua influência na precedente crise, é fonte de muitos questionamentos.

Neste trabalho, pretende-se contribuir com essas discussões relativas aos bancos sombras, avaliando o mercado financeiro, notadamente alguns dos seus atores sob uma visão keynesiana fazendo sempre referência à crise financeira de 2008.

Em alguma medida, as causas da crise de 2008, relaciona-se com o papel assumido pelo *shadow banking*<sup>1</sup>, levando esta premissa em conta, o objetivo desse trabalho é compreender o que aconteceu por meio do entendimento da participação de cada ator, a fim de apreciar a contribuição dos bancos sombras numa eventual crise financeira. Para tanto no primeiro capítulo, discutem-se a hipótese dos mercados eficientes, a convenção financeira de Keynes, os ciclos econômicos segundo Keynes, a importância da moeda, compromissos financeira

---

<sup>1</sup> Shadow banking = bancos sombras

e instabilidade de Minsky enquanto no segundo, uma análise da crise de 2008, bem como uma reflexão sobre os bancos tradicionais e os bancos sombras.

O trabalho se baseará na hipótese segundo a qual o *subprime* e o mercado imobiliário são na verdade o contexto da crise e não a sua causa e que as práticas que a originaram ainda permanecem. Assim, a fim de se discutir esta hipótese, realiza-se uma pesquisa de finalidade básica estratégica, objetivo descritivo e exploratório sob o método hipotético-dedutivo, com abordagem qualitativa e realizada com procedimentos bibliográficos e documentais.

## 1. Os investidores no mercado financeiro

A análise da crise financeira americana de 2008 levanta até hoje muitas questões sobre a sua verdadeira causa. Causas sobre as quais as opiniões dos pensadores, bem como dos profissionais das finanças divergem. Enquanto Ron (2008) responsabiliza o banco central americano, Matthew e Lawrence (2009) indica a atuação das agências de classificação de risco. Por outro lado, Frank (2009) parte da teoria de Minsky para explicar a crise.

Com os questionamentos relativos aos bancos sombras, qual seria o papel das autoridades, o *laissez-faire* seria a melhor opção? O *Financial Stability Board* recomenda que as autoridades estabeleçam um sistema de monitoramento eficaz dos bancos paralelos. “*Authorities should have an appropriate system-wide oversight framework in place to gain a comprehensive picture of the shadow banking system and of the risks that it poses to the entire financial system*”. Financial Stability Board (2011, P.6)

As abordagens relativas aos **bancos paralelos** poderiam ser divididas em duas categorias. De um lado, aquelas atreladas às ideias keynesianas sobre a intervenção do Estado e de outro, as inerentes ao liberalismo econômico. Justamente, sobre esta última, surgiu no século XX, a escola austríaca que é uma teoria econômica que se contrapõe à visão *mainstream*. É importante ressaltar que a dita teoria promove um liberalismo radical se opondo à intervenção do Estado na economia.

Todavia, ter um entendimento sobre o comportamento do mercado financeiro, especialmente o de seus atores, contribuirá a uma melhor apreciação das soluções relativas à antecipação de uma provável crise atrelada às operações dos *bancos paralelos*. Nessa preceptiva, será explicitado nas próximas linhas, algumas reflexões de Eugene Fama 1970 sobre a eficiência do mercado financeiro, a qual até hoje gera muitas discussões.

### 1.1 Hipótese dos Mercados Eficientes

O mercado financeiro deve, entre outros papéis, redistribuir a poupança acumulada pelas famílias, bem como as empresas. De acordo com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, o mercado financeiro procura ser o intermediário entre os agentes deficitários e os superavitários. No Brasil, a intermediação enunciada é realizada pelo Sistema Monetário Nacional (SMN) que é o conjunto de entidades e instrumentos financeiros que possibilitam a efetivação dessa intermediação.

Entende-se da obra de Fama (1970) que a eficiência do mercado financeiro se traduziria pela ausência de bolha financeira, o que favorece o crescimento econômico e assegura uma redução da desigualdade. Pode-se considerar que o mercado financeiro seja equilibrado?

A noção de equilíbrio se dá pelo cruzamento das curvas de oferta e de demanda, ambas decorrendo do comportamento dos produtores e dos consumidores. No que diz respeito ao mercado financeiro, **não se nota uma diferença entre os atores do mercado**. Aqui, os compradores e vendedores são todos investidores, em outras palavras, o comprador será vendedor mais tarde e igual para o vendedor que se tornará comprador, conforme a variação dos preços. Nota-se, uma complexidade ao traçar para o mercado financeiro as curvas de demanda e de oferta, especialmente para o mercado secundário<sup>2</sup>

Como o consumo não é o objetivo final no mercado secundário, as alterações de preços dos ativos refletem oportunidades para compradores e vendedores buscarem lucro. Tal observação é contrária à teoria neoclássica segundo a qual o aumento dos preços suscita a queda da quantidade demandada pelos compradores. Obviamente, o cenário descrito sobre os investidores poderia ser diferente. Por exemplo, os investidores poderiam ser desincentivados a comprar por conta de receio gerado pelo comportamento dos preços.

---

<sup>2</sup> Mercado secundário: é o mercado onde são renegociados contratos/títulos emitido no mercado primário.

Contudo, pode-se observar que os interesses tanto dos compradores, como dos vendedores não são contraditórios. Para um mesmo produto financeiro, todos os investidores serão a um certo momento comprador ou vendedor. Logo, cada um dos investidores buscará antecipar o comportamento dos outros. Isso se assimila à metáfora sobre o famoso concurso de beleza descrito por Keynes:

Assim, cada concorrente deverá escolher não os rostos que ele próprio considere mais bonitos, mas os que lhe parecem mais próprios a cair nas graças dos outros concorrentes, os quais encaram o problema do mesmo ponto de vista. Não se trata de escolher os rostos que, no entender de cada um, são realmente os mais belos, nem sequer aqueles que a opinião geral considere realmente como tais. Chegamos ao terceiro grau, no qual devotamos a nossa inteligência a antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral. (KEYNES, 1936, p.151)

Sobre os preços das ações, eles definem o comportamento do investidor, o termo mercado eficiente foi popularizado por Eugene Fama no seu artigo *Efficient Capital Markets*, que ele começa com a seguinte afirmação:

*The primary role of capital market is allocation of ownership of the economy's capital stock. In general terms, the ideal is a market in which prices provide accurate signals for resource allocation: that is, a market in which firms can make production-investment decisions, and investors can choose among the securities that represent ownership of firms' activities under the assumption that security prices at any time "fully reflect" available information. A market in which prices always "fully reflect" available information called "efficient". (EUGENE, 1970, p.383)*

A definição da eficiência do mercado seria então função da eficiência das informações disponíveis. A hipótese repousa em vários argumentos, dentre os quais, a racionalidade dos atores do mercado financeiro. Isto supõe que os investidores têm uma interpretação racional das informações disponíveis, as

quais permitem a precificação dos ativos financeiros. Então, o preço ideal do ativo seria o equivalente ao seu valor fundamental.

Em relação à questão da eficiência do mercado, pode se destacar três formas de eficiências. São elas, a forma fraca, a semiforte e a última denominada, a forma forte (DANTE; DANIEL, 2005). O primeiro advoga que o preço do ativo é função do histórico de preços, nele é incorporado as informações relativas ao comportamento destes. Mas, é importante mencionar que na prática os comportamentos dos preços passados não dizem tudo sobre a variação futura dos preços. Pode se notar que os preços futuros decorrem não somente dos preços passados, mas também de outras variáveis aleatórias, que são relacionadas às informações aleatórias suscetíveis de influenciar o dito preço.

A conjuntura econômica, o cenário sócio-político do país, bem como o dos países vizinhos, são entre outros fatores susceptíveis de definir o preço. O teste de correlação serial, entre outros testes realizados para confirmar a hipótese de Random Walk, mostrou que a correlação entre a taxa de retorno corrente de um título e a do mesmo no período posterior se aproxima de zero. Portanto, “é impossível antecipar o comportamento futuro do preço, mesmo com base nos preços passados” (CUNNINGHAM, 1994).

A segunda forma de eficiência segue a primeira, acrescentando que nenhum investidor consegue obter ganho de forma consistente e duradora no mercado baseando-se nas informações disponíveis, as quais são públicas (DANTE; DANIEL, 2005). Por fim, distingue-se a forma forte, segundo a qual nenhum investidor consegue ter retorno acima da média mesmo possuindo informações exclusivas. Isso se deve ao fato de que tanto as informações públicas, quanto as privadas são de conhecimento comum e traduzidas nos preços.

Deduz-se então que o mercado é suficientemente eficiente e com investidores racionais tal que nenhum participante do mercado poderia a ele sozinho influenciar o mercado? Nesse propósito, a hipótese do mercado

eficiente aponta o processo de arbitragem que garante que mesmo com a presença de investidores irracionais, o mercado continue eficiente. “Trata-se, da compra e venda simultâneas do mesmo título, ou de um essencialmente similar, em dois diferentes mercados, por preços diferentes, de forma a se obter uma vantagem na operação” (JUNIOR; IKEDA; 2004, p.107).

Se um ativo financeiro tiver um preço acima do normal, devido à irracionalidade de alguns investidores, o arbitrador influenciará a correção do preço para que ele corresponda ao valor fundamental. A expectativa de ganho extraordinário por vários arbitradores explica a correção do preço do ativo. Vale mencionar que o preço não difere de forma significativa quando a estratégia de negociação desses investidores irracionais não é correlacionada.

De acordo com a hipótese, o mercado financeiro funciona bem e o futuro dos preços é incerto. Mas, como pode se entender, a eficiência testada por Eugene Fama refere-se à trajetória aleatória dos preços. Poderia se assimilar à eficiência enunciada com um jogo onde ninguém pode antecipar os eventos futuros, portanto, todos têm probabilidades iguais de lucrar.

Fama explicita na sua reflexão a eficiência informacional. O papel dos mercados seria integrar nos preços todas as informações disponíveis. Samuelson no seu artigo denominado, *Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly* questiona se os agentes racionais que compram e vendem querendo antecipar eventos futuros, podem ser a origem de trajetórias de preços aleatórias. Sobre o assunto, ele escreve:

*One should not read too much into the established theorem. It does not prove that actual competitive market work well. It does not say that speculation is a good thing or that randomness of price changes would be a good thing. It does not prove that anyone who makes money in speculation is ipso facto deserving of the gain or even that he has accomplished something good for society or for anyone but himself. All or none of these may be true, but that would require a different investigation. (SAMUELSON, 1965, p.48)*



Dois pontos fundamentais decorrem da Hipótese de Mercado Eficiente, a racionalidade do investidor e a arbitragem que tem como papel garantir o equilíbrio do mercado. Ambos pontos, foram justamente objeto de investigação da finança comportamental. A HME vem sendo contestada por vários autores. A hipótese advoga que nenhum investidor poderá obter ganho acima da média devido à igualdade da informação. Mas as inovações financeiras demonstram um fenômeno diferente. Diferencia-se, dois grupos, os investidores iniciais e os seguintes. Os primeiros terão lucro acima da média devido à vantagem informacional. O rendimento irá baixar até igualar o preço dito racional apenas ao longo prazo quando a informação será conhecida de todos. Isso se justifica simplesmente pelo equilíbrio entre oferta e demanda.

Em períodos nem muito curtos nem muito longos, este processo envolve o fato de que um rendimento mais elevado que os rendimentos médios... terá uma probabilidade importante de ser seguido por um rendimento em baixa, pela dominação das forças concorrenciais. Em contrapartida, a pressão concorrencial aumenta a probabilidade de inovações que criam novos mercados, nos quais os rendimentos mais elevados podem ser, de novo, realizados. Suscitando aprendizagem, as inovações dão uma memória aos mercados, o que viola o postulado da eficiência (AGLIETTA, 1995, p. 27).

Vale apontar a relevância da palavra, “memória” mencionada por Aglietta. Esta palavra suscita algumas dúvidas sobre a aleatoriedade enunciada na hipótese. O mercado financeiro, devido as suas oscilações / trajetórias pode gerar uma certa memória relativa ao comportamento de um dado ativo. Sabendo o retorno histórico do ativo, os agentes poderiam criar expectativas sobre os rendimentos futuros. Até hoje, alguns investidores fazem uso desse método na sua tomada de decisão, principalmente os que fazem análise técnica.

Na questão da arbitragem, Fama não explicitou os diferentes limites possíveis e suas soluções para sempre influenciar a volta ao preço fundamental. A arbitragem necessita da existência de produto substituto e também depende do comportamento dos investidores frente ao risco (avesso ao risco ou propenso ao risco). Portanto, a arbitragem tem algumas limitações que enfraquecem a HME de Fama.

Nossa abordagem se baseia em duas hipóteses. Em primeiro lugar, certos investidores não são totalmente racionais e sua demanda por ativos de risco é afetada por suas crenças ou sentimentos que não são inteiramente justificados por informações a respeito dos fundamentos. Em segundo lugar, a arbitragem definida como as decisões tomadas por investidores inteiramente racionais, não sujeitos a tais sentimentos, envolve risco e é, portanto, limitada. As duas hipóteses, em conjunto, implicam que mudanças no sentimento do investidor não são integralmente contrabalançadas pelos arbitradores e assim afetam os retornos dos títulos (SHLEIFFER E HJH SUMMERS, 1990, p. 19-20).

Da HME, bem como das reflexões opostas a ela, deduz-se que o comportamento dos agentes no mercado financeiro justificaria os diferentes fenômenos observados. Justamente, será exposto nas próximas linhas as reflexões de Keynes sobre as convenções na bolsa de valores.

## **1.2 A convenção financeira de Keynes**

Keynes na sua obra, Teoria Geral do emprego, do juro da moeda, apontou uma característica muito observada na economia e ainda mais no mundo dos investimentos. Isso é, a incerteza. As decisões relacionadas ao longo prazo, são caracterizadas pela incerteza. Segundo Keynes os agentes econômicos têm suas expectativas sobre o futuro, porém não conseguem ter garantia da realização efetiva de tais expectativas de acordo com sua decisão presente. Ele prossegue nessa dinâmica afirmando que esses acontecimentos futuros não são probabilizáveis, portanto, é difícil antecipar o cenário futuro. Devido ao que precede, decorre a famosa expressão, preferência pela liquidez. Os agentes, em situação de incerteza preferem reter dinheiro.

Na sua reflexão sobre os investimentos, Keynes (1936) explicita que o investimento depende da eficiência marginal do capital e da taxa de juros. O investimento se dará caso a primeira seja maior do que a segunda. Sobre a questão do investimento, Keynes abordou na sua obra denominada, Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, na parte 4 o incentivo para investir. No capítulo 12, Keynes realiza uma reflexão sobre o uso da convenção na precificação dos ativos financeiros, ao analisar a expectativa de longo prazo. Ele inicia o assunto por essas palavras:

A prática, e regra geral, acordamos tacitamente em recorrer a algo que é, na verdade, uma convenção. A essência dessa convenção — embora, é claro, ela não funcione de uma forma assim tão simples — reside em pressupor que o estado de coisas existente continuará por tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões específicas para esperar uma mudança. (KEYNES, 1936, p.147)

Através desta passagem, compreende-se que os investidores no mercado financeiro tomam por referência a conjuntura presente para projetar o seu retorno futuro. Devido à ignorância sobre o futuro os atores do mercado optam por valorizar a psicologia da massa. Eles são muitas vezes influenciados pelos ruídos do mercado, os jornais, as revistas, etc. Esse fenômeno traduziria o chamado comportamento de manada. Em outras palavras, o investidor toma suas decisões de acordo com o pensamento do coletivo. Confiar na percepção dos outros, ou ser guiado pela emoção para investir, muitas vezes pode gerar frustrações em relação aos resultados finais.

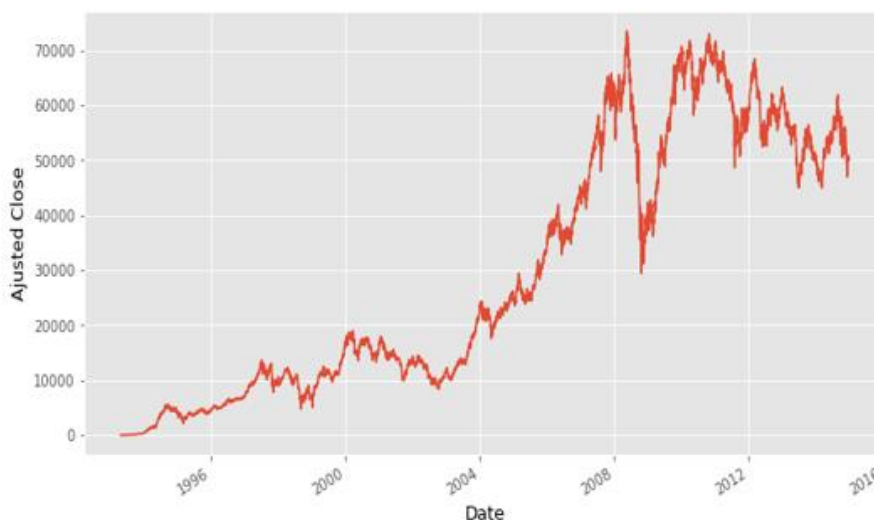
### **1.3 Os ruídos no mercado financeiro e seus impactos nos investimentos**

Nesta seção, realiza-se uma breve avaliação do histórico do IBOVESPA, indicador do desempenho das ações mais negociadas na bolsa de valores oficial do Brasil, bem como os ruídos, a fim de avaliar os investimentos influenciados pela percepção da massa. Segundo Keynes (1936, p.149), na sua obra previamente citada, “as flutuações quotidianas dos lucros dos investimentos existentes, embora sejam manifestamente efêmeras e desprovidas de significação, tendem a exercer sobre o mercado uma influência excessiva e até absurda”. Os atores do mercado não são interessados pelo significado intrínseco da informação.

André Orléan abordou a questão no seu texto, “*cette différence détermine la somme que ceux qui cherchent à se couvrir ont à verser aux spéculateurs pour que ces derniers acceptent de courir le risque d'une fluctuation des prix en question*”. Orléan (1988, p.230). Por meio da Figura 1 abaixo, apresenta-se

a evolução do índice IBOVESPA para o período de 1996 a 2016. Nota-se a contradição entre as informações geradas pelos ruídos e os eventos que ocorreram de fato.

**Figura 1- Histórico de IBOVESPA**



**FONTE: Yahoo Finance, Elaboração própria**

Comparando o que estava sendo noticiado pelas mídias em alguns períodos do gráfico e os acontecimentos seguintes, pode-se observar o quanto alguns erraram em confiar na massa. Em 2002, o cenário interno, bem como o externo era duvidoso. Isso por causa do processo político brasileiro e a crise sul-americana, dentre outros fatores. As dúvidas vieram se intensificando com as mídias, tais como a revista Veja. De acordo com a capa da revista abaixo, não seria proveitoso investir naquele momento no mercado financeiro. Havia muitos ruídos negativos em relação à bolsa de valores. É importante lembrar que a guerra do golfo que teve um papel importante nessa confusão relativa à psicologia da massa.

**Figura 2-** Revista Veja 2002



**FONTE:** Veja

Esta capa foi publicada no dia 04 de dezembro de 2002, as expectativas e notícias relacionadas às variáveis macroeconômicas não eram favoráveis a um investimento na bolsa de valores. Contudo, pode-se ver pelo gráfico acima que o mercado conheceu uma alta expressiva, que durou até 2008. A discrepância entre as informações passadas pelas mídias e a realidade observada é perceptível. Outro exemplo seria a capa de revista ISTOÉ publicada no dia 14 de maio de 2008.

A capa apontava a imagem de uma pessoa que já lucrou mais 1,5 bilhão na bolsa. A única interpretação da revista era o incentivo das pessoas a investir na bolsa de valores. Esses incentivos acontecem num período durante o qual a questão da hipoteca estava sendo questionado com sinais de prováveis crise. Os Estados Unidos constituem a primeira economia mundial, por isso, qualquer crise financeira poderia ter um efeito seria sistêmico. Assim, a crise dos *subprime* que é justamente o tema desse trabalho gerou um colapso econômico e financeiro que logicamente se repercutiu sobre a bolsa brasileira.

Como pode-se notar na Figura 1, houve uma desvalorização drástica das ações, cenário que comprova mais uma vez o carácter prejudicial dos ruídos.

Keynes (1936) também sublinhou a questão de os investidores tomarem suas decisões de investir a partir dos ruídos do mercado.

Em segundo lugar, os operadores tendem a se abstrair da realidade dos fundamentos (*fundamentals*) em benefício da busca de uma opinião sobre a tendência do mercado. Esse desvio especulativo intervém porque os mercados tornaram-se mais voláteis e os investidores carecem de pontos de referência para ancorar suas expectativas. (DOMINIQUE, 1995, p.64)

A especulação poderia ser considerada como a aposta no valor futuro de um ativo visando um ganho de capital. Orléan (1999) aponta que a especulação é caracterizada por sua lógica circular, ligada à **operação de introversão** que realiza. A informação não é avaliada a partir do seu impacto sobre os retornos futuros, mas o que é avaliado, é o impacto da dita informação sobre a psicologia do público.

Mesmo antecipando a reação do investidor de acordo com uma dada informação, nunca seria possível saber rigorosamente a sua decisão final de acordo com KEYNES (1936). Destarte, sempre terá uma certa incerteza sobre o resultado líquido das decisões atuais. Outro axioma relacionado ao assunto é a irreversibilidade do tempo. Na teoria de Keynes, o tempo é histórico, ou seja, é irreversível. A decisão tomada pelo investidor é uma decisão irreversível, logo, não poderia alcançar as suas expectativas inicialmente planejadas, mesmo ajustando. Isso contrasta com a ideia neoclássica que advoga a possibilidade de ajustes pois, nessa perspectiva, o tempo lógico é incorporado.

É importante, mencionar que Keynes não considera o comportamento de imitação dos investidores no mercado financeiro como irracional, como o faz a teoria neoclássica. Quando o investidor imita os outros, é porque ele não tem informação suficiente e, portanto, é racional. Porém, a teoria neoclássica fala de efeito manada que já foi mencionado previamente. As crises são então atribuídas ao efeito manada. Dessarte, será que é a irracionalidade humana que leva às crises financeiras?

O autor francês (NICOLAS, 2008, p.3), conseguiu resumir tudo o que precede nas seguintes linhas:

- *il s'agit d'une méthode de calcul, basée sur l'hypothèse que « l'état des affaires continuera indéfiniment » ; c'est une grille d'analyse, un instrument de formation des anticipations commun aux agents ;*
- *elle permet de lever l'instabilité inhérente au fonctionnement du marché financier ; la référence extérieure que constitue la méthode permet aux agents de sortir du mécanisme auto-référentiel ;*
- *elle est assortie d'une croyance commune, appelée également par Keynes « convention », selon laquelle l'évaluation du marché est correcte, même si chacun sait qu'elle ne l'est pas nécessairement. Cela résulte de ce que le prix relève d'une prophétie auto-réalisatrice*

O autor aponta a ignorância do investidor e a convenção no mercado financeiro, ambos discutido por Keynes.

O valor das empresas e, portanto, suas ações são sensíveis aos ciclos econômicos. O desemprego, a taxa de câmbio bem como a inflação são alguns dos dados macroeconômicos que têm um papel na valoração de ações das empresas na bolsa de valores. Sobre os ciclos econômicos, as ideias Keynesiana e as da escola austríaca não são parecidas.

## 1.4 Os ciclos econômicos segundo Keynes

Os ciclos econômicos descreveriam a sucessão de fases que se explicita, por exemplo, por um crescimento da economia seguido de uma queda de produção de bens e serviços. Nesse dado exemplo, poder-se-ia notar graficamente um pico criado por uma curva vertical côncava em que se iniciará uma crise e depois uma curva vertical convexa cujo o mínimo representa o início da recuperação da economia que decorre de um ajuste promovido pelo estado. A intervenção do estado em tempo de crise é encorajada por Keynes enquanto os ortodoxos advogam uma eficiência do mercado capaz de corrigir os defeitos sem que o governo aja.

Sobre as fases ascendentes e descendentes, (KONDRATIEV, 1922) justifica os ciclos observados pela variação dos investimentos. Na percepção deste último, a fase de crescimento é explicada pelo aumento dos investimentos, empréstimos e criação de empresas e conseqüentemente de empregos. Quando os preços começam a aumentar, a procura pelos produtos se reduz.

As obrigações relativas aos empréstimos bancários obrigam o mercado a entrar numa guerra dos preços. Principalmente as pequenas empresas devido ao seu tamanho são levadas a abaixar seus preços para sobreviver e atender suas obrigações perante os bancos. Ao longo prazo as pequenas empresas, que são as mais fracas continuam abaixando mais os preços, o desemprego aumenta, algumas empresas fecham, logo, a economia está em declínio. De acordo com a teoria de Kondratiev, pode-se entender que a fase descendente da economia é relacionada à dívida.

Segundo a teoria de Keynes, a propensão a consumir, a preferência pela liquidez e a eficiência marginal de capital são variáveis que merecem ser destacadas quando o assunto é ciclos econômicos. A eficiência marginal do capital, ou melhor, o rendimento esperado, entre outros fatores determina segundo Keynes as oscilações do emprego e da renda.



O investimento acontece quando a rentabilidade esperada (eficiência marginal de capital) é maior do que a taxa de juros monetária. Além da conjuntura, a rentabilidade esperada é função “da abundância ou da escassez atuais dos bens de capital e do custo corrente da produção dos bens de capital” (KEYNES, 1936, p.283). A rentabilidade esperada é apenas um dos fatores determinantes, pois mesmo que a taxa de juros seja muito baixa, o investimento pode não ocorrer. Isso porque a incerteza quanto ao rendimento futuro é muito grande e porque a taxa de juros vigente não compensa a falta de confiança em relação ao futuro.

o colapso da eficiência marginal do capital pode ser tão absoluto que nenhuma eventual redução da taxa de juro baste para contrabalançá-lo. Se a redução da taxa de juro constituísse por si mesma um remédio efetivo, poderia conseguir-se a recuperação num lapso de tempo relativamente curto e por meios que estariam mais ou menos diretamente sob a alçada da autoridade monetária (KEYNES, 1936, p.284)

O investimento influencia a renda e o emprego, os quais flutuam de forma multiplicada em função do multiplicador keynesiano. Logo, um crescimento negativo do investimento geraria uma variação negativa do emprego e da renda. Num contexto econômico duvidoso, o investimento privado pode parecer escasso. Nesse caso, o ideal de acordo com Keynes é a interferência do governo para estimular a economia. O governo não visa ao lucro, mas o bem estar, portanto seus investimentos não são função do rendimento futuro. O investimento irá aquecer a economia e trazer de volta a confiança perdida pelos investidores privados.

Portanto, em condições de laissez-faire, talvez seja impossível evitar grandes flutuações do emprego sem uma profunda mudança na psicologia do mercado de investimentos, mudança essa que não há razão para esperar que ocorra. Disso concluo que não se pode, com segurança, deixar nas mãos privadas a tarefa de regular o volume corrente do investimento. (KEYNES, 1936, p.286)

A escola austríaca se opõe a Keynes defendendo que a intervenção do governo distorcerá a economia e seria a base da crise. De acordo com essa escola, a crise se inicia pela expansão do crédito facilitado pela intervenção do

governo para aquecer a economia, e pela informação imperfeita do lado dos investidores privados. Hayek (2011), economista austríaco, mostrou que a política inflacionária do governo para aquecer a economia cria uma variação negativa do emprego e da renda. Ou seja, a informação é mal interpretada, e se nota a chamada, ilusão monetária.

No mercado financeiro, os investidores confundem a correção monetária da sua aplicação com os ganhos reais que receberão no resgate. A economia entra em fase decrescente quando os empresários percebem a ilusão. A não neutralidade da moeda tem um papel relevante aqui. “As expansões monetárias ou políticas monetárias em geral criam desarranjos na estrutura de produção, pois alteram os preços relativos, alterando artificialmente os sinais emitidos pelos preços” (FERREIRA, 2017, p.11).

A euforia causada pela intervenção do governo, faz com que os bancos expandam os créditos, via aumento da alavancagem. Assim, a preferência pela liquidez dos bancos provoca o aumento da taxa de juros e a percepção da natureza do seu investimento (investimento ruim) pelas empresas dão início ao declínio da economia. Graficamente, este se assimilaria à fase descendente da curva. A expressão, preferência pela liquidez tem sido relevante na teoria de Keynes. A importância dessa expressão será explicitada no próximo ponto.

## 1.5 A importância da moeda

A ortodoxia nega a possibilidade de entesouramento, devido à preferência intertemporal. Nesse entendimento, o entesouramento parece irracional quando se leva em consideração a possibilidade de ganhar juros adiando o consumo presente. O consumidor nesse caso está em um *trade off* entre o presente e o futuro. A teoria keynesiana se opõe a tal afirmação pois o futuro é incerto, e nem todos os eventos podem ser probabilizados. Isso implica que o consumidor não tem informações podendo lhe permitir comparar o consumo presente e o do futuro para justificar sua decisão de poupar hoje.

Por outro lado, Keynes (1936) não aceita a lei de Say. Esse pressuposto afirma que a oferta cria sua própria demanda. Assim tudo que é produzido é demandado. A lei desconsidera o entesouramento. Keynes afirma que o entesouramento existe e pode ser justificado pela preferência pela liquidez previamente enunciada.

O investimento é determinado pela rentabilidade esperada pelo investidor e pela taxa de juros. Por meio do *finance*, os bancos emprestam dinheiro a curto prazo aos investidores para que possam iniciar seus projetos. Com o multiplicador keynesiano a renda e o emprego são positivamente influenciados pelo investimento. Conseqüentemente, a moeda afeta a capacidade produtiva. Por outro lado, se a conjuntura não é propícia, o investidor teria muita incerteza e preferiria reter o dinheiro, o que afetaria o emprego e a renda.

Supondo que o investimento ocorreu e a renda cresceu, o poupador tem duas opções com seu dinheiro. Essa poupança serve para consolidar os investimentos previamente iniciados. Assim, esses financiamentos de curto prazo, serão convertidos em prazos equivalentes aos prazos de maturidade dos investimentos. A segunda opção é o chamado *funding* que é um financiamento de médio ou longo prazo. Ele depende da preferência pela liquidez dos poupadores, que se for grande optarão

emprestar apenas a médio prazo enquanto, se for pequena, optarão por emprestar a longo prazo, Keynes (1987).

Em suma, a preferência pela liquidez dos bancos e das pessoas, dos investidores e dos poupadores é decisivo na capacidade produtiva da economia de acordo com a teoria de Keynes. Logo, a moeda é importante, então não é neutra.

### **1.6 Compromisso financeiro e instabilidade de Minsky**

Na sua obra *Stabilizing an Unstable Economy* traduzido em português, Minsky começa o capítulo 9 com a seguinte passagem:

A razão principal pela qual nossa economia se comporta de diferentes maneiras em momentos diferentes é o fato de que as práticas financeiras e a estrutura dos compromissos financeiros mudam. As práticas financeiras resultam em compromissos de pagamentos incorporados nos contratos e refletem as condições de mercado e as expectativas que serviam de regra quando foram negociados e assinados. Os compromissos de pagamentos vencem e as dívidas são pagas na medida em que a economia se move ao longo do tempo, e seu comportamento e, particularmente, sua estabilidade mudam à medida que muda a relação entre os compromissos de pagamentos assumidos e os fundos disponíveis para seu pagamento e à medida que evolui a complexidade dos arranjos financeiros (MINSKY, 2008, p.9).

De acordo com a afirmação, os contratos são estabelecidos baseando-se nas condições atuais para financiar os investimentos. A liquidação dos contratos dependerá do contexto econômico e financeiro futuro. “O investimento não somente afeta o produto agregado, a distribuição de renda e a capacidade produtiva, mas, numa economia capitalista, também deixa resíduos na estrutura financeira” (MINSKY, 2008, p.2)

O governo por meio da sua intervenção na economia influencia o comportamento dos agentes, bem como dos bancos. A reserva compulsória é

um exemplo de mecanismo estabelecido no sistema monetária para controlar a atividade de empréstimo dos bancos. Quando estes últimos estão com dificuldade financeira, eles são socorridos pelo governo. Por meio do redesconto, os bancos conseguem emprestar dinheiro com o Banco Central. Alguns julgam a ajuda do Banco Central aos bancos em caso de crise como uma intervenção nociva à economia. “O ato de proteger e de salvar banqueiros afeta o desempenho subsequente da economia” (MINSKY, 2008, p.4).

No mercado financeiro, os títulos diferem de acordo com o benchmark, a data de vencimento, o órgão emissor etc. Na data de vencimento, os contratos com possibilidade de resgate devem registrar os pagamentos tanto dos juros, quanto do principal. No caso de um título com cupom os juros serão captados ao longo do período relativo ao investimento. Uma economia na qual os agentes conseguem honrar sem nenhuma dificuldade as cláusulas dos contratos é dita sólida. O autor fala de *hedge financing*, em outras palavras, “se os fluxos de caixa de rendas esperadas e realizadas são suficientes para honrar todos os compromissos de pagamento das obrigações de uma unidade, então esta unidade estará com as finanças sólidas” (MINSKY, 2008, p.9).

A probabilidade que uma economia sólida seja atingida por uma crise financeira é bem baixa. A crise seria causada pela insuficiência do fluxo de caixa de renda oriundo deste investimento. Um sistema financeiro não sólido é exposto ao chamado *finança Ponzi* e à *finança especulativa*. O sistema Ponzi se baseia na promessa de pagamento favorizada pela participação de um terceiro.

Aliás, no que diz respeito à taxonomia do fluxo de caixa, o autor distingue o fluxo de renda, fluxo de balanço e fluxo de portfólio. O primeiro envolve rendas derivadas do processo produtivo. Quanto ao segundo, reúne os pagamentos associados à posse de ativo financeiro ou emissão de passivo na forma de juros. O último, tem a ver com a compra e venda de ativo de capital e financeiro.

É importante mencionar que uma unidade *hedge financing* (unidade protegida) pode se tornar unidade especulativa se suas receitas se tornam insuficientes. A unidade especulativa, além de ser sujeita ao que precede, também, é sujeita às mudanças prováveis no mercado financeiro para rolar sua dívida. No caso da unidade Ponzi, não somente a dívida é rolada, mas a dívida é aumentada para poder pagar seu compromisso anterior. Embora as unidades Ponzi e especulativo fragilizem a economia, Minsky afirma que a própria dinâmica da economia capitalista levará a uma instabilidade financeira.

A hipótese da instabilidade financeira é uma teoria do impacto da dívida sobre a conduta do sistema, incorporando a maneira pela qual essa dívida é validada. Nesse sentido, a concretização dos lucros esperados é determinada pelo investimento, ou seja, a validação das obrigações depende do investimento. (THAIZA; LUCIANO, 2010, p.34)

No próximo capítulo, serão expostos alguns tópicos visando ter um entendimento da crise financeira de 2008. Também, será indicado algumas soluções para antecipar a contribuição dos bancos sombras em uma provável crise financeira futura.

## **2. A crise de 2008**

O mercado financeiro, bem como o secundário fazem parte do campo lexical do mercado financeiro. O mercado primário poderia ser entendido como o mercado onde ocorre a emissão dos valores mobiliários. Estes são, o CDB, debêntures, LCI, entre outros valores. No mercado secundário, são negociados os valores emitidos no mercado primário. As instituições financeiras, notadamente os bancos costumam negociar seus títulos de crédito no mercado secundário, e assim conseguem continuar emprestando dinheiro aos agentes.

Estes empréstimos deveriam ser condicionados pela avaliação do perfil do agente, seu histórico, ou seja, alguns requisitos deveriam preceder a efetivação do empréstimo. Sobre esse ponto a ganância dos bancos foi apontada por muitos para explicar a crise de 2008. Mas essa posição não faz a unanimidade porque outros, Ron (2008) e Matthew e Lawrence (2009), destacaram respectivamente a responsabilidade do governo e das agências de classificação de risco. Jim (2008) quanto a ele, defende a não responsabilidade dos emprestadores na crise.

### **2.1 O governo seria o culpado ou a responsabilidade seria compartilhada entre este, os bancos e os tomadores de empréstimos?**

Uma das modalidades de empréstimo observada no mercado imobiliário é a concessão de empréstimos pelos bancos contra uma garantia dos tomadores de empréstimo. Isso é explicado pela assimetria das informações. “A aversão ao risco dos bancos leva ao uso de mecanismos de defesa tais como racionamento de crédito e colaterais” (CANUTO E FERREIRA, 1999, p.19)

Por meio do Fannie Mae e do Freddie Mac, o governo objetivou facilitar a liquidez com o intuito de aumentar o montante de empréstimos. Também, foi incentivado os empréstimos conhecidos como *subprime*. Assim, ambos bancos estatais compravam as hipotecas, o que possibilitava uma maior capacidade para atender mais tomadores de empréstimos. As hipotecas compradas são em seguida negociadas no mercado secundário.

Como pode se deduzir da sua obra, Teoria Geral de Keynes, o desemprego sendo involuntário se faz necessário a intervenção do governo para influenciar o investimento privado e conseqüentemente, reduzir o desemprego. O governo por meio da política monetária expansionista consegue incentivar os investimentos privados e dar acesso ao crédito para mais pessoas. Os gastos públicos terão por papel cobrir as lacunas geradas pela insuficiência do investimento privado.

Shostak (2009) explicita os 03 tipos de emprestadores de acordo com o Minsky. O primeiro tipo de emprestador seria aquele que tem a capacidade de gerar caixa suficiente para quitar suas dívidas enquanto o segundo consegue satisfazer suas obrigações por meio de especulação. O último, o mais nocivo para o sistema financeiro se endivida para pagar a sua dívida precedente.

Como o explica Roque (2018), os bancos não condicionavam mais o empréstimo de acordo com o perfil do demandante pois de um lado, o governo havia reduzido os juros e de outro lado, o Fannie Mae e o Freddie Mac compravam dos bancos a um valor maior os títulos de empréstimos.

Ora, neste cenário de rápido crescimento econômico e de valorização dos ativos, os empresários (e os banqueiros) enxergam a possibilidade de expansão dos lucros empresariais, bem como, da viabilidade econômica destes novos investimentos diante de suas expectativas (tanto do empresário quanto do banco) quanto aos lucros futuros (Lucas Mendes, 2016, p.14).

Devido a essa garantia dos bancos estatais e à política monetária do governo no final dos anos 2000, os bancos ampliaram sua atividade de empréstimo. Assim, alguns agentes começaram a colocar em hipoteca o imóvel comprado com o empréstimo precedente para adquirir novos empréstimos. As taxas baixas e a valorização dos imóveis justificam tal cenário.

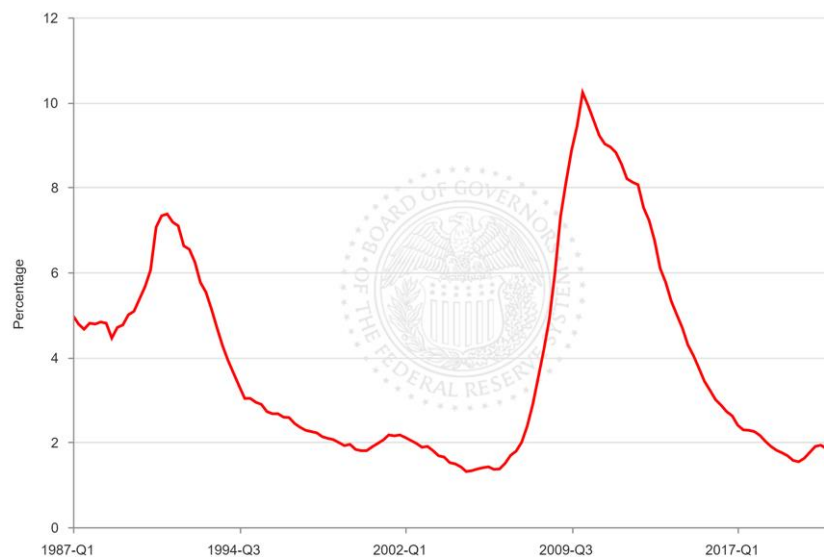
isto se explica porque à medida que os ativos se valorizam no período de ascensão econômica, os empresários podem usar seus ativos – cada vez mais valorizados, ao menos nominalmente - como colaterais para a obtenção de novos empréstimos (Lucas Mendes, 2016, p.14).



A procura pelos empréstimos causou a inflação dos preços dos imóveis que se valorizaram e o investimento imobiliário se tornou um investimento rentável no período. A expansão do crédito e a manipulação artificial da taxa de juros tendem a passar informações erradas aos agentes que tomam decisões irracionais.

O aumento repentino da taxa de juros afetou a situação dos agentes que não conseguiram atender suas obrigações perante os bancos. Devido ao alto grau de endividamento, os bancos foram os primeiros afetados pela insolvência dos agentes. As hipotecas se desvalorizaram, fazendo com que os colaterais não conseguissem tapular o buraco provocado na economia pela insolvência dos agentes.

**Figura 3** - Taxa de inadimplência em todos os empréstimos imobiliários



**FONTE:** Federal Reserve Board 2021

Como é perceptível no gráfico, a taxa de inadimplência teve um crescimento importante entre 2007 e 2010, a qual taxa passou a resistência histórica e atingiu mais de 10 %. Os investimentos imobiliários se revelaram ruins no período. Entende-se então que estes estavam expostos aos riscos de crédito, de mercado e risco de liquidez, o que justificaria seu caráter sistêmico. Uma taxa

de juros artificialmente baixa pode gerar uma incerteza no mercado financeiro levando os agentes a tomar decisões as vezes erradas (ART CARDEN, 2008).

O que precede favoreceu a famosa crise financeira de 2008. Apesar do número de obra escrito sobre o assunto, a questão continua sendo posta. O principal responsável da crise foi:

- O governo por meio da sua intervenção na economia?
- Os bancos por meio da sua cupidez?
- Os emprestadores por meio da sua imprudência?
- A falta de regulamentação suficiente?

Pode se notar que na literatura os autores abordam o assunto de acordo com a sua doutrina. Apesar das divergências, é necessário evitar uma próxima crise questionando a solidez da arquitetura do mercado financeiro. A qual crise tem sido apontada como a crise dos bancos sombras.

Entender os bancos sombras necessita um entendimento prévio dos bancos tradicionais. Sendo assim, será feita uma breve apresentação das operações dos bancos tradicionais para poder mensurar o contraste quanto aos bancos sombras.

### **3. Os bancos tradicionais & o sistema de bancos sombras**

No Brasil, a arquitetura financeira tem no seu topo o CMN (Conselho Monetário Nacional) que é considerado o órgão máximo do mercado financeiro. Ele atua no mercado de crédito, câmbio, moeda, bem como no de capitais. Ele define as normas e políticas relativas a esses mercados. Logo abaixo encontra-se os conhecidos como supervisores. Estes são, o BCB (Banco Central do Brasil) e a CMV (Comissão de Valores Mobiliários). Conforme Anbima<sup>3</sup> (2021), o primeiro tem entre outras responsabilidades, a execução das diretivas do CMN, o controle e a fiscalização das instituições financeiras.

---

<sup>3</sup> Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais

Quanto ao segundo, suas atribuições são orientadas para o mercado de valores mobiliários exceto os títulos emitidos pelo tesouro nacional. Nessa mesma categoria de supervisores, tem a superintendência de seguro privado (SUSEP) e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc). Eles têm respectivamente como órgãos normativas, o Conselho Nacional de Seguros Privados e o Conselho Nacional de Previdência Complementar.

A fim de antecipar qualquer crise de desconfiança que poderia levar as pessoas a retirar seu dinheiro dos bancos, o Banco Central estabeleceu algumas regras. As quais regras permitem também a sua atuação preponderante na economia. O redesconto e os depósitos compulsórios estabelecidos pelo Banco Central ajudam no monitoramento do volume de crédito oferecido pelos bancos. De outro lado, o Banco Central consegue ajudar os bancos em caso de crise como apontou Marcos Antonio sobre a crise financeira:

Em março de 2008, a falência do quinto maior banco de investimento dos EUA sozinho tinha sido evitada por intervenção e por US \$ 29 bilhões de garantias oferecidas pelo Federal Reserve para sua compra com uma grande desvalorização pelo JP Morgan / Chase (US \$ 10 por ação, contra uma cotação de \$ 170, um ano antes). (ANTONIO, 2008, p.42)

De acordo com o *Financial Stability Board*, o *shadow banking* seria a intermediação de crédito envolvendo entidades e atividades (plena ou parcialmente) fora do sistema bancário tradicional. Em outras palavras, os bancos sombras atuam como se fossem bancos tradicionais, mas sem ser sujeitos à supervisão do Banco Central. Esse primeiro aspecto demonstra o risco à qual é exposto esses bancos. Sem nenhuma polícia não é estabelecida para regular e fiscalizar o sistema qualquer problema pode gerar uma crise sistêmica.

Le système financier complexe qui s'est mis en place est un facteur important de risque systémique, pour deux raisons. Premièrement, les institutions financières parallèles au système bancaire traditionnel remplissent des fonctions voisines de celles des banques, tout en échappant à la surveillance des autorités bancaires et n'appliquant pas les règles prudentielles, notamment en matière de fonds propres. (Esther e Dominique, 2016, p.53)

De acordo com Esther e Dominique (2016), os bancos tradicionais aos poucos têm saído do modelo de intermediação tradicional, *originate to hold* para um novo modelo chamado o *originate to repackage and sell*. No primeiro modelo o banco efetua os créditos levando em consideração a sua obrigação de depósito compulsório. O banco deve também ter uma provisão para antecipar os riscos de créditos. Portanto, os riscos relacionados a essas informações contábeis constam no seu balanço patrimonial durante o prazo do contrato de crédito. No segundo modelo o risco é transferido para outra instituição que não é bancária. Segundo Esther e Dominique (2016), essa transição do primeiro para o segundo modelo foi favorecida pela securitização.

A transição do primeiro modelo para o segundo foi comentado também por Freddo (2015) que a justificou pelas inovações financeiras. A autora destacou quatro inovações explicitando a segunda nas seguintes palavras:

A segunda inovação refere-se aos derivativos de crédito, ou ao credit default swap: os quais proporcionam a transferência do risco de inadimplência do detentor do título para o vendedor do CDS. Esta foi mais uma maneira das instituições que sofriam supervisão financeira, as Holdings Financeiras Bancárias, de transferirem o risco alavancando o crédito. (FREDDO, 2015, p.54)

A securitização permite transformar os créditos em títulos negociáveis pelos investidores no mercado de capital. Graças ao segundo modelo os bancos tradicionais não precisam esperar o fim do prazo estabelecido para conseguir o dinheiro emprestado e os juros, e assim conseguem aumentar seus créditos. Basicamente, são agrupados todos os créditos dos bancos numa certa categoria e após a avaliação das agências de classificação de risco, estes são negociados no mercado. Entende-se aqui a responsabilidade das agências de classificação.

*Par leur notation des produits structurés adossés aux actifs bancaires, ces agences ont grandement contribué à l'essor de l'industrie financière du shadow banking system. En attribuant d'excellentes notations aux produits structurés, elles ont contribué au mythe selon lequel les créances bancaires pouvaient être négociées sans risques sur des marchés secondaires. (Esther e Dominique, 2016, p. 53)*

O desenvolvimento desse modelo é função das notas atribuídas pelas agências pois se os investidores acreditam num risco de calote, não serão dispostos a investir. Quanto pior é a nota atribuída ao título, maior será o prêmio de risco. Isso gera, portanto, um receio dos investidores ao negociar esses títulos. Hoje o *shadow banking* se tornou essencial ao bom funcionamento da economia. De acordo com o que precede, nota-se uma interdependência entre os agentes financeiros.

Então, quando ocorre um problema, é toda a cadeia que será impactada e os maiores responsáveis serão os bancos. Quanto maior o banco maior será a repercussão na economia mundial. Foi exatamente o que aconteceu com a crise dos *subprime* em 2008. Foram emitidos muitos títulos CDO cujo os grandes compradores eram os bancos. A queda dos preços dos imóveis provocou a desvalorização dos títulos atrelados a estes no mercado financeiro. Logo, se observou o cenário que seguiu com uma crise sistêmica. Os bancos sombras são citados por Esther e Dominique (2016) como compradores de CDOs dos bancos tradicionais. Todavia, os alguns bancos foram salvos por ser sob tutelo do banco central. O qual tutelo não se dá no caso dos bancos sombras.

Mesmo após a crise de 2008, os bancos sombras continuam tomando cada vez mais espaço no mercado financeiro, ou seja, na economia mundial. Freddo (2015, p.57), “os autores também atentam para o fato de que nos Estados Unidos os bancos regionais especializados em créditos bancários e as agências quase públicas, patrocinadas pelo governo, Fannie Mae e Freddie Mac, fazem parte do *shadow banking system*”. Pode-se ver na figura 3 a evolução do setor, notadamente o *shadow banking* (NBFI<sup>4</sup>) atingindo 200 bilhões de 404 bilhões de dólares do total dos ativos financeiro em 2019, uma dimensão sistêmica. Em outra palavra, qualquer crise no setor poderia impactar a economia mundial.

---

<sup>4</sup> NBFI : Non-Bank Financial Intermediation

A propósito dessa proporção dos bancos sombras, a basileia 3 tomou algumas providencias cujo o aumento das reservas dos bancos contra futura crise. De outro lado deve constar no balanço patrimonial do banco 5% do montante dos créditos securitizado.

À l'échelon international, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a publié en 2011 un nouveau référentiel, « Bâle 3 », qui renforce les exigences de fonds propres des banques, met en place des ratios de liquidité qui les obligent à détenir des ressources liquides, et pose une limite au levier de crédit. Par ailleurs, il est prévu que les banques soient amenées à garder dans leurs bilans 5 % du montant des crédits titrisés, ce qui est supposé les rendre plus prudentes dans la distribution des crédits qui seront vendus par la technique de titrisation (Esther e Dominique, 2016, p.56).

Como notado nos dados do *Financial Stability Board*, os bancos sombras vêm crescendo muito esses últimos anos e se nada for feito esse crescimento poderia ser maior nos próximos anos. Como o recomenda Keynes, a intervenção do estado é desejável para melhor regular o mercado. Será que as decisões da basileia 3<sup>5</sup> resolverá definitivamente a questão? Todavia, é importante a regulação dos bancos sombras pelos bancos centrais a fim de antecipar uma próxima crise cujo o impacto poderia ser maior do que a de 2008.

---

<sup>5</sup> Ela se refere ao conjunto de regras bancárias publicada no dia 16 de dezembro de 2010

**Figura 4 -Total Financial Assets 2010-2019**



**FONTE: Financial Stability Board**

#### 4. Considerações Finais

A crise de 2008 não pode ser explicada sem os bancos tradicionais, o papel do governo, os emprestadores, entre outros atores. Logo, cada um tem uma porção de responsabilidade no que levou à crise financeira. O nosso trabalho ao longo do que precede, buscou identificar os fatores que concorreram de perto ou de longe à crise e que ainda hoje constituem uma ameaça. Entre outros fatores, poderia se enumerar o comportamento especulativo dos agentes, a ganância dos bancos e sua busca permanente de contornar as regras do banco central.

Isso tem a ver com a ideia dos bancos de retirar do seu balanço patrimonial os riscos de crédito, transferindo para instituições não bancárias para poder aumentar os seus empréstimos ganhando assim mais dinheiro. Por outro lado, foi destacado a grande fonte de uma provável futura crise financeira, o sistema dos bancos sombras. O sistema vem crescendo muito e criando uma interdependência com os outros atores do mercado financeiro. O trabalho que precede explicitou a sua contribuição na crise de 2008. A hipótese emitida no início foi validada. O mercado imobiliário e o *subprime* são na verdade o contexto da crise. Salvar a economia mundial de uma outra crise financeira parecida e ou maior do que a de 2008, requer uma solução imperativa para a regulação dos bancos sombras.

Como o controle dos bancos sombras tem sido uma tarefa difícil, o ideal seria redefinir a estratégia começando por um controle estabelecido por cada banco central. A nível nacional deveria se criar resoluções que tenham força de lei e impedem a transferência dos riscos de crédito de um banco tradicional para bancos sombras. Também, deve se monitorar a interação entre os bancos tradicionais e as sombras. A nível macro, seria importante um trabalho do FMI junto a todos os bancos centrais para fiscalizar o trabalho das agências de notação de risco e evitar os conflitos de interesse.



## 5. Referências

ALDRIGHI, D. M.; MILANEZ, D. Y. **Finança comportamental e a hipótese dos mercados eficientes**: Rio de Janeiro: R. Econ. Contemp, 2005

AGELI, E. **Caminhos da Escola Austríaca: relação com ortodoxia, engajamento e produção de novo conhecimento**: Paraná: Nova Economia, 2018

BAHRY, T. R.; GABRIEL, L. F. **A hipótese da instabilidade financeira e suas implicações para a ocorrência dos ciclos econômicos**: Rio de Janeiro: R. Econ. Contemp, 2010

CINTRA, M. A. M.; FARHI, M. **A crise financeira e o global shadow banking system**: São Paulo: Novos estudos, 2008

DILORENZO, T. **Por que apenas a escola austríaca explica a bolha imobiliária**. São Paulo: Mises Brasil, 2010

EVANS, T. **Cinco explicações para a crise financeira internacional**: Brasília Revista tempo do mundo, 2011

FINANCIAL STABILITY BOARD, **Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation**, 2011

FAMA, E. **Efficient Capital Markets**: New York: The Journal of Finance, 1969

FREDDO, D. **Estado, Moeda e Regulação: como a concepção sobre a moeda afeta o papel do Estado na regulação econômica**: Brasília, 2015

FERREIRA, T. D. **A ESCOLA AUSTRÍACA E A CRISE DE 2008**: São Paulo: Fórum Liberdade Econômica, 2017

JEFFERS, E. ; PLIHON, D. **Le shadow banking system et la crise financière** : Cahiers français, 2016

KEYNES, J. M. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**: São Paulo: Saraiva, 2013

LIMA, L. A. O. **Auge e declínio da hipótese dos mercados eficientes**: Auge e declínio da hipótese dos mercados eficientes, 2003

MINSKY, H. **Estabilizando uma Economia Instável Hyman Minsky Do Original Stabilizing an Unstable Economy**: McGraw-Hill 2008

MENDONÇA, M. J.; MEDRANO, L. A.; SACHSIDA, A. **AVALIANDO O EFEITO DE UM CHOQUE DE POLÍTICA MONETÁRIA SOBRE O MERCADO IMOBILIÁRIO**: Brasília: Ipea, 2011

MOLLO, M. L. R. **Crédito, capital fictício, fragilidade financeira e crises: discussões teóricas, origens e formas de enfrentamento da crise atual:** Campinas: Economia e Sociedade, 2011

MAHONEY, D. **A Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos: Uma Breve Explicação.** São Paulo: Mises Brasil, 2008

MUSSA, A.; YANG, E.; TROVÃO, R.; FAMÁ, R. **Hipótese de mercados eficientes e finanças comportamentais – as discussões persistem.**

PAUL, R. **A crise imobiliária e a política monetária do Federal Reserve.** São Paulo: Mises Brasil, 2008

PLIHON, D. **A ascensão das finanças especulativas:** Campinas: Economia e Sociedade, 1995

RICHARDSON, M.; WHITE, L. **Consertando as agências de classificação: regulamentação é a resposta?** Nyu Stern: Vox, 2009

SAMUELSON, A. P. **Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly:** Industrial Management Review, 6:2 (1965: Spring) p.41

SHEFRIN, H.; STATMAN, M. **Behavioral Finance in the Financial Crisis: Market Efficiency, Minsky, and Keynes:** Santa Clara University, 2011

THORNTON, M. **A bolha imobiliária em 4 etapas.** São Paulo: Mises Brasil, 2008

THOMAS, D. **As raízes da crise imobiliária.** São Paulo: Mises Brasil, 2008