

RICARDO ALVES KRUG

**A crise como crime: o problema da responsabilização individual como
solução para contradições estruturais**

Dissertação de Mestrado
Orientador: Professor Dr. Mauricio Stegemann Dieter

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO**

**SÃO PAULO-SP
2022**

RICARDO ALVES KRUG

**A crise como crime: o problema da responsabilização individual como
solução para contradições estruturais**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Criminologia, sob a orientação do Prof. Dr. Mauricio Stegemann Dieter.

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO**

**SÃO PAULO-SP
2022**

TERMO DE APROVAÇÃO

RICARDO ALVES KRUG

A crise como crime: o problema da responsabilização individual como solução para contradições estruturais

Dissertação aprovada como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Direito, na área de concentração Criminologia, no Programa de Pós-Graduação *Strictu Sensu* da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, pela seguinte Banca Examinadora:

Orientador: Prof. Dr. Mauricio Stegemann Dieter

Membros: Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

São Paulo, _____ de dezembro de 2022.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de expressar minha absoluta gratidão à todas as pessoas que tornaram possível a produção dessa dissertação. Esse foi um esforço verdadeiramente colaborativo e, sem a ajuda de tantas pessoas fantásticas, sua conclusão não teria sido possível.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer à minha família, que foi fundamental em me auxiliar e possibilitar a busca desse — e de outros — sonhos ao longo da minha vida. Agradeço ao meu pai, Paulo Roberto Krug, por ter me mostrado a importância de não nos curvamos à injustiça; e à minha mãe, Mônica Santos Alves, por ter me mostrado o verdadeiro significado da dedicação e do amor. Agradeço à minha irmã, Débora Alves Krug, não apenas por estar sempre ao meu lado, mas também por me amar apesar de todos os meus defeitos. Aos meus avós, Igneis, Ana, Valter e João, por me ensinarem que o belo pode ser encontrado tanto nas construções mais elaboradas, quanto nos momentos mais singelos. À vocês, bem como aos meus tios e tias, primos e primas, só resta agradecer; se sei o que é amar e ser amado, é por causa de vocês

A história de um homem não é construída apenas com a família na qual ele nasce, mas também com a família que ele constrói ao longo da vida. Ciente do privilégio que é conviver com eles, agradeço com especial carinho aos meus queridos amigos, que permaneceram ao meu lado mesmo nos momentos mais difíceis. Em especial, sou grato pelos excelentes comentários, críticas e contribuições de Maria Francisca de Miranda Coutinho, Renato Gomes de Araújo Rocha, Thiago Celli Moreira de Araujo, Caio Patricio de Almeida, June Cirino dos Santos, Jacson Zilio e Eduardo Miranda. Obrigado pelas madrugadas à fio discutindo a natureza da “verdade” e do universo; sem vocês, nada disso teria sido possível.

Ciência não é feita apenas na academia; e, apesar de não frisarmos isso o suficiente, boas ideias normalmente vêm de boas perguntas, formuladas pelos mais variados interlocutores. Em nome de todas as pessoas que, de alguma maneira, contribuíram com questionamentos interessantes que me ajudaram a formar e fundamentar meu posicionamento, agradeço aos queridos Allan Cuypers, Bernardo Grochocki, Caio Rebellato, Carlos Prosdócimo, Carolina Martins, Eduardo Konell, Eduardo Miranda, Fernando Russano, Giovanni Volpato, Germano Forneck, Giulia Oleani Bataglini Benatti, Guilherme Utpadel, Iago Brum, João Caetano Belotto, Fialho, João Calmon Bechara, Leandro Krug, Leandro Manenti, Lucas Freitas, Lucas Sabbag, Luiz Felipe Andrade, Luiz

Henrique Araujo, Marcellus Cardozo, Mariana Keppen, Matheus Forte, Rafael Heidegger, Rafael Marconcini, Ricardo Horlle, Ricardo Dariz e Robson Andrigheti. Se eu aprendo todos os dias, é porque conto com a paciência, experiência, crítica e, sobretudo, amizade de cada um de vocês.

Por fim, e com especial admiração, agradeço aos meus mestres que, por diversas vezes, me auxiliaram e incentivaram a continuar essa caminhada acadêmica. Agradeço especialmente ao meu orientador, Prof. Dr. Mauricio Stegemann Dieter, por me mostrar a dimensão da responsabilidade sobre nossos ombros, enquanto pesquisadores, bem como pelo exemplo de republicanismo e seriedade acadêmica. Agradeço também aos professores avaliadores da banca, bem como Marildo Menegat e Helena Regina Lobo da Costa, na qualificação, por estarem dispostos a oferecer suas sinceras críticas a essa pesquisa, compartilhando não apenas seu conhecimento, mas também seu exemplo no magistério. E, como não poderia ser diferente, agradeço aos três maiores exemplos de compromisso ético, técnico e acadêmico com quem tive o prazer de conviver: Jacinto Nelson de Miranda Coutinho, Juarez Cirino dos Santos e Juarez Estevam Tavares. Se faço ciência com paixão, é por causa de vocês.

Ninguém escreve uma dissertação sozinho. Meus erros são apenas meus, mas eventuais acertos devem ser compartilhados entre todos aqueles que apostaram na minha realização como pressuposto para a realização do nosso todo. Muito obrigado pelo privilégio de dedicar-me a contar essa história.

“Toda filosofia pressupõe uma realidade. Qualquer um que queira negar, ou banir, a ontologia, apenas terá sucesso em contrabandear-la ilicitamente”. (LAWSON, 1997, p. 47)

“Tudo deveria ser tornado o mais simples possível, mas não mais simples que isso”. (EINSTEIN, CALAPRICE, 2011, p. 475)

“(…) aliás, toda ciência seria supérflua se houvesse coincidência imediata entre a aparência e a essência das coisas (…)” (MARX, 2008, p. 1080)

RESUMO

KRUG, Ricardo Alves. **A crise como crime**: o problema da responsabilização individual como solução para contradições estruturais. 2022. Dissertação (Mestrado em Criminologia — Faculdade de Direito do Largo São Francisco, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022).

A dimensão do dano social causada por crises financeiras é, frequentemente, acompanhada de questionamentos acerca da responsabilização criminal de seus causadores. Considerando, entretanto, que qualquer tentativa de responsabilização está condicionada à identificação de um nexos causal entre ações concretas e os resultados socialmente danosos, o presente trabalho tem como objetivo identificar em que medida o sistema legal, como tecnologia de controle social, possui uma configuração adequada à operacionalização de tal finalidade. Para cumprir com tal objetivo, partimos do método retrodutivo, nos termos propostos pelo realismo crítico de Roy Bhaskar, procedendo a uma síntese das múltiplas determinações do processo da crise, a partir de diferentes elementos de teoria social substantiva, para identificar o nexos causal necessário. Após a identificação da natureza dessas relações causais, concluímos que, para que uma responsabilização adequada possa ser atingida, torna-se necessária a correção de vícios de origem localizados na tecnologia do direito, sobretudo em termos da superação de uma concepção de responsabilidade individual como categoria fundante da filosofia do direito penal.

Palavras-chave: Crise financeira de 2008. Criminologia. Filosofia da ciência. Filosofia do direito penal. Metodologia econômica. Tecnologia. Causalidade. Ontologia social.

ABSTRACT

KRUG, Ricardo Alves. **The crisis as criminal**: the problem with individual responsibility as a solution to structural contradictions. 2022. Dissertação (Mestrado em Criminologia — Faculdade de Direito do Largo São Francisco, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022).

The extent of social damage caused by financial crises is often accompanied by questions about the criminal liability of those who caused it. Considering, however, that any attempt at attributing responsibility is conditioned by the identification of a causal link between concrete actions and socially harmful results, this paper aims to identify to what extent the legal system, as a technology of social control, possesses a suitable configuration for the operationalization of this purpose. To accomplish this goal, we use the retroductive method, as proposed by Roy Bhaskar's critical realism, proceeding to a synthesis of the multiple determinations of the crisis process, based on different elements of substantive social theory, in order to identify the necessary causal link. After identifying the nature of these causal relations, we conclude that, in order for adequate manner of responsibility to be achieved, it becomes necessary to correct the original defects located in legal technology, especially in terms of overcoming a conception of individual responsibility as a founding category of the philosophy of criminal law.

Keywords: Financial crisis of 2008. Criminology. Philosophy of science. Philosophy of criminal law. Economic methodology. Technology. Causality. Social Ontology.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 — Alternativas para a necessidade de moradia	50
Figura 2 — Funcionamento da técnica hipotecária	62
Figura 3 — Modalidades de hipoteca	70
Figura 4 — Funcionamento da Fannie Mae	75
Figura 5 — Certificados de participação	78
Figura 6 — Certificados de passagem	80
Figura 7 — Oportunidades de crédito.....	89
Figura 8 — "Hipotecoduto"	174
Figura 9 — Cadeia hipotecária	178
Figura 10 — Níveis de análise.....	185
Figura 11 — Exemplo de distribuição probabilística normal.....	188
Figura 12 — Níveis de investimento	201
Figura 13 — ABS CDO.....	207
Figura 14 — Quadrado do crime	241

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 — Valor esperado	189
Equação 2 — Variância	189
Equação 3 — Desvio padrão	189
Equação 4 — Desvio padrão do retorno	190
Equação 5 — <i>Beta</i> (CAPM)	194

LISTA DE SIGLAS

ABS	<i>Asset-backed security</i>
BSM	Black-Scholes-Merton
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CDO	<i>Collateralized Debt Obligation</i>
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
FED	<i>Federal Reserve System</i>
FHA	<i>Federal Homeowners Association</i>
FHLMC	<i>Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)</i>
FNMA	<i>Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)</i>
FICO	Fair Isaac Corporation
GNMA	<i>Government National Mortgage Association (Ginnie Mae)</i>
GSE	<i>Government-Sponsored Enterprise</i>
HUD	<i>Department of Housing and Urban Development</i>
MBS	<i>Mortgage-Backed Security</i>
VA	<i>Veteran's Association</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	14
1.1	Pressupostos metodológicos, teóricos e metateóricos	23
1.2	Esclarecimentos sobre investigação e exposição	29
1.3	Síntese estrutural do trabalho.....	34
2	ANATOMIA DE UMA CRISE	39
2.1	<i>Che cos'è una crisi?</i>	39
2.2	Uma crise como?	43
2.3	Uma crise onde?.....	47
2.4	Uma crise por quê?	54
3	A CONSTRUÇÃO DA TÉCNICA HIPOTECÁRIA	60
3.1	Posições, relações e tecnologias sociais	60
3.2	A evolução do instrumento hipotecário	67
3.3	Um problema para o governo federal	71
3.4	Problemas e “pedaladas” fiscais	75
3.5	A tecnologia securitizadora	79
4	O FANTÁSTICO MUNDO DAS FINANÇAS.....	87
4.1	Mecanismos de mercado.....	91
4.2	Previendo o futuro dos mercados.....	94
4.3	Fundamentos ou gráficos?	98
4.4	A matematização da economia	105
4.5	“Economia do ketchup”: o nascimento da economia financeira	110
4.6	Tecnologias e padrões de comportamento.....	126
5	UM CONTRA-ATAQUE POSICIONADO	133
5.1	A importância da produção.....	134
5.2	Financeirização e (des)regulação.....	137
5.3	Teorias econômicas e sua neutralidade.....	141
5.4	Um sistema bancário paralelo.....	147
5.5	O eufemismo do “abaixo do excelente”: a ascensão da hipoteca <i>subprime</i>	157
5.6	Os perigos “derivados” da financeirização	164
5.7	O “hipotecoduto” e a corrida pelo dinheiro	171

6	AVALIANDO RISCO: UM ESTUDO DE CASO	181
6.1	A base da lógica financeira: risco e retorno.....	185
6.2	Especificidades dos títulos mobiliários lastreados em hipotecas.....	194
6.3	Terceirizando as avaliações: agências de classificação de risco.....	199
6.4	A “alquimia” da avaliação de risco segmentada.....	204
7	OS FUNDAMENTOS DOS FUNDAMENTOS	213
7.1	Explicação, ciência e realidade	214
7.2	Técnicas financeiras e suas bases ontológicas	220
7.3	Regularidades, procedimentos estocásticos e determinismo	224
7.4	Potencial e exercício: uma distinção necessária	228
8	RESPONSABILIZANDO NOSSOS FRACASSOS.....	231
8.1	A crise como crime	238
8.2	Levando a responsabilidade a sério	242
8.3	Uma nova concepção de responsabilidade	246
9	CONCLUSÃO	252
	REFERÊNCIAS.....	256

1 INTRODUÇÃO

Quinze anos após a decretação de falência do Lehman Brothers — então o quarto maior banco de investimentos de *Wall Street* — muito já foi escrito sobre a crise financeira de 2008. Qualificada como “a mãe de todas as crises”¹, essa sequência de eventos foi responsável pela produção de uma quantidade intolerável de miséria e sofrimento no cotidiano de um sem-número de indivíduos²: estima-se, em termos monetários, que a crise tenha extrapolado a marca de 50 trilhões de dólares em ativos destruídos, com repercussões sentidas até hoje³.

Cinquenta trilhões. Este é um daqueles números que, apesar de representarem de maneira quantitativa um aspecto da realidade, nem sempre conseguem traduzir a dimensão efetiva daquilo a que fazem referência. Se tentássemos imaginar, em termos concretos, o que a soma de cinquenta de trilhões (de qualquer coisa) representa, possivelmente encontraríamos uma barreira cognitiva: algo dessa dimensão é praticamente inconcebível, já que desconectado de qualquer referencial concreto do nosso cotidiano⁴. Cinquenta trilhões é muito.

¹ HARVEY, David, **The enigma of capital: and the crises of capitalism**, Oxford; New York: Oxford University Press, 2011. p. 6.

² EIGNER, Peter; UMLAUFT, Thomas S., The Great Depression(s) of 1929-1933 and 2007-2009? Parallels, Differences and Policy Lessons, **SSRN Electronic Journal**, 2015.

³ LOSER, Claudio M., Global Financial Turmoil and Emerging Market Economies: Major Contagion and a Shocking Loss of Wealth?, **Global Journal of Emerging Market Economies**, v. 1, n. 2, p. 137–158, 2009.

⁴ Muito embora a soma de 50 trilhões consiga ser assustadora em si, uma simples menção a esses números não é suficiente para dar-nos a dimensão adequada do que essa quantia representa concretamente na vida das pessoas. E se é difícil entender o desaparecimento de um ano inteiro de produto interno bruto mundial, ao menos parte dessa dificuldade está ligada ao obstáculo de compreensão dos grandes números. Quando começamos nossa formação básica em matemática, aprendemos a nos valer de comparações diretas para compreendermos os números com os quais estamos trabalhando: quando pensamos no número 19, por exemplo, imaginamos esse número em relação a uma série de outras coisas — de outros referenciais mentais, colhidos ao longo de nossa vida. Dezenove dólares, dezenove pessoas, dezenove gramas, dezenove curtidas; todas essas são quantificações facilmente compreensíveis, já que nos deparamos com contas similares regularmente e, portanto, possuímos um arsenal comparativo de fácil acesso para sua imaginação. Nem sempre é assim, entretanto. Ao nos deparamos com valores na casa dos milhões, bilhões ou trilhões, algo fundamentalmente diferente acontece, como uma simples reflexão nos demonstra: quando tentamos traduzir esses valores em situações práticas, encontramos uma série de dificuldades no seu uso porque não estamos acostumados com números dessa magnitude. Quando nos deparamos com um valor de, por exemplo, um bilhão de dólares, qualquer facilidade comparativa desaparece instantaneamente, justamente pela ausência de referenciais adequados para conceber os parâmetros materiais de qualquer coisa nessa dimensão. Nós simplesmente não conseguimos conceber um número tão grande materialmente. Tamanha é a nossa desconexão com esse mundo intangível das grandes somas que sequer temos noção de que nem sua representação aritmética é suficientemente clara. Ao contrário do que se imagina, até mesmo essas palavras podem ter mais que um significado matemático: ao falarmos em um “trilhão”, podemos fazer referência tanto ao valor matemático 10^{12} (ou um milhão de milhões), a partir da escala menor; quanto 10^{18} (ou 1.000.000.000.000.000.000, que é um milhão de vezes maior que o anterior), dentro da escala maior. Cf. BLASTLAND, Michael, Who wants to be a trillionaire?, **BBC News**, 2007.

Enquanto representação particular — um significante que busca expressar um significado específico, fazendo referência a algo da realidade⁵ —, sua apresentação em forma numeral nos permite diversas operacionalizações distintas: enquanto critério objetivo e quantificável, podemos utilizá-lo, por exemplo, em comparações; podemos somá-lo, diminuí-lo, dividi-lo ou multiplicá-lo; podemos considerá-lo muito ou pouco, bom ou ruim, desejável ou indesejável. Podemos, em suma, transformá-lo em uma ferramenta com determinadas utilidades específicas. O que não podemos fazer, contudo, é dar conta de todas as dimensões atribuíveis ao seu significado. Falamos em cinquenta trilhões porque isso nos permite quantificar e comparar um aspecto da realidade com outros acontecimentos da nossa história; mas o que cinquenta trilhões significam em termos concretos — sobretudo em dano social — é algo que permanece oculto por detrás dessa cifra quase ininteligível.

Se quisermos compreender o que esse valor referencia, devemos fazer uso de um dos instrumentos mais poderosos do arsenal de um pesquisador: o instrumento da analogia⁶. Se cinquenta trilhões de dólares parece algo abstrato, basta considerarmos o que esse mesmo valor representaria, por exemplo, em termos temporais: se cada dólar destruído em decorrência da crise correspondesse a apenas um segundo, o tempo equivalente ao capital perdido em razão da crise seria de 1.5 milhão de anos — quase oito vezes mais que todo o tempo de existência da espécie *Homo sapiens* no planeta. Se nossa preferência fosse por uma tradução em termos ainda mais aparentes do que tempo, poderíamos pensar em medidas espaciais: se cada metro correspondesse a um dólar, essa soma representaria o equivalente a cento e trinta milhões de viagens à lua, ou novecentas e vinte e cinco mil viagens até Marte. É dizer: cinquenta trilhões de segundos, metros ou dólares representa uma soma, literalmente, de dimensões interestelares.

O que torna a analogia um instrumento particularmente útil para esses casos é o seu poder de estabelecer comparações entre propriedades específicas de diferentes objetos. A ideia de uma viagem espacial nos serve para ilustrar um aspecto dimensional do problema, auxiliando-nos a exercitar nossa capacidade interpretativa da realidade a partir da comparação com outros referentes. Apesar disso, uma representação numeral, especialmente fazendo referência a uma quantidade particular de dinheiro, só é capaz de atingir um primeiro

⁵ O presente trabalho é fundamentado com base na semiótica proposta por Peirce, em razão de sua manutenção de referentes externos além, é claro, das categorias significante e significado. Cf. ATKIN, Albert, Peirce's Theory of Signs, in: ZALTA, Edward N. (Org.), **The Stanford Encyclopedia of Philosophy**, Metaphysics Research Lab: Stanford University, 2022.

⁶ HESSE, Mary B., **Models and Analogies in Science**, London; New York: University of Norte Dame Press, 1970.

nível de mediação entre a constatação de um dado objetivo da realidade. Cinquenta trilhões de dólares já é, em si, uma tentativa de representar, de forma objetiva e comparável, algo mais palpável; mas, se perder “mil” dólares deve trazer uma sensação horrível, perder os “mil” dólares que se tinha para pagar o aluguel constitui um problema significativamente maior. Se quisermos ter uma dimensão mais concreta do que a crise financeira de 2008 significou, talvez devamos buscar uma comparação mais próxima da nossa realidade.

Dentro da sociedade contemporânea, a maior parte dos indivíduos garante seu sustento mediante a venda da sua força de trabalho: seja para um consumidor final, para um empresário ou para alguma entidade estatal, indivíduos são remunerados em troca da apropriação da sua capacidade produtiva por um determinado período. Considerando que essa é a principal maneira pela qual um indivíduo consegue cumprir com suas obrigações ao final de cada mês, não há como negar o potencial deletério de qualquer interferência nessa delicada relação. Averiguemos, portanto, as implicações da detonação da crise financeira de 2008 nesse aspecto particular da vida social.

Em decorrência da crise, a taxa de desemprego dos Estados Unidos chegou a assolar 10% de sua população, o equivalente à assustadora cifra de mais de 30 milhões indivíduos sem condições de pagar as próprias contas por meio do seu trabalho⁷. O resultado prático dessa mudança drástica foi a redução média de 18% sobre a renda familiar líquida, significando cerca de 10 trilhões de dólares indisponíveis às famílias estadunidenses⁸. Ironicamente, ao mesmo tempo em que milhões de pessoas sofriam pela falta de emprego, o Congresso Americano autorizava um aporte de 700 bilhões de dólares aos bancos de investimento envolvidos na crise, receosos da possibilidade de quebra de alguma instituição financeira e suas consequências ainda mais gravosas para a economia estadunidense⁹. Não obstante a questionabilidade dessa decisão em si, a indústria “resgatada” não se sentiu constrangida em assegurar a distribuição de cerca de 10% desse valor em bônus aos seus executivos¹⁰ — precisamente as pessoas que estavam sendo acusadas de se beneficiarem da crise que causou tanta dor e sofrimento para a população estadunidense (e mundial).

⁷ SONG, Jae; VON WACHTER, Till, Long-term nonemployment and job displacement, *in*: **Evaluating Labor Market Dynamics**, Kansas City: Federal Reserve Board, 2014, p. 315–388.

⁸ *Ibid.*

⁹ Muito embora o Congresso Americano tivesse, de fato, autorizado um orçamento de 700 bilhões de dólares, nem todo o montante foi efetivamente utilizado; após a quitação do principal da dívida em 2012, a autoridade responsável pela gestão dos fundos do *Troubled Asset Relief Program* (TARP) indicou a utilização efetiva de 467 bilhões de dólares, bem como destacou a realização de lucros nominais sobre tais empréstimos do programa. Cf. WILSON, Linus, *Troubled Asset Relief Program* (TARP), *in*: PALGRAVE MACMILLAN (Org.), **The New Palgrave Dictionary of Economics**, London: Palgrave Macmillan UK, 2013, p. 1–12.

¹⁰ BOWERS, Simon, Wall Street banks in \$70bn staff payout, **The Guardian**, 2008.

Se a relação de emprego apresenta uma das consequências mais aparentes da crise (com a notável exceção dos financistas e de seus bônus, é claro), há outro local onde seus efeitos foram sentidos de forma ainda mais dramática: os lares estadunidenses. Apenas no ano de 2008, a crise financeira levou a um aumento de 81% no número de despejos e evicções de lares no país. Em termos absolutos, isso representou um total de 861.664 famílias perdendo suas respectivas casas nesse fatídico ano, de acordo com a principal fonte de dados sobre execuções hipotecárias nos Estados Unidos¹¹.

Há uma razão particular pela qual as repercussões imediatas da crise de 2008 garantiram o desalojamento de tantos indivíduos nos Estados Unidos: sua detonação, apesar de ter se espalhado pela maior parte dos mercados financeiros globais, ocorreu dentro do mercado imobiliário estadunidense. Após o estouro de uma bolha especulativa sobre os preços de imóveis residenciais no país, os principais sistemas que compunham a “infraestrutura” daquele mercado ficaram expostos na sua absoluta incapacidade de realizar a tarefa para a qual haviam sido concebidos: a previsão do futuro não estava entre as capacidades daquele sistema social. Investidores, seguradoras, bancos e outras instituições financeiras, além de disputarem entre si por “oportunidades de investimento”, passaram a disputar também o significado de suas avaliações contábeis; foi como se o mundo, por um breve instante tivesse se dado conta da dimensão da ficção compartilhada pela “melhor história já contada”¹²: para além de todos os números na tela do computador, de todos os cheques, títulos e notas promissórias, será mesmo que as coisas valem realmente o que nos dizem que elas valem? Quanto valem as coisas? O que é valor?

Normalmente, quando nos perguntamos quanto alguma coisa “vale”, logo pensamos em seu preço; ou seja, na representação numérica relativa a uma quantia específica de dinheiro de que precisaríamos para comprar esse algo. Para muitos de nós, o que algo “vale” é a quantidade de dinheiro que dispensamos para trocar por esse algo; navegamos a maior parte de nossa vida conforme os parâmetros dessa norma social específica, supostamente representante da natureza do “valor” dos produtos que necessitamos para satisfazermos nossas necessidades mais básicas. Mas será mesmo que essa é uma concepção adequada?

¹¹ CHRISTIE, Les, Foreclosures up a record 81% in 2008, **CNN Money**, 2009.

¹² A série *American Gods*, adaptada da obra homônima de Neil Gaiman, conta com um episódio excepcionalmente ilustrativo do caráter ilusório das relações de troca no capitalismo, dentro dos limites adstritos à “suspensão da descrença” necessária: “Eu tenho um pedaço de papel, mas eu quero esse saleiro. Você tem o saleiro, mas está disposto a trocar meu pedaço de papel pelo seu saleiro. Agora, por que você faria isso? Porque isso, na verdade, não é um pedaço de papel; é uma história. E a história que você ouviu de novo, de novo e de novo, que foi martelada dentro de você, é que isso aqui vale algo. Isso aqui tem valor. Não importa qual país, cultura ou religião. O mundo todo ama dinheiro. A melhor história já contada”. Cf. *The Greatest Story Ever Told*, in: **American Gods**, [s.l.]: Starz, 2019..

Mais do que isso: será que o realismo (ou não) dessas concepções traz consequências para sua operacionalização no contexto da vida social?

Talvez essas sejam as perguntas mais importantes que podemos fazer sobre a dinâmica das crises no modo de produção capitalista, mas seguramente não são as únicas que despertaram o interesse — além, é claro, da indignação — de diversos teóricos ao redor do globo. O dano social causado em decorrência da crise foi tão extenso, tão veloz e tão surpreendente que, evidentemente, muitas foram as tentativas de diagnosticar a natureza do problema. E, no meio disso tudo, fileiras e mais fileiras de economistas pareciam atônitos em relação ao funcionamento daquilo em que, supostamente, seriam os especialistas: basta lembrarmos da histórica indagação da Rainha Elizabeth II aos professores da *London School of Economics* sobre a sua incapacidade de prever o resultado da crise¹³.

Diante dessa devastação ampla e irrestrita, a busca por respostas produziu uma série de interpretações distintas: desde a falta de imaginação coletiva, passando pela ganância individual e comunitária, até a crítica de modelos matemáticos em sua base, sendo que cada trabalho parecia apresentar uma perspectiva um pouco diferente da anterior, com maior ou menor sucesso na explicação daquele fenômeno. Investigações jornalísticas expuseram o percurso de eventos e políticas que possibilitaram, ainda que em um nível mais imediato, o acontecimento específico dessa crise¹⁴, com exposições diacrônicas detalhadas do seu desenrolar, ato-a-ato¹⁵, bem como do envolvimento dos diversos agentes financeiros em cada

¹³ Um ano mais tarde, esse mesmo grupo de economistas escreveria uma carta endereçada à Rainha, tentando apresentar uma resposta satisfatória sobre o porquê de nenhum deles ter identificado corretamente os desenvolvimentos que estavam por vir em relação à crise: “Então, em resumo, Vossa Majestade, o fracasso em antever o momento, a extensão e a gravidade da crise e de evitá-la, embora conte com muitas causas, foi principalmente uma falha da imaginação coletiva de muitas pessoas brilhantes, tanto neste país quanto internacionalmente, para entender os riscos para o sistema como um todo”. Cf. BESLEY, Tim; HENNESSY, Peter, Letter to the Queen. Sobre o caso original, cf. GILES, Charles. GILES, Charles, The economic forecasters’ failing vision, *Financial Times*, 2008.

¹⁴ O relato jornalístico investigativo produzido por Bethany McLean apresenta, cronologicamente, os desenvolvimentos da crise desde sua gênese nas políticas de moradia nos EUA, explorando as motivações dos diversos agentes da crise, cf. MCLEAN, Bethany; NOCERA, Joseph, **All the devils are here: the hidden history of the financial crisis**, New York: Portfolio/Penguin, 2011. Também reveladora é a obra de Charles R. Morris e sua presciência quanto ao desenrolar da crise, já que escrito no rescaldo imediato da quebra do banco de investimentos Bear Sterns mas antes da quebra do Lehman Brothers, cf. MORRIS, Charles R, **The two trillion dollar meltdown: easy money, high rollers and the great credit crash**, Melbourne, Vic.: Black Inc, 2009.

¹⁵ Nesse sentido é de especial valor a narrativa passo a passo do desenvolver da crise de Andrew Ross Sorkin, apresentando as relações entre os principais banqueiros do mundo e os agentes governamentais na tentativa de salvar o sistema financeiro norte-americano, cf. SORKIN, Andrew Ross, **Too big to fail: the inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system from crisis--and themselves**, New York: Viking, 2009. Para uma abordagem crítica das respostas governamentais na forma do resgate financeiro, ver RITHOLTZ, Barry; TASK, Aaron, **Bailout nation: how greed and easy money corrupted Wall Street and shook the world economy**, Hoboken, N.J: John Wiley & Sons, 2009.

ponto da história¹⁶. Relatos biográficos de *insiders* — indivíduos vinculados a bancos de investimento, instituições hipotecárias e agências reguladoras — ocuparam as prateleiras de livrarias ao redor do globo, descrevendo suas experiências pessoais em termos de ganância, irresponsabilidade e irracionalidade¹⁷. As mais diversas análises econômicas foram produzidas, tratando de aspectos específicos, gerais e relacionais que, de alguma forma, pudessem explicar como as premissas quanto à racionalidade e à eficiência dos mercados não foram capazes de antever a concretização desse processo destrutivo¹⁸. Como não poderia deixar de ser, a própria indústria cultural estadunidense produziu filmes, documentários e séries tentando explicar ao grande público como a complexa cadeia de eventos econômicos

¹⁶ Sobre o papel específico dos novos analistas quantitativos, ver PATTERSON, Scott, **The quants: how a new breed of math whizzes conquered Wall Street and nearly destroyed it**, 1. ed. New York, NY: Crown Business, 2010. Similarmente, outros relatos focaram na experiência individual de operadores do mercado financeiro que conseguiram identificar os avisos da crise pendente, cf. LEWIS, Michael, **The big short: inside the doomsday machine**, 1. ed. New York: W.W. Norton, 2010.; LOWENSTEIN, Roger, **The end of Wall Street**, New York: Penguin, 2011.

¹⁷ A reconstrução biográfica de um vice-presidente do Lehman Brothers sobre a cultura organizacional no mundo dos bancos de investimento é demonstrativa de como tais organizações apresentam uma forma própria de racionalização, cf. MCDONALD, Lawrence G.; ROBINSON, Patrick, **A colossal failure of common sense: the inside story of the collapse of Lehman Brothers**, New York, NY: Three Rivers Press, 2009. Do outro lado do campo, os três principais agentes governamentais envolvidos com as respostas regulatórias do EUA apresentaram seus próprios relatos do desenrolar da crise, detalhando e justificando seu processo decisório no caminho para escolhas muitas vezes pouco populares entre o público; destacamos as contribuições do Secretário do Tesouro (cf. PAULSON, Henry M, **On the brink: inside the race to stop the collapse of the global financial system**, New York: Business Plus, 2010.); do presidente do Federal Reserve (cf. BERNANKE, Ben, **The courage to act: a memoir of a crisis and its aftermath**, First edition. New York, NY: W.W. Norton & Company, 2015.); e do presidente do Federal Reserve de Nova York (cf. GEITHNER, Timothy F., **Stress test: reflections on financial crises**, First edition. New York: Crown Publishers, 2014.

¹⁸ Ao invés dos tradicionais relatos com foco nos abusos perpetrados pelos financistas de Wall St., outros relatos focaram-se no do desenvolvimento acadêmico das correntes econômicas que possibilitaram o acontecimento da crise, demonstrando o envolvimento dos professores e responsáveis por impulsionar tais construções teóricas (cf. FOX, Justin, **The myth of the rational market: a history of risk, reward, and delusion on Wall Street**, 1. ed. New York: Harper Business, 2009.; CASSIDY, John, **How markets fail: the logic of economic calamities**, 1st ed. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2009.). No campo da economia, diferentes autores apresentaram suas considerações sobre a etiologia e as respostas dadas a crise: Richard Posner, por exemplo, apresenta uma análise comparativa entre as duas principais formas (*mainstream*) de resposta à crise, monetarista e keynesiana (cf. POSNER, Richard A., **A failure of capitalism: the crisis of '08 and the descent into depression**, Cambridge, Mass: Harvard University Press, 2009.); Robert Shiller, por sua vez, em uma edição atualizada e ampliada de seu livro clássico sobre a volatilidade psicológica dos mercados, apresenta seus argumentos contra o otimismo irracional especulativo típico do momento de mania do ciclo econômico (cf. SHILLER, Robert J., **Irrational exuberance**, 3. ed. Princeton: Princeton University Press, 2015.); dentro de outras perspectivas igualmente importantes para uma análise compreensiva das determinantes econômicas da crise financeira de 2008 (cf. AKERLOF, George A.; SHILLER, Robert J., **Animal spirits: how human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism**, Princeton: Princeton University Press, 2009.; RAJAN, Raghuram, **Fault lines: how hidden fractures still threaten the world economy**, Princeton: Princeton University Press, 2010; STIGLITZ, Joseph E., **Freefall: America, free markets, and the sinking of the world economy**, First edition. New York: W. W. Norton & Company, 2010; TALEB, Nassim Nicholas, **The black swan: the impact of the highly improbable**, 2nd ed., Random trade pbk. ed. New York: Random House Trade Paperbacks, 2010; BHIDE, Amar, **A call for judgment: sensible finance for a dynamic economy**, Oxford; New York: Oxford University Press, 2010; ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen, **Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance**, [s.l.]: Penguin, 2010).

havia lhes conduzido à série de dificuldades financeiras pelas quais passavam¹⁹. Sua origem, extensão e causação foram amplamente investigadas, possibilitando uma compreensão mais adequada dos complexos mecanismos envolvidos em sua realização. Muito, de fato, foi escrito sobre a etiologia desse evento.

Apesar dessa profícua produção, há um questionamento que chama a atenção de qualquer indivíduo que se aventure por essa extensa bibliografia: a questão da responsabilidade pela crise. Para além do desejo de compreender sua etiologia — ou seja, de compreender o processo causal que a concretizou²⁰ —, uma das perguntas frequentemente propostas nesses trabalhos diz respeito às formas de que dispomos para responsabilizar, pelo menos moralmente, os agentes envolvidos em sua causação; uma pergunta que normalmente assume um tom inflamado, dada a constatação de que, dentre todos os executivos financeiros envolvidos na causação da crise, apenas um foi preso por seu envolvimento²¹. Em um país que depende tanto do sistema de justiça criminal como resposta para conflitos sociais como os EUA²², o aparente descaso com a maior catástrofe financeira desde a Grande Depressão apontava uma importante e aparente contradição nas formas que temos para pensar, contemporaneamente, sobre justiça²³. O conflito era baseado em uma pergunta aparentemente simples: se sabemos quem foram os responsáveis pela crise, por que ninguém foi preso?

¹⁹ Crimes financeiros parecem particularmente difíceis de serem representados nas telas grandes e nas pequenas, mas a crise financeira conseguiu inspirar a produção de algumas impactantes obras pela indústria cultural de Hollywood. Ver *THE Big Short*. Direção de Adam McKay. San Francisco: United International Pictures, 2015. (131 min.); *TOO Big to Fail*. Direção de Curtis Hanson. New York: Hbo, 2012. (98 min.); *INSIDE Job*. Direção de Charles H Ferguson. Munich: Sony Pictures Classics, 2010. (109 min.); *WALL Street 2: Money Never Sleeps*. Direção de Oliver Stone. Beverly Hills: 20th Century Fox Film Corp., 2010. (132 min.); *MARGIN Call*. Direção de J. C. Chandor. Moore Park: Twentieth Century Fox, 2010. (103 min.).

²⁰ Etiology, in: **Cambridge Advanced Learner's Dictionary & Thesaurus**, Cambridge: Cambridge University Press, 2013..

²¹ COHAN, William D., How Wall Street's bankers stayed out of jail, **The Atlantic**, 2015.

²² O ranking mundial de países de acordo com sua população prisional, mantido pelo *Institute for Crime & Justice Policy Research* (ICPR), em parceria com a *Birkbeck University of London*, informa que, de acordo com dados de 2019, mais de dois milhões de indivíduos encontram-se encarcerados nos Estados Unidos, constituindo a maior população prisional do mundo tanto em termos absolutos, quanto em termos proporcionais, com 629 pessoas presas a cada cem mil habitantes. **WORLD PRISON BRIEF, Highest to Lowest: Prison Population Total**, disponível em: <http://prisonstudies.org/highest-to-lowest/prison-population-total?field_region_taxonomy_tid=All%0Ahttp://www.prisonstudies.org/highest-to-lowest/prison-population-total>.

²³ Como será discutido mais adiante, uma parcela considerável da indústria hipotecária estadunidense esteve envolvida no chamado desastre das *Savings & Loan* (S&L) entre as décadas de 1980 e 1990. A partir de uma série de mudanças de regulamentação e supervisão no mercado financeiro naquele período, essas instituições lançaram-se de forma cada vez mais agressiva no mercado, constituindo uma bolha especulativa que levou à falência quase 3.000 bancos entre 1980 e 1990, com um custo ao governo estadunidense de 160 bilhões de dólares no rescaldo. As respostas administrativas e criminais dadas ao caso marcaram o que pode ser considerada a maior intervenção federal estadunidense em resposta à fraude bancária no último século, cf. CALAVITA, Kitty; PONTELL, Henry N.; TILLMAN, Robert, **Big money crime: Fraud and politics in the savings and loan crisis**, Berkeley: Univ. of California Press, 1997.

Essa pergunta permite uma série de respostas, com apenas algumas tendo sido oferecidas ao longo dos últimos anos²⁴. O que ela não permite, entretanto, é uma consideração mais ampla e clara sobre os diversos pressupostos que estão implícitos em sua formulação; pressupostos que, para além de premissas inquestionáveis, precisam ser elaborados e justificados. Tão importante quanto a qualidade da resposta é a qualidade da pergunta: ao partirmos da formulação “por que ninguém foi responsabilizado criminalmente?”, tomamos concepções de justiça, responsabilidade e crime como dadas, como se fossem os mais evidentes aspectos da realidade, cuja operação pelas categorias jurídicas ocorre sem maiores problemas — isso antes mesmo de qualquer consideração acerca das possíveis (e desejáveis) consequências de tal responsabilização. Escondidas nos calabouços que estruturam a pergunta estão concepções sobre a natureza da responsabilidade criminal, sobre sua adequação e, acima de tudo, sobre a sua “justeza”²⁵.

Por mais que a possibilidade abstrata de encarcerar banqueiros possa parecer atrativa para muitos, nossa dependência em relação ao direito penal, enquanto tecnologia historicamente localizada de controle social²⁶, demonstrou-se problemática ao longo de seus 200 anos de existência; apesar de prendermos muito, ainda não conseguimos oferecer nenhuma solução minimamente adequada para o problema do crime — uma constatação que

²⁴ A não responsabilização dos agentes envolvidos pode ser explicada, em termos gerais, a partir de quatro hipóteses distintas, mas potencialmente complementares: (i) a ausência de previsão legal para a responsabilização (i.e., não tipificação); (ii) a presença de dificuldades práticas na perseguição e condenação desses atos (e.g., comunicação de elementos técnicos complexos para jurados); (iii) a priorização de instrumentos alternativos de controle social (e.g., ações civis); ou (iv) a ausência de responsabilidade na causação do resultado danoso. Enquanto as três primeiras hipóteses foram pontualmente avaliadas por outros trabalhos, a presente pesquisa está focada na última hipótese (que antecede logicamente todas as outras): só podemos ser responsabilizados por um resultado para o qual tenhamos contribuído. Para uma avaliação tanto das hipóteses complementares, quanto do “silêncio” da criminologia acerca da crise, ver: DORN, N., *The Governance of Securities: Ponzi Finance, Regulatory Convergence, Credit Crunch*, **British Journal of Criminology**, v. 50, n. 1, p. 23–45, 2010; TOMBS, Steve, *Crisis, What Crisis? Regulation and the Academic Orthodoxy*, **The Howard Journal of Criminal Justice**, v. 54, n. 1, p. 57–72, 2015; BARAK, Gregg, **Theft of a Nation: Wall Street Looting and Federal Regulatory Colluding**, [s.l.]: Rowman & Littlefield, 2012; EISINGER, Jesse, **The chickenshit club: why the Justice Department fails to prosecute executives**, 1. ed. New York: Simon & Schuster, 2017.

²⁵ A expressão é utilizada entre aspas diante da ausência de traduções adequadas para expressar o significado atribuído à “*fairness*”, no sentido de algo que é justo, em termos de justiça. Como a denominação “justiça” apresenta significados mais comumente atrelados ao seu uso enquanto substantivo, optou-se pela expressão informal para fins de esclarecimento.

²⁶ O direito, enquanto sistema social, é compreendido neste trabalho como um processo estruturado de interação; sua qualificação como uma tecnologia, entretanto, é fundamentada de maneira distinta: seu funcionamento depende da operação de atividades técnicas tanto de desenho (e.g., desenvolvimento de técnicas dogmático-penais), quanto de uso (e.g., operação das técnicas no contexto de ações penais), com o propósito de expandir determinadas capacidades e poderes causais (e.g., a gestão de conflitos em larga escala por um grupo limitado de agentes públicos), ao mesmo tempo em que tem outras capacidades e poderes limitados (e.g., a participação da vítima no processo penal é negada diante da expropriação do conflito). Durante sua operação, tal sistema é constantemente reproduzido por tais atividades técnicas, embora possa, por meio de atividades similares, também ser transformado (e.g., a jurisprudência é talvez o maior exemplo do potencial de transformação dessa tecnologia, seja ele positivo ou negativo).

levou mais que um autor a declarar ambos os projetos como “em crise”²⁷. Se mesmo a criminologia, na condição de empreendimento pretensamente científico, demonstrou-se majoritariamente incapaz de oferecer explicações para tais fenômenos mesmo dispondo de uma estrutura conceitual muito mais aberta do que aquela da tecnologia do direito, é de se espantar que mantenhamos uma crença no sistema de justiça criminal como *a* solução para a variedade de conflitos sociais potencialmente interpretáveis como “crimes”.

A dimensão do dano social decorrente da crise financeira de 2008 é demonstrativa da gravidade de processos dessa natureza, bem como indicativa da importância de considerarmos formas de responsabilizar aqueles envolvidos em sua causação. Em um sistema que permite, simultaneamente, a privatização dos lucros e a socialização das perdas, tais considerações aparecem como condições necessárias (embora não suficientes) para a implementação de formas alternativas de controle social, não apenas mais adequadas à realidade social, mas também melhor orientadas em termos do que consideramos, enquanto sociedade, como justo. A indicação do fracasso do direito penal em suas funções declaradas não implica, necessariamente, no abandono de tal sistema; o que tal constatação nos obriga a fazer, entretanto, é buscar maneiras de reestruturação de seus componentes — ou seja, de reorganização de suas propriedades — para buscar torná-lo minimamente apto a cumprir com os objetivos esperados de seu funcionamento. Posto de outra forma: o direito, como qualquer outro sistema social, detém poderes específicos, oriundos de sua estrutura interna, que ampliam e limitam os poderes de seres humanos para a realização de um objetivo específico; se seu funcionamento sistematicamente produz resultados indesejáveis, e se tal funcionamento depende de sua estrutura interna, torna-se fundamental considerar em que medida essa estrutura impede a realização da função de controle social nos termos formalmente indicados.

Em sendo a técnica dogmático-penal a responsável por atribuir responsabilidade pelo cometimento de ações interpretadas como crimes, devemos atentar para os requisitos por ela impostos para que tal operação seja possível. No sistema de justiça criminal estadunidense, especificamente nos aspectos particulares da parte geral que informa sua lei penal, duas são as condições para uma responsabilização criminal²⁸: (i) a verificação de existência do *actus reus* (i.e., da exteriorização do “crime” em uma ação); e (ii) a identificação dos elementos

²⁷ YOUNG, Jock, The failure of criminology, in: MATTHEWS, Roger; YOUNG, Jock (Eds.), **Confronting crime**, London and Beverly Hills, CA: Sage, 1986.; *Morissette v. United States*.

²⁸ DRESSLER, Joshua, Actus reus, in: DRESSLER, Joshua (Org.), **Understanding criminal law**, Durham, NC: Carolina Academic Press, 2018, p. 83–112.

de *mens rea* (i.e., do estado interno do indivíduo que cometeu o ato e sua consequente “culpa”). Para que possamos proceder a uma discussão informada sobre a responsabilidade pela causação da crise, portanto, precisamos considerar em que medida tais condições são satisfeitas.

Enquanto os elementos ligados ao *mens rea* são notoriamente elusivos, dada a dificuldade de verificação *ex post* do estado interno de um indivíduo (e.g., suas razões, motivos, intenções, etc.), os elementos que compõem o *actus reus* apresentam uma materialidade relativamente maior; é dizer, dispomos de instrumentos mais bem adequados à sua investigação do que aquela de sua contraparte. Como, entretanto, ambos são condições necessárias para a operação da responsabilização criminal, devemos identificar quatro elementos específicos para justificarmos qualquer esforço nesse sentido: (a) atos voluntários; (b) que causaram; (c) danos sociais; (d) praticados por uma “mente mal-intencionada”²⁹.

Considerando, portanto, que qualquer tentativa de responsabilização está condicionada à identificação de umnexo causal entre ações concretas e resultados socialmente danosos, praticados por um indivíduo com um estado mental específico (i.e., dolo ou culpa), o presente trabalho tem como objetivo: identificar em que medida o sistema de justiça criminal contemporâneo, enquanto tecnologia de controle social, possui uma estrutura adequada à operacionalização de tal finalidade; é dizer, identificar se (e como) o direito conseguiria responsabilizar indivíduos adequadamente por seu papel na causação da crise financeira de 2008.

1.1 Pressupostos metodológicos, teóricos e metateóricos

Antes de lançar-me a essa tarefa, entretanto, considero imperativo explicitar os pressupostos teóricos e categoriais dos quais parto, com especial atenção aos elementos metodológicos, epistemológicos e ontológicos que fundamentam o presente trabalho.

Em primeiro lugar, cabe frisar que esse é um trabalho fundamentado em uma concepção realista crítica de ciência. O termo “realismo”, na forma aqui utilizada, deve ser considerado a partir do esquema conceitual geral³⁰ originalmente proposto por Roy Bhaskar,

²⁹ DRESSLER, Joshua (Ed.), *Mens rea*, in: **Understanding criminal law**, 7. ed. New Providence, NJ: LexisNexis, 2015.

³⁰ “Um esquema conceitual geral (abreviado aqui para G.C.S.) ou estrutura metafísica, como a fornecida pelo atomismo, “gera” (logicamente, não temporalmente) um programa de pesquisa, como aquele associado à tentativa de explicar fenômenos por referência às qualidades primárias de matéria”. Cf. BHASKAR, Roy, **A Realist Theory of Science**, London & New York: Routledge, 2008, p. 183.

e posteriormente avançado em suas particularidades por outros teóricos³¹. Particularmente, sua condição de “realista” indica a adesão ao pressuposto de que os objetos da investigação científica, natural e/ou social, existem de forma (relativamente independente), e temporalmente antecedente, à sua investigação. Em oposição ao realismo empirista, bem como a determinadas tendências “pós-modernas”³², tal concepção ontológica compreende a realidade como irrestringível à meras experiências sensíveis e eventos; em seu lugar, o que se identifica é uma realidade estratificada, complexa e emergente, capaz de oferecer um vernáculo epistemológico adequado à tarefa de reprodução ideal do movimento real do objeto.

Se a realidade é composta de mais que apenas eventos e experiências, cabe destacar em que medida tais níveis da realidade se relacionam. De acordo com Bhaskar, a realidade seria composta por três domínios distintos: o empírico, o efetivo e o real³³. O domínio empírico consiste de nossas experiências e impressões; o nível efetivo, por sua vez, de eventos realizados e estados de coisas; e, por fim, o real consistiria de sistemas³⁴, mecanismos³⁵ e tendências³⁶. Cada um desses domínios existe de maneira ontologicamente

³¹ Apesar da popularidade do termo “realismo crítico”, sua denominação mais adequada seria “realismo transcendental crítico naturalista”, fazendo referência à conjunção de duas perspectivas complementares e que fundamentam a tradição: a posição realista é desenvolvida a partir de um argumento transcendental similar ao de Kant, mas que supera suas limitações de ordem individualista/idealista, questionando “como deve ser a realidade para que possamos conhecê-la?”; e tal posição é acompanhada pela concepção de que, ao contrário do implícito na ciência pós-humeana, a realidade não é organizada a partir de uma necessidade lógica, mas sim de uma necessidade natural (i.e., um naturalismo qualificado criticamente). Dada a importância dessa fundamentação para a constituição do presente edifício teórico, bem como sua potencial condição polêmica (sobretudo em relação ao termo “transcendental” em filosofia), indica-se o desenvolvimento integral dos argumentos que a fundamentam a partir de duas obras: BHASKAR, Roy, **A Realist Theory of Science**, London & New York: Routledge, 2008; BHASKAR, Roy, **The Possibility of Naturalism**, 3. ed. New York: Routledge, 1998.

³² Em oposição tanto às tradições empiristas, que pretendem resumir a realidade àquilo que pode ser submetido à percepção sensorial, quanto a algumas vertentes pós-modernas, que colocam a linguagem como barreira intransponível ao real e, portanto, negam a qualificação (e mesmo a importância) do exercício científico, esse trabalho presume uma realidade material, estruturada e ordenada, incapaz de ser reduzida ao que podemos saber sobre ela. Cf. FEYERABEND, Paul, **Against Method**, London & New York: Verso, 1993.

³³ No original, “*the empirical, the actual, and the real*”; dado o potencial interpretativo aberto do termo “atual”, optei pela utilização da denominação *efetivo* como forma de ilustração mais adequada ao sentido desejado de vinculação desse domínio com seus constituintes (eventos e estados de coisas).

³⁴ A denominação utilizada por Bhaskar é outra, preferindo a expressão “estruturas”; seguindo Mario Bunge, entretanto, compreendo que estruturas não existem por si mesmas, senão como relações internas a um sistema. Por essa razão, optarei pela denominação “sistemas” ao fazer referência à dimensão do real, utilizando-me da terminologia “estrutura” apenas para referenciar a relação entre componentes constituintes de uma totalidade. Cf. BUNGE, Mario Augusto, **Diccionario de filosofía**, 4. ed. México: Siglo XXI, 2007. p. 196-197.

³⁵ “Mecanismos”, aqui, devem ser compreendidos como poderes causais das coisas que permitem seu funcionamento de uma maneira específica, em resposta à determinados estímulos.

³⁶ A categoria “tendência”, nos termos aqui propostos, consiste na forma (mais) adequada de caracterização de relações de causalidade, dispensando com a ideia de conjunção constante de eventos humeana. Localizada em uma realidade complexa, estruturada e estratificada, tal categoria indica afirmações incondicionais sobre o funcionamento de um determinado mecanismo; constitui-se, portanto, como uma potencialidade que pode ser exercitada sem que seja diretamente manifestada (no nível do efetivo). Uma tendência não trata, portanto, sobre

distinta e irreduzível: o real não é redutível ao nível dos eventos, nem eventos são redutíveis às nossas experiências sobre eles³⁷.

A distinção e a irreduzibilidade entre os domínios trazem importantes consequências para nossa compreensão sobre a natureza da realidade, sobretudo diante da dessincronização entre seus componentes essenciais (i.e., experiências, eventos e mecanismos); posto de outra forma, trata-se de uma concepção de realidade que permite tanto a transfenomenalidade, quanto a contrafenomenalidade. Não apenas a aparência fenomênica, enquanto nível constitutivo da realidade (i.e., empírico), é distinta da essência fenomênica (i.e., real), como sua efetivação (i.e., a realização de seus potenciais em eventos) também pode levar a resultados contraditórios, dada a possibilidade de que os diferentes processos causais que atuam como determinações sobre tais objetos podem estar “fora de compasso” entre si³⁸.

A título de exemplificação, consideremos a independência e dessincronização entre experiências e eventos com um simples exemplo: uma partida de futebol³⁹. Um juiz, ao anunciar uma falta, é vaiado por um lado do estágio e comemorado por outra: um único evento ocorreu, mas as diferentes pessoas assistindo à partida — especialmente quando em times distintos — frequentemente experienciam esse mesmo evento de forma distinta. As características do evento são de uma forma e não de outra; mas as possíveis interpretações sobre essas características estão, frequentemente, em contradição com sua manifestação efetiva. O mesmo vale para a distinção entre eventos e mecanismos: se jogássemos uma pena de uma determinada altura, é certo que a gravidade, em razão de sua estrutura interna, funcionaria de uma certa maneira para “puxar” essa pena para baixo; mas mesmo essa manifestação poderia estar fora de sincronia, já que seria mediada por outras forças atuando ao mesmo tempo (e.g., forças aerodinâmicas, térmicas, etc.).

Para além da estruturação nos termos acima propostos, a presente concepção também se baseia em uma distinção entre as duas dimensões da realidade⁴⁰: uma dimensão transitiva, na qual o objeto não é a realidade diretamente, mas sim o conhecimento existente sobre a realidade; e uma dimensão intransitiva, na qual os objetos são os reais mecanismos

eventos que ocorreriam se as coisas fossem diferentes, mas sim um poder que é exercitado independentemente dos eventos que o seguem. Cf. SAYER, Andrew, **Method in Social Science**, 2. ed. London & New York: Routledge, 2003. p. 106; LAWSON, Tony, **Economics and reality**, London; New York: Routledge, 1997. p. 42.

³⁷ BHASKAR, 2008, p. 46–52.

³⁸ COLLIER, Andrew, **Critical realism: an introduction to Roy Bhaskar’s philosophy**, 1. ed. London: Verso Books, 1994, p. 6–7.

³⁹ LAWSON, 1997, p. 41.

⁴⁰ BHASKAR, Roy, Philosophy and scientific realism, in: ARCHER, Margaret Scotford *et al* (Orgs.), **Critical Realism: Essential Readings**, London: Routledge, 1998, v. 1, p. 16–47.

existentes, que funcionam de forma (relativamente) independente da interferência humana, condicionando-a a partir do exercício de seus poderes. Posto de outra maneira, a dimensão intransitiva faz referência à ontologia (i.e., aquilo que é), enquanto a dimensão transitiva referencia a epistemologia (i.e., aquilo que podemos saber sobre o que é). Tais dimensões são irreduzíveis uma à outra, indicando a inadequação de concepções comprometidas por instâncias das falácias epistêmica e/ou ôntica⁴¹: ideias de que afirmações sobre o ser podem ser reduzidas ou analisadas em termos de conhecimento ou vice-versa (i.e., que questões ontológicas podem ser sempre transpostas em termos epistemológicos ou o oposto).

Em decorrência da distinção entre as dimensões transitiva e intransitiva, entre o que podemos saber sobre o que é e o que realmente é, o conhecimento científico é qualificado de uma forma específica: não como um mero acumulador de experiências descritas, mas como um produto ativo e criativamente construído para a maior compreensão do mundo⁴². O âmbito dessa produção é a dimensão transitiva, incorporando fatos, observações, teorias, hipóteses, etc.; mas o referente dessa produção é, sempre, a dimensão intransitiva. Essa distinção possibilita a explicação da existência de um corpo de conhecimentos (em constante mudança e revisão) sobre objetos existentes em outra dimensão (cuja modificação acontece, ao menos em parte, de forma independente da cognição humana).

Teoria, nesse sentido, é a reprodução ideal do movimento real de um determinado objeto pelo sujeito que a pesquisa⁴³; uma representação duplamente qualificada por: (i) sua pretensão de representação tão fiel quanto possível da dimensão intransitiva; e por (ii) sua consequente abertura à verificação, revisão e superação na dimensão transitiva. Enquanto representação, trata-se de um esforço com evidentes limitações (principalmente aquelas decorrentes da linguagem), e embora jamais consiga dar conta do real, não significa que não

⁴¹ “O realismo empírico é sustentado por um dogma metafísico, que eu chamarei da falácia epistêmica, pelo qual afirmações sobre o que é podem ser sempre transpostas em afirmações sobre o conhecer sobre o que é”. Cf. BHASKAR, 2008, p. 5.

⁴² SAYER, 2003, p. 16.

⁴³ A presente definição de “teoria” é uma adaptação daquela proposta por José Paulo Netto; apesar de sua adequação mesmo na forma original, optei pela utilização da expressão “representação” ao invés de “reprodução”, visando manter-me coerente com a posição de que teorias são produtos pertencentes ao âmbito da epistemologia, configurando-se como tentativas falíveis de referência à realidade objetiva. Como a averiguação da “verdade” de uma teoria científica depende de sua comparação (enquanto afirmativa) com outras proposições, sempre sujeitas à verificação por dados independentes, a falibilidade desse exercício e seu consequente caráter de relatividade temporal indicam uma atividade que, em minha concepção, é melhor entendida como “representação”, enquanto uma possível abordagem falível sobre um aspecto da realidade, do que o nível de correspondência subjacente à expressão “reprodução”. A constituição de tal posição não implica, frisa-se, em uma posição que nega a existência de uma realidade objetiva (ontologia), apenas reconhece as dificuldades inerentes ao processo de conhecimento (epistemologia), negando a possibilidade do colapso de uma sobre a outra. Sobre a elaboração do conceito original: NETTO, José Paulo, **Introdução ao estudo do método de Marx**, São Paulo: Expressão Popular, 2011, p. 20–21.

se possa aproximar desse real⁴⁴. Em razão dessas limitações, tal processo de conhecimento deve ser considerado necessariamente como falível, incapaz de encontrar “causas finais” ou respostas permanentes; todo e qualquer conhecimento científico está sujeito à revisão, conforme novas evidências são acumuladas a ponto de questionar conclusões anteriores. O critério para escolha entre teorias, portanto, é a sua capacidade de melhor representação da realidade em termos ideais, tornando possível a submissão de alternativas teóricas ao conhecimento pré-existente, como forma de verificação de sua adequação em comparação à outras teorias⁴⁵.

Muito embora o processo de conhecimento sobre a realidade faça referência a uma única realidade, nos termos ontológicos já estabelecidos, essa realidade é constituída por diferentes níveis de emergência distintos. Emergência, nos termos aqui propostos, é a relação formativa unilateral entre dois aspectos da realidade, de forma que um surja a partir do outro e, mesmo assim, permaneça causal e taxonomicamente irreduzível ao primeiro⁴⁶. Em outras palavras, emergência ocorre quando uma nova qualidade ou propriedade surge como resultado da interação entre dois elementos distintos da realidade, mas que é irreduzível a qualquer um desses elementos⁴⁷.

Consideremos, por exemplo, a distinção entre os diferentes estratos da realidade: a psicologia emergiu do mundo biológico que, por sua vez, emergiu do mundo químico; cada nível é irreduzivelmente diferente um do outro, apesar de interagirem uns com os outros continuamente de forma dependente⁴⁸. Seria inadequado, a partir da presente concepção, sugerir que um fenômeno como a intencionalidade possa ser explicado, por exemplo, com referências exclusivas ao conteúdo do mundo físico (e.g., como matéria ou energia); para fazê-lo, são necessárias referências a um nível de emergência mais complexo, notadamente a psicologia⁴⁹. Isso não significa, evidentemente, que as proposições do mundo físico estejam

⁴⁴ COLLIER, 1994, p. 49. COLLIER, Andrew. **Critical realism**: an introduction to Roy Bhaskar's philosophy. 1. ed. London: Verso Books, 1994. p. 49.

⁴⁵ PORPORA, Douglas V., **Reconstructing Sociology: The Critical Realist Approach**, 1. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2015.

⁴⁶ BHASKAR, 2008, p. 103.

⁴⁷ BHASKAR, 1998, p. 42.

⁴⁸ COLLIER, 1994, p. 116.

⁴⁹ O mesmo vale para concepções que consideram possível a explicação de fenômenos psicológicos com referência exclusiva a categorias biológicas, como aquelas da neurociência. Formulada pela concepção de um “materialismo sincrônico de poderes emergentes” (SEPM), o realismo crítico argui que a consciência é uma propriedade emergente do, e irreduzível ao, cérebro material; e, apesar dessa estrutura geral conceitual não oferecer afirmações sobre a natureza da “consciência” — essas são atribuições da neurociência —, a proposição aqui disposta indica que sua formulação adequada necessariamente precisa fugir tanto do dualismo, que trata a consciência como algo intangível, quanto do reducionismo, que ignora a constituição do ser consciente como uma totalidade complexa em si. Com isso, não se nega a possibilidade da neurociência de, enquanto processo de conhecimento científico, esclarecer os mistérios da mente; apenas indica-se que sua categorização nos

equivocadas, apenas que elas são insuficientes para a explicação adequada de um fenômeno pertencente a um nível mais complexo da realidade.

Tal concepção de uma realidade estratificada apresenta uma considerável vantagem explicativa: ao permitir, em termos conceituais, a representação de diferentes determinações, em diferentes níveis de emergência, sobre um mesmo objeto, parte-se de um esquema conceitual geral adequado à complexidade da realidade social. Em decorrência dessa estrutura particular, torna-se possível compreender como tanto leis físicas, quanto estados psicológicos, funcionam como determinações na facilitação e/ou limitação, por exemplo, da escrita desta pesquisa: tanto a gravidade quanto meu humor condicionam minha ação de sentar-me à mesa e digitar no teclado; o que nenhum desses processos, em razão do seu nível particular de emergência, conseguem explicar, entretanto, é o conteúdo do trabalho. Para compreender esse aspecto da realidade, é necessária a referência a níveis ainda mais complexos dessa realidade (i.e., determinações sociais), jamais, é claro, dispensando a influência de níveis mais básicos de emergência.

Essa é, inclusive, a distinção fundamental entre sistemas naturais e sociais: enquanto níveis distintos de estratificação da realidade, são totalidades analiticamente distintas e com propriedades particulares e irreduzíveis. O que diferencia um sistema social é a possibilidade de escolha do ser humano, enquanto agente responsável pela reprodução e/ou transformação desses sistemas; é dizer, sistemas sociais dependem da ação humana para sua existência, mas a antecedem temporalmente (i.e., fazemos a história, mas não de acordo com condições de nossa escolha)⁵⁰. Da mesma forma que quaisquer coisas dotadas de poderes, sistemas sociais continuamente possibilitam e/ou limitam atividades e desenvolvimentos, especialmente ações humanas.

O que caracteriza um sistema enquanto social é a sua dependência da ação humana intencional⁵¹. Posto de outra maneira, é na possibilidade de escolha, entre possibilidades e limitações, que as múltiplas determinações estruturais dos diversos níveis de emergência (e.g., físico, biológico, psicológico, social, etc.) se encontram, mediando as possibilidades concretas de transformação da realidade. É nessa imprevisibilidade que a realidade social se demonstra em sua condição de sistema aberto; ou seja, não um fechamento lógico, mas uma necessária abertura à complexidade da realidade⁵². Avaliar a complexidade da realidade

termos propostos pelo dualismo e/ou reducionismo levará a uma compreensão inadequada da sua constituição. Uma discussão sintética sobre o SEPM pode ser encontrada em *Ibid.*, p. 156–160.

⁵⁰ BHASKAR, 1998, p. 27–86.

⁵¹ LAWSON, 1997, p. 55–60.

⁵² BHASKAR, 2008, p. 53–132.

implica em reconhecer como mesmo nossas unidades fundamentais de análise podem ser infinitamente complexas em si; seres humanos, por exemplo, não apenas devem ser considerados como sujeitos integrados à realidade social (i.e., “horizontalmente” integrados, estabelecendo relações sociais em um mesmo nível de emergência), como também devem ser considerados como internamente complexos (i.e., verticalmente integrados, sofrendo determinações dos níveis mais básicos de emergência até os mais complexos).

Se seres humanos podem fazer algumas coisas e não outras, é justamente em decorrência de sua estrutura interna: se podemos correr, é porque tendemos a possuir, enquanto espécie, duas pernas; como não possuímos duas asas, não somos dotados do poder de voar. Esses poderes, ainda que não exercidos ou percebidos, existem e funcionam como facilitadores ou limitadores de atividades e desenvolvimentos: uma bicicleta, por exemplo, tem o poder de facilitar a locomoção de um sujeito entre dois pontos no espaço em razão de sua estrutura interna (i.e., a composição de duas rodas, presas a um quadro, movido por meio de pedais e engrenagens ligados por uma corrente); ao mesmo tempo, essa mesma estrutura interna limita sua utilização a uma série de condições (e.g., não consegue ser utilizada por plantas ou elefantes para essa finalidade). Coisas têm poderes em razão de sua estrutura interna; seu funcionamento é dado por necessidade natural, não lógica⁵³.

Quando submetidos a determinados estímulos, esses poderes causais passam a operar como os mecanismos que permitem e/ou limitam outros poderes; e, considerando como tais poderes são dependentes de uma estrutura particular, torna-se mais claro como, por meio da investigação acerca dessa estrutura, podemos inferir algo sobre seus potenciais. Compreendendo a estrutura das coisas, podemos fazer melhor sentido de seus poderes e potenciais; ao compreendermos seu mecanismo — a forma de agir e/ou funcionar de algo estruturado — podemos fazer sentido de como esse algo produz efeitos sobre o mundo.

1.2 Esclarecimentos sobre investigação e exposição

Esclarecidos os pressupostos fundamentais para a compreensão do trabalho que se segue, restam algumas considerações sobre método de investigação e método de exposição⁵⁴.

⁵³ Sua fundamentação decorre não de uma necessidade lógica, sujeita a restrições de cláusulas *ceteris paribus*, mas sim a partir de uma concepção de necessidade natural, sem necessidade de qualificação adicional; posto de maneira (quicá demasiado) simplista: as coisas agem da forma que agem em razão dos poderes que detém, decorrentes de sua estrutura interna, e não de imposições lógicas sobre o seu funcionamento.

⁵⁴ Logo na primeira página do Prefácio à primeira edição do livro *um d'O Capital*, Karl Marx já identificava essa dificuldade, acabando por propor uma distinção entre o método de análise e o método de exposição, em razão de sua diferença processual fundamental. Considerações críticas e introdutórias sobre essa exposição em

Em termos investigativos, o presente trabalho foi realizado a partir de um método retrodutivo, mediante a construção de modelos de mecanismos a partir de materiais cognitivos pré-existentes — fontes secundárias — e operando conforme a forma RRRE de explicação⁵⁵: (i) resolução dos processos de interesse em seus vários componentes causais; seguido pela (ii) redescrição de tais componentes a partir do acúmulo teórico sobre cada objeto; possibilitando, então, a (iii) retrodução das causas desses processos a partir de uma lógica específica (se os mecanismos existem e funcionam dessa forma, o *explanans* consegue dar conta do *explanandum*)⁵⁶; por fim, dada a natureza de abertura do sistema social, foi necessária a (iv) eliminação, por meio de evidências independentes, das explicações alternativas menos adequadas ao fenômeno que se quis explicar.

Em termos expositivos, algumas escolhas estilísticas foram tomadas com a finalidade específica de tornar o presente trabalho o mais compreensível possível para indivíduos de fora das fileiras de pós-graduação. A decisão estilística mais aparente é, provavelmente, a opção pela elaboração do presente relato em primeira pessoa e, diante do formalismo predominante na academia brasileira, merece uma justificativa explícita. Como já deve estar claro ao leitor, o presente trabalho pressupõe a impossibilidade da construção de uma ciência “neutra”⁵⁷, no sentido proposto sobremaneira pelas tradições filosóficas positivistas: enquanto processo de conhecimento realizado por um sujeito localizado historicamente e cheio de idiosincrasias, meu envolvimento junto ao objeto de pesquisa é evidente. Como será argumentado mais adiante, inclusive, a constatação da condição relacional entre sujeito e objeto é justamente o que pode torná-la mais adequada à realidade. Por reconhecer essa condição de sujeito embricado no seu objeto, optei pela redação do presente trabalho em primeira pessoa, valendo-me especialmente do “nós” literário para referir-me à simulação dialogal entre meu trabalho e aquele que o lê. Dada a tradicional opção pela terceira pessoa na confecção de trabalhos acadêmicos — uma das heranças indesejadas da concepção

camadas, como que em uma “cebola”, estão presentes no comentário de David Harvey (cf. HARVEY, David, **A companion to Marx’s Capital**, London ; New York: Verso, 2010, p. 7–9). Ver também as referências originais de Marx ao assunto (cf. MARX, Karl, **O Capital: Crítica da economia política. Livro 1: o processo de produção do capital**, 1. ed. São Paulo: Boitempo Editorial, 2013, p. 90).

⁵⁵ COLLIER, 1994, p. 115–123.

⁵⁶ PRATTEN, Stephen, Explanation, in: HARTWIG, Mervyn (Org.), **Dictionary of Critical Realism**, Oxon, UK: Routledge, 2007, p. 193–196.

⁵⁷ Negar a possibilidade de neutralidade não implica, como já mencionado, na assunção de que uma representação ideal da realidade objetiva seja impossível. Partir da objetividade da realidade como pressuposto significa, de forma básica, reconhecer que a realidade não se reduz à capacidade cognitiva ou comunicativa dos seres humanos.

“positivista” de ciência⁵⁸, como se discutirá adiante —, estou certo de que essa opção encontrará resistência a depender do leitor; mas crente da imposição lógica (e ética) das conclusões desse trabalho, decidi ir à liça e construir minha argumentação a partir dessa forma específica.

Enquanto representação ideal — da melhor maneira possível — do movimento real dos objetos em questão — da relação entre a crise e sua interpretação como crime —, esse é um trabalho que apresenta evidentes limitações. Na condição de proposta teórica, está inevitavelmente submetido ao que se denomina a falibilidade do exercício científico; pela consciência de que muito do que será escrito e descrito terá uma adequação limitada à realidade. Posto de forma direta: como qualquer trabalho científico, esse é um esforço que poderá resultar em mais erros do que acertos. O que essa afirmação representa, entretanto, pode não ser tão evidente. Muito embora esse trabalho apresente elementos que a história seguramente demonstrará como equivocados, essa é a marca de qualquer ciência: até mesmo as leis de Newton, que marcam as bases da Física moderna, já se demonstraram limitadas em suas generalizações — ainda que fundamentalmente válidas —, como exploram os físicos quânticos atualmente⁵⁹. Todo e qualquer trabalho fundamentado em uma concepção adequada de ciência sempre será marcado pelo germe da falibilidade: de Copérnico até Einstein, de Durkheim até Merton, de Juarez até June, todos nós erramos mais que acertamos porque fazemos ciência (com emoção) e, acima de tudo, com base na dúvida.

Ainda que o presente trabalho seja uma tentativa absolutamente falível de reprodução da realidade, ele ainda assim se justifica pela própria concepção científico-filosófica que o embasa: a realidade não é feita por relações binárias, entre certo e errado; há um contínuo de adequação da teoria à realidade, com trabalhos mais fiéis a esta e outros menos⁶⁰. Por mais que eventuais equívocos sejam esperados, ele ainda assim representa o melhor esforço deste autor por uma representação o mais fiel possível da realidade que está sendo investigada; um esforço reprodutivo, qualificado por sua intenção explícita de fazer referência à realidade objetiva. Por fim, vale ressaltar que reconhecer a falibilidade de toda a forma de conhecimento não implica na proposição de que toda forma de conhecimento científico seja igualmente falível⁶¹.

⁵⁸ COLLIER, Andrew, **In defence of objectivity and other essays: on realism, existentialism and politics**, London: Routledge, 2003, p. 132–142.

⁵⁹ NORRIS, Christopher, **Quantum theory and the flight from realism: philosophical responses to quantum mechanics**, London: Routledge, 2000.

⁶⁰ COLLIER, 1994, p. 237–242.

⁶¹ SAYER, Andrew, Abstraction: a realist interpretation, **Radical Philosophy**, v. 28, n. 2, p. 6–15, 1981.

Aos leitores acostumados com obras criminológicas tradicionais, talvez esse seja um trabalho um tanto estranho: ao tratar de algo tão vasto quanto a crise, muito mais se falará sobre “teoria econômica” do que “teoria criminológica”. Essa não é uma opção inconsequente, senão uma imposição dada pelo objeto de interesse: se parte significativa do fenômeno em questão é de natureza social, cabe ao pesquisador representar, da maneira mais fiel possível, a multiplicidade de determinações sociais aplicáveis ao movimento de tal objeto.

Para tornar tal análise possível, foi necessária a incorporação de diferentes elementos de teoria social substantiva, cujos principais contribuintes serão destacados a seguir⁶²: de Tony Lawson (filosofia da ciência e metodologia econômica), tomo as categorias de “posições sociais e relações sociais”⁶³, bem como sua fundamentação particular para a possibilidade de agência humana intencional e suas críticas ao dedutivismo matemático; de David Harvey (teoria social marxista), tomo a categoria “neoliberalismo”⁶⁴, bem como sua explicação da possibilidade abstrata de crise a partir de contradições no processo de reprodução do capital⁶⁵; de José Paulo Netto (teoria social marxista), tomo a categoria “trabalho”⁶⁶, bem como uma interpretação geral do projeto marxista; de Clive Lawson (filosofia da tecnologia), tomo as categorias “atividade técnica”⁶⁷, “artefato técnico”⁶⁸ e “tecnologia”⁶⁹; de Donald Mackenzie (sociologia do conhecimento), além das excelentes pesquisas empíricas, utilizadas tanto para a reconstrução do desenvolvimento teórico da

⁶² Embora todos esses conceitos sejam desenvolvidos com maior atenção no corpo do texto, optei por definir as principais categorias analíticas do trabalho nessa introdução para tornar a compreensão do trabalho mais fácil; suas referências, entretanto, serão indicadas conforme forem elaboradas ao longo da análise.

⁶³ Posições sociais representam o grupo de obrigações, privilégios e direitos associados com um dos elos de uma determinada relação social; ou seja, relações sociais não são constituídas por indivíduos per se, mas sim pelas posições que esses indivíduos ocupam. A posição social de professor está internamente relacionada aquela de aluno; as obrigações, privilégios e direitos que as acompanham não são vinculadas à sujeitos concretos, mas sim à posição que ocupam. Considerando que um indivíduo pode ocupar, simultaneamente, diversas posições sociais, estabelecemos uma categoria que permite generalizar aspectos de conduta sem prender-se ao individualismo metodológico.

⁶⁴ Neoliberalismo, nos termos aqui propostos, é definido como projeto político para o reestabelecimento das condições para a acumulação de capital e para restaurar o poder das elites econômicas.

⁶⁵ HARVEY, David, **Seventeen Contradictions and the End of Capitalism**, Oxford: Oxford University Press, 2014.

⁶⁶ Trabalho, na concepção aqui defendida, pode ser compreendido como agir teleologicamente orientado, operacionalizado por meio de ferramentas e conhecimentos aprendidos, que transforma a natureza para a criação de bens de uso, destinados à satisfação de suas necessidades; necessidades essas que, como visto, podem assumir diferentes características, a depender do estágio de desenvolvimento da sociedade.

⁶⁷ Atividade humana que aproveita (*harness*) os poderes causais intrínsecos à objetos materiais para estender as capacidades humanas.

⁶⁸ Artefatos técnicos são objetos que contribuem com a expansão e/ou limitação de determinados poderes da realidade.

⁶⁹ Tecnologia, nos termos aqui propostos, refere-se ao conjunto de objetos materiais (artefatos técnicos) que funcionam como condições e resultados da atividade técnica; dada sua natureza eminentemente social, entretanto, não são compreendidos como dissociáveis da atividade humana.

economia financeira⁷⁰, quanto para a avaliação das ações dos analistas das agências de classificação de risco⁷¹, também tomo as ideias de “infraestrutura”⁷² e “performatividade teórica”⁷³; de Alan Norrie (filosofia do direito), tomo a categoria de “responsabilidade relacional”⁷⁴; e, por fim, de Jock Young (criminologia), tomo a categoria “crime”⁷⁵ e sua metáfora do “quadrado do crime” como mais bem adequadas à interpretação do problema do crime.

Por tratar-se de um trabalho fundamentalmente interpretativo — consequência da retrodução — as fontes das ideias elaboradas e desenvolvidas serão indicadas nas notas de rodapé, com eventuais considerações sobre adequações metodológicas feitas para torná-las compatíveis com os pressupostos ontológicos aqui esclarecidos. Ao tratar da inter-relação entre categorias econômicas, jurídicas e criminológicas, o que espero tornar claro ao leitor é a condição eminentemente política do direito, da criminologia e mesmo da economia; e, a partir de uma crítica metodológica, filosófica e científica, demonstrar em que medida esses instrumentos se demonstram adequados e/ou problemáticos para as funções que pretendem cumprir.

Por fim, cabe uma última consideração sobre o método de exposição escolhido. Sob o risco de cansar eventual leitor já versado em relação aos tópicos aqui apresentados, busquei desenvolver até mesmo as categorias mais básicas de análise de forma mais extensa e, espera-se, mais didática. Essa é também uma opção consciente, justificada a partir de uma obrigação ética de prestar contas à sociedade que permitiu o desenvolvimento dessa pesquisa — trata-se, afinal de contas, de uma pesquisa financiada com recursos públicos, desenvolvida no âmago da maior universidade do Brasil. Considerando que pesquisas científicas constituem a matéria prima da ciência, esse foi um trabalho elaborado com a expressa intenção de ser usado como “bloco de construção” para futuras interpretações sobre

⁷⁰ MACKENZIE, Donald A., **An engine, not a camera: how financial models shape markets**, Cambridge, Mass: MIT Press, 2006.

⁷¹ MACKENZIE, Donald, The Credit Crisis as a Problem in the Sociology of Knowledge, **American Journal of Sociology**, v. 116, n. 6, p. 1778–1841, 2011.

⁷² “Infraestruturas”, nos termos aqui propostos, devem ser compreendidas como o conjunto de condições sociais, culturais e técnicas que tornam a operação de um determinado sistema social possível.

⁷³ Performatividade teórica, nos termos aqui propostos, representa os poderes de teorias e representações na transformação dos processos sobre os quais versam; embora possa ser qualificada em subdivisões, a ideia central para o trabalho diz respeito à *performatividade efetiva*, representando como o uso prático de teorias pode produzir efeitos naquilo sobre o que teorizam.

⁷⁴ Responsabilidade relacional representa a ideia de que “responsabilidade”, enquanto categoria moral, é algo que não é propriedade exclusiva de agentes, mas sim algo compartilhado entre esses agentes e a comunidade da qual fazem parte.

⁷⁵ Crime é uma relação social constituída por, pelo menos, quatro posições sociais distintas: comunidade, agentes de repressão, autor e vítima.

esse (ou outros) aspecto(s) da realidade; é dizer, esse é um trabalho de um estudante, produzido para outros estudantes, na expectativa que essas contribuições possam servir como base para novas construções teóricas.

Muito embora esteja ciente das dificuldades inerentes à exposição científica em um nível de profundidade considerável, espero ter conseguido tornar conceitos por vezes abstratos mais palatáveis a uma maior audiência, sem cair em simplificações grosseiras ou mistificadoras da realidade. A composição de conhecimentos e categorias da economia, filosofia, psicologia, sociologia, direito e criminologia não é tarefa simples e exige de qualquer interessado especial atenção e dedicação para sua compreensão, é claro. Ainda assim, acredito que essa dificuldade não deva constituir uma barreira intransponível para o pesquisador na exposição de sua análise e conclusões; em outras palavras, a dificuldade não deve impelir o cientista a escrever apenas para seus pares, fechados em suas torres de marfim. No fim das contas, minha esperança está em conseguir construir algo conforme as orientações de Albert Einstein, que marcam a epígrafe deste trabalho: espero que tenha explicado meu objeto da forma mais simples possível, mas não mais simples que isso.

1.3 Síntese estrutural do trabalho

Esclarecidos as questões relativas ao método, cabe ainda uma breve síntese da estruturação deste trabalho. Superadas as considerações deste primeiro capítulo introdutório, a análise aqui delineada inicia-se propriamente a partir do capítulo 2⁷⁶, cujo propósito primordial é a delimitação do objeto de pesquisa a partir de quatro tópicos fundamentais: (i) uma definição processual de crise; (ii) a indicação de sua mecânica; (iii) seu *locus* de detonação; e, por fim, (iv) sua vinculação com uma necessidade básica humana. Logo no início desse capítulo, apresento também uma unidade analítica distinta do indivíduo, justificando a opção por trabalhar a partir da noção de posição social, como parte constitutiva de relações sociais; essa categoria será a base que permitirá, mais a frente, uma complexificação da análise proposta, a partir de dois momentos de escalada em termos da generalidade do argumento.

Ao invés de tratar a crise em termos financeiros abstratos, reconhecíveis apenas em um nível mais específico da dinâmica especulativa do capitalismo contemporâneo, busquei

⁷⁶ Em decorrência de uma obrigação formal imposta pela norma técnica de apresentação de trabalhos acadêmicos na Universidade de São Paulo, a introdução também é numerada na estruturação do trabalho; por essa razão, o desenvolvimento teórico proposto inicia-se apenas no segundo capítulo da dissertação.

focar na sua identificação não como uma algo isolado, mas sim diretamente relacionado à atividade humana a partir de uma das necessidades mais básicas do ser social: a moradia. Construo, então, um modelo representando os mecanismos concretos pelos quais indivíduos conseguem interagir com o mundo de forma a satisfazer essa necessidade básica; em outros termos, representando quais são as formas de fato disponíveis ao público estadunidense para conseguirem realizar a necessidade de ter onde morar. Dessa forma, proponho uma vinculação dessas preocupações de ordem imediata com uma série de mecanismos em outros níveis da realidade para, ao longo da exposição, ir construindo um modelo geral sobre a causação da crise a partir de suas diferentes determinações.

Realizada essa apresentação básica, o terceiro capítulo passa a dedicar-se ao exame do principal instrumento disponível nos Estados Unidos, ao longo dos últimos cem anos, para a aquisição de uma moradia: o instrumento hipotecário. Aqui, verificaremos como, entre as posições de mutuário e do investidor, outras posições sociais (i.e., regulador) também aparecem. Apresentando a diacronia histórica de seu desenvolvimento e formatação, indico como sua constituição concreta deu-se como resultado da interação entre diversos agentes e grupos de interesse distintos, orientados cada qual por prioridades particulares e, em muitos casos, conflitantes. Especial atenção é dada ao papel de intervenção do governo federal estadunidense, a partir de políticas públicas pautadas na importância cultural e material da casa própria como símbolo e instrumento, respectivamente, da ascensão social representada pelo “sonho americano”. Indicando tanto os problemas enfrentados pelos mutuários e agentes públicos, como as soluções implementadas para resolvê-los, meu objetivo é ilustrar a complexa teia de interações necessárias para que transformações sobre a realidade sejam não apenas possíveis, mas também cumpram com as finalidades a elas atribuídas e delas esperadas.

O quarto capítulo do trabalho estará focado na apresentação de um edifício teórico particular, representando as formas básicas de interação de um grupo de interesses específico nesse processo de resolução da necessidade básica de moradia: aquele dos investidores, dos agentes financeiros. Após esclarecer as distinções necessárias entre conceitos aparentemente similares, como “mercado” e “economia”, passo a uma análise de elementos que integram a infraestrutura necessária para o funcionamento dos mercados financeiros contemporaneamente, com especial foco na interação entre a disciplina econômica, a constituição de uma economia financeira e a transformação de seus modelos em ferramentas técnicas padronizadas para a operação material desses mercados. Meu objetivo aqui é indicar de que maneira as premissas de uma teoria econômica particular, comumente identificada

sob a alcunha de “teoria neoclássica”, serviram para expandir algumas das possibilidades de seus agentes, ao mesmo tempo em que limitavam outras.

O quinto capítulo representa, por sua vez, a segunda escalada no nível de complexidade da análise, no qual apresentarei uma outra relação social que, para além da especificidade com qual estávamos considerando os processos históricos até então, cortava transversalmente diversos dos seus desenvolvimentos. A partir de uma contextualização histórica, pretendo demonstrar como uma mudança na organização dessa relação social particular — uma relação estabelecida entre capital-trabalho — permitiu que dois processos fundamentais fossem realizados em suas condições específicas: a regulamentação seletiva das atividades empresariais e a financeirização da vida social. Aqui, verificaremos como a ficção de que “dinheiro é capaz de gerar mais dinheiro” foi levada às suas últimas consequências a partir de três outros processos particulares: a ascensão de um sistema bancário paralelo, das hipotecas *subprime* e das inovações financeiras derivativas. Aqui indico como as mudanças legislativas, políticas e teóricas da segunda metade do século XX trouxeram consequências importantes para a configuração dos mercados financeiros — especialmente do mercado hipotecário —, possibilitando a constituição de um sistema bancário paralelo, responsável pela operacionalização de instrumentos financeiros opacos e extensos. Similarmente, apresento uma exposição de como veículos financeiros específicos — em particular os derivativos de títulos lastreados em hipotecas — tornaram-se veículos de especulação barata, alimentando uma cadeia reprodutiva de comissões para seus operadores financeiros. Aqui, concluiremos a análise da etiologia da crise financeira de 2008.

Uma vez finalizada essa primeira tarefa, passaremos à análise de ações concretas praticadas por indivíduos vinculados a uma das peças-chave para a detonação da crise: as agências de classificação de risco. No sexto capítulo, considerando, a partir de estudos empíricos, as maneiras pelas quais as possibilidades disponíveis aos analistas de crédito permitiram algumas escolhas, enquanto limitaram outras, verificaremos como a complexidade da realidade impede uma classificação direta dessas ações como “criminosas”, não apenas em termos de *mens rea*, mas nos próprios termos de uma responsabilidade causal. Pretendo demonstrar como, para além da “intencionalidade” estrita desses agentes, suas decisões eram informadas por uma série de concepções equivocadas sobre a natureza do mundo, impedindo que agissem de forma adequada na construção de ferramentas para analisar esse mesmo mundo.

As características dessa ontologia pressuposta por concepções equivocadas de ciência e explicação, bem como uma alternativa metateórica, serão elaboradas no sétimo capítulo, tratando dos “fundamentos dos fundamentos”. Após avaliar a (in)adequação das ferramentas técnicas construídas pela economia financeira para interpretar os mercados, passarei a uma crítica de seus pressupostos teóricos e metateóricos, indicando como, para além dos pressupostos implícitos nessa concepção dos mercados, o que as desqualifica como instrumentos capazes de realizar o objetivo pretendido de compreender a realidade dizem respeito à sua concepção equivocada sobre causalidade, ciência e explicação. Trabalhando a partir de uma interpretação específica da tradição filosófica denominada de Realismo Crítico, sob especial influência de Roy Bhaskar, Tony Lawson e, em última forma, Karl Marx, pretendo demonstrar como a tradição empirista — e sua realização radical no positivismo — de causalidade como conjunções constantes implicam um equívoco metodológico que impossibilita sua adequação à realidade e, portanto, sua validade científica.

Por fim, o último capítulo deste trabalho estará focado na questão mais propriamente “criminológica” da pesquisa: o problema de uma concepção limitada de responsabilidade legal. Após concluir a análise acerca da inadequação das teorias econômicas tradicionais sobre a crise, fundamentar seus equívocos em uma concepção de causalidade problemática e apresentar uma teoria alternativa, capaz de dar conta dessa realidade, chegarei às consequências eminentemente criminológicas dessa leitura equivocada da realidade. Partindo do reconhecimento de que, ao contrário da expectativa popular — tanto de segmentos da esquerda como da direita — de responsabilização dos envolvidos na crise financeira de 2008 pelo seu resultado, nenhum executivo de alto escalão do sistema bancário estadunidense foi criminalizado por seu suposto envolvimento com a crise, discutirei a inadequação do direito penal enquanto instrumento de controle desse tipo de evento estrutural. Informado pelas conclusões teóricas dos capítulos anteriores, demonstrarei como a categoria crime — outra categoria fundamental do presente trabalho — se apresenta como um amalgama inadequado ao complexo processo de responsabilização necessário a uma concepção não humeana de causalidade, argumentando que, se nem mesmo a teoria econômica — ocupada essencialmente do problema da crise — consegue dar conta de compreender o fenômeno ao qual se dedica, a importação deste problema de forma acrítica para as matrizes legais resultará em um processo de imputação de responsabilidade absolutamente impróprio para quaisquer fins preventivos ou retributivos. Diante desse resultado, conclui-se o presente trabalho com uma discussão acerca da adequação de

movimentos por responsabilidade individual diante de problemas de natureza eminentemente estrutural, e as possibilidades de vinculação entre os diferentes níveis de determinação envolvidos para a constatação do nexo de causalidade necessário para o processo de imputação. Aqui, enfim, discutirei as consequências de uma concepção adequada da realidade também para a constituição e estruturação do direito como uma tecnologia de controle social, apresentando uma concepção alternativa de responsabilidade relacional como uma das peças de uma estrutura de “ordem” alternativa⁷⁷.

Esse é, de forma breve, o movimento que o presente trabalho visa espelhar: uma análise sobre como o arsenal teórico do qual dispomos enquanto cientistas — e juristas — é absolutamente inadequado para as funções que pretendemos dar-lhes declaradamente. Embora esse processo seja resultado da apropriação de uma série de autores de tradições diversas, ele representa uma tentativa de organização dessas ideias a partir de preocupações metodológicas com o exercício científico. Em outras palavras, é um esforço de produção científica que espera poder trazer consigo algum potencial emancipador para o público ao qual se destina: os corpos discentes e docentes do futuro. Ainda que a maioria dessas ideias possa ser encontrada de forma melhor elaborada nos originais que inspiram esse trabalho, acredito que essa contribuição pode servir como uma forma singela de introdução às discussões de interesse para o nosso objeto. Minha esperança, ao final desse processo, é que uma nova geração de teóricos possa inspirar-se — seja por essa explicação ou, preferencialmente, pelos trabalhos que a embasam — e, a partir disso, possa construir uma mais aprofundada compreensão da realidade. Como a brilhante interpretação de Alexander Hamilton por Lin-Manuel Miranda nos lembra, não joguemos fora nossa chance de superar o que existe na direção de algo melhor.

⁷⁷ Sobre essa questão, iluminadores são os prolegômenos apresentados em COUTINHO, Maria Francisca de Miranda, **Lógicas de (des)ordem**, Tese de doutoramento, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2020.

2 ANATOMIA DE UMA CRISE

Qualquer pessoa minimamente atenta aos mercados financeiros já deve ter notado um curioso fato sobre seu funcionamento: vivemos em uma época de “milagres” econômicos. Ao contrário do que a tradição judaico-cristã nos levaria a crer, entretanto, o que torna essa série de eventos milagrosos não é uma intervenção divina no mundo dos homens. O mundo das finanças nos aparece como milagroso porque se comporta de formas que desafiam as leis que supostamente o regem. Parece, ao final do dia, que a realidade insiste em agir com puro desdém em relação aos modelos matemáticos utilizados por fileiras e mais fileiras de economistas para compreendê-la.

Essa constatação, em sua forma mais essencial, está longe de representar uma mudança recente na concepção do que constitui a disciplina econômica; ao contrário, o descompasso entre teoria e prática é um tema recorrente nesse campo pelo menos desde a metade do século passado⁷⁸. A validade de ideias sobre níveis de racionalidade dos indivíduos⁷⁹, sobre a existência (ou não) de uma tendência ao equilíbrio nas relações de mercado⁸⁰, ou então sobre uma suposta eficiência dos mercados⁸¹, são apenas alguns exemplos de disputas acirradas sobre como e para onde se deve conduzir o desenvolvimento de uma possível ciência econômica. E se há um tema em que esse descompasso aparece de forma absolutamente cristalina, possivelmente em razão da sua própria natureza, é no campo das crises⁸².

2.1 *Che cos'è una crisi?*

“Nós estamos em uma crise” é uma daquelas frases que, de tanto serem repetidas, acabam tendo seu significado diluído no nosso dia-a-dia⁸³. Parece que estamos sempre em

⁷⁸ Para uma avaliação do problema historicamente a partir de um dos marcos teóricos do presente trabalho, ver LAWSON, Tony (Ed.), *The varying fortunes of the project of mathematising economics: an evolutionary explanation*, in: **Essays on the Nature and State of Modern Economics**, 1. ed. London: Routledge, 2015, p. 220–251.

⁷⁹ SIMON, Herbert Alexander, **Models of Bounded Rationality: Empirically grounded economic reason**, [s.l.]: MIT Press, 1997.

⁸⁰ COLANDER, David, The economics profession, the financial crisis, and method, **Journal of Economic Methodology**, v. 17, n. 4, p. 419–427, 2010.

⁸¹ CASSIDY, John, After the Blowup, **The New Yorker**, 2010.

⁸² Uma análise das dificuldades encontradas em um estudo do fenômeno das crises é encontrada, de forma exemplar, em JESSOP, Bob, The Symptomatology of Crises, Reading Crises and Learning from Them: Some Critical Realist Reflections, **Journal of Critical Realism**, v. 14, n. 3, p. 238–271, 2015.

⁸³ Esse fenômeno psicológico, denominado “saciedade semântica”, diz respeito à experiência peculiar tida por seres humanos quando, ao repetirem uma mesma palavra múltiplas vezes, começam a desassociar

meio a uma crise: seja ela financeira, política, ética, institucional, econômica, bancária, psicológica ou de qualquer outra espécie, o que não muda é a aparente onipresença desse termo ao longo de nossas vidas.

Apesar da pletera de “tipos” diferentes de crise, sua qualificação como tal ainda parece manter um elemento constante entre seus possíveis significados: a ideia da crise como alguma forma de ruptura, desequilíbrio ou conflito⁸⁴. Se considerada nesse sentido mais genérico, é possível compreender a ideia de “crise” como parte integrante de um movimento de transformação — como parte de um processo — no qual as expectativas sobre o comportamento de um determinado objeto são frustradas por comportamentos radicalmente distintos do esperado. Em uma crise de fé, portanto, percebemos um estado de incerteza, de vacilação, diante de nossas crenças; em uma crise de nervos, entramos em um estado de desajuste psíquico; em sua origem médica, crise representa um momento de mudança brusca produzida em um determinado paciente. Posto de forma mais objetiva, crise parece representar o momento no qual as coisas deixam de ir conforme o esperado.

Dentre todas as acepções possíveis de *crise*, a que mais nos interessa é, evidentemente, a chamada crise financeira; e se transpusermos a definição processual de *crise* para esse objeto específico, temos uma definição simples, porém adequada, do que a constitui: uma crise financeira representa a subversão das expectativas acerca do funcionamento dos mercados financeiros.

Quando as coisas não vão como o esperado nos mercados financeiros, estaremos diante de uma crise financeira; e ao considerarmos as consequências práticas dessa subversão, poderemos entender porque esse é, talvez, um dos maiores problemas da configuração contemporânea do capitalismo. Ao avaliar os resultados do “Pânico de 1907”, mesmo Nelson Aldrich, senador estadunidense e amplo apoiador de setores do capitalismo monopolista da transição dos séculos XIX e XX, foi claro em relação ao preço pago por cidadãos do seu país⁸⁵:

temporariamente o significado comumente atribuído ao significante sonoro repetido. Depois de falar uma determinada palavra sem parar — “crise, crise, crise!” —, pode-se perder temporariamente a capacidade de associar o significado ao signo a ele atribuído: “crise” deixa de ser uma espécie de ruptura para tornar-se nada mais que um aglomerado de sons incompreensível. Muito embora esse fenômeno ainda seja pouco compreendido pela psicologia, existem algumas possíveis explicações para a sua ocorrência: a melhor hipótese disponível até o momento propõe ocorrer uma desconexão momentânea entre a representação léxica da palavra e o significado a ela associado. Cf. TIAN, Xing; HUBER, David E., Testing an associative account of semantic satiation, *Cognitive Psychology*, v. 60, n. 4, p. 267–290, 2010.

⁸⁴ Crisis, *in*: Merriam-Webster.com Dictionary, [s.l.]: Merriam-Webster, [s.d.].

⁸⁵ ALDRICH, Nelson, **The Work of the National Monetary Commission: An Address By Senator Nelson W. Aldrich Before the Economic Club of New York, November 29, 1909**, Washington D.C.: National Monetary Commission and Sixty-First Congress, 1909.

[...] para a grande maioria do povo do país, o golpe veio sem aviso. A maior parte de nossas instituições bancárias estava em excelentes condições, negócios de todos os tipos eram prósperos, trabalhadores gozavam de pleno emprego e salários satisfatórios, indústrias de todos os tipos estavam florescendo. Nosso povo estava cheio de esperança e confiança no futuro. De repente, os bancos do país suspenderam pagamentos, e reconheceram sua inabilidade de cumprir com as obrigações correntes deles demandadas. Os resultados dessa suspensão foram imediatamente sentidos; tornou-se impossível, em muitos casos, assegurar fundos ou crédito para mover as colheitas, ou para continuar com as operações do dia a dia nos negócios; houve disrupção completa dos mercados domésticos; desorganização e constrangimento financeiros afetaram todas as indústrias de maneira severa; milhares de homens foram demitidos, e os salários daqueles empregados foram cortados. (Tradução nossa.)

A ideia de crises financeiras como um problema está longe de ser algo recente. Se tomada em seu aspecto processual e genérico, e não dentro de suas particularidades históricas, seria possível identificarmos a existência de crises dessa natureza desde as experiências da Grécia e Roma antigas⁸⁶. Mesmo assim, a maior parte dos teóricos do tema opta por iniciar suas análises desse tipo específico de ruptura dando atenção à famosa “Bolha das Tulipas”⁸⁷, evento no qual os preços dos bulbos de tulipas holandesas sofreram uma apreciação de centenas de pontos percentuais em um espaço de poucos anos, até colapsarem em fevereiro de 1637. Embora não tenha tido uma influência significativa sobre a economia holandesa, que era, à época, uma das principais potências econômicas do mundo, esse movimento especulativo tornou-se um famoso exemplo sobre como mercados funcionam em bases consideravelmente irracionais⁸⁸.

Ainda dentro da acepção de ruptura no funcionamento dos mercados, existem subclassificações possíveis para caracterizar diferentes tipos de crises financeiras. Embora não exista consenso acerca de uma tipologia específica sobre as variedades de crises⁸⁹, uma possível classificação, focada em mecanismos de causação mais imediatos, indica sua

⁸⁶ BARTLETT, Charles, *The Financial Crisis, Then and Now: Ancient Rome and 2008 CE.*; FRANK, Tenney, *The Financial Crisis of 33 A. D.*, **The American Journal of Philology**, v. 56, n. 4, p. 336, 1935.

⁸⁷ Para uma abordagem generalista do assunto, ver: ALIBER, Robert Z.; KINDLEBERGER, Charles P., *Euphoria and Paper Wealth*, in: **Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises**, 7. ed. New York: Palgrave Macmillan, 2017. Em posição heterodoxa sobre o assunto: GARBER, Peter M., **Famous first bubbles: the fundamentals of early manias**, Cambridge, Mass: MIT Press, 2000..

⁸⁸ ATACK, Jeremy; NEAL, Larry, **The origins and development of financial markets and institutions: from the seventeenth century to the present**, Cambridge, UK; New York: Cambridge University Press, 2009.

⁸⁹ Considerando como a maior parte das hipóteses sobre os mecanismos que tornam crises possíveis no capitalismo opera, adequadamente, em um nível de abstração maior (i.e., explicações de mecanismos trans e contrafenomênicos), optei pela utilização de uma definição processual de crise para permitir a posterior conjugação dos diferentes níveis de análise desse objeto. Ademais, sua definição em termos processuais também permite maior foco em uma crise especificamente *financeira*, distinguível de uma crise *econômica* por seu objeto particular (i.e., mercados financeiros). A partir do capítulo 5, quando o nível de abstração for ampliado na própria lógica argumentativa do texto, serão feitas considerações mais aprofundadas sobre a origem das crises em contradições e rupturas na reprodução do modo de produção capitalista.

subdivisão em pelo menos quatro modalidades distintas: crises cambiais, de parada repentina, de dívidas ou bancárias⁹⁰.

Crises cambiais são tipicamente caracterizadas por uma depreciação acentuada e repentina de uma determinada moeda, frequentemente envolvendo alguma forma de ataque especulativo à moeda. Isso pode ser desencadeado por vários fatores, como perda de confiança nas políticas econômicas do país, aumento da dívida externa ou mudança nos preços relativos das exportações e importações do país⁹¹.

Uma crise de “parada repentina”, por sua vez, refere-se a crises decorrentes da interrupção repentina e inesperada do fluxo de capital em um ou mais países. Isso pode acontecer por vários motivos, incluindo temores em relação a segurança dos investimentos no país, preocupações com as políticas econômicas do país ou uma mudança nas taxas de juros globais. Uma “parada repentina” (*sudden stop*) pode ser definida como uma grande (e muitas vezes inesperada) queda nos fluxos internacionais de capital ou uma reversão acentuada nos fluxos agregados de capital para um país, provavelmente ocorrendo em conjunto com uma queda acentuada aumento de seus *spreads* de crédito⁹².

As crises da dívida ocorrem quando uma nação é incapaz de cumprir suas obrigações de pagamentos, normalmente devido a uma forte deterioração nas condições econômicas do país. Isso pode acontecer se o país sofrer uma parada repentina nos fluxos de capital, uma crise cambial ou um aumento nas taxas de juros, podendo funcionar como uma crise de dívida interna — deixando de cumprir com suas obrigações fiscais domésticas — ou como uma crise de dívida externa — deixando de pagar sua dívida perante outros países e instituições internacionais⁹³.

Por fim, temos também as crises bancárias, resultantes principalmente da ausência de liquidez necessária para o cumprimento das obrigações financeiras de uma determinada instituição. Uma crise bancária tende a começar com uma corrida aos bancos. Isso ocorre quando os depositantes de repente perdem a confiança na solvência de um banco e tentam sacar seu dinheiro. Se um número suficiente de pessoas fizer isso, pode esgotar rapidamente os recursos de um banco, levando-o ao seu colapso. Uma vez que uma corrida bancária começa, ela pode rapidamente se transformar em uma crise bancária completa. Isso se dá

⁹⁰ ZANALDA, Giovanni, Financial Crises, History of, *in*: **International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences**, 2. ed. Amsterdam; Paris: Elsevier, 2015, v. 9, p. 183–190.

⁹¹ CLAESSENS, Stijn; KOSE, M. Ayhan, Financial Crises: Explanations, Types, and Implications, *in*: CLAESSENS, Stijn *et al* (Orgs.), **Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses**, Washington D.C.: International Monetary Fund, 2014.

⁹² *Ibid.*

⁹³ *Ibid.*

quando a falência de um ou mais bancos leva a uma perda de confiança em todo o sistema bancário, podendo causar pânico e ainda mais falências bancárias⁹⁴.

2.2 Uma crise como?

Dentre todas as crises financeiras possíveis, a que servirá como objeto da presente análise é aquela conhecida como a crise dos *subprime* de 2008⁹⁵, considerada por muitos como a pior catástrofe econômica ocorrida nos Estados Unidos desde a quebra da Bolsa de Valores de 1929 e a subsequente Grande Depressão. Com sua detonação localizada no mercado imobiliário estadunidense, trata-se de uma complexa relação de eventos que já foi, como visto, representada em meios distintos, cada qual com um âmbito particular de interesse. Mesmo assim, parece existir especial foco em uma compreensão “mecânica” do seu desenrolar, sobretudo enquanto mais um caso de bolha especulativa.

Em termos genéricos, a descrição lógica da detonação da crise pode ser sintetizada da seguinte maneira⁹⁶:

- a) um número excessivo de investimentos ocorreu no mercado imobiliário estadunidense, devido às suas condições especiais de risco e retorno;
- b) para superar as limitações presentes no processo de originação hipotecária (e.g., a existência de um número limitado de casas), diversas inovações técnicas (e.g., legais, financeiras, etc.) foram desenvolvidas para dar continuidade à expansão desse lucrativo mercado;
- c) diante da complexificação da relação social hipotecária, com a incorporação de diferentes intermediários contribuindo para o distanciamento entre originação e financiamento imobiliários, levando a dificuldades na valoração dos títulos negociais e seus ativos subjacentes;
- d) com os padrões de empréstimo decaindo ao longo do início do século XXI — justificados formalmente por uma expectativa de mais amplo acesso ao mercado imobiliário, mas materialmente orientados aos lucros decorrentes da securitização

⁹⁴ *Ibid.*

⁹⁵ Muito embora existam teóricos que preferem a identificação da crise em questão sob outras denominações — “crise de 2007-08”, “crise dos *subprime*”, “crise do mercado imobiliário estadunidense” —, utilizarei o termo “crise de 2008” e suas variações de forma genérica intercambiável para aludir ao objeto de estudo, exceto quando explicitamente identificado de forma distinta.

⁹⁶ Essa proposta anatômica de funcionamento das crises financeiras como resultado de uma psicologia de massa irracional é bem desenvolvida a partir de um de seus expoentes teóricos: ALIBER, Robert Z.; KINDLEBERGER, Charles P., **Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises**, 7. ed. New York: Palgrave Macmillan, 2017.

—, uma série de inadimplências, ocorridas entre 2006 e 2008, colocou em questão a estabilidade imediata do mercado;

- e) diante da reavaliação da variedade de títulos mobiliários relacionados aos ativos hipotecários, mantidos como garantia de diversos instrumentos creditícios utilizados pelas instituições bancárias como fluxo de caixa para suas operações diárias, uma onda de falências foi identificada entre importantes agentes do mercado imobiliário residencial; e
- f) com a quebra de um dos maiores bancos de investimento do mundo, o Lehman Brothers, um pânico mundial se instaurou em relação à solidez do mercado financeiro estadunidense, causando uma crise de liquidez que se transformou em crise bancária e, ao espalhar-se por outros ramos de uma economia global interconectada, descambou em uma crise econômica completa.

Essa descrição me parece adequadamente ilustrativa da “mecânica” pelo qual a detonação da crise financeira de 2008 foi possível⁹⁷. *Descrição*, entretanto, não pode ser confundida com *explicação*. Embora seja possível — e mesmo plausível — indicar que, em sua aparência, o movimento dessa crise específica atende à forma processual “mania, pânico e quebra”, essa referência é marcadamente incapaz de explicar tal fenômeno na sua particularidade; o que é tornado inteligível é apenas seu movimento genérico, não os mecanismos subjacentes responsáveis por sua causação particular. O que fica claro, entretanto, é como a ideia de “crise” como ruptura parece especialmente adequada para caracterizar cada um dos itens enumerados como corresponsáveis pela mecânica que fez detonar a crise; ela ocorreu porque o mercado financeiro, aparentemente, deixou de agir conforme o esperado.

Como em muitas outras disputas acerca da validade científica de uma teoria, uma série de teóricos “heterodoxos” conseguiu identificar os sinais da catástrofe que se

⁹⁷ A mecânica da crise nada mais é que a sua forma de manifestação mais superficial: a ausência de liquidez decorrente da retenção do capital por seus proprietários, normalmente diante da insegurança acerca da possibilidade de realização de lucro sobre aquela “operação”; uma manifestação que, como mencionado, encontra seu mecanismo na contradição entre o valor social do trabalho e o dinheiro. Como o dinheiro, enquanto mercadoria específica, incorpora uma série de funções — e, no que interessa à questão atual, acumula tanto a função de meio de acúmulo quanto de meio de pagamento — a possibilidade da crise, manifestada como ausência de liquidez, decorre justamente dessa junção: já que não aparecem oportunidades de lucro — e que essa é a orientação única do capitalista para ingressar no processo produtivo —, o fato do dinheiro ser tanto o meio de pagamento quanto o meio de acúmulo impede a sua transação; o dinheiro é “guardado” pelo capitalista, diminuindo sua circulação e garantindo o seu acúmulo, o que, por sua vez, diminui a sua disponibilidade para utilização como meio de pagamento — e, portanto, possibilita a ausência de liquidez que marca superficialmente a expressão da crise financeira.

aproximava⁹⁸; mas, se partirmos da concepção apresentada de crise enquanto subversão de expectativas, por definição, não é de se estranhar que os representantes da perspectiva teórica dominante na disciplina econômica estivessem completamente alienados em relação ao funcionamento concreto do seu objeto de pesquisa. Essas eram pessoas que esperavam, afinal de contas, o mercado funcionar de maneira completamente distinta daquela efetivamente realizada⁹⁹. Minha proposição é de que o apego aos dogmas fundacionais da disciplina impediu qualquer mudança de rumo; os capitães da economia afundavam com o navio, não porque escolheram fazê-lo, em uma demonstração do seu poder de escolha, mas porque simplesmente não conseguiam aceitar que o naufrágio fosse possível.

Em retrospecto, parece particularmente difícil compreender como tamanha ignorância foi possível. Não se trata, afinal de contas, de julgar a competência de pessoas sem formação teórica para operar nesse sistema; tratou-se da incapacidade de algumas das melhores mentes do mundo (certamente as mais bem remuneradas) de sentir as mudanças tectônicas que ocorriam por debaixo de seus próprios pés¹⁰⁰. Quando consideramos essa discrepância entre o que se espera socialmente desses agentes e suas ações específicas — sobretudo a partir da injusta socialização dos custos e privatização dos ganhos decorrentes da crise —, torna-se mais fácil compreender o clima de indignação que dominou a esfera política estadunidense no rescaldo da crise¹⁰¹.

Se pensarmos na crise nos mesmos moldes pelos quais pensamos em outros desastres (furacões, terremotos, etc.), encontramos uma espécie de padrão de reação: uma vez detectados indícios de que as coisas não estão funcionando como deveriam, sinais devem ser soados para que possamos limitar o dano desse tipo de catástrofe. Pensando na crise como um tsunami — um evento de proporções potencialmente catastróficas, que requer reação imediata a partir da sua suspeita —, a pergunta que nos toca responder não é tão distinta daquela que ocupava a mente dos envolvidos no trágico tsunami do Oceano Índico em 2004¹⁰²: por que não fomos avisados? Se buscamos compreender como foi que ninguém viu o tsunami se aproximando — e quem viu não conseguiu soar o alarme para todos —, é

⁹⁸ O caso mais notório foi o de Robert Shiller, posteriormente agraciado com o prêmio Nobel de Economia por suas contribuições ao ramo da chamada economia comportamental. Cf. SHILLER, 2015.

⁹⁹ FINCH, Julia, Twenty-five people at the heart of the meltdown ..., **The Guardian**, 2009.

¹⁰⁰ Para uma indicação da diferença de remuneração entre diferentes setores da indústria financeira, bem como do padrão remuneratório médio em bancos de investimentos, ver INTERNATIONAL LABOUR OFFICE, **Impact of the Financial Crisis on Finance Sector Workers**, Geneva: International Labour Office, 2009.

¹⁰¹ GITLIN, Todd, **Occupy nation: the roots, the spirit, and the promise of Occupy Wall Street**, 1st ed. New York: itbooks, 2012.

¹⁰² GRIFFITHS, James, **How Indonesia's tsunami warning system failed its citizens again**, CNN, disponível em: <<https://www.cnn.com/2018/12/24/asia/indonesia-tsunami-disaster-year-intl/index.html>>. acesso em: 9 out. 2022.

necessário compreendermos porque as coisas funcionaram da forma como funcionaram; é necessário revisitarmos o movimento da crise para entendermos sua causação. Mas por onde devemos começar?

Essa é uma pergunta que apresenta uma série de respostas possíveis: poderíamos falar sobre o processo de (des)regulação que possibilitou a ausência de supervisão necessária para a detonação da crise¹⁰³; poderíamos falar sobre o papel dos bancos de investimento na constituição de produtos financeiros complexos responsáveis por alastrar os danos para os quatro cantos do mundo¹⁰⁴; ou então poderíamos falar sobre como as crises são inseparáveis do processo produtivo no capitalismo¹⁰⁵. Todos esses seriam pontos de partida válidos, com suas vantagens e desvantagens, tratando de um ou outro aspecto fundamental para compreendermos esse complexo movimento, seu desenrolar e suas consequências concretas na vida de cada pessoa¹⁰⁶.

Apesar do potencial destas alternativas, minha proposta será construída a partir de um processo de abstração particular¹⁰⁷. O ponto de partida não será aquele dos processos biológicos identificados pela neurociência, nem das pressões psicológicas a partir da economia comportamental, mas sim o vínculo entre as características materiais do sistema social em questão (i.e., mercado financeiro hipotecário) e seu funcionamento tendencial para a transformação de determinados aspectos da realidade (i.e., suas “funções” formais e materiais)¹⁰⁸.

Em vez de iniciar a análise a partir de uma ou outra interpretação já posta, pretendo partir dos elementos mais básicos do sistema financeiro para, então, destacar o vínculo entre mercados e os objetos específicos que pretendem mediar. Considerando a crise como uma subversão de expectativas acerca do funcionamento de um determinado objeto, antes de avançarmos sobre seu funcionamento patológico (desviante, em crise), devemos esclarecer qual seria seu funcionamento em condições “normais”¹⁰⁹.

¹⁰³ LÉVY, Dominique; DUMÉNIL, Gérard, **The crisis of neoliberalism**, Cambridge: Harvard Univ. Press, 2013.

¹⁰⁴ NATIONS, Scott, **A History of the United States in Five Crashes**, New York: William Morrow & Company, 2017.

¹⁰⁵ MÉSZÁROS, István, **A crise estrutural do capital**, 2. ed. São Paulo: Boitempo, 2011.

¹⁰⁶ Os três elementos, embora não constituam o ponto de partida desta análise, serão considerados no decorrer do texto.

¹⁰⁷ SAYER, 1981.

¹⁰⁸ Não se defende aqui, entretanto, a ideia de uma “integração funcional”, visto que, dada a estratificação da realidade, os diferentes níveis de emergência podem estar fora de sincronia um com o outro; é dizer, a realidade é tanto *transfenomênica*, quanto *contrafenomênica*.

¹⁰⁹ BHASKAR, 1998, p. 195.

2.3 Uma crise onde?

Modelos são a unidade básica de qualquer processo de teorização sobre a realidade. Assim sendo, comecemos nossa análise esboçando um modelo que seja capaz de esclarecer como a crise financeira está vinculada com algo muito mais básico; com uma necessidade compartilhada universalmente pela espécie humana.

Ao final de cada dia de trabalho, necessitamos de alguma forma de abrigo capaz de proteger-nos dos perigos do mundo; um local onde possamos descansar, recuperar nossas energias, repousar e, a partir do qual, no dia seguinte, possamos prosseguir com nossos afazeres normalmente. Apesar de ter suas raízes dentro daquilo que podemos identificar como nossas necessidades fisiológicas — aquelas imposições físicas decorrentes da nossa estrutura interna como seres humanos —, a constituição da moradia como uma necessidade básica não se limita a esse nível de existência: conforme evoluímos enquanto espécie, não basta apenas termos alguma cobertura sobre nossas cabeças; queremos camas mais confortáveis, paredes com melhor isolamento térmico e acústico, mais espaço para outras atividades, dentre tantas outras modificações e melhorias¹¹⁰. Basta considerarmos a diferença entre um casebre medieval de um camponês e uma pequena casa contemporânea de trabalhadores: apesar de cumprirem uma mesma função básica — a de abrigo —, seria difícil sustentar que a primeira alternativa constituiria uma forma adequada de moradia atualmente.

Não é difícil imaginar, entretanto, que diferentes pessoas, partindo de diferentes histórias e circunstâncias, terão concepções diferentes acerca do que se constitui como uma “necessidade básica” para a configuração de moradia. Enquanto uns podem sonhar com apartamentos espaçosos em famosas metrópoles, outros tantos experimentam uma realidade de unidade residencial não apenas compartilhada com outros indivíduos, mas muitas vezes compartilhadas com outros grupos inteiros, como no caso de residências multifamiliares. Em um mundo no qual condomínios de luxo e palafitas coexistem mediados por uma distância de poucos metros, é inegável que as experiências individuais possam ser fundamentalmente distintas a depender de sua classe, fenótipo, idade ou gênero, por exemplo¹¹¹. Essa

¹¹⁰ NETTO, José Paulo; BRAZ, Marcelo, **Economia Política: uma introdução crítica**, 8. ed. São Paulo: Cortez Editora, 2011, p. 41–65.

¹¹¹ A partir dos pressupostos estabelecidos na introdução a este trabalho, é importante esclarecer que a existência de posições epistemologicamente privilegiadas para a produção do conhecimento (i.e., "lugar de fala") é questionável e limitada. Ainda que se reconheça algum potencial na ideia subjacente à categoria, acredito que sua funcionalidade categorial é limitada, sendo melhor resolvida em outro âmbito: se a realidade é objetiva, e se a veracidade de uma afirmação se dá a partir de sua correspondência — limitada, parcial e

complexidade é uma das consequências não apenas da nossa organização social contemporânea específica, que delimita, como veremos, em grande medida as alternativas concretas disponíveis para satisfazermos nossas mais variadas necessidades; tal complexidade é também uma característica própria da realidade da vida social, constituída pela interrelação de uma série de mecanismos, coisas e pessoas em constante funcionamento. Em outras palavras: são questões tão complexas quanto a própria vida.

Ocorre que, mesmo diante da pluralidade de experiências possíveis, a moradia ainda aparece como uma necessidade concreta e universal: todos nós precisamos de alguma forma de moradia¹¹². E embora cada experiência individual apresente suas peculiaridades, as

falível — com um referente externo, não há razão para argumentar-se por qualquer privilégio no âmbito da epistemologia. Vale ainda frisar algo mais: o que torna a contribuição de pesquisadores de diferentes formações, identidades e experiências não é um acesso privilegiado à realidade, mas sim uma atenção a detalhes que, muitas vezes, passam despercebidos aos outros; nesse sentido (e em outros), a diversidade parece fundamental para expandir cada vez mais as fronteiras do conhecimento. O que se questiona, portanto, é apenas a qualificação de tal condição como um privilégio epistemológico e não metodológico no processo de conhecimento.

¹¹² Visando manter a coerência da análise proposta com os fundamentos presentes no esquema conceitual geral pressuposto, é importante destacar que a afirmação de que “todos nós precisamos de alguma forma de moradia”, apesar de referenciar características de uma ontologia específica — a constituição biológica humana, em relação ao ambiente social onde se materializa, é configurada de tal forma que sua sobrevivência é dependente de uma capacidade maior ou menor de proteção e repouso fornecida por diferentes formas de moradia — não implica a negação da capacidade de escolha dos indivíduos para agirem de forma distinta da esperada, ainda que essa ação seja contrária às necessidades de ordem biológica acima referidas. Se a autodeterminação é possível — e este trabalho parte de uma concepção social ontológica que a entende como possível —, qualquer tentativa de modelagem acerca da conduta humana deve manter espaço para abrigar um número infinito x de alternativas possíveis. Um exemplo útil para considerar as implicações dessa posição, bem como seus contornos, diz respeito às pessoas em situação de rua. É absolutamente concebível, dentro do âmbito de autodeterminação de um indivíduo, seja seu processo decisório informado ou aleatório, explícito ou implícito, que alguém decida “morar na rua”. Embora existam mecanismos que podem servir para limitar a viabilidade dessa alternativa, não há, a princípio, nenhuma imposição material que impeça absolutamente o exercício dessa opção; por qualquer razão que seja, é concebível imaginar um indivíduo capaz de exercer a escolha de “morar na rua”. Afirmar sua possibilidade hipotética, entretanto, não significa nem reconhecer sua prevalência enquanto prática social e histórica, nem sugerir sua desejabilidade enquanto solução adequada. Embora exista um número significativo de indivíduos em situação de rua nos Estados Unidos (e no resto do mundo), pesquisadores da questão sugerem que isso acontece predominantemente pela ausência de condições alternativas de moradia, e não por uma finalidade específica direcionada a viver nessas condições. A capacidade de autonomia dos indivíduos apresenta limitações decorrentes de estruturas que os antecedem, com características que servem como balizadoras de suas condutas: embora qualquer indivíduo possa, em termos hipotéticos, escolher viver em qualquer lugar, a atual configuração social fundada em direitos de propriedade impede o livre exercício dessa vontade, constituindo uma limitação sobre sua própria autonomia. Ademais, a partir dos pressupostos sobre os quais o presente trabalho se fundamenta, especialmente a possibilidade e o desejo de uma contribuição para a emancipação humana enquanto finalidade do processo explicativo da ciência, qualquer defesa de um “direito de autodeterminação” de um indivíduo em viver em condições objetivamente deletérias à sua sobrevivência (como qualquer investigação sobre as condições de vida de pessoas em situação de rua pode atestar) só é moralmente justificada diante da presença de uma estrutura que permita o exercício dessa escolha dentre outras escolhas possíveis que não apresentem o mesmo risco à sua sobrevivência; de forma objetiva, para que essa seja considerada como uma escolha não apenas possível, mas eticamente defensável, outras condições de moradia alternativa devem estar disponíveis. Enquanto essas alternativas não estiverem disponíveis ao indivíduo que opta por “viver na rua”, parece indefensável a posição de que sua decisão seria, de fato, livre. Por fim, cabe ainda frisar que a possibilidade de agência individual em sentido contrário à satisfação da moradia não impede sua universalidade, visto que, a não ser a partir de regras

formas de satisfação dessa necessidade universal são fundamentalmente as mesmas, em termos dos mecanismos disponíveis para sua realização¹¹³. Se a moradia está, como se afirma, no centro da crise de 2008, talvez o ponto de partida ideal para a sua compreensão esteja em sua razão de ser: como mecanismo (de mercado) mediador de uma necessidade básica.

No atual estágio de desenvolvimento econômico dos Estados Unidos da América, muitas são as pessoas que passam grande parte de sua juventude sem necessariamente se ater para a questão da moradia. Nessas configurações familiares, quando nasce um indivíduo, ele já tem essa necessidade suprida; ele normalmente já nasce dentro de uma moradia, qualquer que seja sua configuração. Apenas com o passar do tempo é que esse indivíduo vai ganhando consciência não apenas das suas próprias necessidades, mas também sobre como, dentro da nossa configuração social contemporânea, a satisfação dessas necessidades não pode ser tomada como dada. Conforme envelhecemos, nos damos conta de que, mais cedo ou mais tarde, teremos de enfrentar essa questão nós mesmos também¹¹⁴.

Ainda que todas essas determinações influenciem na dimensão dessa escolha (e.g., possibilitando algumas alternativas enquanto limita outras), parece defensável sustentar que seres humanos são, de fato, dotados de algum poder básico de autodeterminação: a depender de nossas razões, podemos orientar nossas escolhas em um ou outro sentido¹¹⁵. O que qualifica o social como tal é justamente essa possibilidade de escolha; e a forma como enfrentamos grande parte dos nossos desafios diários — incluindo o desafio da moradia — é, em alguma medida, operacionalizada por meio dessa nossa capacidade de escolher¹¹⁶.

de indução, eventuais exemplos particulares não podem ser generalizados para uma compreensão efetiva da realidade, nos termos aqui propostos.

¹¹³ Muito embora os mecanismos sejam fundamentalmente os mesmos, o acesso a esses mecanismos é mediado por uma série de outras questões, capazes de alterar fundamentalmente a capacidade de realização dessa necessidade básica. A questão racial, por exemplo, é até hoje determinante nos Estados Unidos — e em muitos outros lugares do mundo — no acesso aos mecanismos de mercado criados para incentivar a aquisição da casa própria, como será discutido mais adiante.

¹¹⁴ Essa não seria, em termos gerais, uma preocupação relacionada primariamente à juventude, mas sim à transição da juventude para a vida adulta na maioria das pessoas. Em vez da consideração de uma hipótese mais genérica, estipulei uma demarcação etária particular capaz de ilustrar alguns dos processos mais importantes para essa concentração de pessoas buscando a satisfação dessa necessidade básica, focando-me no momento de transição no sentido da conquista de uma forma maior de “independência”, tanto em relação aos pais e/ou familiares, quanto em relação ao resto da sociedade.

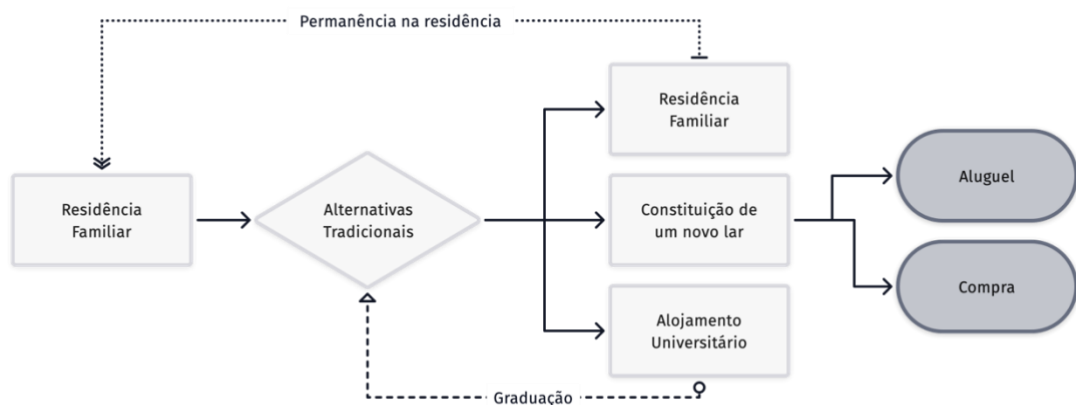
¹¹⁵ ARCHER, Margaret Scotford, **Being human: the problem of agency**, Cambridge, U.K. ; New York: Cambridge University Press, 2000, p. 306–319.

¹¹⁶ Essa decisão é mediada por questões como a nossa capacidade financeira, nossa configuração familiar ou mesmo nossa constituição fenotípica; de forma ainda mais básica, essa é uma decisão cujas alternativas são delimitadas entre aquilo que é permitido ou proibido dentro da nossa sociedade, com o direito à propriedade privada, por exemplo, impedindo que nós simplesmente ocupemos a casa de outrem sem consequências. E ainda que um número infinito de alternativas seja concebível idealmente, sua realização concreta passa, historicamente, por alguns processos já identificados pelas descobertas científicas do último século. Para uma

Considerando que essa é uma necessidade decorrente (também) de uma imposição fisiológica, localizada em um estrato mais básico da realidade e da qual nossa sobrevivência depende, todos nós somos eventualmente obrigados a decidir onde e como iremos morar.

Culturalmente, o marco temporal no qual a preocupação com a questão da moradia se materializa é, como mencionado, aquele da transição da juventude para a vida adulta. Durante os últimos cinquenta anos, um jovem estadunidense contou, via de regra, com três principais alternativas voluntárias para satisfazer sua necessidade de moradia: (i) manter-se na casa dos pais; (ii) ir para a universidade; ou (iii) constituir um novo lar. A Figura 1 ilustra esse processo decisório de forma simplificada.

Figura 1 — Alternativas para a necessidade de moradia



Fonte: produção autoral.

A primeira alternativa disponível é, talvez, a mais óbvia de todas: é possível satisfazer nossa necessidade de moradia simplesmente não fazendo nada; ou seja, mantendo-se como morador de sua atual habitação, normalmente continuando a viver na casa dos pais. Conforme dados do Escritório do Censo dos Estados Unidos, um crescente número de jovens estadunidenses vêm fazendo justamente isso, com o estabelecimento de um novo recorde de

síntese sobre desenvolvimentos teóricos e empíricos do tema, ver FLACHE, Andreas; DIJKSTRA, Jacob, Rationality in Society, *in*: **International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences**, [s.l.]: Elsevier, 2015, p. 907–912.

indivíduos entre 18 e 34 anos ainda vivendo com os pais¹¹⁷ — um número que só piorou desde o advento da pandemia da COVID-19¹¹⁸.

Apesar de configurar-se como uma alternativa concreta, uma série de pressões culturais dentro do país frequentemente a tornam uma alternativa pouco desejável: embora muitas outras culturas considerem normal e esperada a permanência dos filhos na casa dos pais após a adolescência, particularidades culturais dos Estados Unidos pressionam jovens adultos a maiores níveis de independência o mais cedo possível¹¹⁹. O problema, é claro, diz respeito à insistência da vida material em colocar à prova nossas crenças: para além do que uma ou outra pessoa pode desejar, o difícil acesso a bons empregos, a instabilidade do mercado de trabalho, bem como a rápida mudança nas competências exigidas da força de trabalho, aparecem como empecilhos concretos para o atendimento dessa expectativa social. Todos esses são fatores que influenciam, direta ou indiretamente, a decisão de um jovem e sua família em continuarem a conviver embaixo de um mesmo teto¹²⁰, e nos ajudam a compreender porque, apesar de eventuais pressões culturais, tal caminho nem sempre pode ser travado por qualquer indivíduo.

Essa, no fim das contas, nem sempre é uma alternativa viável. Algumas pessoas podem ver-se forçadas a sair de casa por diversas razões, incluindo relacionamentos abusivos, incapacidade dos pais de custear uma vida minimamente digna ou a simples falta de oportunidade de emprego¹²¹. Outras tantas pessoas podem simplesmente desejar um nível

¹¹⁷ Em 2014, o *Pew Research Center* publicou uma análise sendo a qual, pela primeira vez em mais de 130 anos, a porcentagem de jovens adultos (18-34) a morar na casa dos pais alcançava números maiores do que qualquer outra forma de habitação, superando a coabitação com parceiros, a moradia individual e outras formas de moradia (jovens adultos que não são "chefes" da casa, esposos ou filhos, incluindo aqui netos, sobrinhos, noras e genros, colegas de quarto e aqueles vivendo em alojamentos de grupo, como dormitórios de faculdade e estabelecimentos prisionais). Cf. FRY, Richard, **For First Time in Modern Era, Living With Parents Edges Out Other Living Arrangements for 18- to 34-Year-Olds**, Washington D.C.: Pew Research Center, 2016.

¹¹⁸ Em 2020, o mesmo instituto (*Pew Research Center*) publicou um novo relatório, indicando que o número de jovens adultos vivendo com os pais havia alcançado um recorde desde o final da Grande Depressão, em 1940; essa mudança, entretanto, dizia respeito às modificações temporárias em razão da pandemia da COVID-19, com 23% dos entrevistados alegando o fechamento de dormitórios em suas respectivas universidades e 18% citando a recente perda de emprego em razão da pandemia. FRY, Richard; PASSEL, Jeffrey S.; COHN, D'Vera, **A majority of young adults in the U.S. live with their parents for the first time since the Great Depression**, Washington D.C.: Pew Research Center, 2020.

¹¹⁹ DEY, Judith; PIERRET, Charles, Independence for young millennials: moving out and boomeranging back, **Monthly Labor Review**, 2014.

¹²⁰ HEATH, Sue; CLEAVER, Elizabeth (Eds.), Living in and Leaving the Parental Home, *in: Young, free, and single: twenty-somethings and household change*, Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2003, p. 54-73.

¹²¹ As razões que levam um jovem adulto a saírem da casa dos pais são múltiplas e atendem a uma série de particularidades e determinações específicas em cada caso. A título comparativo, entretanto, dados acerca dos padrões de comportamento de jovens adultos saindo da casa dos pais na Europa identificaram três principais razões para o processo: (i) ingresso na universidade; (ii) busca pela independência; e (iii) foram forçados a fazê-lo. A última categoria inclui fatores como relacionamentos abusivos, hostilidade em razão de orientação sexual, inabilidade ou falta de desejo de custear os filhos ou falta de oportunidades de emprego. Para uma

maior de independência, bem como um local próprio onde possam individualizar-se, fruindo de seu próprio tempo e espaço de acordo com seu entendimento¹²². Qualquer que seja o motivo subjacente, em diversos casos a permanência na residência dos pais não é viável, forçando o jovem a buscar alternativas capazes de resolver seu dilema particular¹²³.

Historicamente, as razões que levavam as pessoas a saírem da casa dos pais se concentravam em dois processos distintos, ainda que frequentemente interligados: a busca por emprego ou a decisão de casamento¹²⁴. Com as mudanças sociais do último século, sobretudo em relação ao declínio das taxas de matrimônio e ao aumento da idade média do primeiro casamento, essas razões foram lentamente sendo substituídas por outras distintas, sobretudo em relação à expectativa social de educação formal¹²⁵. Exatamente por isso, uma das formas mais suaves de transição da casa dos pais para outras formas de residência é identificada na possibilidade de ingresso em uma universidade. Muitos são os jovens que, para além de outras potenciais vantagens, acabam optando por uma formação superior

discussão mais aprofundada: HEATH, Sue; CLEAVER, Elizabeth, **Young, free, and single: twenty-somethings and household change**, Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2003.

¹²² Uma das grandes forças por detrás da decisão de buscar formas alternativas de moradia — sobretudo a moradia individual — está vinculada ao desejo de constituição de um espaço pessoal, em um cronograma também pessoal; mesmo assim, estudos demonstram que a qualidade da experiência de viver sozinho está diretamente ligada à condição volitiva na determinação desse tipo de moradia: as evidências disponíveis indicam que, enquanto aqueles que vivem sozinhos por escolha própria têm uma experiência geralmente positiva, a maioria dos habitantes de “quitinetes” acabam forçados a esses locais por outras determinações. Mesmo assim, e de forma central para a construção desse exemplo hipotético, até mesmo as pessoas em condições inadequadas de moradia (especialmente em razão da constrição espacial dessas pequenas acomodações) consideram-na uma melhoria em relação às experiências de moradia coletiva anteriores, nas quais tais indivíduos tinham menos tempo sozinhos, apesar de potencialmente mais espaço. Para uma discussão sobre o processo de emancipação e a opção por morar sozinho enquanto jovens adultos, ver *Ibid.*, p. 109–124.

¹²³ Embora muitos jovens deixem a casa dos pais por outras formas de habitação sem maiores consequências, há outro caminho estatisticamente relevante que pode levar a uma forma alternativa de moradia. Nos Estados Unidos, cerca de dois milhões de adultos estão atualmente encarcerados no país — com 57% dos indivíduos custodiados em instituições prisionais estaduais figurando entre 18 e 34 anos. Enquanto imposição coercitiva, sua manifestação seria inadequada à categoria “escolha”, ainda que *ex posteriori*: assim como no exposto na nota 112, versando sobre indivíduos em situação de rua, não se nega a possibilidade abstrata de que alguém “escolha” ser preso como forma de satisfação da necessidade de moradia; porém, considerando o funcionamento concreto das instituições carcerárias estadunidenses como um orientado pela ideia de “*less eligibility*”, pelo qual “as condições de vida no cárcere devem ser acentuadamente piores que as condições de vida dos mais precários trabalhadores livres para que preserve seu caráter punitivo e se mantenha devidamente dissuasor[ia] diante do custo da opção de delinquir”, sua defesa como uma potencial “escolha” seria possível apenas a partir de uma concepção ética extremamente individualista (nesse sentido, a discussão conduzida por G. A. Cohen é especialmente iluminadora: COHEN, G. A., **History, labour, and freedom: themes from Marx**, Oxford : New York: Clarendon Press ; Oxford University Press, 1988, p. 255–285). Mesmo assim, me parece um equívoco desconsiderar como, para além do âmbito da escolha, uma porção significativa da população estadunidense tem sua moradia fornecida por meio desse mecanismo; um número assustadoramente similar ao dos estudantes, com uma diferença de apenas quinhentas mil pessoas entre os dois grupos. Cf. ESCRITÓRIO DE ESTATÍSTICAS JUDICIAIS, **Corrections Statistical Analysis Tool (CSAT) - Prisoners**, Washington D.C.: U.S. Department of Justice, 2019. Sobre o princípio de “*less eligibility*”, ver CACICEDO, Patrick Lemos, O Princípio da Less Eligibility, a Legalidade na Execução Penal e os Tribunais Superiores, **Revista da EMERJ**, v. 18, n. 67, p. 306–316, 2015.

¹²⁴ HEATH; CLEAVER, 2003, p. 61–63.

¹²⁵ HEATH; CLEAVER (Eds.), 2003.

justamente como forma de iniciar uma transição da casa dos pais para uma forma maior de independência. Devido às dimensões continentais dos Estados Unidos, um grande número de jovens se realoca para espaços coletivos de moradia — os famosos dormitórios universitários —, em números que chegam a abrigar cerca de 2,8 milhões de indivíduos¹²⁶. A decisão de cursar uma faculdade, especialmente quando as instituições de ensino estão localizadas em outras cidades ou estados, resulta na determinação da moradia de milhões de indivíduos todos os anos.

Ainda que permanecer na casa dos pais ou ir para a universidade constituam alternativas concretas para satisfazer a necessidade básica de moradia de qualquer indivíduo estadunidense, não é difícil conceber porque essas são alternativas secundárias. Indo além do recorte demográfico proposto — ou seja, considerando a quantidade de vezes em que a decisão de mudança habitacional se dá em outros momentos ao longo da vida das pessoas —, torna-se facilmente perceptível que a maioria das pessoas, quando quer trocar de casa, não precisa ir para a universidade ou ser presa para realizar essa troca. Se um determinado indivíduo opta por substituir seu arranjo habitacional, essa pessoa terá de identificar quais as condições em que deseja viver a partir dali — sempre mediadas por uma série de determinações próprias, como dito —, constituindo assim um novo lar. A forma predominante de satisfação da necessidade de moradia é, “simplesmente”, constituir uma nova moradia.

Muito embora a última afirmação possa parecer um truísmo, os mecanismos pelos quais essa constituição pode ser realizada ilustram a sua complexidade não aparente. Seja essa constituição executada individualmente, com um único indivíduo morando em uma unidade habitacional sozinho; seja ela realizada em conjunto com outros indivíduos, com o compartilhamento dos espaços comuns e a alocação de um dormitório para cada pessoa; seja ela feita com um parceiro afetivo, constituindo um novo núcleo familiar; não importa qual sua configuração específica, a constituição de uma nova residência é a forma mais tradicional de satisfação da necessidade básica de moradia. E aqui chegamos ao ponto de vinculação essencial entre a moradia como uma necessidade básica e a constituição de um mercado imobiliário. Para que alguém consiga constituir um novo lar, essa pessoa terá de fazê-lo em um espaço físico determinado; e para conseguir gozar do direito de uso desse espaço físico, essa pessoa terá de decidir essencialmente entre dois mecanismos diferentes: a compra de um imóvel ou seu aluguel.

¹²⁶ ESCRITÓRIO DO CENSO DOS ESTADOS UNIDOS, **P5 - Group quarters population by major group quarters type**, Washington D.C.: U.S. Census Bureau, 2020.

2.4 Uma crise por quê?

Comprar ou alugar, eis a escolha. Pela quantidade de manuais, dicas e guias disponíveis em uma simples busca pelo Google acerca do tema, não é difícil imaginar como a decisão entre essas duas alternativas é uma que causa considerável preocupação. Seja na condição da constituição de um novo lar como morador único, ou de forma compartilhada com amigos, colegas de apartamento, companheiros ou qualquer outro arranjo, a decisão entre essas duas alternativas está longe de resolver-se de forma simples, com uma série de prós e contras pesando em cada caso.

Consideremos o nível mais direto de repercussões de cada escolha. Ao optar por um contrato de aluguel, por exemplo, um indivíduo poderá aproveitar maior mobilidade, possibilitando tanto sua migração para outras cidades ou países, quanto a prova de diferentes tipos de imóvel e acomodação. Como nem toda casa é necessariamente pensada como uma residência permanente, a ausência de vinculação com um imóvel permite maior liberdade ao indivíduo que considera sua estadia nessas condições como temporária, permitindo que ele ou ela mudem-se para outros lugares no curto ou médio prazo sem as dificuldades da propriedade — basta encontrar um novo lugar e pagar as contas dos serviços básicos (água, luz, internet, etc.). A depender do perfil do indivíduo, o contrato de aluguel certamente pode ser uma opção muito mais atrativa que a aquisição de um imóvel.

A questão, entretanto, é que nosso processo decisório nem sempre segue critérios de racionalidade econômica para chegar às suas conclusões. Se é verdade que o contrato de aluguel faça sentido para um grande número de indivíduos, há também um estigma social em desfavor dessa opção¹²⁷. Os mesmos atributos de mobilidade, por exemplo, podem ser compreendidos não como vantagens, mas como sinais de instabilidade, falta de comprometimento ou simplesmente falta de sucesso¹²⁸, compreensões que não passam por uma análise necessariamente racional da situação, mas que, ainda assim, detém um poder considerável acerca do resultado da decisão.

Essa não é uma interferência pontual ou temporária, como um sinal da moda atual. Ao contrário, ela é representativa de uma das bases culturais dos Estados Unidos, e que se

¹²⁷ A ideia é elaborada no contexto da Noruega em um estudo particularmente interessante, que opera e expande a categoria “estigma” de Goffman para demonstrar os impactos sociais da opção pelo aluguel em países que valorizam a ideia da “casa própria”, clarificando como essa característica pode ser tomada como um *proxy* para o caráter moral do indivíduo. Cf. VASSENDEN, Anders; LIE, Terje, Telling Others How You Live-Refining Goffman’s Stigma Theory Through an Analysis of Housing Strugglers in a Homeowner Nation: Telling Others How You Live, **Symbolic Interaction**, v. 36, n. 1, p. 78–98, 2013.

¹²⁸ *Ibid.*

constitui como uma das principais ideias exportadas pelo país ao longo da última metade do século XX. É uma ideia de peso tão grande que, embora diga respeito a um fenômeno supostamente localizado apenas naquele país, tornou-se popular o suficiente para ser compreendida por indivíduos ao redor do mundo como equivalente ao que significa “ser americano”.

Popularizado pelo escritor James Truslow Adams em seu famoso livro *Epic of America*, de 1931, o termo *American Dream* é uma das expressões culturais mais conhecidas daquele país¹²⁹. Mesmo diante de uma difícil e tumultuosa história de repressão, segregação e de luta por direitos civis e sociais, cheia de crises políticas e econômicas, a ideia do sonho americano ainda é parte fundamental da identidade de muitos estadunidenses. Apesar da multiplicidade de significados potencialmente atribuíveis, a ideia do sonho está geralmente associada a uma expectativa otimista em relação ao futuro, no qual as pessoas seriam capazes de atingirem seu próprio ideal de sucesso a partir do seu esforço e suor, independentemente de suas características ou origens; em suma, a crença na possibilidade de construção de um futuro melhor¹³⁰. Ainda que a expressão tenha sido utilizada somente no século XX, sua ideia básica estava presente no primeiro documento oficial daquela nação, detalhando as condições sob as quais aquele novo país constituir-se-ia como independente¹³¹:

Consideramos estas verdades como auto-evidentes, que todos os homens são criados iguais, que são dotados pelo Criador de certos direitos inalienáveis, que entre estes estão a vida, a liberdade e a busca pela felicidade.

Com essas palavras, que tornar-se-iam algumas das mais reconhecíveis na língua inglesa, Thomas Jefferson, um dos “pais fundadores” dos Estados Unidos, iniciou uma longa tradição de otimismo acerca do futuro para todos aqueles que desejassem participar daquela grande odisséia que se desenhava à frente¹³². A ideia de que, “se você trabalhar duro e jogar de acordo com as regras, você será recompensado, você irá um pouco melhor ano que vem

¹²⁹ Apesar da primeira utilização reconhecida do termo ter sido feita pelo jornalista Walter Lippmann, no livro *Drift and Mastery* (1941), sua utilização contemporânea está ligada à popularização do termo na obra de Adams, descrevendo-o como o “sonho de uma terra onde a vida será melhor e mais rica para cada pessoa, com oportunidade de acordo com sua habilidade ou conquista”. Cf. HANSON, Sandra L.; WHITE, John Kenneth (Orgs.), **The American dream in the 21st century**, Philadelphia: Temple University Press, 2011, p. 3.

¹³⁰ CULLEN, Jim, **The American dream: a short history of an idea that shaped a nation**, Oxford; New York: Oxford University Press, 2003.

¹³¹ Em tradução livre do original: “*We hold these truths to be self-evident, that all men are created equal, that they are endowed by their Creator with certain unalienable Rights, that among these are Life, Liberty and the pursuit of Happiness.*” Cf. RAKOVE, Jack N, **The Annotated U.S. Constitution and Declaration of Independence**, Cambridge: Harvard University Press, 2022.

¹³² CULLEN, 2003, p. 35–58.

do que no ano anterior”¹³³, é uma com enorme impacto cultural na formação do país; e se a recepção das “massas cansadas, pobres e amontoadas ansiando para respirarem livres” se modificou a ponto de deixar de representar tal sonho, outros símbolos ainda continuam firmes e fortes em sua reprodução¹³⁴, particularmente a *white picket fence* — a casa própria, rodeada por uma cerca de estacas brancas¹³⁵.

Representando um dos aspectos materiais mais objetivos do sonho americano, o cercado de estacas brancas tornou-se sinônimo do que significa “ser americano”, vinculando de forma permanente a ideia de autorrealização e de sucesso com a aquisição da casa própria¹³⁶. Mais do que um mero meio para a satisfação de uma necessidade básica, a conquista de um espaço próprio transformou-se na pedra angular do sonho americano, substanciando não apenas a possibilidade de ascensão social, mas também a própria liberdade de um novo começo para muitas pessoas¹³⁷.

Comprar uma casa, entretanto, não é apenas uma vitória simbólica¹³⁸. Conforme identificado por uma série de estudos ao longo do último século, a aquisição da casa própria pode trazer consigo um número de vantagens estruturais, sociais e psicológicas em diversos outros aspectos da vida do seu proprietário, que vão desde uma tendência a envolver-se com maior frequência em atividades comunitárias e cívicas¹³⁹, passando por maiores níveis de escolaridade para os filhos¹⁴⁰, até a constituição de um ambiente mais estável na juventude, com menores índices de dificuldades sociais, comportamentais e emocionais¹⁴¹. Se é verdade que alugar pode ser uma escolha inteligente para um determinado grupo de pessoas, também

¹³³ CLINTON, Bill, A Call for Responsibility, *in*: , Johnstown, Pa: [s.n.], 1992.

¹³⁴ Em um formato inovador, um grupo de atores vinculados à empresa de comunicação *College Humor* desenvolveu um *role-playing game* (RPG) tratando justamente das múltiplas variações interpretativas possíveis para essa ideia histórica, maleável e potente do sonho americano. Cf. **Dimension 20: The Unsleeping City**, Dropout, disponível em: <<https://www.dropout.tv/dimension-20-the-unsleeping-city>>. acesso em: 1 nov. 2022.

¹³⁵ DOLAN, Michael, How Did the White Picket Fence Become a Symbol of the Suburbs?, **Smithsonian Magazine**, 2019.

¹³⁶ ROHE, William, Homeownership, *in*: CARSWELL, Andrew T. (Org.), **The encyclopedia of housing**, 2. ed. Thousand Oaks, Calif: SAGE Publications, 2012.

¹³⁷ MCLEAN; NOCERA, 2011.

¹³⁸ Apesar do termo “casa” representar, no sentido mais comum, uma forma específica de moradia, este será utilizado de forma genérica no texto para referir-se a qualquer forma de moradia residencial, seja ela na forma de casa, apartamento ou outro arranjo físico.

¹³⁹ ROTOLO, Thomas; WILSON, John; HUGHES, Mary Elizabeth, Homeownership and Volunteering: An Alternative Approach to Studying Social Inequality and Civic Engagement1: Homeownership and Volunteering, **Sociological Forum**, v. 25, n. 3, p. 570–587, 2010.

¹⁴⁰ BOEHM, Thomas P.; SCHLOTTMANN, Alan M., Does Home Ownership by Parents Have an Economic Impact on Their Children?, **Journal of Housing Economics**, v. 8, n. 3, p. 217–232, 1999.

¹⁴¹ BARKER, David; MILLER, Eric, Homeownership and Child Welfare, **Real Estate Economics**, v. 37, n. 2, p. 279–303, 2009; BOYLE, Michael H., Home Ownership and the Emotional and Behavioral Problems of Children and Youth, **Child Development**, v. 73, n. 3, p. 883–892, 2002.

é verdade que a decisão de comprar a casa própria traz consigo uma série de vantagens para o indivíduo, sua família e comunidade.

O problema, claro, é que não vivemos em uma sociedade idílica, na qual as pessoas têm suas necessidades básicas supridas. Ao contrário, vivemos em uma sociedade na qual mesmo as necessidades mais básicas são vistas como “privilégios” ou “vantagens”; como conquistas individuais, e não como resultado de disputas ao longo de séculos. No *parlance* específico, nenhuma necessidade seria básica o suficiente para justificar sua generalização; afinal de contas, quem nunca escutou que “não existe almoço grátis”¹⁴²? Para que um indivíduo possa aproveitar os variados benefícios decorrentes da propriedade de um imóvel residencial, ele terá de fazer por merecê-lo; ele terá, literalmente, de pagar o preço. E, embora todas questões até aqui levantadas figurem em alguma medida na decisão entre comprar ou alugar, o fator determinante ainda é, muitas vezes, apenas um: a disponibilidade de capital.

A verdade é que comprar uma casa — e constituir um lar — é um processo que envolve um investimento massivo de dinheiro. No ápice da especulação imobiliária que precedeu a crise, no primeiro quartel de 2007, o preço médio de uma casa nos Estados Unidos era de US\$322.100; em 2022, esse valor já passou a marca dos US\$500.000¹⁴³. Em razão de sua escassez naturalmente imposta, a verdade é que imóveis simplesmente são caros, com a casa própria representando, em muitos casos, a maior decisão financeira da vida de um indivíduo. Quando somamos os outros custos relacionados, como impostos de propriedade, parcelas de entrada e quitação, manutenção da construção, reformas, custos de mudança, seguros e tantas outras taxas e encargos diversos, percebemos como a disponibilidade de capital aparece como uma das determinações principais no processo decisório sobre a moradia de alguém.

Analisando os dados acima, estaríamos desculpados ao crer que o sonho da casa própria nos Estados Unidos é uma distante realidade para a maioria das pessoas no país, em razão do considerável montante de capital necessário para sua aquisição. Ao compararmos essa reflexão com os dados acerca da ocupação de unidades residenciais entre aqueles que alugam e aqueles que vivem em sua própria casa, entretanto, identificamos que, de acordo com dados do censo de 2020¹⁴⁴, a maioria das unidades habitacionais no país é ocupada por

¹⁴² GWARTNEY, James D.; STROUP, Richard L.; LEE, Dwight, **Common Sense Economics**, [s.l.]: St. Martin's Press, 2005.

¹⁴³ ESCRITÓRIO DO CENSO DOS ESTADOS UNIDOS, **Average Sales Price of Houses Sold for the United States [ASPUS]**, St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2022.

¹⁴⁴ ESCRITÓRIO DO CENSO DOS ESTADOS UNIDOS, **S2502 - Demographic characteristics for occupied housing units**, Washington D.C.: U.S. Census Bureau, 2020.

seus proprietários, representando 64% do total de unidades¹⁴⁵. Mas se esse é o caso, como explicamos essa característica nacional contra o custo gigantesco da aquisição da casa própria?

A verdade é que comprar sua própria casa não é apenas uma representação simbólica do “sonho americano” de ascensão social; esse é, também, o principal mecanismo concreto pelo qual tal ascensão pode ser realizada. Comprar uma casa não é apenas um gasto para a maioria das pessoas; é também um investimento.

Ainda que nós escutemos com alguma frequência a sugestão de que comprar uma casa deve ser visto como um investimento, nem sempre a razão pela qual isso é verdade nos aparece de forma clara. Quando alguém concebe um imóvel residencial como investimento, normalmente se está referindo ao patrimônio líquido acumulável, correspondente à diferença entre o valor de mercado do imóvel e as parcelas pendentes em seu financiamento¹⁴⁶. Conforme o indivíduo vai quitando as parcelas do imóvel, o valor de seu patrimônio imobiliário líquido também vai crescendo, permitindo que esses valores possam ser acumulados e utilizados mais tarde pelo proprietário para outras finalidades, seja mediante a venda do imóvel após sua quitação — com o recebimento de todo o valor investido mais eventual lucro pela apreciação do imóvel — ou mediante a tomada de novos empréstimos garantidos pelo imóvel quitado¹⁴⁷. Em outras palavras, comprar uma casa não é apenas uma representação simbólica do *American Dream*; é também um dos principais mecanismos disponíveis ao cidadão comum para ascender socialmente, por fornecer a ele uma oportunidade de construção de um patrimônio próprio.

Entendida como investimento, a aquisição da casa própria tende a ser uma escolha inteligente — desde que o indivíduo tenha a condição financeira para fazê-la, é claro —, dado o potencial de valorização imobiliária e a constituição do imóvel como patrimônio com

¹⁴⁵ De acordo com o disposto nas notas técnicas da edição de 2020 do censo nos Estados Unidos, a ocupação das residências no país é dividida em dois grupos: (a) ocupadas pelos proprietários, consistindo nas unidades residenciais em que o proprietário ou co-proprietário são residentes, independentemente da quitação do imóvel; e (b) ocupadas por “inquilinos”, identificados negativamente em relação ao grupo de proprietários residentes, incluindo configurações com e sem pagamento de aluguel, cf. ESCRITÓRIO DO CENSO DOS ESTADOS UNIDOS, **American Community Survey and Puerto Rico Community Survey - 2020 Subject Definitions**, Washington D.C.: U.S. Census Bureau, 2020.

¹⁴⁶ PEISER, Richard, Equity, in: CARSWELL, Andrew T. (Org.), **The encyclopedia of housing**, 2. ed. Thousand Oaks, Calif: SAGE Publications, 2012.

¹⁴⁷ Além da chance de receberem o valor integral investido na aquisição e/ou construção do imóvel residencial por meio da sua venda, proprietários dispõem principalmente de duas formas de capitalização sobre o imóvel: a segunda hipoteca, que dá ao proprietário uma soma em dinheiro a ser paga em um prazo fixo preestabelecido; e a linha de crédito rotativo sobre o *home equity*, na qual o proprietário toma quantias variáveis de dinheiro e paga juros mensais sobre o saldo do empréstimo. Para uma distinção aprofundada entre as duas modalidades de empréstimo, ver BRUEGGEMAN, William B.; FISHER, Jeffrey D., **Real estate finance and investments**, 14th ed. New York: McGraw-Hill Irwin, 2011, p. 168–169.

o passar do tempo¹⁴⁸. Nesses termos, a casa não apenas vira um ativo que pode ser negociado diretamente, proporcionando lucro em caso de eventual venda, mas também se transforma essencialmente em um “caixa automático” para o proprietário: uma vez quitada, a casa torna-se garantia para um sem fim de empréstimos, possibilitando o acesso a formas mais baratas e amplas de capitalização. Posto de outra forma, para além de seu valor de uso enquanto um teto para abrigar-se, dentro da atual configuração produtiva da nossa sociedade, outra importante utilidade é dela extraída (i.e., a possibilidade de obtenção de crédito hipotecário). Com isso em mente, basta dizer que a escolha de comprar uma moradia pode ser um excelente negócio.

Mas se esse é o caso, a pergunta que devemos nos fazer é simples: se esse é um negócio tão caro, exigindo tanto capital, como é que tantas pessoas conseguem realizar um investimento dessa magnitude? Não seria de se imaginar que tal “luxo” estaria restrito a um número pequeno de pessoas? Posto de outra forma, o que tornou possível a superação dessa exigência significativa de capital para realizar a compra de um imóvel residencial?

¹⁴⁸ Ibid., p. 190.

3 A CONSTRUÇÃO DA TÉCNICA HIPOTECÁRIA

Casas, nos Estados Unidos, são bens avaliados em centenas de milhares de dólares. Como visto, entretanto, a dimensão de capital necessária para a aquisição de imóveis no país não parece ser um impedimento para sua realização. Se esse é o caso, como essas pessoas conseguem operacionalizar a aquisição de seus imóveis?

A resposta é simples: elas tomam dinheiro emprestado.

O que não é tão simples, entretanto, é compreender as implicações da constituição dessa relação social específica, bem como os poderes que possibilitam a realização dessa finalidade; mais especificamente, precisamos compreender qual a natureza dos sistemas técnico-sociais necessários para a operacionalização, por meio da cessão de crédito, da aquisição da casa própria.

3.1 Posições, relações e tecnologias sociais

Para conseguir operacionalizar a aquisição da propriedade de um imóvel residencial, um indivíduo típico estadunidense conta com um mecanismo específico: a hipoteca. Após buscar uma instituição financeira de sua preferência, esse indivíduo será submetido a uma avaliação de crédito para que, a partir de uma avaliação de risco, tal instituição decida se irá participar da originação da hipoteca. Caso a resposta seja positiva, um contrato formal de empréstimo será efetivado, estabelecendo os termos em que tal montante será cedido, bem como as condições para o seu pagamento.

Se até o momento fizemos referência a um indivíduo genérico em nosso modelo, utilizando-o como ponto de partida para a avaliação das possibilidades predominantemente disponíveis para acesso à moradia, a constituição do vínculo contratual hipotecário oferece um novo nível de profundidade. A partir do momento da originação, deixamos de considerá-lo como um indivíduo genérico e passamos a preocupar-nos não mais com suas características putativas, como se o “homem médio” existisse, mas sim com a posição social por ele ocupada: o que o contrato hipotecário faz, enquanto relação entre duas (ou mais) partes, é elevar ambas as partes a ocupar posições sociais específicas (i.e., um mutuário e um credor). O que podemos fazer, a partir desse momento, é substituir a unidade básica de análise social, passando de um indivíduo genérico putativo para uma posição social concreta.

Em razão da forma como fomos socializados, quando ouvimos a expressão “sociedade”, tendemos a imaginá-la como um aglomerado de indivíduos isolados interagindo uns com os outros. Essa, entretanto, é uma visão absolutamente inadequada da vida social; a realidade é marcada por relações entre indivíduos, não pelo seu isolamento. A relação de um mutuário e um credor serve, evidentemente, como um exemplo dessa natureza relacional, mas está longe de ser a única: professores são definidos em relação aos alunos, patrões em relação a empregados, mutuário em relação a credores; todos são exemplos de coisas que são o que são porque estão em relação umas com as outras¹⁴⁹. Essas relações, tão pervasivas e fundamentais para a compreensão da realidade, não são relações constituídas entre indivíduos concretos; são relações constituídas entre posições sociais específicas. Nossos papéis sociais, assim como nossas obrigações, direitos e deveres, existem de forma independente da nossa existência como indivíduos; elas decorrem das posições sociais que ocupamos.

Para seguirmos no exemplo, considere como a posição de mutuário é acompanhada de determinadas responsabilidades, obrigações e prerrogativas. Se esse indivíduo vendesse seu imóvel sem quitá-lo, (i.e., transferindo a dívida), essas responsabilidades, obrigações e prerrogativas também seriam transferidas, já que sua vinculação não é a uma ou outra pessoa, mas sim à posição social que esse indivíduo ocupa em um determinado contexto espaço-temporal. Em vez de um mundo composto por indivíduos isolados uns dos outros, o estrato social é marcado por redes de posições sociais, caracterizados pelas regras e práticas associados, que determinam umas às outras¹⁵⁰; ou, na poesia metafísica da Donne, “nenhum homem é uma ilha, isolado em si mesmo; todos são parte do continente, uma parte de um todo”¹⁵¹.

Ao assumir a posição de mutuário, portanto, nosso indivíduo passa a ter todas as responsabilidades, obrigações e prerrogativas a ela ligadas. Atualmente, para que um indivíduo consiga comprar uma casa avaliada em 200 mil dólares, por exemplo, um contrato padrão de hipoteca irá exigir dele o pagamento de uma parcela de entrada de cerca de 20% desse montante — nesse caso, 40 mil dólares¹⁵². Após esse aporte, a instituição financeira

¹⁴⁹ A distinção entre relações internas e externas é dada pela sua (in)dependência constitutiva: uma relação social é interna se os objetos vinculados dependem um do outro para a sua existência. Nesse caso, o que caracteriza a posição social de mutuário é sua relação com um credor; ambos são indispensáveis para a manutenção dessa relação. LAWSON, 1997, p. 162–163.

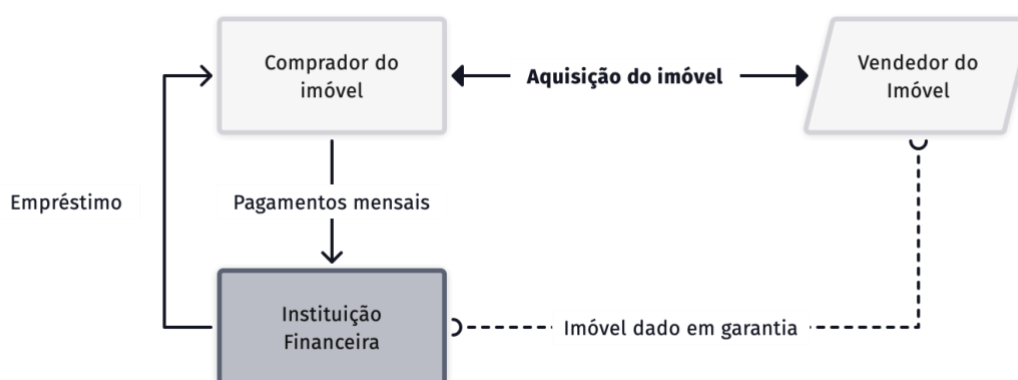
¹⁵⁰ Ibid., p. 179.

¹⁵¹ DONNE, John, **Meditações**, São Paulo: Landmark, 2007, p. 102–103.

¹⁵² WACHTER, Susan M.; SMITH, Marvin M. (Orgs.), **The American mortgage system: crisis and reform**, 1. ed. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2011, p. 13.

emprestaria os outros 160 mil dólares restantes a juros pré-estabelecidos, com intenção de auferir lucros a partir da diferença da quantia emprestada e da quantia devolvida. Em termos gerais, esses contratos normalmente envolvem um longo prazo de pagamento, a saber, em média, 360 meses (trinta anos), e geralmente são negociadas com taxas fixas ou variáveis¹⁵³.

Figura 2 — Funcionamento da técnica hipotecária



Fonte: produção autoral.

Moradias, portanto, quando adquiridas por meio do instrumento hipotecário, irão requerer pagamentos regulares ao longo de extensos períodos; uma vez quitada a dívida, as posições de mutuário e credor deixarão de ser ocupadas, possibilitando ao novo proprietário a chance de vender seu imóvel ou, como já visto, utilizá-lo como garantia para linhas de crédito. O que chama a atenção, entretanto, são as características dessa relação social; mais especificamente, as regras sociais associadas ao contrato hipotecário.

Consideremos o exemplo já citado de uma hipoteca padrão sobre uma casa de 200 mil dólares. Após a dedução do valor de entrada, conseguimos identificar o valor total do empréstimo (160 mil dólares); um valor que, se submetido a uma taxa de juros de 5% ao

¹⁵³ Como o próprio nome indica, contratos com taxas fixas são aqueles em que a taxa de juros atrelada ao valor do empréstimo é pré-determinada, mantendo-se a mesma durante toda a duração do financiamento. Hipotecas de taxa variável, por sua vez, sofrem ajustes anuais de acordo com a taxa pública de juros anunciada pelo *Federal Reserve*, com consequentes variações nos pagamentos mensais requeridos para a manutenção do contrato. Para nos mantermos no exemplo citado, presumindo uma taxa de juros de 5% ao ano, um contrato fixo requereria o pagamento mensal de 858 dólares, ignorados os custos de impostos, seguros, taxas e afins. Um contrato variável, por sua vez, poderia sofrer tanto aumentos, quanto declínios, dependendo do sentido de variação da taxa de juros do governo americano: os mesmos pagamentos poderiam cair para 674 dólares mensais, caso a taxa caísse para 3%; ou poderiam subir para 1064 dólares mensais, caso o índice aumentasse para 7%. Se a diferença já parece suficientemente drástica no valor da parcela mensal, não é preciso dizer que as variações no longo prazo podem ser brutais (de 242.640 dólares para 383.040 dólares, nos exemplos limítrofes).

ano, resultaria em um montante devido à instituição financeira no valor de cerca de 310 mil dólares, ao final do período do empréstimo. Em um contrato hipotecário, portanto, um indivíduo praticamente duplicaria o valor que precisaria dedicar àquela transação, pagando cerca de 150 mil dólares em juros apenas. Como fazer sentido de uma transação dessas?

Valendo-me de um interessante exemplo, gostaria de propor um exercício imaginativo¹⁵⁴. Considere, por exemplo, o “valor” da sua casa — não de uma casa qualquer, mas da sua casa. Se é uma residência alugada, você poderia dizer que ela “vale” alguns milhares de reais por mês; se você tem não apenas a posse, mas também a propriedade dela, você poderá dizer que ela “vale” centenas de milhares de reais (ou mais). Essas são formas recorrentes de concebermos o “valor” de algo; mas, como todas as ficções convincentes, essa são formas que mais servem para nos confundir do que para nos iluminar.

Quando consideramos o valor da nossa casa, podemos certamente pensar em preços; mas seguramente esse não é o único “valor” que conseguimos imaginar para uma moradia. Muito além do seu preço, o valor de uma casa está em sua capacidade de oferecer abrigo ao final de cada dia; na possibilidade de cozinhar, comer, dormir ou receber os amigos; na sua proteção contra ameaças externas, oferecendo privacidade e segurança. Todos esses elementos são parte integrante do “valor” de uma casa; especificamente, eles dizem respeito aos infinitos valores de uso que nós podemos dela extrair.

Ao avaliarmos o valor de algo, não nos interessa apenas o seu preço — ou, posto de forma tecnicamente mais adequada, não nos interessa apenas seu valor de troca¹⁵⁵. Uma casa pode apresentar um valor de troca de centenas de milhares de dólares; mas será mesmo que seu valor para uma mãe solteira, com três filhos, é adequadamente representado por uma cifra? Quando lemos que uma parte significativa do movimento que levou à detonação da crise dizia respeito a problemas na avaliação dos ativos em cada balanço contábil, é fácil nos

¹⁵⁴ Existem algumas obras que nos marcam profundamente, mesmo que não consigamos reconhecer sua influência de maneira imediata; esse certamente é o caso das “17 Contradições e o Fim do Capitalismo” de David Harvey. No livro, o autor vale-se de uma série de exercícios heurísticos para apresentar seu raciocínio, incluindo uma comparação entre o valor de uso e o valor de troca de uma casa; um exercício que, em grande medida, está representado nos parágrafos a seguir. O interessante, entretanto, é notar como o impacto da primeira leitura — feita há pelo menos cinco anos — foi tão grande que, ao revisitá-lo recentemente em busca de uma referência bibliográfica, não pude deixar de notar uma notável inspiração nesse e em outros exemplos, sobretudo em termos de organização de pensamento. Para uma exposição mais detalhada das contradições que se encontram subjacentes aos fenômenos aqui representados, ler HARVEY, 2014..

¹⁵⁵ Com esse comentário, não se está sugerindo que a categoria de valor de troca possa ser interpretada como substituto direto para preço; o “problema da transformação” é, aliás, um dos tópicos de maior disputa dentro do campo econômico acerca da adequação da contribuição de Marx para a constituição de uma crítica da economia política. Uma exposição interessante sobre a relação entre preço e valor pode ser encontrada em: DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique, Value and Natural Prices Trapped in Joint Production Pitfalls, *Journal of Economics*, v. 47, n. 1, p. 15–46, 1987.

esquecermos de que, por detrás de todos aqueles números, está uma outra dimensão de valor muito maior do que qualquer preço poderia dar conta. É preciso, portanto, olhar para além das aparências para termos uma compreensão mais adequada do real na sua interminável complexidade. É preciso identificar como todas as peças do quebra-cabeça se encaixam.

Se nos pautássemos exclusivamente pelo valor de troca, certamente questionaríamos os termos desse negócio; mas, apesar da aparência da circulação de mercadorias no capitalismo, o valor de um produto não é redutível ao seu valor de troca. A razão pela qual indivíduos pagam juros nessa dimensão é bem mais básica: as pessoas precisam do valor de uso da casa e, para poderem gozar desse valor de uso, são limitadas em suas opções de como fazê-lo. Posto de outra maneira, se escolherem comprar uma casa, precisarão se submeter aos termos oferecidos para que possam fazê-lo, pagando 150 mil dólares até que possam tomar a propriedade efetiva da casa. É como se estivessem pagando esse valor em alugueres, com a vantagem de que, ao final do período de tempo estipulado, poderão gozar livremente da propriedade daquele imóvel.

Uma forma distinta de compreendermos essa relação se dá como uma limitação às escolhas disponíveis aos indivíduos. Seres humanos, como visto, são complexos e estruturados de determinadas maneiras, possuindo, em razão de sua estrutura interna, determinados poderes. Tais poderes são simultaneamente facilitados e limitados por determinações em diversos níveis de emergência, desde a física até a social. Como vimos no capítulo anterior, parece inegável que indivíduos possuem algum nível de autodeterminação (i.e., que indivíduos têm o poder de escolher); mas se somos “livres” em alguma medida, é também certo que essa não é uma liberdade voluntarista¹⁵⁶. O que caracteriza essa liberdade é a possibilidade de escolha entre alternativas concretas¹⁵⁷; em outras palavras: todos somos livres para comprar uma casa; mas se não temos dinheiro (ou formas de acessar esse dinheiro), essa deixa de ser uma alternativa concreta. É dizer: só podemos escolher entre alternativas existentes.

Considerando tal limitação, e apesar da possível questionabilidade do negócio em termos estritamente monetários, torna-se mais claro porque indivíduos assumem hipotecas: porque essa é a escolha que lhes é disponível. A depender da posição social ocupada, essa possibilidade pode ou não estar disponível: basta considerar como, apesar de todas as inovações aqui descritas, pessoas de cor tiveram a possibilidade de obtenção de crédito

¹⁵⁶ COLLIER, 1994, p. 85–101.

¹⁵⁷ NETTO; BRAZ, 2011, p. 47–55.

sistematicamente negada nos Estados Unidos¹⁵⁸, sobretudo por meio de práticas institucionais de *redlining*¹⁵⁹. A combinação entre necessidades e possibilidades é, portanto, a chave para compreendermos o processo aqui explorado.

A hipoteca, enquanto mecanismo para a aquisição da casa própria, não é algo natural, evidentemente; trata-se de algo construído socialmente para a realização de um fim específico. Posto de outra forma, trata-se de uma ferramenta construída com determinadas finalidades em vista, funcionando como uma forma de facilitar determinadas atividades humanas (embora, é claro, também as limite nesse processo). Nesse sentido, portanto, seria interessante considerarmos a hipoteca como um artefato técnico: uma tecnologia construída com a finalidade de ampliar determinados poderes (i.e., o poder de conceder crédito) para torná-los mais acessíveis.

O estado de desenvolvimento tecnológico de uma determinada sociedade funciona tanto como facilitador, quanto limitador, de atividades humanas¹⁶⁰: ao mesmo tempo em que as características de determinados artefatos técnicos possibilitam que seres humanos voem (i.e., construímos aeronaves), suas condições de utilização tampouco são irrestritas (i.e., conseguimos exercer esse poder voando em aviões comerciais grandes com centenas de outros passageiros). Ademais, ao contrário do que muitos imaginam, a categoria

¹⁵⁸ Ainda que sua constituição não seja determinada necessariamente por uma relação interna, é possível identificar a existência de uma coletividade consistente de indivíduos ocupantes de uma posição social específica (i.e., pessoas de cor/caucasianos) a partir das regras sociais a elas aplicáveis; no caso, regras de segregação e racismo, codificadas ou não, representando formas de agir socialmente compartilhadas (implícita ou explicitamente).

¹⁵⁹ Ainda que tenha se constituído como uma peça-chave na expansão de acesso ao crédito para a aquisição da casa própria, o histórico de aprovação dos seguros e garantias pela FHA está longe de apenas positivo, sobretudo em relação às práticas de *redlining* — um processo de “classificação” de risco de inadimplência predominantemente determinado pela composição racial de um determinado bairro, feito à época por meio da utilização de canetas vermelhas para desenhar os limites geográficos de cada local. Ainda que as políticas de acesso à moradia da década de 1930 tenham sido fundamentais para assegurar um acesso a oportunidades de constituição de patrimônio familiar e, portanto, um importante veículo de mobilidade social, tais práticas eram explicitamente discriminatórias como demonstram pesquisas conduzidas desde pelo menos 1948. Essas questões vieram à tona de forma especialmente direta a partir da instituição de Robert C. Weaver para o posto de executivo do Departamento de Moradia e Desenvolvimento Urbano dos Estados Unidos (HUD), o primeiro negro a participar de um gabinete presidencial no país. As práticas de *redlining*, bem como suas consequências deletérias para a população negra nos Estados Unidos, são abordadas de forma didática em ROTHSTEIN, Richard, **The color of law: a forgotten history of how our government segregated America**, New York; London: W. W. Norton & Company, 2017.

¹⁶⁰ Clive Lawson, responsável pela teorização do “modelo transformativo de agência técnica”, do qual se parte para estruturar questões relacionadas à tecnologia no presente trabalho, frisa que, para além da limitação e da facilitação de determinados comportamentos humanos, a relação de reprodução e transformação identificada na interação com artefatos técnicos também produz modificações sobre os próprios seres humanos, tanto no sentido funcional de cumprirem um papel na formatação das capacidades e das competências de agentes engajados com alguma tecnologia, quanto na transformação por ela possibilitada em relação à própria “natureza” humana no sentido crítico heideggeriano. Cf. LAWSON, Clive, *An Ontology of Technology: Artefacts, Relations and Functions*, **Techné: Research in Philosophy and Technology**, v. 12, n. 1, p. 48–64, 2008.

“tecnologia” não está limitada às peças de *software* ou *hardware* de um determinado “aparelho”; enquanto categoria filosófica, sua utilização pode ser muito mais ampla, com o termo sendo utilizado frequentemente em referência ao processo pelo qual ideias, valores e relações sociais se concretizam em artefatos materiais¹⁶¹. Quando pensamos em termos tecnológicos, portanto, devemos considerar como uma série de outros sistemas sociais são, na verdade, tecnologias sociais, possibilitando e limitando determinadas habilidades humanas (e.g., direito)¹⁶².

Por essa razão — pela condição da tecnologia como construção intencional para a finalidade de expansão de uma capacidade humana específica e materialização de ideias, valores e relações sociais —, podemos nos valer da sua análise enquanto evidência das formas pelas quais pessoas operam determinadas escolhas. Se buscamos saber como uma pessoa pode conseguir tomar dinheiro emprestado para comprar um imóvel residencial, podemos observar os meios institucionais (i.e., técnicas) disponíveis para a realização de tal poder. E, embora cada país apresente diretrizes particulares na regulamentação da aquisição de imóveis¹⁶³, esse tipo de operação nos Estados Unidos é realizado majoritariamente por uma tecnologia específica, denominada empréstimo hipotecário.

Qualquer pessoa que resolva observar o funcionamento da vida social, logo perceberá como ela é altamente rotinizada: pessoas tendem a agir conforme determinadas rotinas, sejam elas pessoais (e.g., escovar os dentes antes de dormir) ou compartilhadas (e.g., cumprimentar alguém ao encontrá-la). Em muitos casos, tais rotinas envolvem comportamentos repetitivos que, de tanto serem reproduzidos, acabam sendo executados de forma essencialmente tácita (i.e., sem depender de reflexões diretas sobre seu funcionamento). Conforme essas práticas vão sendo compartilhadas, elas passam a constituir normas sociais: procedimentos de ações generalizadas, geralmente expressas seguinte a forma “se *x*, então *y*, dentro das condições *z*” (e.g., se for dirigir, mantenha-se do lado direito

¹⁶¹ LAWSON, Clive, Technology, *in*: HARTWIG, Mervyn (Org.), **Dictionary of Critical Realism**, 1. ed. London; New York: Routledge, 2007, p. 455.

¹⁶² Direito, nos termos aqui propostos, não é considerado um empreendimento científico dado seu objetivo fundamentalmente diferente: enquanto a ciência pretende oferecer explicações sobre o que existe, o direito funciona enquanto uma técnica de controle social, normatizando condutas e prevendo reações socialmente adequadas. A dogmática penal, como o próprio nome indica, representa um sistema conceitual particular, cuja função não é descobrir, mas mediar.

¹⁶³ No Brasil, por exemplo, operações de financiamento de imóveis operam por meio de uma variação da técnica hipotecária; sua principal diferença está na transferência do imóvel para o credor no momento da compra até a quitação da dívida. Com isso, em caso de inadimplência, a preferência de proteção não é dos moradores, mas sim dos credores, que podem conduzir o processo de retomada de forma extrajudicial. Cf. **O que é hipoteca: veja como funciona a hipoteca de imóvel no Brasil | Exponencial**, Creditas Exponencial, disponível em: <<https://www.creditas.com/exponencial/o-que-e-hipoteca/>>. acesso em: 1 nov. 2022.

da rua, quando nos Estados Unidos ou Brasil no século XXI)¹⁶⁴. Sua natureza é normativa, no sentido de indicar determinadas formas de agir como desejáveis, enquanto as diferencia de outras consideradas indesejáveis. Se, ao decidirmos entrar em um ônibus, fazemos (ou não) filas, é porque estamos seguindo (ou não) determinadas normas sociais, estejam elas positivadas em estatutos legais ou não; normas essas que condicionam, limitam e facilitam determinadas ações humanas.

A razão pela qual um indivíduo se submete às condições de financiamento impostas por um contrato hipotecário é o seu condicionamento à sua forma para a realização de um objetivo final: comprar a casa própria. Seres humanos podem muito, mas esse é um muito que é mediado por uma série de determinações em diversos níveis de emergência; e considerando como sua liberdade é condicionada por alternativas concretas, seus poderes de agir passam também a ser condicionados. Como veremos em breve, esse não é um processo de dominação direta e/ou unilateral, mas sim o resultado de uma série de conflitos mediatos e imediatos entre diferentes indivíduos e coletividades; o reconhecimento dessa complexidade, entretanto, não altera seu funcionamento concreto como norma social, facilitando alguns poderes e limitando outros. Quando precisamos de um empréstimo, tendemos a tomá-lo de um banco, não de um restaurante; agimos de determinadas maneiras, e não de outras, em razão dos sistemas que dispomos para realizar nossas finalidades. Dependemos de mecanismos capazes de realizarem essas finalidades.

Embora tendamos a tomar essa forma simplificada do contrato hipotecário como algo dado, historicamente seu desenvolvimento passou por um longo processo de reprodução e transformação até que fosse padronizada dessa maneira específica. E apesar de hoje a maioria dos bancos comerciais oferecer soluções hipotecárias para seus clientes, os principais responsáveis pela cessão desse tipo de crédito até a década de 1980 foram uma espécie distinta de instituição financeira, denominada *Savings and Loan* (S&L).

3.2 A evolução do instrumento hipotecário

As S&L são instituições financeiras especializadas em uma função principal: a cessão de empréstimos hipotecários residenciais¹⁶⁵. Constituídas originariamente ainda durante a primeira metade do século XIX — à época sob o nome de *Buildings and Loan*

¹⁶⁴ LAWSON, 1997, p. 178.

¹⁶⁵ MASON, David Lawrence, **From buildings and loans to bail-outs: a history of the American savings and loan industry, 1831-1995**, Cambridge ; New York: Cambridge University Press, 2004, p. 4.

(B&L) —, sua organização era fundamentalmente diferente daquela dos bancos comerciais, funcionando como cooperativas sem fins lucrativos voltadas para auxiliarem seus membros a tornarem-se proprietários de suas próprias casas¹⁶⁶.

Ao contrário do modelo atual, em que um indivíduo simplesmente adquire um produto financeiro de um determinado provedor, os empréstimos feitos pelas S&L funcionavam mais em termos de uma associação: indivíduos ingressavam em uma dessas instituições na condição de “sócios”, comprando ações, mediante um parcelamento ao longo de diversos anos, no montante equivalente ao valor necessário para adquirirem suas casas¹⁶⁷. Conforme o capital emprestado fosse sendo resgatado pelas parcelas mensais de cada um de seus membros, novas somas tornavam-se disponíveis para novos interessados, permitindo que o negócio continuasse sua expansão e mais pessoas adquirissem suas próprias casas.

Apesar de serem comparativamente menos interessantes para os mutuários que os empréstimos padronizados atuais, as hipotecas originadas por essas instituições apresentavam grandes vantagens em relação às outras ofertas disponíveis à época¹⁶⁸. Embora a oferta de empréstimos bancários já fosse um processo comum, sua operação era feita dentro de projeções focadas no curto prazo; algo que é fundamentalmente incompatível com o tempo necessário para quitar-se um empréstimo tão vultoso quanto aquele necessário para adquirir um imóvel¹⁶⁹. Como consequência dessa prioridade distinta, indivíduos que dependessem desse tipo de empréstimos frequentemente incorriam em negociações deletérias para seus interesses, especialmente a partir de dois problemas fundamentais¹⁷⁰: a dependência de pagamentos em balão; e a impossibilidade de construção de um patrimônio liquidável durante os primeiros anos de contrato.

Muito embora empréstimos dessa categoria tendessem a oferecer um plano de pagamento com parcelas menores em um primeiro momento, o que garantia esses valores

¹⁶⁶ PRICE, David A; WALTER, John R, It's a Wonderful Loan: A Short History of Building and Loan Associations, **Economic Brief**, v. 19, n. 1, 2019.

¹⁶⁷ MASON, David Lawrence, Savings and Loan Industry, *in*: CARSWELL, Andrew T. (Org.), **The encyclopedia of housing**, 2. ed. Thousand Oaks, Calif: SAGE Publications, 2012.

¹⁶⁸ Além da organização das S&L permitir a concessão de empréstimos auto amortizáveis em razão do seu foco no longo prazo, sua organização societária ainda permitia a manutenção de baixos custos operacionais e a divisão equânime de lucros entre seus membros. Cf. MASON, 2004, p. 20.

¹⁶⁹ A origem fundamental do lucro bancário se dá a partir da constituição do crédito, tomando a forma específica do *spread* bancário: a diferença entre os juros recebidos pelos bancos em contraprestação à cessão de empréstimos e os juros pagos pelo banco aos seus depositantes. Como, entretanto, hipotecas são produtos financeiros especialmente duradouros, com contratos de 15, 20 ou 30 anos, poucas eram as instituições que ofereciam esse tipo de serviço, já que a indisponibilidade do capital por longos períodos impediria que um melhor aproveitamento da rotação do capital (i.e., empréstimos de curto prazo são mais seguros e pagam melhor aos credores).

¹⁷⁰ COLTON, Kent, Housing Finance in the United States: The Transformation of the U.S. Housing Finance System, **Joint Center for Housing Studies of Harvard University**, p. 51, 2002, p. 7.

diminutos era justamente a existência dos chamados “pagamentos em balão”, normalmente na última prestação, em que um percentual considerável do saldo seria quitado — uma espécie de contraponto à parcela de entrada no final do empréstimo¹⁷¹. Ao concentrar uma quantidade considerável da dívida em um único momento, muitas pessoas se viam obrigadas a recorrer a formas de (re)financiamento para dar conta dessas parcelas específicas, ou então a quitá-las de pronto, o que nem sempre se mostrava como uma opção concreta. A alternativa, é claro, seria a constatação da inadimplência do comprador, com o consequente arresto do imóvel.

Ademais, em vez de oferecerem empréstimos autoamortizáveis, em que tanto o principal da dívida, quanto os juros devidos, são pagos em conjunto, as instituições bancárias tradicionais recebiam primeiro os juros devidos para, somente depois de alguns anos, começar a quitar o principal: as chamadas hipotecas *interest-only*. Ao antecipar o pagamento dos juros antes do principal, os bancos diminuíaam seu risco, visto que recebiam antecipadamente as parcelas que garantiriam seu lucro em cima do principal¹⁷²; a partir daí, caso o mutuário inadimplisse, a instituição financeira poderia apropriar-se do imóvel e vendê-lo a preço de mercado (ou mais, como em diversos casos de especuladores imobiliários ao longo da história do país)¹⁷³.

Embora essa opção fizesse sentido econômico para os bancos, ela efetivamente distribuía o risco de forma absolutamente desigual, onerando o comprador de forma muito mais severa do que no modelo atual (que, como visto, já é oneroso o suficiente). Outrossim, ao atrasar a quitação do principal da dívida, o comprador encontrava-se impossibilitado de aproveitar a grande vantagem da compra do imóvel próprio, sua capacidade de acúmulo de patrimônio. Se o dinheiro estava sendo direcionado exclusivamente para quitar os juros do empréstimo, o comprador só começaria a constituir seu próprio patrimônio a partir do momento em que começasse a pagar o principal, o que se dava somente após os primeiros anos de contrato. A Figura 3 ilustra, tomando como base uma hipoteca fixa no valor de 160

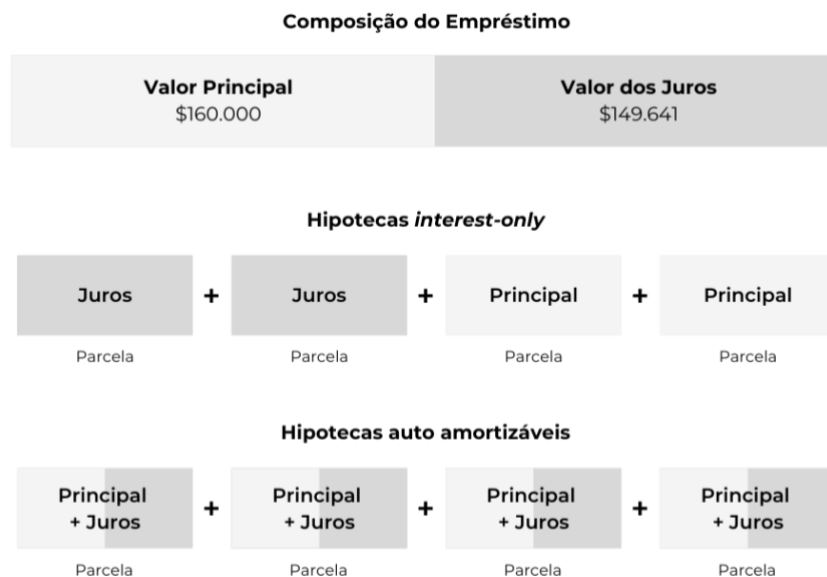
¹⁷¹ Pagamentos em balão, de acordo com o Departamento de Moradia e Desenvolvimento Urbano dos EUA, podem ser usados por “credores inescrupulosos [...] para induzir mutuários à tomarem empréstimos com pagamentos mensais atrativos, sem informá-lo da existência da [prestação] balão ou suas consequências no longo termo”. Cf. DEPARTAMENTO DE MORADIA E DESENVOLVIMENTO URBANO DOS EUA, **Curbing Predatory Home Mortgage Lending**, Washington D.C.: Office of Policy Development and Research, 2000.

¹⁷² BARLEVY, Gadi; FISHER, Jonas D.M., Why were interest-only mortgages so popular during the U.S. housing boom?, **Review of Economic Dynamics**, v. 41, p. 205–224, 2021.

¹⁷³ GLAESER, Edward L, A Nation of Gamblers: Real Estate Speculation and American History, **American Economic Review**, v. 103, n. 3, p. 1–42, 2013.

mil dólares, com uma taxa de juros de 5% ao ano, a diferença entre as duas modalidades de empréstimo.

Figura 3 — Modalidades de hipoteca



Fonte: produção autoral.

Por oferecerem um caminho mais acessível para a aquisição da casa própria, o modelo das *Savings and Loan* se expandiu rapidamente por todo o país durante o primeiro quartel do século XX, chegando a mais de 12.300 instituições diferentes espalhadas pelo país¹⁷⁴. Em razão de sua organização corporativa reduzida (i.e., no âmbito das instituições particulares), focada na construção de associações comunitárias locais, a proximidade das relações constituídas entre seus gestores e membros possibilitava a avaliação constante dos riscos de inadimplência, tornando a própria instituição mais segura e estável¹⁷⁵. Embora essa condição de “banco comunitário” tenha sido uma de suas principais vantagens competitivas, a década de 1930 demonstraria como essa condição também seria uma de suas principais vulnerabilidades.

Apesar dos empréstimos hipotecários atenderem a uma quota de financiamento muito menor que a atual (50/50 vs. 80/20, respectivamente)¹⁷⁶, o principal mecanismo para

¹⁷⁴ MASON, 2012.

¹⁷⁵ *Ibid.*

¹⁷⁶ A quota de financiamento, também conhecida como *loan-to-value ratio* (L/V), determina a divisão entre o valor necessário para a parcela de entrada da hipoteca e o valor disponível para a cessão em crédito. Atualmente, o padrão estadunidense para as formas tradicionais de hipoteca atende à proporção de 80-20, exigindo o pagamento inicial de pelo menos 20% do valor total do imóvel para a concessão dos 80% restantes na forma de crédito hipotecário. Cf. BIAN, Xun; LIN, Zhenguog; LIU, Yingchun, House price, loan-to-value ratio and credit risk, **Journal of Banking & Finance**, v. 92, p. 1–12, 2018.

a limitação do risco desses empréstimos de longo prazo ainda era, como mencionado, a possibilidade de apreensão do imóvel e sua subsequente venda. Com a chegada da Grande Depressão (1929-1939), os Estados Unidos passaram por um período de turbulência econômica sem precedentes, com a desvalorização dos preços imobiliários em 50% do seu valor original¹⁷⁷. Essa mudança drástica na avaliação dos preços dos imóveis significava que, ainda que se confiscassem as casas de indivíduos inadimplentes, o valor de venda do imóvel não seria mais suficiente para recuperar o valor originalmente emprestado¹⁷⁸. As hipotecas transformaram-se de negócio ruim em negócio economicamente inviável.

Com as dificuldades financeiras desse período tornando os casos de inadimplência mais frequentes, os *defaults* chegaram a representar um quarto de todos os contratos hipotecários existentes, com consequências graves não apenas para a indústria, mas especialmente para todas aquelas pessoas que desejavam acesso a crédito para adquirir moradia própria¹⁷⁹. Diante do crescente risco de inadimplência, os recursos destinados pelos bancos para esse tipo de empréstimo diminuíram consideravelmente e, com eles, as possibilidades concretas da construção e aquisição de novas casas nos Estados Unidos.

3.3 Um problema para o governo federal

A desaceleração econômica da década de 1930 transformou-se em um impedimento concreto para o aumento do número de casas próprias e, portanto, uma ameaça ao próprio sonho americano. A coletividade responsável por garantir formas de acesso a esse sonho (i.e., o governo federal estadunidense), em razão de suas obrigações e responsabilidades, compreendia a importância do mercado imobiliário residencial não apenas em termos idealistas, mas também como a “engrenagem dentro da engrenagem responsável por mover o motor da economia”¹⁸⁰; essa era, afinal de contas, uma fonte constante de empregos, além do *locus* de grande parte do consumo familiar¹⁸¹. Cientes da centralidade desse sistema social

¹⁷⁷ NICHOLAS, Tom; SCHERBINA, Anna, Real Estate Prices During the Roaring Twenties and the Great Depression: Real Estate Prices During the Great Depression, **Real Estate Economics**, v. 41, n. 2, p. 278–309, 2013.

¹⁷⁸ GREEN, Richard K; WACHTER, Susan M, The American Mortgage in Historical and International Context, **Journal of Economic Perspectives**, v. 19, n. 4, p. 93–114, 2005.

¹⁷⁹ NICHOLAS; SCHERBINA, 2013.

¹⁸⁰ FISH, Gertrude Sipperly, **The story of housing**, New York: Macmillan, 1979. *apud* QUINN, Sarah, “The Miracles of Bookkeeping”: How Budget Politics Link Fiscal Policies and Financial Markets, **American Journal of Sociology**, v. 123, n. 1, p. 48–85, 2017.

¹⁸¹ QUINN, 2017.

para uma série de outros sistemas relacionados, foram obrigados a construir mecanismos que permitissem sua reaceleração.

Em uma tentativa de estabilizar a indústria, e como parte de um grande pacote de mudanças estruturais denominado *New Deal*, o presidente Franklin Delano Roosevelt liderou esforços para a implementação de novos mecanismos, capazes de assegurar o contínuo funcionamento das S&L e, assim, a manutenção (e, potencialmente, a expansão) da oferta de crédito para a casa própria, criando uma série de instituições governamentais incumbidas dessa finalidade¹⁸².

Com a promulgação do *National Housing Act* de 1934, o governo federal estadunidense constituiu uma agência governamental específica — a *Federal Housing Administration* (FHA) — para funcionar como uma seguradora, protegendo credores dos riscos de inadimplência daquele negócio¹⁸³. Em outras palavras, tal instituição foi criada para a operacionalização de uma tecnologia específica — o seguro — com a finalidade de superar algumas limitações impostas pela estrutura interna do sistema social responsável pela forma socialmente aceita de acesso à moradia (i.e. mercado imobiliário). Como forma de incentivar a contínua disponibilidade de crédito para novos compradores, o seguro garantia que, em caso de não pagamento das parcelas pendentes do empréstimo, o governo federal asseguraria uma compensação monetária no valor principal do empréstimo para o credor, tornando a hipoteca um negócio muito mais interessante para instituições como as S&L¹⁸⁴.

Ao condicionar o oferecimento desse contrato de seguro ao cumprimento de condições específicas, a operação histórica dessa tecnologia acabou por estabelecer um padrão específico de empréstimos hipotecários — a chamada “hipoteca americana” (*sic*) — que iria vigor por décadas: hipotecas fixas, auto amortizáveis, com duração de 30 anos e com a quota de financiamento de 80%¹⁸⁵. A partir dessa materialização de relações sociais, valores e ideias em um artefato específico, o mercado hipotecário encontraria condições cada vez mais favoráveis à sua expansão, com a ascensão das S&L ao papel de principal provedora dos empréstimos hipotecários concedidos no país¹⁸⁶.

¹⁸² New Deal e a criação das agências.

¹⁸³ MARKHAM, Jerry W., **A Financial History of the United States: From J.P. Morgan to the Institutional Investor (1900–1970)**, 1. ed. New York: Routledge, 2002, p. 171–172.

¹⁸⁴ *Ibid.*, p. 172.

¹⁸⁵ COLTON, 2002, p. 7.

¹⁸⁶ MASON, 2004, p. 121.

Essas mudanças, entretanto, não seriam suficientes para retornar aos números de originações vistos após a Segunda Guerra Mundial: a combinação entre empréstimos grandes e longos não tornava esse um ramo de investimentos financeiramente interessante. Muito embora as S&L ainda continuassem a figurar como as principais originadoras de hipotecas no país, seu modelo de negócios regionalista implicava, frequentemente, restrições de capital consideráveis; e com menos capital, essas instituições tornavam-se incapazes de atender à crescente demanda por novas hipotecas, novamente frustrando as expectativas do governo federal de ampliar o acesso ao crédito para a aquisição da casa própria¹⁸⁷.

Ainda buscando formas de solucionar o problema subjacente de acesso à moradia, o governo federal criou, em 1938, a *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae) como aposta em um novo mecanismo para a constituição de um mercado secundário de hipotecas e, assim, garantir sua expansão¹⁸⁸. Enquanto o mercado hipotecário primário é aquele responsável pela concessão do empréstimo original e pela emissão desse título creditício (i.e., pela originação hipotecária)¹⁸⁹, o mercado secundário possibilita a revenda desses títulos para partes interessadas em adquirir o direito de recebimento dos pagamentos mensais da hipoteca¹⁹⁰. Enquanto mecanismo, tal mercado possibilitava às instituições financeiras originadoras uma nova forma de captação de recursos já que grande parte dos seus estaria alocada durante o período de duração do contrato hipotecário (30 anos); com isso, esperava-se uma expansão da disponibilidade de capital para a concessão de novos empréstimos hipotecários, reforçando assim os mecanismos disponíveis para a realização do sonho da casa própria.

¹⁸⁷ Vale destacar que, já em 1932, o governo federal estadunidense criou o *Home Loan Bank System* (HLBS), o primeiro programa de investimento direto para tentar equalizar o descompasso entre o curto prazo para financiamento de suas operações e o longo prazo até a maturação dos contratos de hipoteca. Cf. FEDERAL INSURANCE DEPOSIT CORPORATION, *Federal Home Loan Bank System*, in: **Affordable Mortgage Lending Guide**, Washington D.C.: FDIC, 2021.

¹⁸⁸ A constituição original da Fannie Mae incluía três atividades distintas: (i) garantir a constante melhoria do mercado secundário de hipotecas seguradas e garantidas pelo governo federal; (ii) a gestão e prestação de serviços aos empréstimos diretos feitos, incluindo atividades como liquidação de propriedades por inadimplência; e (iii) a manutenção de programas de assistência social, incluindo a prestação de suporte para empréstimos subsidiados pelo governo federal. Cf. BRUEGGEMAN; FISHER, 2011, p. 609–610.

¹⁸⁹ A denominação de *originação* de hipotecas diz respeito a pessoa ou instituição responsável pelo contato direto com interessados em adquirir um financiamento – ou seja, ao responsável pela “criação” da hipoteca no mercado primário. Essa função é distinta daquelas empenhadas no mercado secundário, que negociam a hipoteca – ou ativos dela derivados – entre outros agentes financeiros.

¹⁹⁰ Um exemplo mais corriqueiro pode auxiliar na compreensão dessa distinção: no mercado de ações, especificamente, o mercado primário é responsável por uma oferta pública inicial (ou *initial public offering*, IPO); a partir do momento em que as ações são vendidas na bolsa de valores pela primeira vez, essas ações passam a ser negociadas por terceiros, dentro do mercado secundário.

A lógica financeira por detrás desse empreendimento se dava da seguinte forma: com acesso a grandes fontes de dinheiro subsidiadas pelo governo americano, a Fannie Mae comprava títulos de dívida hipotecária originados por outros bancos, garantindo assim liquidez para esse mercado e incentivando os próprios bancos a originar cada vez mais hipotecas (e, assim, mais casas serem construídas, trazendo mais empregos e possibilitando um maior número de famílias com casa própria)¹⁹¹. Não se tratava de um subsídio completo, entretanto: as hipotecas ainda precisavam ser pagas por aqueles que tomaram o dinheiro emprestado; o que mudava é que os destinatários desses valores não seriam mais os bancos responsáveis pela originação das hipotecas, sendo os direitos de recebimento transferidos para a Fannie Mae. A Figura 4 ilustra o sistema.

Desde sua concepção, a Fannie Mae funcionou efetivamente como uma espécie de banco, captando lucros decorrentes do *spread* entre o valor pago pelo título da dívida hipotecária e o valor adicional recebido pelas parcelas mensais pagas pelo proprietário do imóvel¹⁹². Com uma estrutura robusta garantida tanto pelo asseguramento da FHA, quanto pelo subsídio da Fannie Mae, os Estados Unidos viveram um *boom* no mercado imobiliário após a Segunda Guerra Mundial, com um aumento de 55% no número de unidades habitacionais entre 1940 e 1960¹⁹³. Em conjunto com uma série de outras medidas visando a constituição daquilo que seria conhecido como um Estado de Bem-Estar Social, o modelo hipotecário parecia ter se demonstrado não apenas mais seguro, mas também mais eficiente do que as alternativas anteriores — até o momento em que não o foi mais¹⁹⁴.

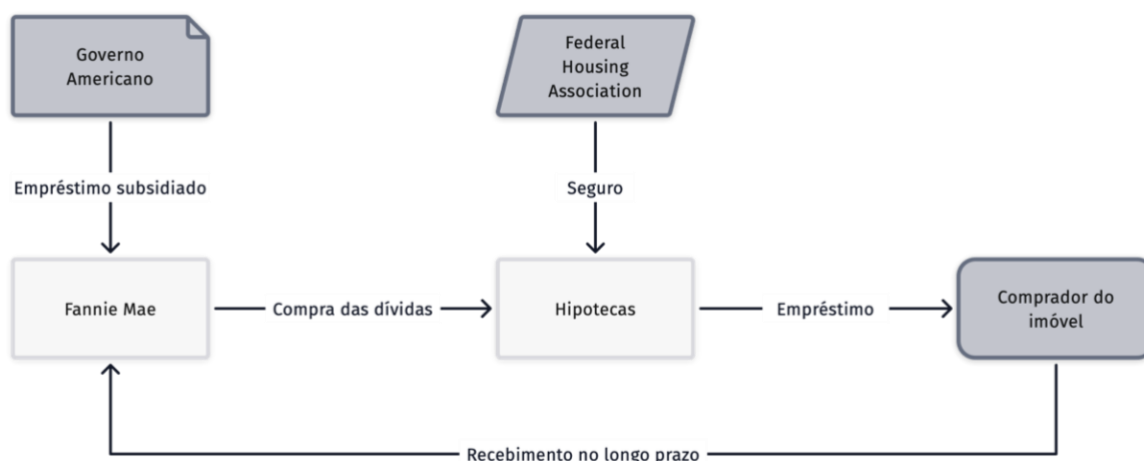
¹⁹¹ Para que a constituição de um mercado secundário fosse possível, os ativos negociados deveriam possuir liquidez suficiente para torná-los facilmente conversíveis em dinheiro. Ao instaurar uma *government-sponsored enterprise* (GSE) como a Fannie Mae, a aposta do governo federal estava na instauração de um mecanismo de oferecimento de liquidez a esse mercado imobiliário, incentivando construtores e originadores hipotecários a cederem mais crédito e construírem mais casas no país.

¹⁹² BRUEGGEMAN; FISHER, 2011, p. 610.

¹⁹³ DEVANEY, F. John, **Tracking the American Dream: 50 years of housing history from the Census Bureau, 1940 to 1990**, Washington, DC: U.S. Dept. of Commerce, 1994.

¹⁹⁴ O crescimento do mercado hipotecário continuaria em pleno vapor até a crise, saindo de 37,4 milhões de unidades em 1940 até 102 milhões em 1990; na década de 1960, entretanto, o país passaria por um *crunch* de liquidez hipotecária que resultaria na maior queda no número de novas construções dos últimos 20 anos. Em uma entrevista ao podcast *Timely Topics*, do St. Louis Fed, o economista Don Schlagenlauf explica como a instituição de um modelo de financiamento imobiliário foi um dos principais propulsores para o aumento de unidades residenciais no país. Cf. **Why Did House Prices and Homeownership Rise So Much after WWII?**, disponível em: <<https://www.stlouisfed.org/timely-topics/house-prices-homeownership-rise>>. acesso em: 2 nov. 2022.

Figura 4 — Funcionamento da Fannie Mae



Fonte: produção autoral.

3.4 Problemas e “pedaladas” fiscais

Quando pensamos abstratamente no “governo federal estadunidense”, depois de décadas de influência cultural, tendemos a considerá-lo quase como uma “força da natureza”: para além de outras interpretações possíveis, qualificá-lo como uma das mais poderosas coletividades existentes não é exagero algum. Mas até mesmo essa poderosa instituição tem limitações materiais sobre o que pode, e sobre o que não pode, fazer.

Apesar de literalmente poder “criar dinheiro”, o governo federal dos Estados Unidos é obrigado a apresentar ao Congresso Americano um orçamento anual indicando as receitas esperadas naquele período, especificando a alocação de recursos para cada um dos serviços que pretende prestar — incluindo aqui gastos com saúde, educação, segurança, defesa, etc. Com a Fannie Mae funcionando como parte do governo federal, o orçamento disponível para o financiamento de novas casas necessariamente vinha dos valores indicados no orçamento, dividindo prioridades com todos os outros serviços do governo: ainda que o dinheiro fosse apenas emprestado, o problema de liquidez decorrente da diferença entre a taxa de novas originações e o prazo de pagamento dos títulos emitidos não tinha sido solucionado, apenas transposto para o governo federal. Com parte considerável do orçamento destinado a essa finalidade — mais de 7 bilhões de dólares, em valores do final da década de 1960¹⁹⁵ —, um

¹⁹⁵ O relato oficial sobre as mudanças legislativas e sobre o desenvolvimento patrimonial de Fannie Mae até 1975 pode ser encontrado em HUNTER, Oakley, **Background and history**, Washington D.C.: Federal National Mortgage Association, 1975.

novo modelo de funcionamento precisava ser desenvolvido para garantir sua viabilidade no longo prazo.

Mais do que isso, é preciso lembrar que, durante a década de 1960, o governo federal americano estava envolvido em dois projetos que demandavam a infusão de somas gigantescas de capital: os programas da Grande Sociedade¹⁹⁶ e a Guerra do Vietnã¹⁹⁷. Apesar de constituir a maior origem de receitas do governo estadunidense, a decisão de aumentar a carga tributária é sempre difícil e frequentemente impopular. Mesmo assim, diante do crescente custo das iniciativas capitaneadas da administração federal, aqueles que ocupavam tais posições foram tendo suas possibilidades cada vez mais limitadas. A necessidade de maior receita tornou-se inevitável, forçando o governo Lyndon B. Johnson a depender ainda mais de empréstimos para financiar as atividades do governo e, no fim das contas, causando uma típica crise fiscal¹⁹⁸. Implementar soluções capazes de superar essas limitações tornou-se, como se pode imaginar, uma das principais preocupações daquela administração, dentre todas as outras que a diferenciavam enquanto coletividade específica.

Em uma tentativa de evitar a deflagração de uma crise generalizada, o governo federal buscou ativamente “brechas” contábeis que permitissem a circunvenção dos limites da dívida; e, apesar da viabilidade financeira de Fannie Mae no longo prazo, as imposições imediatas da política fiscal estadunidense obrigaram o governo a buscar alguma forma de realocar o grande passivo da agência para fora do orçamento federal.

Na busca por estratégias de financiamento alternativas ao orçamento, a própria administração Johnson desenvolveu uma nova invenção tecnológica, denominada de “certificado de participação”, supostamente capaz de permitir o financiamento do executivo federal por meio da comercialização das dívidas hipotecárias detidas pelas GSE. Por meio da promulgação do *Omnibus Housing Act* de 1964, o governo federal estadunidense inaugurou uma nova fase no importante processo de financeirização pelo qual o país estava passando, aplicando pela primeira vez em grande escala a técnica de securitização de ativos¹⁹⁹.

¹⁹⁶ Os programas da Grande Sociedade, como eram chamadas as intervenções sociais de LBJ nos Estados Unidos, reuniam uma “guerra à pobreza”, financiamento federal para programas de educação e saúde, bem como a eliminação de barreiras ao voto — uma conquista do *Civil Rights Act* de 1964. Cf. ENCYCLOPAEDIA BRITANNICA, Great Society | History & Significance, in: **Encyclopaedia Britannica**, [s.l.]: Encyclopaedia Britannica, 2022.

¹⁹⁷ ANDERSON, David L., **The Columbia guide to the Vietnam War**, New York: Columbia University Press, 2002.

¹⁹⁸ SLOAN, John W, President Johnson, The Council of Economic Advisers, and the Failure to Raise Taxes in 1966 and 1967, **Presidential Studies Quarterly**, v. 15, n. 1, p. 11, 1985.

¹⁹⁹ O trabalho de Quinn é especialmente esclarecedor sobre o papel do governo federal estadunidense nesse processo, indicando que “políticas orçamentárias ao longo do pós-guerra permitiram aos agentes

Em termos financeiros, sempre que alguma pessoa ou empresa realiza uma promessa de pagar algo no futuro — ou seja, constitui uma dívida —, essa promessa se transforma em um ativo financeiro²⁰⁰. A técnica de securitização tem a função de padronizar essas promessas, transformando-as em títulos livremente transferíveis financeiramente atrativos para determinados agentes financeiros²⁰¹. Ao transformar as dívidas hipotecárias assumidas pela Fannie Mae em títulos livremente negociáveis, o governo federal passou a securitizar (i.e., transformar em *security*, em título mobiliário) uma dívida que mantinha em seu balanço²⁰². Tamanho foi o sucesso dessa inovação, naquele primeiro momento, que o governo estadunidense vendeu mais de 1,2 bilhão de dólares em certificados de participação até o fim de 1965, justamente por seu poder de desafogamento do orçamento federal²⁰³.

Apesar da solução encontrada pela administração Johnson, sua aplicação não foi sem percalços. Seus opositores, os congressistas do Partido Republicano, contestaram abertamente as regras contábeis utilizadas para a classificação dos certificados de participação comercializados como efetivas vendas, questionando se a natureza dessa negociação seria, de fato, uma venda, e não uma forma mascarada de empréstimo²⁰⁴. Ao operacionalizar a venda dos certificados de participação, a administração federal ainda continuava responsável pela operacionalização e pela retenção dos riscos de inadimplência das hipotecas no *portfolio* de Fannie Mae, o que implicava na manutenção do vínculo de responsabilidade em caso de inadimplência — algo que é fundamentalmente contrário à ideia de venda de ativos, em termos contábeis²⁰⁵.

governamentais se familiarizar com e investirem nesses instrumentos de dívida. Uma vez que os agentes viram que era de seu interesse encorajar o uso privado de MBS, eles usaram a habilidade do Estado de classificar e reconhecer direitos de propriedade e absorver os riscos para promovê-los” (tradução livre, cf. QUINN, 2017, p. 74.).

²⁰⁰ DAVIDSON, Andrew S. (Org.), **Securitization: structuring and investment analysis**, Wiley: Hoboken, N.J, 2003, p. 3.

²⁰¹ *Ibid.*, p. 3–13.

²⁰² Ao contrário do que a denominação do processo pode indicar, portanto, securitização não diz respeito à constituição de contratos de seguro, mas sim à conversão de um grupo de empréstimos; a denominação decorre do termo em inglês *security*, utilizado para referir-se a qualquer forma de título mobiliário.

²⁰³ HUNTER, 1975.

²⁰⁴ Esse é um importante exemplo de como, por meio de disputas acerca de parâmetros técnicos, tecnologias podem assumir funções e poderes distintos; o que se discute, afinal de contas, é justamente a estrutura — a relação entre seus diversos componentes — que, em virtude de uma necessidade natural (e não lógica), determina quais serão os poderes disponíveis a essa técnica e a tecnologia que a incorpora. A importância da estrutura interna de construções técnicas será avaliada com maior atenção no último capítulo desse trabalho, focada especificamente na inadequação do direito, enquanto tecnologia de controle social, para seus fins declarados, em razão de vícios na sua estrutura interna; de toda forma, o que esse processo indica é como normas sociais são constantemente objeto de disputa, seja em termos estritamente legais, como nesse caso, ou em situações não positivadas mas, ainda assim, socialmente “reguladas” por meio de sistemas de controle social informal.

²⁰⁵ QUINN, Sarah Lehman, **Government Policy, Housing, and the Origins of Securitization, 1780 - 1968**, UC Berkeley, 2010, p. 108–137.

De acordo com os Republicanos, se a oferta de certificados de participação não era uma venda, e mesmo assim ela resultava no recebimento de dinheiro, ela só poderia ser uma forma de dívida²⁰⁶. Ao contrário do pretendido pela administração federal, portanto, a manutenção dos riscos e da administração das hipotecas não configuraria uma venda, capaz de diminuir o passivo do governo no balanço orçamentário; esta seria uma forma mascarada de dívida, feita mediante artifícios contábeis, para superar as limitações definidas pelo Congresso em relação ao limite da dívida — uma verdadeira “pedalada fiscal”²⁰⁷. A Figura 5 ilustra a formatação dos certificados de participação.

Figura 5 — Certificados de participação



Fonte: produção autoral.

A disputa acerca da legalidade, função e efeito da comercialização de certificados de participação pelo executivo federal foi se tornando cada vez mais acalorada e menos racional. De um lado, os Republicanos acusavam o governo de truques fiscais para não escolherem entre “armas e manteiga”²⁰⁸, em referência aos crescentes gastos com a Guerra do Vietnã; do outro, o presidente Johnson imputava a seus adversários a posição de

²⁰⁶ Em razão de sua configuração maleável como veículo de investimento, os títulos decorrentes de um processo de securitização hipotecária podem assumir características tanto de uma venda, quanto de um financiamento. A determinação do tratamento dispensado a esses títulos — seja como venda ou financiamento — normalmente depende das estipulações do emissor do título, responsável por avaliar critérios financeiros (qual das duas formas gerará um rendimento maior?), contábeis (os ativos serão considerados “disponíveis para venda” ou em “trading?”), tributários (seria melhor vender e antecipar o pagamento dos tributos, ou tratar como financiamento e atrasar essas obrigações?), regulatórias (de que forma a operação afetará os requisitos de capital e o nível de alavancagem da empresa?) e estratégicas (seria possível aumentar o *market share* mediante a expansão de atividades de securitização?). Questões como essas são tratadas de maneira mais aprofundada em DAVIDSON (Org.), 2003.

²⁰⁷ QUINN, 2017.

²⁰⁸ Uma avaliação detalhada dos problemas em equilibrar as políticas de combate ao avanço do comunismo no sudeste asiático e os grandes programas de desenvolvimento interno é executada em HELSING, Jeffrey W., *Johnson’s war/Johnson’s great society: the guns and butter trap*, Westport, Conn: Praeger, 2000.

hipócritas, alegando esquecimento do papel prestado pelo antigo presidente Dwight D. Eisenhower na constituição do que era, até então, o maior *déficit* da história do país em tempos de paz (12,4 bilhões de dólares)²⁰⁹. Em uma época na qual a Guerra do Vietnã era assunto corrente na sociedade estadunidense, a alegação de que o escândalo dos certificados de participação configurara a maior quebra de confiança da população em relação ao Congresso — algo admitido pelos próprios responsáveis pela política financeira na administração Johnson — é sintomática da dimensão do problema que estava nas mãos do presidente.

Tentando sair do foço político em que se encontrava, Johnson foi convencido a constituir uma comissão governamental para estudar alternativas ao atual sistema orçamentário, contando com representantes dos dois principais partidos na sua constituição²¹⁰. Ao final do período avaliativo, os integrantes da comissão entenderam que, se o governo ainda continuava prestando o serviço administrativo das hipotecas e ainda mantinha o risco pela inadimplência dos contratos, então o governo ainda seria dono desses contratos²¹¹. Como consequência lógica, entendeu-se ainda que os certificados de participação não apenas não poderiam ser utilizados para a redução do déficit, mas seriam entendidos dali em diante como o oposto do intendido originariamente: agora considerados como dívidas, eles seriam acrescidos ao déficit²¹². Diante da nova regulamentação contábil, a viabilidade de manutenção de Fannie Mae como uma agência governamental chegava ao seu fim.

3.5 A tecnologia securitizadora

Em meio a esse cenário, a pergunta que precisava de urgente resposta era clara: como continuar a financiar operações de aquisição da casa própria no governo, se não havia mais de onde tirar dinheiro? Após uma reavaliação da estrutura da Fannie Mae, o executivo federal constituiu uma “força-tarefa” para identificar formas de substituir os certificados de participação por um outro instrumento capaz de financiar uma operação de privatização da

²⁰⁹ QUINN, 2017.

²¹⁰ TRUEBLOOD, Robert M; ASSOCIATION, Federal Government Accountants, Report of the President’s Commission on Budget Concepts, **Publications of Accounting Associations, Societies, and Institutes**, v. 189, p. 42, 1968.

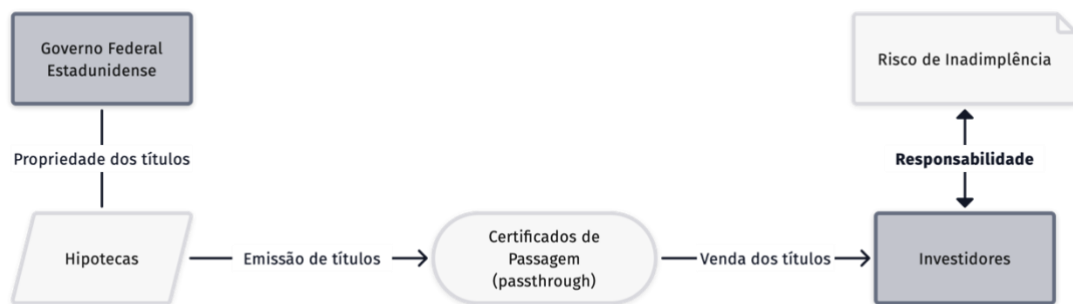
²¹¹ SCHERER, Joseph, **The Report of the President’s Commission on Budget Concepts: A Review**, New York: Federal Reserve Bank of New York, 1967.

²¹² *Ibid.*

instituição²¹³. A conclusão da equipe, atendendo às limitações apontadas pelos Republicanos, foi pela constituição de uma nova variação da técnica securitizadora por meio dos chamados *pass-through certificates* (certificados de passagem): títulos mobiliários que, em razão de sua estrutura interna, tinham um funcionamento distinto do de seus antecessores. Em vez de receberem pagamentos em taxas pré-determinadas pelo governo, os pagamentos agora seriam distribuídos entre todos os investidores *pro rata*, ou seja, com cada um recebendo uma parcela igual dos valores efetivamente pagos nos contratos de hipoteca original, conforme a Figura 5 ilustra²¹⁴.

A partir dessa organização de passagem, Fannie Mae passava a funcionar apenas como uma intermediária no processo, não mantendo mais os títulos em seu portfólio, mas sim transferindo-os diretamente aos novos investidores²¹⁵. Para tornar tais investimentos ainda mais atrativos, a agência constituiria, ademais, um nível adicional de garantia para além dos seguros da FHA e pela *Veteran's Administration* (VA): o retorno do principal mais juros ainda seria subsidiariamente garantido pelo governo federal, constituindo um título de investimento com praticamente zero risco para seu investidor²¹⁶.

Figura 6 — Certificados de passagem



Fonte: produção autoral.

Com as novas condições de funcionamento definidas, em 1968 a instituição originalmente conhecida como Fannie Mae passou por um processo de reorganização e

²¹³ QUINN, 2017, p. 69–70.

²¹⁴ A estruturação do processo de securitização *pass-through* é explicado com maiores detalhes em DAVIDSON (Org.), 2003, p. 75–80.

²¹⁵ JUNK, Paul E.; NICKLES, Lonnie, Federal Participation Certificates, *Nebraska Journal of Economics and Business*, v. 9, n. 2, p. 21–29, 1970.

²¹⁶ BRUEGGEMAN; FISHER, 2011, p. 618.

privatização, dividindo-se em duas outras agências federais²¹⁷. O mercado secundário de hipotecas foi delegado exclusivamente a uma nova agência, denominada *Government National Mortgage Association*, ou Ginnie Mae, a partir dali autorizada a garantir títulos que fossem emitidos pela nova Fannie Mae, desde que já fossem segurados pela FHA ou pela VA²¹⁸. Além dessa instituição, uma nova Fannie Mae foi criada como uma instituição privada, mas ainda com uma série de privilégios em troca de seu contínuo suporte das políticas de moradia do executivo federal — razão pela qual ficou conhecida como uma espécie de empreendimento híbrido, denominado *government-sponsored enterprise* (GSE)²¹⁹.

Em 1970, o Congresso Americano, incentivado por grupos de interesses bancários, criaria uma terceira GSE, a *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (Freddie Mac), para somar aos esforços de ampliação das oportunidades de crédito por meio da assunção de uma parte do risco das transações hipotecárias residenciais. Essa mesma mudança legislatória garantiu às GSE a possibilidade de aquisição das hipotecas “convencionais” — ou seja, aquelas que não eram seguradas pela FHA ou VA —, possibilitando a exploração de uma nova fonte de renda²²⁰. Como os critérios para a aquisição de novas hipotecas se mantiveram estritos, limitados por critérios quantificáveis e comparáveis (e.g., quociente de empréstimo, risco de crédito)²²¹, a expectativa compartilhada tanto pelos gestores das GSE, quanto pelo governo estadunidense, era de que esse processo de expansão não teria impactos na estabilidade do mercado. E, de fato, a fundação das GSE assegurou o contínuo funcionamento e expansão dos dois principais circuitos de financiamento imobiliário no país. Enquanto Fannie Mae e Freddie Mac funcionariam como o braço de extensão das políticas tradicionalmente conduzidas pela FHA e VA, garantindo empréstimos cedidos por

²¹⁷ ANGELIDES, Phil *et al*, **The financial crisis inquiry report**, Washington, DC: The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 38.

²¹⁸ BRUEGGEMAN; FISHER, 2011, p. 618.

²¹⁹ As GSE são empresas privadas, cuja atuação se dá no mercado financeiro, contando com poderes particular de empréstimo designados pelo governo federal estadunidense, bem como contando com seu suporte implícito. Cf. STANTON, Thomas, *Government-sponsored enterprises*, in: CARSWELL, Andrew T. (Org.), **The encyclopedia of housing**, 2. ed. Thousand Oaks, Calif: SAGE Publications, 2012.

²²⁰ STANTON, Thomas H., **Government-sponsored enterprises: mercantilist companies in the modern world**, Washington, D.C: AEI Press, 2002, p. 10.

²²¹ As duas principais GSE haviam sido constituídas como empresas mistas que, além de suas obrigações privadas perante seus investidores (i.e., maximizar retornos), ainda estariam supostamente incumbidas de auxiliar no desenvolvimento do mercado hipotecário – e, assim, na facilitação da construção e aquisição da casa própria nos Estados Unidos. Em razão dessa “missão social” tais empreendimentos contavam com uma série de privilégios (e.g., linhas de crédito subsidiadas, isenções fiscais, etc.). Por essa relação estreita entre essas empresas e o funcionamento do governo, muitos eram os investidores que entendiam tal vínculo como sintoma de uma garantia implícita do governo estadunidense, o que, por sua vez, tornava seus títulos e papéis equivalentes, em termos de risco, aos próprios títulos do Tesouro americano. Os conflitos entre essas duas funções são analisados com maior detalhe em *Ibid.*, p. 33–48.

uma série de originadores hipotecários, como bancos comerciais, empresas de seguro e instituições especializadas, o circuito das S&L, com apoio principalmente do *Home Loan Bank System*, tornar-se-ia o principal meio de negociação de hipotecas no país até a década de 1980²²².

Embora a construção dos primeiros modelos de securitização seja frequentemente atribuída ao mercado de investimentos privados, é interessante notar como a inovação que permitiria a reformulação de todo o sistema financeiro mundial foi operacionalizada pelo governo federal estadunidense em busca de uma solução para um problema orçamentário. Com a expansão do modelo de negócios das GSE e o novo instrumento de realocação de risco inaugurado com os certificados de passagem, a ideia fundamental de securitização — a transformação de promessas de pagamento futuro em títulos livremente transferíveis — seria reaproveitada e expandida até seus limites pelos participantes privados desse crescente mercado hipotecário estadunidense.

Como visto, a aquisição de hipotecas asseguradas pelas GSE não era propriamente uma novidade; desde os certificados de participação, passando pelos novos certificados de passagem, a captação de novos investimentos já era possível nesse crescente mercado²²³. O problema, entretanto, estava na natureza dos contratos: por representarem empréstimos feitos aos mais diversos mutuários, em diferentes regiões do país e com condições particulares de crédito (i.e., com diferentes níveis de risco), os títulos mobiliários até então negociados eram particularmente opacos, tornando sua comparação com outros tipos de investimento difícil ou inviável, bem como sua segurança questionável²²⁴. Bastava que um mutuário atrasasse o pagamento de suas parcelas para que toda a organização do fluxo de pagamentos dos investidores fosse frustrada²²⁵. Em casos de inadimplência, ainda que os empréstimos fossem garantidos pelas instituições mencionadas, o recebimento desses valores envolvia uma longa e dura burocracia, que servia como grande dissuasora para os “novos entrantes” no mercado²²⁶.

Com a instituição das mudanças regulatórias em 1968 e 1970, entretanto, o cenário mudou drasticamente. Para além das garantias da FHA e VA, a nova Ginnie Mae teria como parte de seus atrativos a capacidade de garantir não apenas o pagamento do principal

²²² SCHWARTZ, Alex F., *Housing policy in the United States: an introduction*, New York: Routledge, 2006, p. 52–54.

²²³ QUINN, 2017, p. 61–63.

²²⁴ BRUEGGEMAN; FISHER, 2011, p. 620–623.

²²⁵ *Ibid.*, p. 618.

²²⁶ *Ibid.*, p. 619.

adicionado aos juros do investimento, mas a capacidade de garantir tal pagamento em dia: mesmo diante de casos de inadimplência, investidores interessados em adquirir os novos produtos financeiros da GSE poderiam contar com a previsibilidade do recebimento dos valores devidos, aumentando, conseqüentemente, o rendimento do investimento. A agência Ginnie Mae, ademais, ficaria responsável por acertar eventuais saldos devidos com os mutuários, assumindo também o risco de pré-pagamento como parte de sua operação²²⁷. A partir dessas mudanças, essa classe de investimentos tornou-se não apenas mais rentável, como também passou a ser considerada tão segura quanto até mesmo títulos de dívida do governo estadunidense²²⁸.

O que tornou possível a expansão do mercado hipotecário secundário foi, portanto, uma modificação dos mecanismos relacionados à concessão de crédito hipotecário que, como visto, figurava como a forma socialmente aceita de aquisição da casa própria. Mediante a implementação de técnicas específicas, particularmente do sistema de dupla garantia, instituições financeiras originadoras de hipotecas adequadas aos padrões FHA e VA poderiam aproveitar os benefícios de economias de escala, vendendo não mais apenas os direitos de passagem para uma ou outra hipoteca, com a aquisição total da dívida, mas constituindo carteiras de investimento (*pools*) contendo centenas ou milhares de hipotecas diferentes, divisíveis em títulos de pequenas denominação²²⁹. As limitações até então vigentes teriam sido superadas por meio da instituição de inovações tecnológicas específicas; inovações essas que, como veremos, ao mesmo tempo em que possibilitaram a expansão do mercado, também o limitaram de diferentes maneiras.

²²⁷ MASON, 2004, p. 128–212.

²²⁸ A emissão de dívida para custear operações diárias é um processo comum dentro da atual configuração do modo de produção capitalista, constituindo-se como uma alternativa à emissão de novas ações, em caso de empresas privadas, bem como ao aumento de impostos, quando efetivado por governos. Em essência, um título de dívida pública nada mais é do que um IOU — “*I owe you*” —, uma declaração de dívida feita por um país, garantindo que, em determinadas condições, essa dívida será quitada por esse governo. A classificação de um investimento como mais ou menos seguro está diretamente ligada à expectativa de recebimento dos valores emprestados; e os títulos de dívida pública dos Estados Unidos configuram-se como alguns dos mais seguros no mercado mundial justamente pela crença na capacidade de pagamento do país, independentemente de eventuais problemas. Por essa razão, estes são considerados como o padrão ouro dos investimentos financeiros: em troca de maior segurança, os investidores recebem uma remuneração menor, porém com mais garantias de recebimento. Vale destacar que toda a avaliação de risco é dependente não necessariamente da capacidade de pagamento do emissor da dívida, mas da crença de sua capacidade; a partir do momento em que essa capacidade é posta em questão, pode-se estar diante do início de uma corrida ao banco ou, em casos mais graves, de um pânico bancário. Cf. GORTON, Gary, *Banking panics and business cycles*, **Oxford economic papers**, v. 40, n. 4, p. 751–781, 1988.

²²⁹ A junção de diversos contratos hipotecários em uma carteira única (*pooling*) serviria para tornar os investimentos mais líquidos, já que essa carteira poderia ser dividida em títulos com valores nominais menores e, assim, poderiam ser adquiridas por mais investidores. BRUEGGEMAN; FISHER, 2011, p. 614.

Com a expansão dessas oportunidades de investimento, ocorreu a separação em larga escala dos mecanismos de originação — concessão de novos empréstimos hipotecários e ampliação das oportunidades de aquisição da casa própria — e financiamento — captação de fundos para tornar a expansão da originação possível²³⁰. Uma vez originadas, as hipotecas seriam adquiridas pela Ginnie Mae, que passava a funcionar como emissora de títulos negociáveis, divididos em carteiras específicas, e sendo comercializados no crescente mercado secundário sob a denominação de títulos lastreados por hipotecas, ou *mortgage-backed securities* (MBS)²³¹.

Para assegurar a qualidade desses ativos mesmo em caso de dificuldades com seus gestores, tais títulos eram transferidos para trustes — pessoas jurídicas não tributáveis dentro da configuração de passagem —, estando desvinculados do balanço financeiro das outras empresas envolvidas no processo de securitização²³². Assim, caso algum problema surgisse com as outras instituições, os investidores estariam salvaguardados e os ativos hipotecários não poderiam ser utilizados para quitar eventuais dívidas daquelas instituições.

A partir dessa separação entre originação e financiamento, o novo e pujante mercado secundário de hipotecas teria conseguido, em um só movimento²³³: (i) diversificar os riscos de investidores a partir da multiplicidade de hipotecas presentes em cada carteira; (ii) aumentar a liquidez de cada título, devido à combinação entre as garantias oferecidas e a desnecessidade de aporte integral para a compra de um empréstimo total; (iii) aumentar a facilidade de fluxo geográfico de capitais, abrindo espaço para o fornecimento de crédito para mercados tradicionalmente escassos; e, talvez de forma ainda mais significativa, (iv) possibilitar aos originadores um acesso facilitado ao mercado de capitais, constituindo assim uma nova era na disponibilidade de capital para a aquisição da casa própria. Mediante a implementação de uma inovação tecnológica efetivamente capaz de realizar a finalidade para qual havia sido desenhada, o governo federal havia conseguido transformar o mercado menos líquido do país em um dos mais pujantes do mundo.

Com o “campo de batalha” reorganizado e com as GSE agora gozando de imensa vantagem estratégica diante dos outros participantes do mercado, a indústria passou por uma

²³⁰ “A securitização permite a *segmentação* das funções de originação e investimento”. Cf. DAVIDSON (Org.), 2003, p. 9.

²³¹ Embora, desde seu desenvolvimento por instituições privadas, uma grande variedade de MBS tenham sido formatados e desenhados, suas quatro principais modalidades são: (i) *mortgage-backed bonds* (MBB); (ii) *mortgage pass-through securities* (MPT); (iii) *mortgage pay-through bonds* (MPTB); e (iv) *collateralized mortgage obligations* (CMO). Cf. BRUEGGEMAN; FISHER, 2011, p. 614.

²³² DAVIDSON (Org.), 2003, p. 20–22.

²³³ DAVIDSON, Andrew S., **Mortgage valuation models: embedded options, risk, and uncertainty**, Oxford: Oxford University Press, 2014, p. 22–38.

grande reconfiguração: dadas as novas imposições de capital mínimo exigidas das S&L, tal modelo de negócios foi fadado ao fracasso, já que a única forma de garantir a viabilidade econômica dessas instituições passava pela venda das hipotecas por eles originadas para os dois principais clientes do mercado, Freddie Mac e Fannie Mae²³⁴. Apesar da diminuição de sua fonte de lucros a partir da inclusão de mais um elo na cadeia securitizadora, a possibilidade de transferência do passivo contábil da empresa para investidores com apetite específico funcionava como instrumento para diminuir os níveis exigidos de capital em depósito²³⁵. Com uma unificação efetiva dos dois circuitos hipotecários, agora centralizados na operação das GSE, uma concentração de ativos, dívidas e poder surgiu no entorno dessas empresas, com uma expansão do portfólio de suas obrigações de US\$759 bilhões, em 1990, para US\$2,4 trilhões no ano 2000²³⁶.

As políticas públicas implementadas pelo governo federal foram fundamentais na ampliação do acesso à casa própria nos Estados Unidos. Focadas na construção e na operação de sistemas que aumentavam a disponibilidade de crédito hipotecário, tais intervenções desenvolveram novas tecnologias financeiras para não apenas a finalidade imediata da aquisição da casa própria, mas também para a própria realização do “sonho americano” de mobilidade social. Sua eficácia, como visto, não era aleatória, decorrendo diretamente da instrumentalização de mecanismos efetivamente capazes de produzir os resultados esperados, possibilitando o acúmulo composto de patrimônio: quanto mais parcelas o indivíduo pagava, maior “parte” da casa passava a ser sua; e quanto maior o valor do seu patrimônio, maiores seriam as suas chances de ter acesso a novas linhas de crédito para a aquisição de outros bens e serviços²³⁷. Considerando que o objetivo tanto do governo federal (enquanto coletividade constituída por posições sociais em relação aos seus governados),

²³⁴ Como a constituição de Ginnie Mae ainda a vinculava diretamente ao governo federal, tal GSE encontrava-se impossibilitada de comercializar hipotecas que não estivessem garantias pelo circuito FHA-VA. O processo de tratamento diferenciado entre as S&L e as GSE é avaliado sinteticamente em ANGELIDES *et al*, 2011, p. 38–42.

²³⁵ O crescimento dos processos de securitização permitiu também a expansão do sistema bancário paralelo que será avaliado mais adiante, no item 5.4: instituições não depositárias passaram a “imitar” as funções bancárias de depósito fora das limitações regulatórias do FED, emprestando dinheiro não mais a partir dos depósitos que recebia, mas dos diversos ativos negociados nos mercados de fundos mútuos, por exemplo; em contrapartida, esses empréstimos eram então transformados em *securities* e vendidos para novos investidores.

²³⁶ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 40.

²³⁷ Como discutiremos mais adiante (cap. 5), essa não foi uma mudança aleatória; constituiu, na verdade, um movimento de reforço de aposta (“*doubling down*”) na possibilidade de criar-se dinheiro exclusivamente a partir do dinheiro. Apesar da renda média de grande parte da população estadunidense ter permanecido relativamente estagnada desde a década de 1980, seus gastos continuaram a ser financiados por meio de instrumentos de dívida; como resultado, a média de dívida por lar (*household*) aumentou de US\$40.000 para US\$120.000 em apenas 30 anos. Cf. HARVEY, David, **The enigma of capital and the crises of capitalism**, Oxford: Oxford University Press, 2010, p. 17–20.

quanto os mutuários (enquanto posição social em relação aos seus credores) era o aumento dos níveis de propriedade residencial em uma configuração produtiva específica, não seria exagero sugerir que, durante a segunda metade do século passado, tal mecanismo foi utilizado com relativo sucesso pelos participantes dessas relações²³⁸.

A partir de seus novos papéis institucionais, Fannie Mae, Freddie Mac e Ginnie Mae passaram a funcionar em conjunto na construção de um novo e pujante mercado: um mercado financeiro fundado em títulos negociáveis lastreados em hipotecas. Com uma revolução tecnológica inaugurada pelos experimentos de securitização do governo federal, criaram-se as condições necessárias para a expansão daquele mercado: com a divisão dos valores das hipotecas em títulos de menor denominação, aumentou-se o interesse e, portanto, a liquidez daquele mercado; a partir da padronização de informações, foram possíveis novas e melhores formas de análise e comparação entre os diferentes veículos financeiros; e, a partir das garantias oferecidas pelas GSE — implícita ou explicitamente subscritas pelo governo federal —, houve uma metamorfose qualitativa em relação ao risco atribuído a esses títulos. Com mais liquidez, menos risco e maiores oportunidades de comparação, a década de 1980 seria o palco para uma expansão exponencial dos limites permitidos por essas modificações.

²³⁸ As considerações sobre os diversos problemas de discriminação, indicadas nas notas 112 e 123, continuam absolutamente válidas; indica-se o “sucesso” de tal desenvolvimento em comparação com os níveis anteriores de propriedade, e não com qualquer projeção de cenário ideal.

4 O FANTÁSTICO MUNDO DAS FINANÇAS

Até o momento, estivemos focados na análise dessa complexa cadeia de eventos considerando o efeito de regras sociais sobre duas posições sociais específicas: de um lado, indivíduos buscavam maior acesso à casa própria, mas não dispunham de condições materiais suficientes para alcançar esse objetivo, tornando-se mutuários; do outro, diversos agentes que, ocupando a posição de governantes, estavam incumbidos de cumprir com uma série de obrigações e responsabilidades, incluindo políticas de moradia, mas que se encontravam limitados por questões de diversas ordens (e.g., orçamentárias). Para que esses interesses fossem realizados, foram necessárias implementações de tecnologias capazes de expandir os poderes capazes de possibilitar sua realização; algo feito a partir de modificações em diversos sistemas sociais (e.g., jurídico, financeiro, etc.).

Enquanto sistemas sociais e, portanto, dependentes de ações humanas intencionais para sua reprodução/transformação, sua configuração não é marcada pela estabilidade, mas sim pelo movimento e pela imprevisibilidade²³⁹. Por dependerem diretamente da escolha de indivíduos — que sempre podem agir de forma distinta —, esses sistemas tornam-se altamente sensíveis às suas condições iniciais; seus desenvolvimentos não são previamente determinados, mas sim trajetorialmente dependentes, sendo continuamente possibilitados e limitados pela forma específica e praticamente imprevisível que tomam como resultado da interação humana²⁴⁰. Para compreender seu funcionamento, não basta “somarmos” todos os mecanismos que, simultaneamente, afetam-no causalmente; precisamos reconhecer como esses múltiplos mecanismos, localizados em diferentes níveis de emergência da realidade, funcionam determinando uns aos outros²⁴¹. É dizer: longe de produzir mudanças mecânicas, claras ou coerentes, a plethora de relações sociais que permitiu seu desenvolvimento foi marcada por incontáveis conflitos e contradições.

²³⁹ Se entendida como um sistema complexo não-linear — ou seja, partindo de uma concepção de complexidade particular —, a ideia de previsibilidade se torna problemática: não porque exista alguma razão *a priori* para sua impossibilidade, mas porque, como veremos, esses instrumentos precisam ser “compreendidos pelo que realmente são e pelo que realmente podem fazer”. Cf. BYRNE, D. S., **Complexity theory and the social sciences: an introduction**, London ; New York: Routledge, 1998.

²⁴⁰ A origem da qualificação dos processos aqui descritos como “trajetorialmente dependentes” está no trabalho de Donald Mackenzie; sua compreensão no contexto desse trabalho, entretanto, não implica na aceitação de suas fundamentações de forma acrítica. Nesse sentido, tal ideia é trabalhada nos termos indicados por John Mingers: “sistemas sociais nunca são fechados, mas sempre abertos à mudança histórica e acidentados (as vezes referido como ‘dependência trajetorial’”. Cf. MINGERS, John, Future directions in management science modelling: critical realism and multimethodology, *in*: ACKROYD, Stephen; FLEETWOOD, Steve (Orgs.), **Critical Realist Applications in Organisation and Management Studies**, London; New York: Routledge, 2005, p. 151–178.

²⁴¹ BYRNE, 1998, p. 15.

Reconhecer a natureza complexa desses desenvolvimentos é fundamental para que possamos compreender suas consequências; mas tal reconhecimento não pode ser compreendido como sugerindo a inexistência de relações causais. Como já mencionado, a realidade social não é dada por imposições lógicas, mas sim por necessidade natural: coisas detém os poderes que detém, e não outros, em virtude de sua estrutura. Com o benefício de uma visão *a posteriori*, podemos avaliar os detalhes de cada um desses desenvolvimentos, retroduzindo suas causas de forma a nos possibilitar a formulação de explicações para seu funcionamento no passado. Para isso, precisamos identificar os mecanismos que possibilitaram seu desenvolvimento em suas formas contingentes.

Recapitulemos, brevemente, o visto até o momento. A necessidade básica de moradia, dentro do nosso atual modo de produção, passa necessariamente por uma limitação em relação à propriedade; podemos morar apenas em lugar que nos pertence (ou que nos foi cedido)²⁴². Dentro dessas limitações, que operam por meio de uma série de controles jurídicos, a forma de intervenção encontrada para suprir o problema da moradia foi adaptada não para uma solução abstrata ou ideal, mas sim para uma forma que pudesse ser operacionalizada concretamente dentro das limitações impostas por todos os sistemas (naturais, sociais, técnicos, semânticos ou conceituais) com os quais ela interage: criou-se a tecnologia hipotecária, como mecanismo específico para a aquisição da casa própria em condições de ausência de capital próprio.

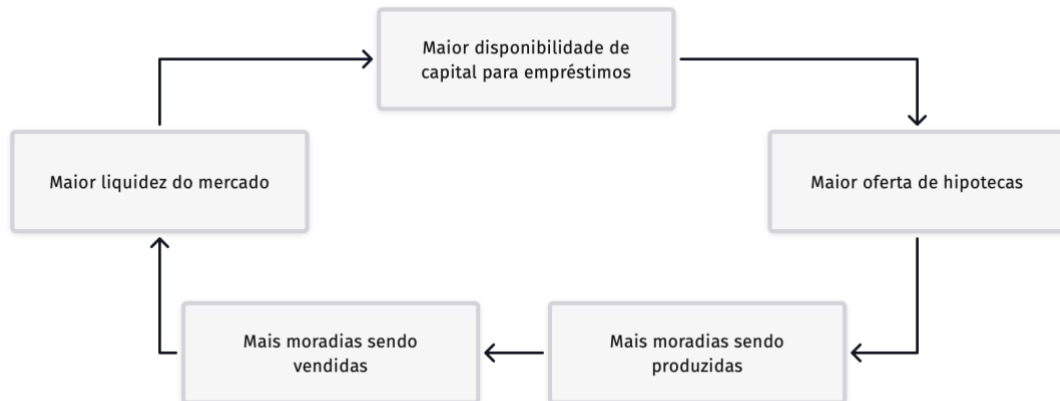
Uma vez implementado, tal mecanismo foi sofrendo modificações diversas, especialmente a partir das contradições e limitações identificadas na sua utilização (e.g., ausência de incentivos suficientes para investidores). Para superar uma dessas limitações específicas (i.e., a constrição orçamentária federal), os indivíduos que ocupavam a posição de governantes desenvolveram uma nova tecnologia (i.e., securitização) na expectativa de possibilitar a continuidade do projeto de acesso ao crédito hipotecário. Foi esse mecanismo que possibilitou a produção (limitada) dos resultados desejados²⁴³; sua eficácia é

²⁴² A relação entre propriedade privada e moradia está diretamente associada à acumulação primitiva, tão bem explorada por Marx no capítulo 24 do primeiro livro do *Capital*: MARX, 2013, p. 785–833.

²⁴³ Se considerado dentro de um contexto que toma, como pressuposto, a ideia de que a agência humana é limitada em suas alternativas por meio de sua relação com os mais diversos sistemas — especialmente os sociais —, a afirmação de que a técnica hipotecária conseguiu relativo sucesso na implementação de formas de acesso à moradia, dentro de um determinado contexto histórico-social, me parece justificada. Como já mencionado, entretanto, esse não foi um caso de “sucesso” equitativamente distribuído, sendo marcado por diversas implementações explicitamente racistas (i.e., *redlining*), bem como sendo limitado em um nível mais fundamental pelas imposições do próprio modo de produção capitalista à realização de seus efeitos (e.g., é a partir dessa tecnologia que a apropriação por alienação das dívidas de consumo foi possível). Mesmo assim, entendo que a transformação da sociedade para uma forma de organização centrada na emancipação humana dependerá, como quaisquer outras alternativas, de uma quantidade considerável de sistemas em funcionamento

identificável a partir da realização do fim proposto de aumento das oportunidades de crédito (para determinadas coletividades e posições sociais)²⁴⁴, conforme ilustrado pela Figura 7.

Figura 7 — Oportunidades de crédito



Fonte: produção autoral.

O que deve estar claro, até o momento, é que tal tecnologia alcançou seu objetivo imediato justamente por ter sido construída aproveitando-se de poderes capazes de atingir esse objetivo específico. Ainda que a transformação de quaisquer elementos da vida social possa ser determinada causalmente por uma literal infinidade de combinações entre diferentes mecanismos, isso não quer dizer que esses mecanismos não atuem de forma

síncrono; é dizer, dependerá de uma série de componentes do que se poderia chamar — seguindo Mackenzie e Callon — de uma “infraestrutura” social e técnica. Nesse sentido: MACKENZIE, 2006, p. 13.

²⁴⁴ Ao analisarmos os níveis percentuais de propriedade de unidades residenciais, conseguimos notar que, durante um período considerável de tempo, essa combinação de diversas intervenções em sistemas específicos conseguiu atingir seu objetivo imediato: fornecer mais crédito para a aquisição da casa própria. De acordo com o *Federal Reserve of St. Louis*, apesar do número de habitantes do país ter praticamente dobrado entre 1965 e 2020, a “taxa de propriedade da casa própria” manteve-se relativamente estável, não apenas suportando o rápido e intenso aumento do contingente populacional, mas inclusive aumentando o percentual de casas próprias de 62,9% para 67,9%. Em alguma medida, portanto, é possível afirmar que essas foram soluções minimamente adequadas para, dentro de um determinado período e consideradas as limitações de sua operação em um modo produtivo específico, garantir que esse objetivo fosse realizado. Vale ressaltar, entretanto, que a *home-ownership rate* é definida pelo Escritório do Censo dos Estados Unidos como “a proporção de lares que são donos do próprio imóvel”, e é calculada por meio da proporção entre a quantidade de unidades residenciais que são ocupadas por seus proprietários, e a quantidade total de unidades residenciais; tais dados não indicam, portanto, a quantidade de adultos que são donos de suas próprias casas, já que configurações residenciais nas quais os filhos moram com os pais também serão computadas nessa taxa, em razão do proprietário do imóvel também residir naquela unidade residencial. Ver ESCRITÓRIO DE ESTATÍSTICAS LABORAIS DOS ESTADOS UNIDOS. **Population [POPTHM]**. St. Louis: Federal Reserve Bank of New York, 2022. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/series/POPTHM>>. Acesso em: 28 ago. 2022.; e DEPARTAMENTO DO CENSO DOS ESTADOS UNIDOS. **Homeownership Rate in the United States [RHORUSQ156N]**. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2022. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/series/RHORUSQ156N>>. Acesso em: 28 ago. 2022.

concreta na constituição da realidade. Mesmo que não consigamos identificá-los de forma fácil ou imediata, seu funcionamento no sentido de produção de efeitos sobre a realidade os torna candidatos ideias para analisarmos a realidade, candidatos potencialmente mais adequados do que eventuais intenções deste ou daquele indivíduo.

Dada a fantástica complexidade da realidade e de suas relações sociais, precisamos buscar formas de identificarmos tais mecanismos; e embora possamos fazer isso por seus efeitos, outra importante fonte a ser investigada é, como visto, a tecnologia: os produtos nos quais são concretizadas determinadas ideias, valores e relações sociais, com o intuito de ampliar os poderes disponíveis aos seres humanos²⁴⁵. Enquanto artefatos materiais, sua existência objetiva é mais facilmente acessível do que, por exemplo, as intenções deste ou daquele indivíduo. Ao focarmos em processos concretos e sua operação por meio de estruturas objetivas, evitamos discussões moralistas pautadas em explicações como “ganância” ou “maldade” — embora, é claro, isso não implique necessariamente uma análise amoral. O que isso nos permite, em minha interpretação, é uma análise mais objetiva da forma pela qual a história se desenvolveu em sua imensidão e complexidade; é com base em elementos materiais verificáveis que podemos teorizar sobre a realidade²⁴⁶.

Embora o foco tenha sido, até o momento, a interação entre apenas duas das posições sociais envolvidas no desenvolvimento de respostas para o problema da moradia, ainda resta uma última coletividade fundamental a ser considerada em suas responsabilidades, obrigações e prerrogativas: aquela caracterizada pela ocupação da posição de investidores. Da mesma forma que um indivíduo conta com formas institucionalizadas para a aquisição da casa própria (i.e., contratos de hipoteca padronizados e garantidos pelo governo federal estadunidense), investidores também contam com mecanismos específicos para interagir uns com os outros, e com o mercado como um todo. Sejam fórmulas matemáticas, computadores potentes, rotinas organizacionais ou mesmo conceitos teóricos, todos esses elementos

²⁴⁵ Explicitamente inspirado na contribuição de Marx para a compreensão da categoria “tecnologia”, Clive Lawson desenvolve, a partir da modelo transformativo de atividade social de Bhaskar, seu modelo de transformativo de atividade técnica (cf. LAWSON, Clive, *Technology, technological determinism and the transformational model of social activity*, in: LAWSON, Clive; LATSIS, John; MARTINS, Nuno (Orgs.), **Contributions to social ontology**, London ; New York: Routledge, Taylor & Francis Group, 2007, p. 38). Seus desenvolvimentos aparecem firmados na interpretação de Marx sobre a interrelação entre ação humana e desenvolvimento tecnológico, bem ilustrada na “Miséria da Filosofia”: “As relações sociais estão intimamente ligadas às forças produtivas. Adquirindo novas forças produtivas, os homens transformam o seu modo de produção e, ao transformá-lo, alterando a maneira de ganhar a sua vida, eles transformam todas as suas relações sociais. O moinho movido pelo braço humano nos dá a sociedade com o suserano; o moinho a vapor dá-nos a sociedade com o capitalista industrial” (cf. MARX, Karl, **A miséria da filosofia**, 1. ed. São Paulo: Global, 1985, p. 106).

²⁴⁶ Sobre os critérios para a verificação a partir do realismo crítico, ver COLLIER, 1994, p. 160–167.

auxiliam na constituição de uma “infraestrutura” específica, incluindo sistemas técnicos, sociais e semânticos, que funcionam em conjunto (embora não necessariamente em harmonia) para organizar as formas de interação disponíveis aos agentes dos mercados²⁴⁷. Se nosso objetivo é compreender a operação concreta dos mercados financeiros, o melhor caminho parece passar pela compreensão dessa infraestrutura, começando pela sua organização enquanto um sistema social específico de “mercados”.

4.1 Mecanismos de mercado

Muito embora façamos referência cotidiana ao termo “mercado” — assim como o termo “crise” e, como veremos, também o termo “crime” —, o significado atribuído a esses significantes nem sempre resta claro para seus operadores. Todos falamos e ouvimos falar sobre mercados; mas o que são, de fato, esses mercados?

Atualmente, dada a ubiquidade dos “mercados financeiros” na vida contemporânea, não é difícil encontrarmos pessoas que considerem “mercados” como essencialmente naturais: estes seriam uma forma de organização social inerente ao ser humano, constituindo as características operativas da economia desde que a humanidade existe. Mercados, para muitos, sempre existiriam e continuarão existindo, constituindo um simples fato da vida²⁴⁸. É claro que mudanças tecnológicas teriam transformado a forma de operação desses mercados, mas essas não passariam de versões mais tecnológicas e diversificadas de sistemas que funcionaram, em sua essência, dentro de uma mesma lógica. Mas será que essa seria uma representação adequada da realidade?

Pensemos em um breve exemplo, ligado diretamente ao objeto de pesquisa deste trabalho. Quando analisamos a história dos Estados Unidos da América, identificamos, *prima facie*, algumas contradições entre os registros históricos do país e essa representação dos mercados como “naturais”. Ainda que, hoje, o país ocupe uma posição de destaque em

²⁴⁷ CALLON, Michel (Org.), *The Laws of the Markets*, in: **Introduction: The Embeddedness of Economic Markets in Economics**, Oxford, UK: Blackwell, 1998, p. 1–57.

²⁴⁸ A ideia da “naturalidade” dos mercados está presente em diversos autores da economia política clássica, com especial menção para uma das formulações mais famosas de Adam Smith: “Essa divisão do trabalho, da qual derivam tantas vantagens, não é, em sua origem, o efeito de uma sabedoria humana qualquer, que preveria e visaria esta riqueza geral à qual dá origem. Ela é a consequência necessária, embora muito lenta e gradual, de uma certa tendência ou propensão existente na natureza humana que não tem em vista essa utilidade extensa, ou seja: a propensão a intercambiar, permutar ou trocar uma coisa pela outra” (cf. SMITH, Adam, **A riqueza das nações: investigação sobre sua natureza e suas causas**, 3. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988, p. 24). Para uma possível interpretação da origem desses equívocos, ver CLARKE, Simon, **Marx, marginalism and modern sociology: from Adam Smith to Max Weber**, 2. ed. Basingstoke, Hampshire: Macmillan, 1991, p. 49–92.

meio ao que chamamos de mercados financeiros globais, devemos lembrar que se trata de um Estado relativamente jovem, com sua independência datando de 1776, apenas. Durante o período colonial, os imigrantes que passaram a ocupar aqueles territórios não foram recebidos por bancos, corretores de bolsas ou agentes de seguros; de forma ainda mais básica, não havia sequer uma unidade universal para a troca: ou seja, não havia sequer dinheiro, na forma como o concebemos hoje²⁴⁹. Existiam, é claro, espaços físicos onde diferentes indivíduos poderiam oferecer bens e serviços em troca de outros bens e serviços (incluindo diferentes moedas, títulos, mercadorias, etc.), mas seu funcionamento era fundamentalmente diferente do que compreendemos hoje como um mercado, de forma que seria inadequado estender a história dessas instituições para além da Guerra Civil, para não incorrer em anacronismos²⁵⁰. Mesmo assim, algo parece existir em comum entre os mercados do período colonial e nossos diversos mercados atualmente: afinal de contas, nós ainda estamos falando de formas de organização que permitem a compra e a venda de bens e serviços, ainda que de formas diferentes. Se isso não é um mercado, o que é?

Essa não é uma distinção meramente conceitual, entretanto, e um exemplo pode ser particularmente útil para compreendermos sua importância para além de uma preciosidade categorial. Paul Samuelson, ganhador do Nobel de Economia, identifica em sua principal obra os três problemas fundamentais que a economia busca compreender em qualquer organização social²⁵¹: (i) determinar *quais* produtos serão produzidos; (ii) estabelecer *como* esses produtos serão produzidos; e, por fim, considerar (iii) *para quem* esses produtos serão produzidos. Diferentes sociedades, é claro, constituíram diferentes sistemas econômicos para dar conta dessas três respostas, com diferentes mecanismos para se chegar aos seus objetivos específicos; particularmente, durante o século passado, dois foram os principais mecanismos implementados mundialmente: sistemas de mercados, pelo meio dos quais as

²⁴⁹ Esse processo é detalhado de forma particularmente interessante em MARKHAM, Jerry W., **A Financial History of the United States: From Christopher Columbus to the Robber Barons (1492 -1900)**, Armonk, N.Y: M.E. Sharpe, 2002, p. 19–140.

²⁵⁰ Em Nova York, antes da instituição de uma bolsa de valores formal, corretores de ações e outros negociantes encontravam-se frequentemente em cafés para conduzir suas transações, com a primeira negociação isolada de títulos mobiliários tendo sido registrada em 1725. Depois que o governo federal assumiu as dívidas estaduais da guerra revolucionária, os leiloeiros localizados em Wall Street começaram a participar de vendas diárias dos títulos de dívida dos governos; um ano depois, em 1791, foi impresso um folheto anunciando um acordo feito entre participantes dessas negociações para o estabelecimento de regras de conduta, participação e negociação dos leilões realizados nesses cafés. Em 1792, 24 negociantes assinaram o Acordo de Buttonwood, estabelecendo um sistema de comissões fixas para transações de valores mobiliários, e fortalecendo ainda mais as bases para a constituição de uma bolsa formal de valores na cidade. Em 1817, a Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) seria fundada pelos assinantes de Buttonwood, iniciando negociações em cerca de trinta ações e títulos, além de moeda estrangeira e outros valores. Ver *Ibid.*, p. 118.

²⁵¹ SAMUELSON, Paul A.; NORDHAUS, William D., **Economics**, 19. ed. Boston: McGraw-Hill Irwin, 2010, p. 7.

decisões sobre essas questões seriam feitas de forma descentralizada; e sistemas de controle, nos quais os mecanismos de direcionamento da economia (ou seja, as respostas dadas às perguntas acima) ficariam centralizadas na mão do Estado²⁵². De acordo com o autor, atualmente, a maior parte das grandes economias contemporâneas funciona com um sistema de economia mista, unindo aspectos de livre mercado e de controle governamental para chegar a um sistema otimizado²⁵³.

A partir dessa tradição econômica específica, portanto, para além do papel e da legitimidade de intervenções governamentais, a característica definitiva da economia global contemporânea diz respeito ao mecanismo por meio do qual serão resolvidos os três problemas acima mencionados: o mecanismo do mercado²⁵⁴. Mercados seriam sistemas em que compradores e vendedores interagem, trocando bens e serviços, por meio da determinação de preços; ou seja, estipulando os termos sob os quais diferentes produtos poderão ser trocados²⁵⁵. Analisando o funcionamento da economia a partir de suas características mais aparentes, propõe-se que, se consumidores desejarem mais de um bem, seu preço tenderá a subir, incentivando que os empresários busquem “produzir” mais; se poucas pessoas tiverem interesse em um produto, seu preço tenderá a baixar, sinalizando que aquele não é um produto adequado para produção naquele momento. Preços, portanto, seriam as representações monetárias de todas as coisas que podem ser negociadas em um mercado²⁵⁶.

Como se pode perceber, para Samuelson, “um mercado é um mecanismo pelo qual compradores e vendedores interagem para determinar preços e trocar bens, serviços e ativos”²⁵⁷. Ao considerarmos novamente os três problemas fundamentais identificados por Samuelson, conseguimos esboçar o funcionamento de uma sociedade mediada pelo mecanismo do mercado²⁵⁸: (i) empresas produzirão as mercadorias que garantam os maiores lucros possíveis; (ii) por meio de técnicas de produção menos custosas; (iii) para consumidores que, a partir de decisões individuais sobre como gastarão sua renda, determinarão o que será produzido na sequência.

²⁵² Ibid., p. 8.

²⁵³ Ibid., p. 25.

²⁵⁴ Ibid., p. 26–30.

²⁵⁵ “Os preços coordenam as decisões de produtores e consumidores em um mercado. Preços mais altos tendem a reduzir as compras do consumidor e estimular a produção. Preços mais baixos estimulam o consumo e desestimulam a produção. Os preços são a roda de equilíbrio do mecanismo de mercado”. Cf. Ibid., p. 27.

²⁵⁶ SATZ, Debra, Market and Nonmarket Allocation, in: **International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences**, [s.l.]: Elsevier, 2015, p. 538–543.

²⁵⁷ SAMUELSON; NORDHAUS, 2010, p. 26.

²⁵⁸ Ibid., p. 27–28.

A lógica proposta por Samuelson, ainda que opere mediante uma concepção de mercados enquanto mecanismos de mediação entre diferentes interesses, reconhece seu caráter mutável e político. Da mesma forma como as principais economias contemporâneas se organizam de forma mais ou menos adequada ao exposto pelo autor, não há nenhuma inevitabilidade em sua configuração atual; não se tratou de um progresso inexorável da história, como pretenderam alguns teóricos dos dois lados do espectro político, mas sim de uma possível configuração dentre uma literal infinidade de outras possíveis²⁵⁹. Como buscou-se explorar nos últimos capítulos, a formação e a configuração específica de determinados mercados é marcada por processos complexos envolvendo diferentes agentes, que ocupavam diferentes posições, formando diferentes coletividades e valendo-se de diferentes tecnologias. Mercados não são, portanto, sistemas naturais ou inevitáveis; como quaisquer sistemas sociais, são produtos de circunstâncias históricas específicas, moldados a partir de interações humanas contínuas, devendo ser vistos não como simples fatos da vida, mas como instituições sociais complexas que merecem escrutínio e análise minuciosas.

Deixando a adequação teórica da proposta de Samuelson temporariamente de lado — voltaremos a esse ponto mais adiante —, uma constatação resta clara: a sociedade contemporânea é uma mediada em diversos aspectos por mecanismos de mercado. Ao chegar aos limites de financiamento governamental dos programas de incentivo à casa própria, o governo federal estadunidense foi obrigado a buscar outras fontes de financiamento, construindo sistemas para vender suas dívidas na forma de títulos negociais para investidores que desejavam ter seu capital remunerado ao longo do tempo. Na falta de recursos financeiros, recorreu-se ao mecanismo supostamente responsável pela “alocação eficiente de capital e recursos”²⁶⁰, no qual uma das mercadorias mais poderosas do mundo é comprada e vendida: o mercado financeiro.

4.2 Prevendo o futuro dos mercados

Mercados financeiros, em sua descrição formal, representariam a melhor aproximação já construída do mecanismo de mercado em seu pleno potencial, configurando-se como um sistema de intermediação por meio do qual compradores e vendedores interagem, mediante a definição contínua de preços, para possibilitar a troca de bens e

²⁵⁹ CLARKE, 1991, p. 81–86.

²⁶⁰ SAMUELSON; NORDHAUS, 2010, p. 4.

serviços de maneira eficiente, impessoal e orientada a preferências individuais²⁶¹. Levando em consideração que o objeto sendo negociado nesse mercado (capitais), especificamente, é condição necessária (mas não suficiente) para a realização de qualquer empreendimento em uma sociedade capitalista, não é de se espantar que, apesar de sua caracterização formal, esses sejam espaços marcados por grandes concentrações de poder.

Ainda que os números de participantes do mercado financeiro tenham crescido nos últimos anos, grande parte do volume de negociações operado em ações, por exemplo, é dominado pelos chamados investidores institucionais²⁶²: em 2010, o valor total do mercado para ações comuns atingiu o valor de US\$17 trilhões, com 67% de todas as ações (cerca de US\$11.5 trilhões) pertencendo a esse tipo específico de investidores²⁶³. Quando empresas (ou mesmo governos) buscam novas fontes de capital nos mercados financeiros, opera-se uma batalha pelo favor daqueles que detém o capital disponível para ser investido num ou n'outro projeto; esses investidores são, por assim dizer, os “donos da bola”. E, em meio a essa interação, o objetivo de todos os participantes desse mercado será sempre o mesmo: obter o maior lucro possível em relação ao seu investimento inicial.

Atingir esse objetivo, entretanto, nem sempre é uma tarefa simples; aliás, como a longa história de crises ao longo da existência do modo de produção capitalista nos mostra, esse pode ser um mercado com resultados absolutamente inesperados — às vezes de forma positiva, mas normalmente de forma negativa. Por essa razão, existem duas considerações que sempre estarão ocupando a cabeça de um potencial investidor: risco e retorno²⁶⁴. Dadas as infinitas variações de preço possíveis em um dia de operação do mercado, investidores tenderão a buscar formas de equilibrar a relação entre os riscos corridos em um ou outro investimento, e os retornos esperados desse investimento²⁶⁵.

Na busca pela constituição do que seria uma carteira ideal de ativos — ou seja, uma carteira que remunere de forma adequada o risco tomado pelos investidores — cada investidor poderá fazer uso de diferentes estratégias, cada qual mais ou menos adequadas aos seus interesses específicos: alguns podem estar interessados em obter uma rentabilidade

²⁶¹ SATZ, 2015, p. 538.

²⁶² Instituições financeiras que exercem a gestão discricionária de portfólios de investimento com mais de US\$100 milhões, cf. BLUME, Marshall E.; KEIM, Donald B., Institutional Investors and Stock Market Liquidity: Trends and Relationships, *SSRN Electronic Journal*, 2012, p. 3.

²⁶³ BLUME; KEIM, 2012.

²⁶⁴ A relação entre risco e retorno, bem como sua centralidade para a economia financeira, serão analisadas de maneira mais aprofundada no item 6.1; para uma abordagem detalhada sobre a operação dos conceitos, ver BERK, Jonathan; DEMARZO, Peter, *Corporate Finance, Global Edition*, [s.l.]: Pearson Education, 2016.

²⁶⁵ SHARPE, William F., Capital Asset Prices: A Theory Of Market Equilibrium Under Conditions Of Risk, *The Journal of Finance*, v. 19, n. 3, p. 425–442, 1964.

maior, aceitando níveis de risco maiores; outros, por sua vez, podem desejar veículos mais estáveis, com menos risco e, conseqüentemente, menos retorno. Depende de cada investidor analisar as possibilidades disponíveis para, dentro de cada situação, optar pelo investimento que melhor for atender aos seus desejos e expectativas.

Para além dos desejos e interesses particulares deste ou daquele investidor, não existem critérios absolutos para determinar o que constitui um “bom” investimento: um investimento só pode ser avaliado em relação a outros investimentos possíveis. O que está em jogo, em suma, é o custo de oportunidade: como qualquer investidor tem sempre uma quantidade limitada de capital disponível em um determinado momento no tempo, suas decisões trarão conseqüências diretas a outras decisões²⁶⁶. Quando um investidor decide investir em A e não em B, ao comparar as duas opções, ele determina qual é o melhor investimento entre aquelas opções disponíveis. Seria certamente bom investir em títulos hipotéticos do Tesouro Americano remuneradas por 25% de juros ao mês praticamente sem riscos; mas se esse ativo não existe — se essa não é uma opção disponível para o investidor — não adianta nada utilizá-lo como base comparativa. Nesse sentido, as decisões de um investidor sempre estarão limitadas à quantidade de investimentos alternativos possíveis que aparecem disponíveis a ele.

Para tomar a decisão mais informada possível, um investidor terá, portanto, de comparar as diferentes oportunidades de investimento disponíveis em um determinado momento. O problema, entretanto, é como realizar essa comparação: quais os critérios para identificar as melhores oportunidades de investimento? Como pode um investidor decidir entre ações, opções, contratos futuros, imóveis, hipotecas, REITs, câmbio, *swaps*, ETFs ou qualquer uma das incontáveis possibilidades atualmente disponíveis a um clique de distância? Como saber qual ativo trará maior ou menor risco a uma operação?

Consideremos, por um momento, a história de um dos principais mercados financeiros em funcionamento no mundo: o mercado de ações. Como qualquer mercado, trata-se de um espaço de negociação de um tipo específico de bem ou serviço; no caso, títulos mobiliários específicos, denominados ações. Nesse mercado, compradores e vendedores encontram-se para, mediante negociações pautadas em preços, chegar a acordos e trocar a propriedade dessas ações entre si. Sendo o objetivo final de cada investidor a acumulação de lucros, suas ações estarão orientadas para, por um ou outro meio, chegar nesse objetivo de

²⁶⁶ “Ao longo deste texto, enfatizamos que os gestores financeiros devem avaliar uma oportunidade de investimento com base em seu custo de capital, que é o retorno esperado disponível em investimentos alternativos no mercado com risco e prazo comparáveis”. Cf. BERK; DEMARZO, 2016, p. 378.

acumular a maior quantidade de lucro possível por meio das negociações realizadas nesse mercado.

Embora a descrição acima esteja, para todos fins, correta, nela está ausente uma das principais questões de interesse para todos aqueles que desejam compreender o funcionamento dos mercados financeiros: sejam ações, futuros, índices, opções, MBS ou quaisquer outros títulos, mercados financeiros são, acima de tudo, espaços de especulação sobre o desempenho de algo ao longo do tempo; mais especificamente, mercados financeiros proporcionam os mecanismos pelos quais podemos especular em relação ao futuro.

Todo investimento é, por definição, uma forma de especulação sobre o futuro: nós investimos nosso dinheiro em ações das empresas A ou B porque, no fim das contas, acreditamos que elas valerão mais no futuro do que valem hoje; ou, no caso de vendas descobertas (*short selling*), podemos acreditar que as ações valerão menos do que hoje. Em qualquer um desses casos, estaremos diante de uma ação muito comum na vida cotidiana: na especulação sobre como será o amanhã. Por essa razão, acredito que a melhor forma de pensarmos nos mercados financeiros não seja exclusivamente como um “mercado de capitais”, mas sim um mercado de capitais ao longo do tempo: o que se compra e se vende ali é o futuro.

Como qualquer cientista atestará, entretanto, prever o futuro não é uma tarefa simples. Mesmo considerando a relativa estabilidade de determinadas leis da Física, não há nada que garanta que um determinado aspecto da realidade não possa, por qualquer razão, modificar-se substancialmente a ponto de deixar de ser o que um dia foi²⁶⁷. Quando consideramos a complexidade da vida social, então, o problema assume novas dimensões, cada vez mais intrincadas e mesmo contraditórias. Considerando que todas as atividades dos mercados financeiros são, por definição, especulações sobre os possíveis estados de coisas futuras, não é de se estranhar que, de tempos em tempos, problemas aconteçam.

Se, como já dito, seres humanos são dotados de alguma capacidade de autodeterminação, não é de se espantar que decisões específicas em relação a investimentos serão, em última forma, decisões pessoais potencialmente subjetivas: as razões que levam alguém a comprar ou vender uma ação, por exemplo, podem ser influenciadas por questões

²⁶⁷ O texto de Richard York e Brett Clark, tratando de possíveis pontos de contato entre marxismo e positivismo, é particularmente ilustrativo sobre a questão da temporalidade: YORK, Richard; CLARK, Brett, *Marxism, Positivism, and Scientific Sociology: Social Gravity and Historicity*, **The Sociological Quarterly**, v. 47, n. 3, p. 425–450, 2006.

tão amplas quanto sua fome naquele determinado momento²⁶⁸. Isso, entretanto, não quer dizer que não foram criadas estratégias específicas para uma operação supostamente mais “racional” nos mercados de capitais. Embora, em termos abstratos, não exista nenhuma força que me impeça de apostar todo meu dinheiro em uma operação de câmbio na véspera de uma eleição presidencial por acreditar, por exemplo, que a reação à vitória de um ou outro candidato causará uma variação nos preços de uma moeda específica, essa será uma operação extremamente arriscada se eu não tiver informações suficientes para fundamentar meu “palpite”. Quanto melhores foram as ferramentas à minha disposição, portanto, melhor será a minha chance de “acertar” minha aposta sobre o futuro.

Como parte dos múltiplos sistemas dos quais investidores dispõem para orientar suas decisões em um ou outro sentido, incontáveis foram, por exemplo, os livros publicados sobre a questão, oferecendo diversas orientações não apenas sobre como analisar diferentes ativos, mas também, ainda que implicitamente, sobre como os mercados — e a própria economia — devem ser para que suas estratégias tenham sucesso. Mercados financeiros, como o mercado de ações, por exemplo, funcionam como um grande centro de especulação sobre como o futuro será; mas essa não é uma disputa jogada às cegas. Diversas são as tecnologias disponíveis para auxiliar-nos a fundamentar nossas suposições sobre o futuro de maneira mais informada: coletamos dados por meio de dispositivos eletrônicos; compilamos históricos de variações de preço de ativos; criamos modelos hipotetizando o funcionamento desses mercados; construímos teorias com base nesses modelos; e transformamos esse conjunto de resultados em programas de computador, que nos podem auxiliar a fazer apostas mais bem fundamentadas. Com isso em mente, a pergunta a ser respondida é: quais as ferramentas disponíveis aos agentes dos mercados para auxiliá-los nessa tarefa de especulação sobre o futuro?

4.3 Fundamentos ou gráficos?

Afirmar que mercados financeiros funcionam como espaços de especulação sobre o futuro, apesar de tecnicamente correto, tende a ser interpretado de maneira pejorativa por aqueles que atuam em tais mercados. Desde o início do século XX, quando as primeiras “teorizações” sobre os mercados começam a surgir nos Estados Unidos, a denominação “especulador” foi negativamente associada a formas específicas de operação nos mercados

²⁶⁸ DANZIGER, Shai; LEVAV, Jonathan; AVNAIM-PESSO, Liora, Extraneous factors in judicial decisions, *Proceedings of the National Academy of Sciences*, v. 108, n. 17, p. 6889–6892, 2011.

financeiros. Como um influente livro sobre estratégias de investimento indica, “investimentos seriam aqueles que, após uma criteriosa análise, prometeriam a segurança do principal, bem como um retorno adequado”²⁶⁹, enquanto operações que não atendessem a esses requisitos, deveriam ser consideradas especulativas, mais parecidas com as atividades de um cassino. Essa distinção é complementada a partir de comentários ao livro original, e apresenta de forma particularmente clara o raciocínio implícito nessa diferenciação conceitual²⁷⁰:

Como jogos em cassinos ou apostas em cavalos, especular no mercado pode ser emocionante ou mesmo recompensador (se você tiver sorte). Mas é a pior maneira imaginável de se construir sua riqueza. Isso acontece porque Wall Street, como Las Vegas ou as pistas de corridas, calibram as probabilidades para que a casa sempre prevaleça, no final, contra todos que tentarem vencer a casa em seu próprio jogo especulativo. Por outro lado, investir é um tipo único de cassino, onde você não pode perder no final, contanto que você jogue apenas pelas regras que colocam as probabilidades a seu favor. As pessoas que investem ganham dinheiro para si mesmas; pessoas que especulam ganham dinheiro para seus corretores. É por isso, por sua vez, que Wall Street minimiza perenemente as virtudes duráveis do investimento e exalta o apelo espalhafatoso da especulação. (Tradução nossa)

A comparação entre especuladores e apostadores não é feita por acaso. Ao considerarmos como deve ser o processo decisório de um investidor, sua analogia com jogadores vem à mente em razão da similaridade de suas avaliações em um determinado nível de abstração: ambos estão interessados em orientar suas decisões com base em possíveis cenários futuros. Hans-Werner Sinn, em seu livro sobre a constituição de uma efetiva “economia de cassino”, apresenta a seguinte comparação entre os processos decisórios de apostadores em cassinos e investidores nos mercados financeiros²⁷¹:

[...] Pessoas que apostam em um cassino devem esperar perdas no médio e no longo prazo. Embora seja possível que os ganhos excedam os riscos, quanto mais se joga, mais provável se torna o cenário no qual não serão recuperadas as apostas. Um cassino particular oferece jogos com uma probabilidade matemática negativa de vitória, precisamente a razão pela qual cassinos são um bom negócio. [...] Em Wall Street, as coisas eram diferentes. Os bancos de Wall Street participavam de apostas que, em si, apresentavam uma probabilidade positiva de vitória, uma aposta em que o retorno, na média, não estaria abaixo do risco, mas sim acima. Afinal, as perdas de hoje eram acompanhadas pelos lucros extremamente altos ao longo dos anos. A especulação de bancos de investimento, que estava no centro dos acontecimentos [da crise de 2008], baseava-se em um modelo de negócios racional que, embora pudesse ter semelhanças com apostas, diferenciava-se daquela a partir de sua promessa de enormes lucros privados no longo prazo, à

²⁶⁹ GRAHAM, Benjamin; ZWEIG, Jason, **The intelligent investor: a book of practical counsel**, Rev. ed. New York: HarperBusiness Essentials, 2003, p. 18.

²⁷⁰ Ibid., p. 36.

²⁷¹ SINN, Hans-Werner, **Casino Capitalism: How the Financial Crisis Came about and What Needs to Be Done Now**, Oxford: Oxford University Press, 2010, p. 70–71.

custa da sociedade. Isso não torna as coisas melhores, mas mostra onde estão os problemas. (Tradução nossa)

Como visto, a distinção entre o processo decisório de apostadores e de investidores estaria pautada fundamentalmente em uma pretensa capacidade distinta de oferecer previsões adequadas de estados futuros para, com base nessas previsões, direcionar suas ações no processo de investimento. Mas, ainda que fossem dois “jogos” potencialmente distintos, ambos seriam “jogados” com base em informações decorrentes de tecnologias específicas, criadas para antecipar possíveis cenários futuros e, com base nessas previsões, orientar as ações do jogador. Fosse contando cartas no Blackjack ou observando flutuações nos preços de determinados ativos, o jogador estaria usando ferramentas à sua disposição para orientar suas ações com um objetivo futuro específico: ganhar o jogo. Mas como saber qual é a melhor estratégia — e quais as melhores ferramentas — para conseguir chegar a esse objetivo?

Mais importante do que uma distinção terminológica entre investidores e especuladores — uma distinção que soa mais moralista do que ontológica —, a mera tentativa de diferenciar entre uma e outra classe apresenta determinações particularmente interessantes sobre a disputa existente sobre de qual seria a melhor estratégia — e, conseqüentemente, a melhor explicação — para uma atuação de sucesso nos mercados.

Atualmente, quando pensamos em mercados financeiros, tendemos a associar sua operação com fórmulas matemáticas complexas, algoritmos avançados e tecnologia de ponta. Mas nem sempre foi assim. Até o início do século XX, não havia um grupo coeso de estratégias amplamente aceitas sobre como operar com sucesso nos mercados financeiros; livros esparsos existiam, é claro, mas sem qualquer embasamento ou verificação empírica das justificativas apresentadas para suas orientações²⁷². Dados sobre preços eram desorganizados e sem qualquer forma de padronização, compilados em listas de preços por meio de um complexo sistema social, envolvendo analistas, corretores e mesmo mensageiros²⁷³. Mesmo a poderosa Bolsa de Valores de Nova York sucumbia perante o caos dos múltiplos mercados paralelos que, ao operarem sem qualquer padrão, produziam dados sem qualquer controle sobre sua origem ou qualidade²⁷⁴; um mundo fundamentalmente

²⁷² PREDA, Alex, *The Rise of the Popular Investor: Financial Knowledge and Investing in England and France, 1840-1880*, *The Sociological Quarterly*, v. 42, n. 2, p. 205–232, 2001.

²⁷³ PREDA, Alex, *Socio-Technical Agency in Financial Markets: The Case of the Stock Ticker*, *Social Studies of Science*, v. 36, n. 5, p. 753–782, 2006, p. 759–761.

²⁷⁴ MACKENZIE, 2006, p. 74–80.

diferente da imagem do *trader* circundado por diversas telas de computadores que vemos hoje.

Em 1867, entretanto, uma mudança tecnológica chegaria para revolucionar as formas de interação daquela bolsa de valores: a introdução do *stock ticker*, uma máquina que imprimia em uma fita de papel os preços de ações negociadas em “tempo real”²⁷⁵. Inventado naquele mesmo ano por Edward A. Calahan, tal tecnologia substituiu as chamadas listas de preços e permitiu a utilização, pela primeira vez na história dos mercados financeiros, de dados padronizados, precisos, minuciosos e contínuos sobre as flutuações de preços²⁷⁶. Com essa nova fonte de dados, o palco estaria posto para outra inovação — desta vez “teórica” — que viria a se tornar uma das formas mais populares (até hoje) de se interpretar o funcionamento dos mercados: a chamada análise técnica.

4.3.1 Análise técnica

Charles H. Dow, fundador tanto do importante jornal *Wall Street Journal*, como do índice *Dow-Jones Industrial Average*, foi um dos primeiros a tentar dar sentido ao aparente caos dos mercados financeiros²⁷⁷. Apesar de não ter desenvolvido uma teoria sistemática sobre o funcionamento concreto dos mercados, suas contribuições para a constituição de uma tecnologia supostamente capaz de auxiliar investidores deram-se em termos de uma forma específica de raciocínio²⁷⁸: distinguindo entre três espaços temporais distintos (*daytrade*, *short swing* e movimentos de longo termo), Dow elaborou o que seria sua visão fundamental acerca do funcionamento dos mercados. Dentre outras ideias, o autor propunha que: (i) as aparências superficiais do mercado seriam, em muitos casos, enganosas, não representando fielmente as tendências de movimento dos preços no longo prazo; (ii) a melhor forma de atingir sucesso na bolsa de valores seria “cortando suas perdas e deixando os lucros correrem”; e (iii) que “descontar” corretamente o futuro seria a chave para a riqueza de um investidor. Apesar de suas contribuições terem sido relativamente limitadas, figuras como Richard Wyckoff e Roger Babson²⁷⁹, dois dos principais responsáveis pela criação de

²⁷⁵ PREDA, 2006.

²⁷⁶ *Ibid.*

²⁷⁷ FISHER, Kenneth L., **100 minds that made the market**, Hoboken, N.J: John Wiley & Sons, 2007, p. 41–43.

²⁷⁸ NELSON, S.A., **The ABC of stock speculation**, New York: S. A. Nelson, 1902, p. 25–57.

²⁷⁹ FISHER, 2007, p. 129–132.

uma tradição de análises gráficas e sua popularização, faziam questão de indicar Dow como sua inspiração para o desenvolvimento de tais técnicas²⁸⁰.

Em sua essência, a análise técnica é baseada na crença de que os preços das ações flutuam de forma independente dos “fundamentos” subjacentes à cada ação. A “saúde” da empresa — seu balanço financeiro, suas contas, recebíveis, dívidas, ativos, lucros e/ou dividendos — não seria, portanto, determinante no preço atribuído às suas ações²⁸¹. Isso significa, de forma objetiva, que, mesmo uma empresa gozando de boas condições de operação, o preço de suas ações poderia cair de forma inesperada; assim como poderia subir, mesmo que o funcionamento da empresa subjacente estivesse terrível. Baseada não em princípios ou ideias econômicas, mas sim em especulações sobre uma pretensa psicologia dos mercados e investidores, seu foco está no estudo das flutuações do mercado, normalmente representadas por padrões gráficos específicos que, de acordo com seus idealizadores, teriam capacidade preditiva em relação aos mercados²⁸²; por essa razão, também é conhecida como análise gráfica.

No princípio das atividades na Bolsa de Valores de Nova York, preços eram determinados em grande parte por um frenesi de homens gritando e gesticulando no pregão da bolsa²⁸³. Com a instituição do *ticker*, seguida de uma nova interpretação desse mar de dados novos e rápidos sobre movimentos de preços a partir da popularização da análise técnica, novas tecnologias foram constituídas para tornar os mercados financeiros mais abstratos e visuais, separando-os da loucura e da imprecisão dos pregões, e inserindo-os no terreno da análise supostamente científica das variações de preços²⁸⁴. Seus defensores acreditam que, estudando diligentemente os gráficos de preços mediante a utilização de técnicas específicas, poderiam detectar tendências de variação de preços não apenas em retrospecto, mas antes mesmo de acontecerem. Tamanha foi sua influência na constituição dos mercados financeiros que grande parte do vernáculo utilizado por participantes do

²⁸⁰ WYCKOFF, Richard, **How I Trade and Invest In Stocks and Bonds: Being Some Methods Evolved and Adopted During My Thirty-three Years Experience in Wall Street**, New York: The Magazine of Wall Street, 1925; BABSON, Roger Ward, **A Continuous Working Plan for Your Money**, 1. ed. New York: Babson's statistical organization, Inc, 1927.

²⁸¹ MACKENZIE, 2006, p. 75.

²⁸² *Ibid.*

²⁸³ O estudo de Caitlin Zaloom, proporcionando uma comparação entre os processos de negociação entre duas plataformas como mecanismos diferentes (i.e., negociação pessoal e online), demonstra como a tecnologia atua delimitando possibilidades aos seus usuários (cf. ZALOOM, Caitlin, Ambiguous Numbers: Trading Technologies and Interpretation in Financial Markets, **American Ethnologist**, v. 30, n. 2, p. 258–272, 2003.). De maneira mais genérica, mas igualmente interessante, Donald Mackenzie trata especificamente da dinâmica dos negociantes da Chicago Board of Trade e sua relação com a “teoria” de opções de Black-Scholes-Merton em MACKENZIE, 2006, p. 156–162.

²⁸⁴ MACKENZIE, 2006, p. 74–80.

mercado permanece em uso até hoje: mesmo ao ligarmos a televisão e/ou computador, escutaremos termos como “tendências”, “reversões”, “correções”, “níveis de resistência”, etc., cuja origem está justamente nessa tentativa de analisar, por meio de gráficos, o movimento dos mercados²⁸⁵.

Assim como a análise técnica apresentava uma possível explicação para o funcionamento dos mercados, outras hipóteses foram formuladas para dar conta desses mesmos fenômenos. Tais hipóteses essas que, em muitos casos, apresentavam fundamentações antagônicas à própria análise técnica. Dentre as interpretações alternativas propostas, uma destaca-se também por sua persistência enquanto estratégia concreta para a operação dos mercados até hoje: a chamada análise fundamentalista.

4.3.2 Análise fundamentalista

Com origens nos cursos de administração de negócios nos Estados Unidos, a análise fundamentalista apresenta-se como uma “metodologia” de avaliação da estabilidade e lucratividade de uma determinada empresa, a fim de identificar qual seria o seu “valor intrínseco”, ou seja, “o valor real de uma empresa, em oposição ao seu valor contábil ou valor de mercado”²⁸⁶. Formulada originariamente por Benjamin Graham — o mesmo autor que propunha a distinção entre especuladores e investidores, para diferenciar-se daqueles que defendiam “análises técnicas” — tal abordagem propunha que, por uma série de razões, mercados financeiros constantemente valoravam ações de forma inadequada, criando oportunidades para investidores que analisassem cuidadosamente os chamados “fundamentos” de uma empresa²⁸⁷. E, embora não propusessem uma metodologia única ou infalível para tal avaliação, acreditavam que o “valor intrínseco” de uma empresa poderia ser determinado por meio de um cuidadoso exame sobre seus ativos, lucros, dividendos, e

²⁸⁵ Alex Preda, em um fantástico artigo sobre a origem da análise técnica, sugere que uma das razões pelas quais tal tradição manteve-se popular mesmo após diversas contestações sobre sua validade, diz respeito ao seu caráter múltiplo, funcionando como: (i) uma explicação sobre o funcionamento dos mercados financeiros; (ii) uma técnica para interpretar e prever movimentos de preços futuros; (iii) um conjunto de instrumentos por meio dos quais tais interpretações eram produzidas; (iv) uma mercadoria vendida às casas de corretagem e, em alguma medida, ao público investidor; (v) um produto em torno do qual empreendimentos geradores de dados surgiram; e (vi) um discurso midiático embricado em outras narrativas dos mercados financeiros. Cf. PREDA, Alex, Where do Analysts Come from? The Case of Financial Chartism, *The Sociological Review*, v. 55, n. 2_suppl, p. 40–64, 2007.

²⁸⁶ MACKENZIE, 2006, p. 76–79.

²⁸⁷ GRAHAM, Benjamin; DODD, David L., *Security analysis*, 5. ed. London: McGraw-Hill, 1996, p. 14–26.

outros indicadores-chave²⁸⁸. Aproveitando essas situações de divergência entre “preço” e “valor”, investidores poderiam obter retornos superiores aos seus pares.

Quando imaginamos o processo de pesquisa e investigação que deveria anteceder a decisão por investir em ações X, Y ou Z, estamos pensando justamente nos processos defendidos por *fundamentalistas* para identificar oportunidades de investimento. E, assim como no caso da análise técnica, tal abordagem é utilizada, até hoje, amplamente como fundamento para decisões de investimentos nos mercados financeiros. O financista Warren Buffett, considerado um dos maiores investidores do mundo, foi um dos alunos de Graham e, até hoje, é defensor de tais estratégias como adequadas para a produção de resultados superiores aos seus competidores²⁸⁹.

A principal distinção entre análises técnicas e análises fundamentalistas, portanto, está na existência ou não de uma vinculação entre as características subjacentes a um determinado ativo financeiro e seu preço no mercado: enquanto analistas técnicos consideram os movimentos dos mercados necessariamente independentes dos fundamentos de um ativo — da “saúde” financeira de uma empresa cotada na bolsa, por exemplo —, analistas fundamentalistas consideram que existe um vínculo concreto entre um “valor intrínseco” e o preço negociado no mercado, de forma que discrepâncias entre os dois elementos podem abrir oportunidades de investimento e lucro para aqueles que procederem a análises minuciosas sobre a realidade.

Durante a primeira metade do século passado, as operações dos mercados financeiros tornaram-se crescentemente dependentes desses dois tipos de análise, muitas vezes de forma combinada, apesar de suas evidentes incompatibilidades no nível dos fundamentos. A razão pela qual isso acontecia — e continua acontecendo até hoje — está ligada justamente à condição de arbitrariedade de qualquer decisão particular de investimento: ainda que possamos buscar informações para sustentar e orientar nossas decisões de forma mais racional, a decisão de investir em um ou outro ativo depende, no fim das contas, de uma decisão particular e subjetiva do indivíduo. Longe de apresentar respostas claras sobre como proceder, tais tecnologias analíticas ainda dependerão de um amplo processo interpretativo das informações por elas produzidas; e diante da orientação prática dos mercados — investidores não querem explicar a economia, querem ganhar dinheiro —, mesmo diante de fundamentos incompatíveis entre si, ambas são cotidianamente utilizadas até hoje.

²⁸⁸ MACKENZIE, 2006, p. 76–77.

²⁸⁹ *Ibid.*, p. 78.

4.4 A matematização da economia

Se é verdade que elementos de ambas as tradições de análise dos mercados permanecem vivos até hoje — seja nas representações culturais, na prática financeira ou mesmo na forma como pensamos socialmente sobre os mercados —, há um elemento que, naquele momento, estava completamente omissa do funcionamento dos mercados financeiros. Como visto, durante a primeira metade do século XX, as estratégias de investimento eram pautadas em interpretações genéricas sobre o que poderia ser chamado de uma “psicologia dos mercados”, buscando, alternativamente, explorar idiosincrasias no processo de valoração de ações (análise fundamentalista), ou identificar padrões gráficos capazes de indicar os movimentos futuros de variação de preços de ações (análise técnica). Ao abrirmos os principais livros da época, identificamos uma série de argumentos distintos em defesa de suas posições²⁹⁰; o que não encontramos, entretanto, é a presença de algo que, atualmente, serve como a linguagem máxima de todo o edifício teórico econômico e financeiro: a matemática²⁹¹.

Muito embora, atualmente, a associação entre matemática e mercado financeiro seja quase imediata, sua vinculação prática constitui uma tendência relativamente recente; basta considerar que, até 1950, as poucas revistas acadêmicas que tangenciavam o assunto operavam dentro de uma “tradição verbal”, de natureza institucional e descritiva²⁹². Tradicionalmente, o conhecimento acadêmico sobre finanças estava voltado a aspectos práticos da gestão empresarial, propondo uma série de ideias sobre a utilidade e o risco de dívidas como instrumentos de capitalização; sobre a operação prática de questões contábeis; sobre aspectos gerais da própria gestão financeira dentro das empresas²⁹³. Ao contrário do

²⁹⁰ Ibid., p. 38.

²⁹¹ MORGAN, Mary S., Economics, in: PORTER, Theodore M.; ROSS, Dorothy (Orgs.), **The Cambridge History of Science - Volume 7: The Modern Social Sciences**, 1. ed. Cambridge; New York: Cambridge University Press, 2003, v. 7.

²⁹² “A maioria dos artigos publicados pelo *Journal* tinha a ver com a política do *Federal Reserve*, o impacto do dinheiro nos preços e na atividade empresarial, tributação e questões relacionadas a finanças corporativas, seguros e contabilidade. Os poucos artigos que apareceram sob a rubrica “*Investments*” tratavam de temas como liquidez, política de dividendos e fundos de pensão. Em edições até 1959, não consegui encontrar mais de cinco artigos que pudessem ser classificados como teóricos e não descritivos. O resto contém muitos números, mas nenhuma matemática”. Cf. BERNSTEIN, Peter L., **Capital ideas: the improbable origins of modern Wall Street**, 1st Free Press paperback ed. New York, NY: Free Press, 1993, p. 42.

²⁹³ Um dos livros mais importantes dessa tradição, *The Financial Policy of Corporations*, publicado originariamente em 1919 pelo professor de Harvard Arthur Stone Dewing, serve como uma ótima ilustração: fornecendo uma visão geral dos principais conceitos que envolviam o aspecto de gestão financeira em corporações, Dewing discutia as diferentes maneiras pelas quais empresas poderiam levantar capital — fosse por meio da emissão de ações ou de títulos. A ausência notável, como dito, diz respeito à matemática: o livro não continha quaisquer fórmulas ou equações matemáticas complexas. Cf. DEWING, Arthur Stone, **The Financial Policy of Corporations**, New York: Ronald Press, 1937.

que imaginamos hoje, o mundo das finanças não era um mundo dos economistas e da disciplina econômica; era um mundo dos empresários e das escolas de administração de negócios (as famosas *business schools* estadunidenses)²⁹⁴.

Essa não era, entretanto, uma prerrogativa do mundo das finanças. Mesmo a própria disciplina econômica, até pelo menos a revolução marginalista, ainda permaneceria relativamente independente da linguagem matemática como forma de expressão de suas ideias. Antes de prosseguirmos com uma análise da economia financeira em particular, vale a pena esclarecer algumas questões sobre os desenvolvimentos similares que estavam ocorrendo na economia como um todo.

Ao considerarmos a história dos pensamentos econômicos, não raro encontraremos um eixo específico de análise com foco em dois objetivos específicos, mantidos ao longo da história da disciplina: um tratando da descrição e da compreensão do funcionamento da economia concreta (também chamado de economia positiva); e outro, por sua vez, interessado na utilização de conhecimentos da economia para a elaboração de políticas econômicas (conhecido como economia normativa)²⁹⁵.

Para além desses dois objetivos imediatos — conhecer e transformar —, o período entre a revolução marginalista de 1870, e a sedimentação da tradição conhecida como “economia neoclássica”, em 1950, foi fundamental para uma mudança radical sobre o método de análise, raciocínio e explicação utilizado para compreender fenômenos econômicos pela disciplina²⁹⁶. Em razão da lenta e gradual incorporação dos preceitos metodológicos, teóricos e metateóricos por parte de outras tradições concorrentes, torna-se difícil caracterizar, de maneira homogênea, quais foram as teorias dominantes em tal período temporal²⁹⁷; mesmo assim, tanto economistas quanto historiadores das ideias concordam que, a partir de 1950, essa tradição “neoclássica” de pensamento econômico passaria a ocupar uma posição dominante em relação à produção de conhecimento econômico²⁹⁸. Baseada em desenvolvimentos matemáticos de teóricos como William Stanley Jevons²⁹⁹ e

²⁹⁴ MACKENZIE, 2006, p. 70–74.

²⁹⁵ FRIEDMAN, Milton, *The Methodology of Positive Economics*, in: HAUSMAN, Daniel M (Org.), **The philosophy of economics: an anthology**, New York: Cambridge University Press, 2008; SAMUELSON; NORDHAUS, 2010, p. 6.

²⁹⁶ O processo de transição até a assunção da economia neoclássica é avaliado em BATEMAN, Bradley W., *Clearing the Ground: The Demise of the Social Gospel Movement and the Rise of Neoclassicism in American Economics*, **History of Political Economy**, v. 30, n. Supplement, p. 29–52, 1998.

²⁹⁷ MORGAN, 2003, p. 278.

²⁹⁸ BATEMAN, 1998.

²⁹⁹ PETTIT, Philip, Jevons, William Stanley, in: DAVIS, John Bryan; HANDS, D. Wade; MÄKI, Uskali (Orgs.), **The handbook of economic methodology**, Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: E. Elgar, 1998.

León Walras³⁰⁰, tal abordagem passaria a tomar força para, após a Segunda Guerra Mundial, constituir a face da tradição dominante na teoria econômica até hoje: “tratamentos formais de agentes econômicos racionais, ou otimizadores, unidos por um mercado livre abstratamente concebido, em um mundo de equilíbrio geral”³⁰¹.

A denominação “neoclássica” parece problemática por uma série de razões, dentre as quais a própria ausência de unidade teórica acerca do objeto “economia”; existem, afinal de contas, proposições competidoras sobre diversos dos aspectos comumente atribuídos a tal tradição, como “expectativas racionais”, “equilíbrio geral” e afins³⁰². Para além desses pressupostos teóricos, entretanto, há uma mudança objetivamente verificável na forma de análise e apresentação de ideias econômicas a partir das mudanças decorrentes da revolução marginalista: uma crescente dependência na matemática.

A incorporação da matemática na economia deu-se em seus dois principais polos de pensamento: tanto na coleta de dados sobre a realidade — como um sub-ramo específico da estatística denominado econometria —, quanto no entendimento dela como instrumento próprio de raciocínio dedutivista, que tornaria possível a formulação de modelos econômicos sobre o funcionamento concreto (ideal ou não) dos processos de produção e de circulação. Ideias de início formuladas por teóricos da tradição “clássica” passaram a ser traduzidas em fórmulas matemáticas, possibilitando uma síntese entre as contribuições do início do século XIX e aquelas da virada para o século XX.

Uma das principais determinações desse processo de matematização não tem sua origem na economia, como campo acadêmico, mas sim nas pressões e necessidades de ordem prática e política durante a primeira metade do século XX. A partir das experiências das duas Grandes Guerras, os estados nacionais — e sobretudo os Estados Unidos da América, com sua Grande Depressão — passaram a identificar um crescente valor em dados empíricos, quantificáveis e comparáveis, sobre o funcionamento e estado de suas economias, especialmente como forma de melhor direcionar suas intervenções e de melhorar sua capacidade de coordenação produtiva³⁰³. A partir de 1950, economistas de praticamente todo o mundo ocidental passariam a ter acesso a uma quantidade até então inigualada de dados

³⁰⁰ WALKER, Donald, Walras, León, *in*: DAVIS, John Bryan; HANDS, D. Wade; MÄKI, Uskali (Orgs.), **The handbook of economic methodology**, Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: E. Elgar, 1998.

³⁰¹ MORGAN, 2003.

³⁰² A análise proposta por Tony Lawson acerca da denominação “neoclássica” é especialmente elucidativa dos diversos problemas na caracterização desse grupo heterogêneo de pensadores como pertencentes a uma “escola de pensamento”. Ver LAWSON, T., What is this “school” called neoclassical economics?, **Cambridge Journal of Economics**, v. 37, n. 5, p. 947–983, 2013.

³⁰³ SCHWEBER, Libby, Wartime research and the quantification of American sociology. The view from « the American Soldier », **Revue d’Histoire des Sciences Humaines**, v. 6, n. 1, p. 65, 2002.

sobre a realidade economia mundial; dados que, longe de representarem algum aspecto da realidade em sua integralidade, sempre estão limitados não apenas pela interpretação de seus resultados, mas pela própria formulação dos instrumentos³⁰⁴.

Apesar dessa corrente de dados não representar, de forma objetiva e neutra, a realidade econômica de um determinado país, essas representações “exatas”, pautadas em fórmulas de medição e métodos estatísticos próprios, passaram a ser consideradas instrumentos mais adequados para dar conta da realidade do que a economia política do século XIX, em uma tentativa, sobretudo, de emulação do sucesso das ciências naturais na explicação do mundo³⁰⁵. À medida que a pulsão pela medição foi se expandindo, também se expandiu a adoção da matemática para capturar e quantificar as atividades da vida social, especialmente no âmbito da economia.

O que a introdução da linguagem matemática permitiu, em suma, foi repensar a forma de abordagem da economia pela disciplina econômica: com a construção de instrumentos supostamente mais claros e precisos, alinhados a novos conceitos e questões de fundo, novas linhas de pesquisa foram desenvolvidas, modificando substancialmente a organização e orientação desse empreendimento³⁰⁶. Com novos objetos de estudo em vista, alinhados a novos objetivos específicos — notadamente, a construção de modelos supostamente capazes de previsão adequada dos movimentos dos mercados —, um novo edifício teórico foi fundado, transformando as ideias do século XIX sobre, por exemplo, competição, em conceitos matematicamente descritos de “competição perfeita”³⁰⁷.

Uma das formas mais significativas em que a matemática foi incorporada pela economia diz respeito à construção de modelos matemáticos³⁰⁸, representações simplificadas da realidade que supostamente permitiriam aos economistas focarem em questões específicas dentro da complexa realidade do mundo³⁰⁹. Apesar de modelos poderem tomar

³⁰⁴ Na condição de uma metodologia de pesquisa extensiva, há uma tendência em análises quantitativas de tratar de relações formais e não materiais, em razão de sua estrutura formal (cap. 7). Mesmo assim, seguindo Sayer, a composição entre metodologias qualitativas e quantitativas parece ser a melhor forma de produzir uma retroação adequada de um determinado objeto de pesquisa. A tabela produzida por Sayer é particularmente ilustrativa das dificuldades em pesquisas sociais: SAYER, Andrew, **Method in social science: a realist approach**, London; New York: Routledge, 1992, p. 243.

³⁰⁵ MORGAN, 2003, p. 287.

³⁰⁶ *Ibid.*, p. 283–288.

³⁰⁷ *Ibid.*, p. 285.

³⁰⁸ Entendem-se, para os fins deste trabalho, “modelos” como representações verbais e/ou matemáticas de determinados processos econômicos, deliberadamente simplificadas para permitir sua formalização em termos matemáticos precisos. Cf. MACKENZIE, 2006, p. 6.

³⁰⁹ Uma avaliação mais detalhada de como cada modelo assume uma série de pressupostos sobre a realidade pode ser encontrada em SAYER, Andrew (Ed.), *Some influential misadventures in the philosophy of science*, in: **Method in social science: a realist approach**, London; New York: Routledge, 1992.

diferentes formas, incluindo descrições do estilo da economia do século XIX, sua utilização pelos teóricos “neoclássicos” estava firmemente mirando na utilização de equações matemáticas — algo que não foi feito por acaso, é preciso frisar. Seus proponentes acreditavam — como muitos acreditam até hoje — que essa seria a forma mais precisa de expressão das realidades econômicas, capaz de permitir aos seus investigadores a construção e a expansão de teorias mediante representações matemáticas simplificadas³¹⁰. Quanto mais elegante fosse a “solução” proposta, melhor seria o modelo em termos científicos³¹¹, independentemente, por exemplo, de sua adequação à realidade concreta, como muitos críticos afirmaram desde sua ascensão como tradição dominante³¹².

Com a incorporação dessas técnicas específicas de modelagem, a matematização da economia iria expandir-se ainda mais, superando sua aplicação como forma de interpretação e coleta de dados, passando a ser utilizada como ferramenta metodológica específica para que economistas construíssem representações matemáticas formais, simples e elegantes sobre o complexo mundo da economia concreta. O auge dessa nova forma de pensar seria atingido no início dos anos 1950, com as contribuições de Kenneth Arrow e Gerard Debreu sobre a possibilidade de um equilíbrio geral em uma economia competitiva³¹³.

Esse fluxo de modificações acerca da natureza da disciplina econômica não foi, como já dito, um processo sem controvérsias, com uma série de críticas sendo formulada a partir de diversas posições na heterodoxia econômica. A alegação mais recorrente dizia respeito ao caráter idealista e abstrato dos pressupostos necessários para a construção de modelos matemáticos: enquanto a simplicidade e a elegância marcavam o objetivo de um teórico nessa nova tradição econômica — em conjunto com a capacidade preditiva do modelo, evidentemente —, muitas das outras tradições competidoras pugnavam que o custo desse apreço por modelos simples acabava na construção de modelos simplistas, incompatíveis com a realidade econômica concreta.

³¹⁰ LAWSON, Tony, The current economic crisis: its nature and the course of academic economics, *Cambridge Journal of Economics*, v. 33, n. 4, p. 759–777, 2009.

³¹¹ LAWSON, 1997, p. 85.

³¹² LAWSON, Tony, Tensions in modern economics: the case of equilibrium analysis, *in: Essays on the Nature and State of Modern Economics*, 1. ed. London: Routledge, 2015, p. 169–187.

³¹³ ARROW, Kenneth J.; DEBREU, Gerard, Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy, *Econometrica*, v. 22, n. 3, p. 265–290, 1954.

4.5 “Economia do ketchup”: o nascimento da economia financeira

Apesar das críticas feitas à essa crescente tradição, já a partir de 1940, a disciplina econômica nos Estados Unidos passou, consistentemente, a aderir aos principais postulados da dita teoria “neoclássica” — a partir desse momento, a tradição dominante da economia (“*mainstream economics*”)³¹⁴. Propulsionados pelo desenvolvimento das chamadas “ciências administrativas” — especialmente a pesquisa operacional³¹⁵ —, os teóricos da economia estadunidense passaram a incorporar cada vez mais elementos matemáticos na construção de ferramentas específicas para uma interpretação do funcionamento dos mercados.

Pautando-se nos avanços em programação linear e em técnicas quantitativas de análise, iniciativas como a Comissão Cowles³¹⁶ — um dos principais centros de matematização do pós-guerra estadunidense — tornaram-se centros de formação dos primeiros teóricos de uma nova tradição acadêmica, buscando unir a elegância dos modelos matemáticos da economia neoclássica, com os desenvolvimentos técnicos quantitativos aprendidos durante a Segunda Guerra Mundial³¹⁷. É a partir dessa época que a disciplina econômica passa a ser considerada como baseada em ferramentas (“*tool-based*

³¹⁴ LAWSON, 2013.

³¹⁵ A pesquisa operacional — também conhecida como “ciência administrativa” — é um ramo do conhecimento focado em identificação, análise e solução de situações-problema ligadas a realidades complexas. Desenvolvida originariamente durante a Segunda Guerra Mundial, em parte devido à necessidade de encontrar formas mais eficientes de combater a guerra, tais conhecimentos foram utilizados, por exemplo, para auxiliar no planejamento de campanhas militares, na otimização de recursos e, em alguns casos, para a projeção de movimentos inimigos futuros. Após a guerra, a pesquisa operacional tornou-se uma ferramenta importante nos negócios e na indústria, particularmente onde tem sido usada para otimizar uma série de processos. Ao discutir direções futuras para a ciência administrativa a partir do realismo crítico, Mingers oferece uma boa síntese das principais questões teóricas e metodológicas relacionadas ao tema (e.g., sua classificação como ciência ou tecnologia, etc.). Cf. MINGERS, 2005.

³¹⁶ A Comissão Cowles foi um dos locais cruciais da matematização da economia americana do pós-guerra; aqui, as técnicas quantitativas de pesquisa operacional — que ganharam destaque em aplicações militares na Segunda Guerra Mundial — tiveram seu maior efeito na economia. A Comissão Cowles foi criada em 1932, numa época em que a economia americana estava em plena Grande Depressão. O objetivo original da comissão era estudar os ciclos de negócios, mas logo começou a se concentrar em questões mais teóricas da economia. Entre os membros mais importantes da Comissão Cowles estavam os economistas Tjalling Koopmans e Kenneth Arrow, que viriam a ganhar o Prêmio Nobel de Economia. A Comissão Cowles foi dissolvida em 1955, mas seu legado continua a ser sentido na economia hoje. Cf. CHRIST, Carl F., *The Cowles Commission’s Contributions to Econometrics at Chicago, 1939-1955*, **Journal of Economic Literature**, v. 32, n. 1, p. 30–59, 1994.

³¹⁷ Pautando-se nos avanços em programação linear e em técnicas quantitativas de análise, iniciativas como a Comissão Cowles tornaram-se centros de formação dos primeiros teóricos de uma nova tradição acadêmica, buscando unir a elegância dos modelos matemáticos da economia neoclássica, com os desenvolvimentos técnicos quantitativos aprendidos durante a Segunda Guerra Mundial. Cf. CHRIST, Carl F., *History of the Cowles Commission (1932-1952)*, in: KOOPMANS, Tjalling C. (Org.), **Economic theory and measurement: a twenty year research report (1932-1952)**, 1. ed. Baltimore: Waverly Press, 1952.

discipline”)³¹⁸, construindo suas ideias com base nas crescentes fontes de dados quantitativos, e buscando emular o que consideravam como a experiência de sucesso científico das ciências naturais — um movimento compartilhado, em grande medida, por diversos ramos das ciências sociais a partir da influência positivista³¹⁹.

Ainda que os desenvolvimentos gerais da economia não pudessem ser traduzidos sem mediações adequadas para o sub-ramo da economia financeira, algumas das mesmas forças que influenciaram um projeto, pareciam estar presentes no outro. A partir do final da Segunda Guerra Mundial, com a renovação econômica proporcionada pelo financiamento da reconstrução de diversos países europeus, devastados com os atritos bélicos entre Aliados e o Eixo, a economia estadunidense atingiu níveis de crescimento sem precedentes. O produto interno bruto do país cresceu de 228 bilhões de dólares, em 1945, para quase 1,7 trilhões de dólares trinta anos mais tarde, tornando os Estados Unidos a maior potência econômica mundial da segunda metade do século XX³²⁰. Concorrentemente, os mercados financeiros do país também viveram um período de renascença econômica: embora as experiências negativas da população estadunidense com a Crise de 1929 e a Grande Depressão, tivessem servido para afastá-la de operações nos mercados financeiros, o crescimento econômico do país e a revitalização desses espaços como sendo novamente “respeitosos” foram dois dos múltiplos fatores que permitiram a realização de uma mudança tectônica nas bases teóricas que estavam sendo desenvolvidas³²¹. Uma nova geração de investidores ingressava nesses espaços, alocando seus recursos junto a uma série de novos

³¹⁸ “Por volta de 1900, havia relativamente pouca matemática, estatística ou modelagem em qualquer trabalho econômico: a economia era uma tradição verbal. Na primeira metade do século XX, um crescimento maciço na coleta de dados econômicos e investigações empíricas associadas construíram uma base de conhecimento detalhada em economia, levando ao desenvolvimento de ferramentas estatísticas especializadas sob o rótulo de econometria. Concomitantemente, mas mais lentamente, a matemática foi adotada, tanto para expressar teorias econômicas quanto para formalizar argumentos. Durante a década de 1930, a tecnologia de modelagem foi introduzida no trabalho teórico e econométrico. O domínio total dessas tecnologias – métodos de medição, matemática, estatística e modelagem – ocorreu apenas após 1940, mas no final do século a economia tornou-se uma ciência de modelagem tanto no trabalho teórico quanto no aplicado. A economia tornou-se, de fato, uma disciplina baseada em ferramentas”. (tradução nossa). Cf. MORGAN, 2003, p. 277.

³¹⁹ Buscando emular o que consideravam como a experiência de sucesso científico das ciências naturais — um movimento compartilhado, em grande medida, por diversos ramos das ciências sociais a partir da influência positivista. Para uma possível interpretação das mudanças em termos de método positivista na economia, ver MIROWSKI, Philip, How Positivism Made a Pact with the Postwar Social Sciences in the United States, *in*: STEINMETZ, George (Org.), **The politics of method in the human sciences: positivism and its epistemological others**, Durham: Duke University Press, 2005, p. 142–172.

³²⁰ ESCRITÓRIO DE ANÁLISE ECONÔMICA DOS ESTADOS UNIDOS. **Table 1.1.5. Gross Domestic Product**. Washington D.C.: Escritório de Análise Econômica dos Estados Unidos, 2022. Disponível em: <https://apps.bea.gov/iTable/iTable.cfm?reqid=19&step=3&isuri=1&select_all_years=0&nipa_table_list=5&series=a&first_year=1945&last_year=1975&scale=-9&categories=survey&thetable=>>. Acesso em: 30 ago. 2022.

³²¹ MARKHAM, 2002, p. 342–355.

intermediários financeiros, como fundos mútuos, fundos de pensão, empresas de seguro e mesmo novos departamentos bancários internos³²²; basta considerar, por exemplo, as mudanças no volume de ações negociadas pela Bolsa de Valores de Nova York: entre 1969 e 1978, a negociação de ações subiu de 34,2% para 43,4%³²³.

Com um avanço considerável da economia do país a partir da década de 1950, esses mercados começaram a retornar ao seu posto de sucesso. A partir desse crescimento, bem como da expansão dos diferentes intermediários realizando negociações, uma progressiva necessidade por mão de obra especificamente qualificada surgiu no país, exigindo das faculdades de administração de negócios uma formação não apenas nos tradicionais termos institucionais, mas também por profissionais treinados em matemática e estatística³²⁴ — profissionais que estivessem capacitados para navegar adequadamente pelo mar de crescente complexidade que as inovações tecnológicas desde a Segunda Guerra haviam permitido. Instaurada essa nova demanda, não tardou até que as principais instituições de ensino modificassem seus currículos para atrair novos professores e pesquisadores nesses campos, constituindo novas cadeiras de docência e possibilitando sua ocupação por essa nova tradição de economistas financeiros. Esse processo de institucionalização tornou possível a modificação concreta da disciplina financeira, dando azo a uma nova forma de pensar sobre mercados financeiros: uma forma não mais orientada pela administração de negócios, mas sim pela economia³²⁵.

Assim nascia a chamada economia financeira, o braço da disciplina econômica que passaria a se ocupar com “financiamento, mercados financeiros, e com as implicações de decisões de financiamento para a gestão de negócios”³²⁶; o campo que pretende compreender o mecanismo que torna possível a distribuição e a alocação de recursos em um sistema de

³²² ANGELIDES *et al.*, 2011, p. 29–34.

³²³ MACKENZIE, 2006, p. 75.

³²⁴ WHITLEY, Richard, The transformation of business finance into financial economics: The roles of academic expansion and changes in U.S. capital markets, **Accounting, Organizations and Society**, v. 11, n. 2, p. 171–192, 1986.

³²⁵ Ainda que houvesse uma tradição de estudos em finanças dentro das escolas de administração, não é possível afirmar, sem mais especificações, que mudanças na interpretação, na classificação e na teorização acadêmica desse objeto fossem imediatamente representadas na prática financeira. A relação entre academia e mercados sempre foi mediada por uma série de fatores, incluindo uma diferenciação dramática de objetivos entre tais grupos de agentes: enquanto os acadêmicos buscavam fazer análises supostamente científicas dos mercados, no sentido de desenvolver modelos matemáticos capazes de representar adequadamente o funcionamento dos mercados, os objetivos dos investidores eram de ordem muito mais prática: como já mencionado, eles estavam interessados em ganhar dinheiro. Por essa razão, por exemplo, aos investidores não importavam tanto as explicações oferecidas para o funcionamento dos mercados; interessava a eles formas de interação nesses mercados — técnicas e estratégias — que tivessem a capacidade de atingir o resultado esperado de lograr o maior retorno possível sobre seus investimentos. Cf. MACKENZIE, 2006, p. 70–74.

³²⁶ SMULLEN, John; HAND, Nicholas (Orgs.), *Finance*, in: **A dictionary of finance and banking**, 3. ed. Oxford; New York: Oxford University Press, 2005.

negociação ideal, marcado por agentes racionais, em busca da maximização de seus resultados³²⁷.

Como qualquer pessoa que já viveu em um ambiente acadêmico poderia imaginar, a inauguração de uma nova tradição teórica a partir da economia não foi um processo sem atritos. Apesar de permanecer afiliada aos departamentos de administração e negócios, o programa de pesquisa³²⁸ do qual tais teóricos partiam era, evidentemente, aquele da economia neoclássica³²⁹; e tal combinação seria responsável por conflitos nos dois campos. Se, para os teóricos das finanças tradicionais, as contribuições da economia financeira pareciam especialmente abstratas, para os economistas elas pareciam supérfluas e relativamente não importantes³³⁰. Lawrence Summers, um famoso economista estadunidense que, além de ter ocupado o mais alto posto de seu campo nos Estados Unidos entre 1999-2001 — Secretário do Tesouro Americano —, também foi presidente da Universidade de Harvard entre 2001 e 2006, demonstra claramente a visão de muitos de seus colegas economistas, em uma comparação especialmente provocativa³³¹:

As diferenças que estou discutindo podem ser esclarecidas considerando um campo da economia que poderia existir, mas não existe: a economia do ketchup. Existem dois grupos de pesquisadores preocupados com a economia do ketchup. Alguns economistas gerais estudam o mercado de ketchup como parte do sistema econômico mais amplo. O outro grupo é composto por economistas de ketchup localizados no Departamento de Ketchup, onde recebem salários muito mais altos do que os economistas gerais. Cada grupo tem um programa de pesquisa. Os economistas gerais estão preocupados com as determinantes fundamentais de

³²⁷ A busca pela compreensão do “mecanismo de mercado” está diretamente ligada à uma tentativa de instrumentalização dos conhecimentos da disciplina para a prática; como consta no primeiro capítulo do livro texto de William Sharpe: “No final das contas, o objetivo da ciência (social) da economia financeira é descrever os resultados obtidos quando os indivíduos interagem uns com os outros. O objetivo da economia financeira como ferramenta prescritiva é ajudar os indivíduos a tomar melhores decisões”. Cf. SHARPE, William F., **Investors and markets: portfolio choices, asset prices, and investment advice**, 3. ed. Princeton: Princeton Univ. Press, 2008, p. 2.

³²⁸ “De forma aproximada, teoria é um modelo com compromisso existencial; isto é, um modelo concebido e destinado a ser tomado como verdadeiro; ou seja, um modelo no qual as entidades postuladas e os mecanismos descritos são concebidos como reais. [...] Um esquema conceitual geral [...] ou ordenamento metafísico, como aquele fornecido pelo atomismo, ‘gera’ (em termos lógicos, não temporais) um programa de pesquisa, como aquele associado à tentativa de explicar fenômenos por referência às qualidades primárias da matéria. O programa de pesquisa, por sua vez, gera uma teoria e/ou uma sequência de teorias destinadas a diferentes campos (ou diferentes estratos) e/ou em competição e substituição umas das outras. No centro da construção da teoria está o processo de construção de modelos e inovação técnica necessária para o teste empírico dos vários modelos”. Cf. BHASKAR, Roy, **A Realist Theory of Science**, London ; New York: Routledge, 2013, p. 183–184.

³²⁹ O programa de pesquisa da economia “neoclássica” pode ser identificado a partir de suas características fundamentais, nos termos propostos por LAWSON, Tony (Ed.), *Continuing myths and fallacies of modern economics*, in: **Essays on the Nature and State of Modern Economics**, 1. ed. London: Routledge, 2015, p. 1–12.

³³⁰ MACKENZIE, 2006, p. 5.

³³¹ SUMMERS, Lawrence H., On Economics and Finance, **The Journal of Finance**, v. 40, n. 3, p. 633–635, 1985.

preços e quantidades no mercado de ketchup. [...] Economistas de ketchup rejeitam muito dessa pesquisa sobre o mercado de ketchup. Eles acreditam que os dados usados são baseados em informações contábeis quase sem sentido e são rápidos em apontar que conceitos como custos de produção variam entre as empresas e não são mensuráveis com precisão em nenhum caso. Eles acreditam que os preços das transações de ketchup são os únicos dados concretos que valem a pena estudar. No entanto, os economistas de ketchup têm um programa de pesquisa impressionante, focando no escopo de oportunidades em excesso no mercado de ketchup. Eles mostraram que garrafas de dois litros de ketchup invariavelmente são vendidas por duas vezes mais do que garrafas de um litro de ketchup, exceto por desvios rastreáveis aos custos de transação, e que não se pode obter uma pechincha no ketchup comprando e combinando ingredientes uma vez que se leva em conta os custos de transação. Tampouco há ganhos em armazenar ketchup ou misturar ketchup de qualidade diferente e vender o produto resultante. De fato, a maioria dos economistas do ketchup considera a eficiência do mercado de ketchup o fato mais bem estabelecido na economia empírica. (Tradução nossa).

A disputa pelo caminho mais adequado para compreender o funcionamento dos mercados, entretanto, não se limitou aos estritos confins da academia onde, apesar das críticas acima descritas, tal sub-ramo acabou sendo facilmente incorporado pela tradição neoclássica como capaz de construir modelos importantes sobre mercados financeiros. A verdadeira batalha pela incorporação da “análise quantitativa” — denominação dada à utilização de modelos matemáticos da economia financeira em distinção às análises técnicas e fundamentalistas — seria realizada no campo da prática dos agentes financeiros concretos³³². Para compreender a natureza dessa disputa, entretanto, será necessário analisar duas vertentes de inovação fundamentais para a constituição de uma economia financeira, bem como as consequências práticas do desenvolvimento desses modelos para agentes do mercado.

4.5.1 Markowitz, Sharpe e o Modelo de Precificação de Ativos Capitais

Se elegermos a diacronia histórica como o critério de ordenação das contribuições da nova economia financeira para o funcionamento dos mercados, a primeira contribuição concreta na transformação da disciplina de finanças em um empreendimento matemático foi produzida por Harry Markowitz em 1950, à época um estudante-membro da Comissão Cowles³³³. Após optar, de forma inovadora, por desenvolver um currículo de estudos para

³³² MACKENZIE, 2006, p. 69–78.

³³³ Donald Mackenzie, responsável por uma excepcional análise sobre o desenvolvimento da economia financeira nos Estados Unidos, considera que, apesar de temporalmente antecedente, a contribuição de Markowitz teria sido menos influente à época para a constituição de uma economia financeira do que aquela proposta por Franco Modigliani e Merton Miller. Como, entretanto, seu conteúdo representa mais uma ruptura com a tradição institucionalista antecedente do que uma inovação teórica incorporada pelos participantes do mercado, optei por focar especificamente nos desenvolvimentos de Markowitz, que serviriam para estabelecer

seu doutorado incluindo a disciplina de finanças, Markowitz embarcou em uma revisão bibliográfica geral sobre o que já havia sido produzido acerca do funcionamento dos mercados financeiros³³⁴. Dentre as obras avaliadas — a maioria indicando estratégias de investimento específicas no lugar de teorizações sólidas sobre o funcionamento dos mercados —, estava uma elaborada por John Burr Williams, na qual ele desenvolvia seu chamado "modelo de desconto de dividendos"³³⁵.

Para além do conteúdo propriamente dito da obra de Williams, o que chamou a atenção de Markowitz não foi o conteúdo efetivo do modelo, mas sim a maneira pela qual o autor havia enfrentado uma das questões necessárias para a elaboração daquele modelo: diante do problema de incerteza na determinação do “valor teórico” de uma determinada ação, Williams havia desenvolvido uma solução particularmente interessante, analisando os possíveis resultados com base em sua probabilidade e calculando a média entre eles para chegar ao que os matemáticos chamam de “valor esperado”³³⁶.

Fascinado por tal técnica, Markowitz decidiu expandi-la em uma análise não apenas de uma ação individual, mas na comparação de ações pertencentes a uma carteira de investimentos inteira. Analisando o problema a partir da programação linear, parte de seu programa em pesquisa operacional na Comissão Cowles, Markowitz chegou a uma conclusão lógica simples, porém com importantes ramificações: matematicamente, se a única variável de interesse na análise de investimentos fosse o retorno esperado sobre o investimento, a melhor forma de atuação nos mercados seria também a mais simples imaginável, com um investidor colocando todo o seu dinheiro na ação que apresentasse a maior taxa de retorno esperada³³⁷. Em termos racionais, quando adstritos à premissa da centralidade do retorno esperado, seria a melhor forma de operação para essa finalidade nos mercados.

O problema, entretanto, é que os mercados financeiros não funcionam exclusivamente a partir de uma preocupação com o retorno esperado. Há outro fator de

os fundamentos de um dos mais importantes teoremas da Economia Financeira no século XX: o Modelo de Precificação Capital de Ativos (CAPM). Cf. MACKENZIE, 2006.

³³⁴ Ibid., p. 46.

³³⁵ WILLIAMS, John Burr, **The Theory Of Investment Value**, 1. ed. Amsterdam: North Holland Publishing Company, 1938.

³³⁶ “Se o investidor está incerto sobre o futuro, ele não pode dizer com certeza qual é o valor presente dos dividendos ou dos juros e do principal que receberá. Ele só pode dizer que, sob um conjunto de circunstâncias possíveis, terá um valor, e sob outro, terá outro. No entanto, cada um desses valores possíveis terá uma probabilidade diferente e, portanto, o investidor poderá traçar uma curva de probabilidade para expressar qual a probabilidade de que um dado valor (V) se provará como o valor verdadeiro”. Ibid., p. 67.

³³⁷ MARKOWITZ, Harry M., The Early History of Portfolio Theory: 1600–1960, **Financial Analysts Journal**, v. 55, n. 4, p. 5–16, 1999, p. 13.

importância fundamental na avaliação de uma decisão de investimento: o risco daquela operação. Confrontado com a experiência prática, na qual investidores buscavam diversificar seus investimentos de forma a dispersarem — ainda que apenas intuitivamente — seus riscos, Markowitz concluiu que o processo de identificação de uma carteira ideal de investimentos não seria dependente apenas do retorno esperado de um ou outro investimento. Se a razão pela qual indivíduos optavam por diversificar seus investimentos estava pautada em uma preocupação com o risco, esse também deveria ser um fator determinante na identificação de um *portfolio* ideal³³⁸.

Ao combinar seu treinamento em economia, com as novas ferramentas da pesquisa operacional, Markowitz conseguiu reformular o problema de maneira inovadora: risco, de acordo com ele, poderia ser pensado em termos estatísticos, sendo representado pela sua variância³³⁹. Para conseguir identificar qual seria a composição de uma carteira ideal de investimentos, portanto, ele precisaria identificar quais combinações a tornariam um *portfolio* eficiente; em outras palavras, qual seria a combinação de ações capaz de oferecer a menor quantidade de risco para um dado retorno esperado mínimo (ou o maior retorno para um nível máximo de risco).

Com a publicação de *Portfolio Selection*, em 1952, o primeiro passo havia sido dado na introdução de uma tradição analítica e matemática no estudo dos mercados³⁴⁰. Apesar de seu trabalho marcar uma mudança dramática na forma como a disciplina era vista, sua contribuição tardou a ser reconhecida, permanecendo praticamente ignorada por pelo menos uma década³⁴¹. Foi somente a partir da consolidação da economia financeira como um campo válido (e lucrativo) de investigação, nos anos 1970, que seu artigo seria efetivamente reconhecido como primordial para a fundação de um ramo específico da economia financeira, rendendo-lhe, inclusive, uma premiação do Nobel de Economia.

Ainda que o modelo de Markowitz tenha sido responsável por desenvolver uma das ideias centrais da economia financeira — a relação entre risco e retorno —, sua aplicação

³³⁸ MACKENZIE, 2006, p. 45–51.

³³⁹ “Em seguida, consideramos a regra de que o investidor considera (ou deveria) considerar o retorno esperado como algo desejável e a variação do retorno como algo indesejável”; a utilização do termo “deveria” já poderia servir como um indicativo dos problemas que subjazem essa tradição teórica, especialmente sua confusão entre uma disciplina “normativa” e “positiva” — esse assunto, entretanto, será abordado com maior detalhe no capítulo 7. Cf. MARKOWITZ, Harry, *Portfolio Selection*, **The Journal of Finance**, v. 7, n. 1, p. 77–91, 1952, p. 77.

³⁴⁰ MILLER, Merton H., *The History of Finance: An Eyewitness Account*, **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 13, n. 2, p. 8–14, 2000.

³⁴¹ A anedota sobre a avaliação do trabalho de Markowitz por Milton Friedman exposta por Mackenzie sugere maiores detalhes sobre o contexto de embate entre economia financeira e economia tradicional. Cf. MACKENZIE, 2006, p. 50.

prática apresentou uma série de dificuldades imediatas. Por tratar-se de um processo altamente preciso e complexo, exigindo a estimação da correlação entre cada par possível de ações em uma determinada carteira, logo ficou claro que tampouco seria um processo manualmente factível — nenhum analista conseguiria estimar à mão a correlação entre meio milhão de combinações possíveis de ações³⁴².

Embora a ideia de cálculo manual soe risível a quem está acostumado a carregar um *smartphone* no bolso, a realidade tecnológica da década de 1950 era fundamentalmente diferente³⁴³. Para que o modelo matemático de Markowitz pudesse ser transformado em uma ferramenta concreta de análise dos mercados, seu funcionamento exigiria uma capacidade computacional muito além daquela disponível à época: mesmo utilizando um IBM 7090 — na época um supercomputador de última geração vendido pelo equivalente atual a 20 milhões de dólares — o código de programação quadrática de Markowitz poderia ser utilizado para simulações de, no máximo, 249 títulos mobiliários diferentes³⁴⁴. Percebendo que a estimação e computação de relações cruzadas entre um grande número de títulos seria difícil, senão impossível, Markowitz concluiu sua contribuição sugerindo um caminho alternativo de análise. De acordo com ele, em vez de efetuar comparações entre ações individuais, poder-se-ia assumir que cada título apresentava uma correlação com um fator subjacente geral a todo o mercado: a prosperidade geral do mercado³⁴⁵. Com isso, em vez da necessidade de calcular individualmente milhões de correlações individuais, seu modelo poderia ser aprimorado para substituí-las por um único índice geral, permitindo assim sua computação efetiva dentro das limitações tecnológicas da época³⁴⁶.

Markowitz teria considerado seu artigo de 1952 um trabalho completo em si, não expressando desejo de desenvolvê-lo nessa ou em outras frentes; mas seu aparente desinteresse pela continuação dessa teorização não seria o fim dessa história. Em 1960, Markowitz conheceu William Sharpe, à época cursando sua pós-graduação na Universidade da Califórnia em Los Angeles (UCLA), e lhe sugeriu desenvolver mais a fundo a ideia de utilizar um único fator subjacente (no lugar de comparações individuais) como forma de resolver o problema de aplicabilidade de seu teorema³⁴⁷.

³⁴² *Ibid.*, p. 52.

³⁴³ Em uma comparação básica, enquanto um IBM 7090 conseguia produzir um impressionante poder de cálculo de 24 mil cálculos por segundo, um iPhone 13 é capaz de processar 15,8 trilhões (!) de operações por segundo.

³⁴⁴ SHARPE, William F., A Simplified Model for Portfolio Analysis, *Management Science*, v. 9, n. 2, p. 277–293, 1963, p. 285.

³⁴⁵ *Ibid.*, p. 281.

³⁴⁶ MACKENZIE, 2006, p. 53.

³⁴⁷ *Ibid.*

A contribuição de William Sharpe para o desenvolvimento da economia financeira não pode ser subestimada. Partindo da simplificação sugerida por Markowitz, Sharpe foi responsável pela construção de um novo modelo — estreitamente relacionado com as ideias presentes em “*Portfolio Selection*” — no qual os retornos esperados de títulos mobiliários estariam relacionados não apenas entre si, mas também em face de um único elemento subjacente. Com base nesse pressuposto simplificado, a seleção de ativos para a constituição de uma carteira de investimentos ideal (nos termos propostos por Markowitz) tornou-se, pela primeira vez, possível.

Treinado na tradição neoclássica de microeconomia, Sharpe concebia o funcionamento dos mercados a partir de uma lógica específica: a de que decisões acerca de produção e consumo seriam tomadas por indivíduos racionais, produzindo assim preços capazes de representar o valor de cada mercadoria e, conseqüentemente, levando o mercado a um estado de “equilíbrio”³⁴⁸:

Embora o conceito de “equilíbrio” seja complexo, uma noção simplificada de ‘preço de equilíbrio’ é o preço no qual a quantidade de mercadorias vendida por fornecedores, será igual à quantidade de mercadorias compradas pelos compradores. Se o preço de mercado estiver abaixo desse nível de equilíbrio, há excesso de demanda: os compradores querem comprar mais do que os fornecedores vendem, permitindo que estes aumentem os preços. Se o preço estiver acima do equilíbrio, há excesso de oferta: os compradores não comprarão a quantidade total que os fornecedores desejam vender, obrigando-os a baixar seus preços para liquidar seus estoques. (Tradução nossa)

O que Sharpe fez, essencialmente, foi imaginar como seria o mundo para além do âmbito de uma decisão individual de investimento. A partir de sua formação em economia, a pergunta por ele formulada expressava claramente seu interesse subjacente³⁴⁹: se todos fossem agir de forma ideal — no caso específico, de acordo com as previsões de Markowitz —, quais seriam os preços dos títulos mobiliários em um estado de equilíbrio?

Para conseguir expressar tal problema em termos matemáticos, Sharpe desenvolveu seu modelo partindo de alguns pressupostos simplificados — (i) que o modelo de Markowitz era aplicável à sua análise, e (ii) que investidores teriam as mesmas estimativas para retornos esperados, variâncias e correlações com o fator subjacente — e produziu o que seria considerada como uma formulação matematicamente precisa do mercado em equilíbrio. Nesse estado de coisas, os preços dos títulos mobiliários comportar-se-iam de acordo com

³⁴⁸ *Ibid.*

³⁴⁹ SHARPE, William F., William F. Sharpe (lecture), in: BREIT, William; HIRSCH, Barry T. (Orgs.), **Lives of the laureates: eighteen Nobel economists**, 4. ed. Cambridge, Mass: MIT Press, 2004.

uma relação linear entre o retorno esperado de um título e sua covariação com o fator subjacente. Utilizando-se da letra grega beta (β) para designar o que passou a ser identificado como a sensibilidade dos retornos de um ativo a mudanças no fator subjacente, Sharpe conseguiu desenvolver um dos modelos mais importantes da teoria financeira do século passado: o modelo de precificação de ativos capitais (ou *Capital Asset Pricing Model*)³⁵⁰.

O “Modelo de Precificação de Ativos Capitais” (CAPM) é um modelo que busca determinar a relação entre retorno esperado e risco em um estado de equilíbrio, propondo que o retorno sobre um ativo particular será igual à taxa de retorno sem risco, somado a um prêmio pelo risco³⁵¹. A dimensão de tal prêmio (*risk-premium*, em inglês) seria determinada pelo beta daquele ativo: um beta maior representaria um retorno esperado mais volátil ao mercado, enquanto um beta menor representaria o oposto (i.e., menor volatilidade). Em suma, o que o indicador beta permitiria seria a medição da sensibilidade do retorno esperado de um ativo a mudanças mais gerais no mercado como um todo por meio de um fator subjacente³⁵².

Expandindo a questão sobre diversificação que havia sido posta por Markowitz, Sharpe desenvolve o que se tornaria a explicação dominante na teoria financeira para a maneira como os preços das ações refletem a relação linear direta entre retorno esperado e risco³⁵³. Se investidores são guiados apenas pela relação entre risco e retorno — e se eles partem das mesmas estimativas sobre o retorno esperado, riscos e correlações mútuas entre diferentes ativos — a análise de Sharpe demonstrava como os preços dos ativos se ajustariam de forma a identificar a extensão da sensibilidade de retorno em relação a uma carteira ideal de investimentos. Em um desenvolvimento posterior, Sharpe iria além, indicando a existência de apenas um único *portfolio* ideal: aquele que representasse o mercado integralmente — o *portfolio* de mercado³⁵⁴.

Com a elaboração do CAPM, uma nova era para o estudo das finanças havia surgido. A partir da implicação prática do modelo — de que o indicador beta servia para indicar qual o risco individual daquela ação em relação ao risco do mercado em geral —, estava lançada a pedra fundamental que modificaria não apenas a importância da economia financeira, mas também o próprio funcionamento dos mercados.

³⁵⁰ SHARPE, 1964.

³⁵¹ BERK; DEMARZO, 2016, p. 380.

³⁵² Ibid., p. 378.

³⁵³ SHARPE, 1964.

³⁵⁴ SHARPE, W. F., **Portfolio Theory and Capital Markets**, New York: McGraw-Hill, 1970, p. 82.

4.5.2 Caminhadas aleatórias e mercados eficientes

Junto com as contribuições de Markowitz e Sharpe — além de uma série de outros teóricos —, outra mudança ocorreu na economia que tornaria ainda mais forte o impulso tanto pela matematização do campo, quanto para o contínuo desenvolvimento de uma teoria financeira ligada às posições “neoclássicas”: a ideia de que movimentos nos preços de ativos financeiros são, na verdade, aleatórios. Tal ideia, entretanto, tem origens mais distantes do que as décadas de 1950 e 1960: ao longo do século XIX, uma “ciência dos investimentos” havia começado a se desenvolver, produzindo manuais de investimentos destinados a homens de classe média preocupados que tais mercados não passassem de arenas de apostas — uma ideia que, como já discutido, não é desprovida de qualquer valor.

Em 1863, o investidor Jules Regnault foi responsável pela publicação de um desses textos, buscando demonstrar a distinção entre o mundo das apostas, e aquele dos investimentos legítimos, pacientes e de longo-prazo³⁵⁵. Aplicando um simples modelo probabilístico, ele buscou demonstrar que aqueles indivíduos que operavam nos mercados mediante a realização de apostas frequentes em movimentos de curto-prazo eventualmente acabavam enfrentando sua “ruína financeira” por isso³⁵⁶. Seu trabalho foi de especial importância, em retrospecto, por ter sido um dos primeiros exemplos claros de como a probabilidade poderia ser utilizada para analisar e compreender mercados financeiros. Apesar de simplista, seu modelo oferecia diversos *insights* acerca dos riscos associados com o comportamento especulativo de muitos investidores; e apesar de suas contribuições terem sido recentemente redescobertas, sua participação na história das finanças ainda permanece em segundo plano, sobretudo em comparação com outro importante estatístico francês: Louis Bachelier.

Diferente de Regnault, o modelo de Bachelier de um processo aleatório (ou estocástico) ao longo de um espaço temporal contínuo permitia a explicação de como o preço de um título poderia mover-se de maneira probabilística ao longo de qualquer período no tempo, independentemente do quão breve esse período fosse³⁵⁷. Tal modelo seria posteriormente conhecido como “movimento browniano”, após ter sido adotado por físicos

³⁵⁵ JOVANOVIĆ, Franck; LE GALL, Philippe, Does God practice a random walk? The “financial physics” of a nineteenth-century forerunner, Jules Regnault, **The European Journal of the History of Economic Thought**, v. 8, n. 3, p. 332–362, 2001.

³⁵⁶ MACKENZIE, 2006, p. 59.

³⁵⁷ BACHELIER, Louis, Theory of Speculation, **Annales scientifiques de l’Ecole Normale Supérieure**, v. 3, n. 17, 1900.

como uma forma de compreender o caminho seguido por pequenas partículas suspensas em um gás ou líquido³⁵⁸. Apesar de sua importância, seu sofisticado trabalho — assim como o de Regnault e outros — tardou em receber o reconhecimento adequado em países anglo-saxões, como os Estados Unidos e a Inglaterra, sobretudo em razão das contínuas rupturas sociais da primeira metade do século XX, com suas duas guerras mundiais, uma Grande Depressão e a ascensão do fascismo e do socialismo soviético³⁵⁹. Seria apenas a partir da década de 1950 que tais ideias seriam revividas, com especial atenção à contribuição do matemático Maurice Kendall nesse processo.

Kendall apresentou sua tese acerca da aleatoriedade dos movimentos dos preços — algo que ficaria conhecido como a tese da caminhada aleatória — em 1952, para uma reunião da *Britain's Royal Statistical Society*³⁶⁰. Em seu trabalho, utilizando-se de um dos recém lançados computadores digitais do Laboratório Nacional de Física do Reino Unido, Kendall analisou dados de diversos índices de ações, bem como preços do trigo e do algodão, buscando identificar alguma forma de correlação serial em determinadas séries temporais. Quase sem exceção, entretanto, Kendall encontrou apenas níveis de correlação muito pequenos — insignificantes — entre as diferentes variações de preços, como se um “demônio do acaso” fosse responsável por sortear um número aleatório de uma população simétrica de dispersão fixa, para adicioná-lo ao preço e determinar qual seria o preço da próxima semana³⁶¹. Se sua hipótese estivesse correta, isso significaria algo radical para a compreensão do funcionamento tanto da economia em geral, como dos mercados financeiros em particular: o que parece como um movimento propositado ao longo do tempo em uma série econômica seria pura sorte, tornando quaisquer tendências ou ciclos observados meras ilusões no âmbito da aparência dos fenômenos³⁶².

Paul Samuelson, enquanto trabalhava como economista no *Massachusetts Institute of Technology* (MIT), entrou em contato com o trabalho de Kendall por meio de um colega de departamento, Hendrik Houthakker, que esteve presente na apresentação no Reino Unido³⁶³. Diferentemente de Houthakker, entretanto, que não havia gostado das conclusões de Kendall, Samuelson sugeriu que esse seria um ponto de vista que merecia maior desenvolvimento: a ideia de que mudanças nos preços seriam aleatórias porque quaisquer

³⁵⁸ MACKENZIE, 2006, p. 60.

³⁵⁹ JOVANOVIĆ; LE GALL, 2001.

³⁶⁰ MACKENZIE, 2006, p. 61.

³⁶¹ KENDALL, M. G.; HILL, A. Bradford, The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices, **Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General)**, v. 116, n. 1, p. 11–34, 1953, p. 18.

³⁶² MACKENZIE, 2006, p. 61.

³⁶³ *Ibid.*, p. 62.

padrões sistemáticos seriam detectados por especuladores, explorados e, portanto, eliminados, parecia-lhe especialmente atrativa³⁶⁴. Segundo tal lógica, se alguém tivesse certeza de que um preço iria subir no dia seguinte, esse preço já teria subido naquele mesmo dia; afinal de contas, se soubéssemos que o preço de uma ação iria subir no outro dia, quem iria vendê-lo hoje sem levar em consideração esse aumento inevitável?

A contribuição de Samuelson sobre a hipótese da caminhada aleatória passaria por uma modificação do padrão aritmético utilizado pelo movimento browniano na física, para a constituição de um movimento “geométrico” browniano; assim, seu modelo não seria mais caracterizado por uma distribuição normal, mas sim por uma distribuição log-normal³⁶⁵. Em 1965, Samuelson publicaria seu trabalho sobre o modelo da caminhada aleatória nas finanças³⁶⁶, apesar desse conteúdo figurar em suas aulas e palestras desde o fim da década de 1950. Nesse modelo, ele teria demonstrado que o retorno médio de ações teria de ser maior que aquele recebível pela taxa de juros de títulos “sem-risco”; senão, investidores que fossem avessos ao risco não comprariam quaisquer ações, em primeiro lugar. Após levar em consideração o que seria um “retorno justo”, as mudanças sobre os preços de ações tornavam-se o que os matemáticos chamam de um *martingale* — um jogo em que o conhecimento de eventos passados não permite a previsão de ganhos futuros (se todos soubessem que o preço de uma ação subiria, esse preço já teria subido, como sugerido acima, tornando-se impossível). A partir dessa ideia — do complexo esforço de utilização de métodos estatísticos para dar conta de um novo aspecto da realidade —, surgiria o modelo da caminhada aleatória no mundo das finanças.

O que a ideia da aleatoriedade na movimentação dos preços significa, entretanto, seria um desenvolvimento que não pararia com Samuelson. Cinco anos mais tarde, Eugene Fama, um dos pesquisadores afiliados à Universidade de Chicago, publicaria em 1970 o artigo *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work* desenvolvendo a

³⁶⁴ *Ibid.*

³⁶⁵ Tal importação seria impossível porque, ao fazê-lo, tal modelo necessariamente implicaria uma probabilidade distinta de zero de que um preço de uma ação poderia tornar-se negativo — algo que é impossível na realidade, em razão da construção legal de responsabilidade limitada à qual estão sujeitas as corporações nos Estados Unidos (e em grande parte do mundo): um acionista não poderia processar os credores de uma empresa falida para ganhar seu dinheiro de volta; por essa razão, a propriedade de uma ação nunca poderia ser considerada como um passivo. A solução proposta por Samuelson para o problema da impossibilidade de valores negativos estava na substituição de uma distribuição normal por uma distribuição logarítmica (log-normal) — ou seja, uma distribuição contínua cujo logaritmo é normalmente distribuído. Em termos gráficos, essa relação é representada como uma “cauda-longa” e não de forma simétrica, como uma distribuição normal (que toma o formato do “sino”). *Ibid.*, p. 64.

³⁶⁶ SAMUELSON, Paul A., Proof That Properly Discounted Present Values of Assets Vibrate Randomly, **The Bell Journal of Economics and Management Science**, v. 4, n. 2, p. 369–374, 1973.

ideia central de Samuelson em uma direção muito específica³⁶⁷: de acordo com Fama (e os neoclássicos), mercados financeiros seriam “eficientes”, no sentido já mencionado de que seriam capazes de refletir integralmente as “informações disponíveis” ao mercado por meio de preços³⁶⁸. Apesar de pautar-se em um exercício de lógica relativamente simples, seu desenvolvimento deu-se em termos matemáticos sofisticados e complexos, resultando finalmente na ascensão de uma nova forma de se pensar os mercados financeiros.

As mudanças trazidas por essa nova forma de se pensar os mercados financeiros foram significativas. Embora muitos dos agentes práticos dos mercados ainda continuassem utilizando tecnologias analíticas fundamentalistas e/ou técnicas, a incorporação de uma lógica quantitativa de análise serviu para colocar em questionamento a maior parte dessas ideias — e, conseqüentemente, também a validade do trabalho até então desenvolvido pelos gestores financeiros que operavam nesses mercados.

Como visto, até então, as duas principais formas de compreender os mercados para orientar as decisões de um investidor eram pautadas em estratégias de análise técnica e/ou fundamentalista; e não sem razão, os agentes da prática do mercado financeiro se mostraram especialmente céticos em relação à suposta utilidade dos modelos matemáticos quantitativos³⁶⁹. Para além da irrealidade dos modelos produzidos — assunto que será discutido no capítulo 7 —, muitos dos participantes dos mercados financeiros receberam com especial hostilidade as inovações em razão de algumas das suas conclusões.

O conflito estava centralizado especialmente nas implicações práticas decorrentes da hipótese dos mercados eficientes e da caminhada aleatória. Constituindo-se como um desafio direto aos postulados que fundamentavam tanto as análises técnicas, quanto as análises fundamentalistas, muitos foram os gestores financeiros que se sentiram atacados por essas contribuições. Aqueles que fundamentavam suas decisões com base nos padrões gráficos da análise técnica, por exemplo, encontraram um conflito em um nível absolutamente

³⁶⁷ FAMA, Eugene F., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383–417, 1970.

³⁶⁸ De acordo com Fama, e buscando fugir de uma concepção binária de reflexão (ou não) das integridade das informações por meio de preços, seria possível distinguir entre três concepções distintas de “informação disponível”, organizadas em um contínuo de eficiência de mercado: (i) o primeiro significado diz respeito ao registro de preços anteriores que, se refletidos integralmente nos preços do presente, tornaria impossível a obtenção de um excedente sistemático de lucro com base apenas nessas informações (a “forma fraca” de eficiência); (ii) o segundo significado abrange, por sua vez, outros dados publicamente disponíveis, como relatórios de desempenho, balanços contábeis, etc., que, se cotados no mercado imediatamente após sua publicação, demonstrariam uma forma “semi-forte” de eficiência (como os EUA); e, por fim, (iii) uma eficiência “forte”, identificável a partir da constatação de incorporação imediata das informações disponíveis apenas a grupos seletos (*insiders* de todos os tipos) nos preços do mercado. Cf. MACKENZIE, 2006, p. 65–66.

³⁶⁹ *Ibid.*, p. 80.

fundamental, que colocava em questão toda a validade de seus argumentos: se os movimentos dos preços fossem, de fato, aleatórios, como a economia financeira propunha, a identificação de determinados padrões gráficos (“cabeça e ombros”, “duplo topo”, “triângulos”, etc.) seria impossível, já que não existiriam padrões na aleatoriedade³⁷⁰. Para os teóricos dos mercados eficientes, portanto, a análise gráfica não passaria de uma “pseudociência delirante”³⁷¹.

Embora tal teoria fosse menos conflitante com os critérios de análise fundamentalista — ambos acreditavam que títulos tinham um valor intrínseco decorrente de situações econômicas concretas —, suas conclusões ainda assim traziam respostas conflitantes com tal perspectiva: de acordo com tais teóricos da economia financeira, ainda que o valor intrínseco fosse uma ideia adequada, a utilização de estratégias de arbitragem para explorar eventuais discrepâncias entre valor e preço seriam impossíveis, já que os preços de mercado — que, como visto, refletiriam todas as informações disponíveis — seriam os melhores estimadores do valor intrínseco (preços sempre refletem integralmente as informações disponíveis)³⁷². Nesse sentido, se os mercados fossem eficientes, a identificação de oportunidades de arbitragem seria impossível; e o trabalho dos analistas fundamentalistas não seria nada mais do que uma perda de tempo.

Muitos eram os gestores de investimentos que sentiam toda sua experiência no processo de avaliação, seleção e investimento em títulos mobiliários ser desmerecida, como se a teoria sugerisse que todo aquele esforço seria tão válido quanto simplesmente jogar dardos na seção de finanças de um jornal para escolher onde investir³⁷³. E, embora acadêmicos da economia financeira pudessem questionar a adequação da metáfora — já que uma seleção por dardos poderia não ser diversificada o suficiente para tornar-se ideal —, tal analogia capturava, mesmo assim, o sentimento de objeção que muitos dos práticos do mercado apresentavam em face da nova teoria. Inspirados por essa analogia, originariamente proposta por Gilbert E. Kaplan, o *Wall Street Journal* conduziria a partir de 1988 um “experimento” baseado nessa ideia³⁷⁴: em uma pequena competição regular entre duas equipes — uma de jornalistas jogando dardos no jornal e outra formada por gestores financeiros —, ganharia quem conseguisse o melhor desempenho financeiro. Embora os

³⁷⁰ ROBERTS, Harry V., Stock-Market “Patterns” and Financial Analysis: Methodological Suggestions, **The Journal of Finance**, v. 14, n. 1, p. 1, 1959.

³⁷¹ MACKENZIE, 2006, p. 76.

³⁷² *Ibid.*, p. 76.

³⁷³ *Ibid.*, p. 80.

³⁷⁴ METCALF, Gilbert E.; MALKIEL, Burton G., The Wall Street Journal contests: the experts, the darts, and the efficient market hypothesis, **Applied Financial Economics**, v. 4, n. 5, p. 371–374, 1994.

gestores tenham, de fato, “ganhado” tal jogo, o fato de que seu desempenho foi inferior ao caráter quase aleatório do jogar de dardos em quase 40% dos casos tornou-se uma anedota famosa no mundo de Wall Street.

O problema, portanto, era claro: o que a economia financeira parecia sugerir era que o valor de consultorias de investimento era nulo, arregimentando grande antipatia por parte dos operadores do mercado em diversos níveis. Não bastasse tais discordâncias, o que a análise quantitativa permitiu a partir de sua metodologia matemática foi também a criação de critérios mais objetivos de avaliação do desempenho dos analistas e gestores: com a introdução de novos critérios como o beta do CAPM, uma nova forma de avaliação do desempenho dos agentes de investimento tornou-se possível, configurando-se como um instrumento de “disciplinamento” dos mercados³⁷⁵. A partir desses novos padrões de pensamento sobre o mercado, novas tecnologias foram desenvolvidas e a própria forma de interação com tal mercado modificou-se: gestores passaram a preocupar-se com os betas de seus portfólios, bem como com as justificativas para suas decisões de investimento; e enquanto muitos desgostavam dessas mudanças, não tardaria até que tal nicho fosse explorado por outros praticantes do mercado³⁷⁶. Embora as regras do jogo tivessem mudado, o objetivo ainda permaneceria o mesmo: o maior retorno sobre o investimento possível.

Mudanças como a constituição do CAPM permitiram uma verdadeira revolução no funcionamento dos mercados financeiros. Apesar da prática de especulação financeira pautar-se ainda em diversos dos postulados das análises fundamentalista e técnica, as principais instituições financeiras dos Estados Unidos — sobretudo bancos de investimento —, passaram a operar em larga escala com base em modelos matemáticos desenvolvidos exclusivamente para essa finalidade³⁷⁷. A era da análise quantitativa — e a incorporação dos *quants* pelas instituições financeiras — iniciava-se, permitindo uma série de desenvolvimentos que seriam absolutamente necessários para a detonação da crise financeira de 2008³⁷⁸.

³⁷⁵ MACKENZIE, 2006, p. 81.

³⁷⁶ *Ibid.*, p. 82.

³⁷⁷ Uma análise do processo de incorporação desses analistas quantitativos em *Wall Street* pode ser encontrada em: PATTERSON, 2010.

³⁷⁸ Como indicativo de sua importância, basta considerar uma das conclusões da comissão de investigação do Senado Americano: “A escala e a natureza do mercado de derivativos de balcão (OTC) criaram um risco sistêmico significativo em todo o sistema financeiro e ajudaram a alimentar o pânico no outono de 2008: milhões de contratos nesse mercado opaco e desregulamentado criaram interconexões entre uma vasta rede das instituições financeiras por meio do risco de crédito de contraparte, expondo o sistema a um contágio de perdas e inadimplências disseminadas”. Cf. ANGELIDES *et al*, 2011, p. 386.

O que tornou possível a ascensão da economia financeira como uma forma alternativa de interpretação dos mercados foi, em suma, uma modificação em determinados aspectos dos múltiplos sistemas dos quais dependem os mercados. A partir da construção de uma teoria alternativa sobre o mundo das finanças, fundamentada em uma forma distinta de se pensar a realidade e operacionalizada por meio de modelos matemáticos, um novo instrumento de avaliação de *performance* de investidores foi paulatinamente desenvolvido, posteriormente tornando-se, inclusive, parte da base de operação concreta desses mesmos mercados. Foi por meio da modificação das tecnologias de interação com o mercado que uma nova forma de comportamento se generalizou, em um exemplo de *performatividade* da teoria sobre a prática³⁷⁹: estabeleceu-se um novo padrão de conduta, a partir dos critérios da economia financeira, padronizando grande parte do processo decisório dos investidores em relação ao mercado. E, muito embora não seja possível afirmar que todas as decisões de investimento estejam limitadas a critérios dessa qualidade — muitos foram os investidores que continuaram se valendo de análises técnicas e fundamentalistas, apesar de sua incompatibilidade teórica —, é possível identificar a constituição de um novo padrão de pensamento e interação com a realidade a partir dessas modificações³⁸⁰.

4.6 Tecnologias e padrões de comportamento

A disciplina financeira passou por uma série de modificações no último século, sobretudo em termos metodológicos, mediante a introdução de modelos matematicamente deduzidos como instrumentos de teorização e verificação empírica. Essas não foram modificações que ocorreram aleatoriamente, e sim estiveram diretamente relacionadas a um contexto histórico específico: a partir das inovações tecnológicas da Segunda Guerra Mundial — especialmente em termos do desenvolvimento das chamadas ciências

³⁷⁹ A ideia de performatividade representa, de forma simplificada, a ideia de que teorias, para além de meras descrições, podem funcionar como influências causais na determinação de processos sociais; para uma avaliação mais detalhada sobre a ideia, bem como sobre suas possibilidades e limitações, ver: FLIGSTEIN, Neil; DAUTER, Luke, *The Sociology of Markets*, **Annual Review of Sociology**, v. 33, n. 1, p. 105–128, 2007.

³⁸⁰ A influência dessas teorias nas práticas do mercado não foram, é claro, diretas e imediatas; mesmo assim, uma das conclusões da fantástica pesquisa de Donald Mackenzie diz respeito à performatividade de tais contribuições. Analisando a “teoria” de opções de Black-Scholes-Merton, por exemplo, ele identifica uma instância de performatividade clara, indicando como, após a incorporação da teoria pelos praticantes, o mercado foi tornando-se mais aproximado do funcionamento do modelo, em uma denotação de seu poder normativo. Embora a “teoria” de opções pudesse ser incluída no objeto da presente pesquisa — especialmente dada sua vinculação aos instrumentos derivativos —, optei por focar preferencialmente no CAPM como modelo ilustrativo dos problemas de base da economia financeira, analisados com maior profundidade no capítulo 7. A elaboração das conclusões de Mackenzie pode ser encontrada em: MACKENZIE, 2006, p. 243–275.

administrativas —, uma nova forma de pensar e teorizar sobre mercados financeiros tornou-se dominante naquele âmbito, colocando em xeque as duas principais formas de análise (i.e. técnicas e fundamentalistas) até então utilizadas.

Com base em uma nova particular de interpretação do mundo — o dedutivismo matemático —, modelos foram construídos para dar sentido ao mundo. Esses modelos, por sua vez, foram utilizados como os blocos de edificação para a formulação de teorias mais amplas. Conforme esse movimento foi crescendo, tais teorias passaram a ser mais aceitas por praticantes dos mercados, com sua paulatina implementação como instrumento de avaliação para a finalidade de especular em relação ao futuro. Esses modelos, bem como suas teorias decorrentes, passaram a ser traduzidos em artefatos técnicos específicos³⁸¹ (e.g., movimentações de preços, *scores* de crédito, etc.), com o objetivo de expandir determinadas capacidades humanas (e.g., a capacidade de cálculo de variâncias entre diferentes ativos, a identificação de correlações entre diferentes funções, etc.) que, por sua vez, seriam utilizadas para o cumprimento de um objetivo específico (i.e., atribuir probabilidades a diferentes estados futuros possíveis de forma a orientar seu processo decisório).

Consideremos, portanto, as características que constituem a posição social de um “investidor”. Interessado em aferir lucros, esse indivíduo terá de orientar suas ações de forma a permitirem que atinja esse resultado; para isso, ele precisará eleger ferramentas efetivamente capazes de produzir esse resultado esperado. Elas devem, em razão da configuração relacional de seus elementos internos, ter o poder de modificar a realidade da maneira esperada. Se utilizamos uma britadeira para polir um vidro, não podemos estranhar quanto o resultado é distinto do esperado: se a ferramenta é inadequada para o fim proposto, ela não conseguirá produzir o resultado esperado.

Ainda que decisões particulares de investimento dependam, em última instância, de uma série de outras determinações, esses processos decisórios não são completamente aleatórios: eles são operacionalizados, dentro dos limites da racionalidade humana, com base em determinadas normas sociais, e auxiliados pelos frutos da sua materialização. Enquanto processos técnicos, dependentes de tecnologias específicas, sua operação é parcialmente generalizável, já que sua configuração particular funciona concretamente como delimitadora do que pode e não pode ser feito; de como esse algo pode (ou não) ser realizado. O *beta* de

³⁸¹ A categoria “tecnologia”, na forma aqui utilizada, deve ser entendida como representando objetos materiais, que são condições (materiais) e resultados de uma atividade técnica — ou seja, uma atividade tomada para aproveitar (*harness*) os poderes intrínsecos de artefatos materiais para estender capacidades humanas. Cf. LAWSON, 2008.

uma ação, por si só, não quer dizer nada, a não ser quando compreendido tanto em relação ao conjunto de pressupostos inerentes ao CAPM, quanto em relação aos múltiplos sistemas (conceituais ou materiais, naturais, sociais, técnicos e/ou semióticos)³⁸² que se encontram em seu entorno (para compreendê-lo, é necessário considerar sua relação com uma série de outras representações semióticas específicas e seus referentes; suas limitações de forma básica, enquanto pulsos elétricos interpretados por máquinas específicas; seu potencial enquanto instrumento de concentração de riqueza; etc.). A consequência prática dessa relação é clara: aquele que tiver as melhores ferramentas para interpretar a realidade e orientar suas ações, terá maiores chances de cumprir com seu objetivo último de “gerar” mais lucro.

Uma analogia pode nos ser útil aqui. Nas origens da internet, para acessarmos um determinado local da rede, precisávamos conhecer seu endereço de protocolo — o famoso endereço de IP. Dada a dificuldade de lembrarmos de um conjunto aparentemente aleatório de números, mudanças foram implementadas, abrindo espaço para que o endereçamento fosse operacionalizado não mais por números, mas por domínios: assim, em vez de informarmos o endereço de IP4 do site da Universidade de São Paulo (200.144.248.208), pudemos passar simplesmente a indicar sua representação textual (www.usp.br). Hoje, entretanto, sequer temos de fazer isso: basta inserir uma palavra-chave na barra de endereços de um navegador para que uma página de busca apareça indicando as páginas relacionadas a tal termo; isso para não falarmos como assistentes de voz têm mudado nossa forma de interação com telefones, televisores e outros dispositivos conectados à internet.

Computadores, navegadores, domínios e IPs, detêm configurações particulares, socialmente construídas e formatas de maneiras específicas para possibilitarem sua operação para uma finalidade específica. Nesse sentido específico, são artefatos técnicos criados para a execução de finalidades específicas; e, embora usos inovadores possam ser indicados para determinadas tecnologias, seu desenho garante pelo menos algum nível de padronização em razão da sua estrutura³⁸³. Podemos não compreender como um aglomerado de zeros e uns são traduzidos em um vídeo transmitido por uma plataforma de *streaming*; mas se ligarmos a televisão para assistir algo, tenderemos a agir de uma forma padronizada pelas opções disponibilizadas por aquela plataforma.

A operação concreta de negociações de títulos mobiliários diversos naquilo que chamamos de “mercados financeiros” também depende de tecnologias específicas para seu

³⁸² BUNGE, 2007, p. 199.

³⁸³ LAWSON, 2008.

funcionamento. Assim como no exemplo da internet, a aplicação dessas tecnologias depende do fornecimento de determinadas entradas que, por sua vez, serão operacionalizadas por máquinas específicas, produzindo determinadas saídas. Em ambas as situações, além das saídas produzirem resultados específicos, limitados e dependentes de interpretação, sua configuração (enquanto saídas) será diretamente dependente daquilo que for informado à título de entrada. Preencher uma palavra-chave em um buscador na internet produz uma série de resultados; e diferentes palavras-chave produzirão diferentes resultados, que por si mesmos, tenderão a nos explicar pouco sobre a realidade para além de uma descrição potencial. Indivíduos concretos precisam interpretar esses resultados — as saídas produzidas por determinadas máquinas — para operacionalizá-los.

Informações processadas pelas complexas máquinas do mundo financeiro não produzem resultados claros, objetivos e imediatamente aplicáveis; não se trata de um processo integralmente automatizado. Tais máquinas produzem informações que, por sua vez, precisam ser avaliadas por indivíduos para que tenham uma utilidade efetiva. Esse processo avaliativo, como dito, é realizado em última análise a partir de uma série de determinações em diferentes estratos da realidade³⁸⁴ (e.g., físicos, químicos, biológicos e sociais), mas depende de uma série de máquinas intencionalmente desenhadas de determinadas maneiras, orientadas por critérios técnicos específicos, para produzirem diferentes resultados. Um investidor pode valer-se de ferramentas tecnológicas para buscar identificar um determinado nível de risco financeiro relacionado a um investimento em particular; mas a saída dessa máquina precisa ser compreendida e interpretada adequadamente para servir à utilidade desejada³⁸⁵. Ela precisa ser avaliada para que possa ser instrumentalizada para atingir um determinado objetivo.

³⁸⁴ ARCHER, 2000.

³⁸⁵ Ao considerarmos o processo decisório envolvido na escolha entre a compra ou aluguel de uma unidade residencial, tornou-se clara a variedade de questões capazes de influenciar o resultado dessa decisão, incluindo uma série de questões não relacionadas diretamente a qualquer cálculo de custo/benefício. Da mesma forma, o funcionamento dos mercados financeiros tampouco é operado por critérios exclusivamente objetivos e/ou racionais; mesmo assim, dada a complexidade dos sistemas necessários para sua operação, há um elemento de constância — um padrão de comportamento — na relação desse público com as tecnologias que possibilitam tal operação. Desde pelo menos a década de 1970, uma sociologia da ciência tem sido desenvolvida com vistas a compreender, para além das tentativas de estruturação de esquemas conceituais gerais na filosofia da ciência, como a prática científica ocorre materialmente. Pautada em uma interpretação construtivista da realidade — com diferentes graus de variação, a depender da produção teórica —, tais concepções buscaram chamar a atenção para o processo de produção do conhecimento científico, em oposição às interpretações tradicionais que o entendiam como um processo descritivo, em vez de criativo. Para além de suas tendências relativistas, entretanto, tal tradição teve o importante mérito de chamar a atenção para as formas pelas quais não apenas o conhecimento é construído socialmente, mas também para a construção das “máquinas do conhecer”: para a ideia de que as máquinas às quais fiz referência ao longo do texto são construídas por seres humanos, partindo de pressupostos — muitas vezes implícitos — sobre como a realidade deve ser para que se possa conhecê-la. Essas não são máquinas perfeitas, construídas por seres iluminados; são, como quaisquer outros produtos

Especialmente a partir da década de 1980, o mundo de *Wall Street* passaria por uma revolução em seus quadros, contratando um número cada vez maior de analistas quantitativos, normalmente com formação em física, matemática e estatística. A expectativa geral era de que tais profissionais conseguissem operar adequadamente o processo de tradução das descobertas científicas do *cutting-edge* em tecnologias com utilidade prática na análise de investimentos concretos; esses seriam, em grande parte, os responsáveis pela construção das ferramentas que permitiram à análise da realidade por operadores financeiros. Dada a característica de competição aflorada desse espaço, não é de se estranhar seu pragmatismo: se os mercados financeiros funcionam como centros de especulação sobre o futuro, tais agentes aprenderam cedo que o futuro parece ser mais bem imaginado por meio de modelos matemáticos do que “lendo” folhas de chá. Mas se eles tinham o domínio das ferramentas que construíram, isso jamais foi garantia de que, para além da etapa de desenho dessas tecnologias, seu uso dependeria, novamente, de outros processos interpretativos e avaliativos para ser posto à prática.

Consideremos, ilustrativamente, o caso de um dos mais famosos sistemas de análise de risco financeiro. O *value-at-risk* (VaR), indicador originariamente desenvolvido pelo banco de investimentos J.P. Morgan e traduzido em tecnologia específica por meio do software *Riskmetrics*, foi uma das ferramentas mais utilizadas por grandes bancos até a crise financeira de 2008. Responsável pela automação de uma série de processos distintos, especialmente em termos de cálculos matemáticos complexos envolvendo grandes conjuntos de dados históricos, tal ferramenta proporcionava acesso rápido a uma série de indicadores possíveis sobre o risco de uma instituição financeira. Sua finalidade não era operar os mercados, mas sim permitir uma operação humana com base em melhores informações sobre o estado desses mercados, conforme sua própria documentação técnica³⁸⁶:

RiskMetrics™ é baseado na metodologia desenvolvida pelo J.P. Morgan, embora dela se diferencie significativamente, para a medição, gestão e controle dos riscos de mercado nas suas negociações, arbitragens e atividades de investimento próprias. Nós lembramos nossos leitores de que nenhuma quantidade de análise sofisticada pode substituir a experiência e o julgamento profissional na gestão de riscos. RiskMetrics™ não é nada mais do que uma ferramenta de alta qualidade

criados pela humanidade, ferramentas limitadas em seu potencial. E quanto maiores os problemas nos conhecimentos que embasam a construção dessas máquinas, mais graves podem ser as consequências da sua utilização. A ideia é elaborada por Callon em: CALLON, Michel, Introduction: The Embeddedness of Economic Markets in Economics, **The Sociological Review**, v. 46, n. 1_suppl, p. 1–57, 1998; seu desenvolvimento, nos termos mais imediatamente relevantes ao presente trabalho, encontra-se em: MACKENZIE, 2006, p. 12.

³⁸⁶ LONGERSTAEY, Jacques; SPENCER, Martin, **RiskMetrics Technical Document**, New York: Morgan Guaranty Trust Company of New York, 1996.

para o gestor de risco profissional envolvido nos mercados financeiros, e não é uma garantia de resultados específicos. (Tradução nossa)

A ferramenta *RiskMetrics* não é produzida do nada; é o resultado de um agir especificamente orientado para a produção daquele artefato técnico³⁸⁷. Esse artefato detém determinados poderes computacionais para a operação de cálculos matemáticos complexos em uma menor quantidade de tempo. Esses não eram cálculos criados em concomitância com a tecnologia, mas sim fórmulas matemáticas desenhadas institucionalmente pelos processos já avaliados nesse trabalho; e, como visto, tais fórmulas, apesar de não dependerem de uma intervenção tecnológica para sua operação abstrata, dependiam de algo que tornasse possível superar as limitações inerentes ao cálculo manual das relações matemáticas buscadas. O que torna tal software um artefato técnico é justamente essa função específica: expandir uma capacidade humana específica.

Quando uma forma de interação com o mundo passa a ser operacionalizada por meio de técnicas específicas, torna-se possível extrair dessas interações uma série de padrões de uso dessas tecnologias³⁸⁸. As formas de interação das pessoas com tal aspecto da realidade tornam-se crescentemente mais padronizadas, já que essas técnicas passam a concretizar ideias, valores e relações sociais em artefatos materiais específicos³⁸⁹; e ainda que tal processo não se resume a qualquer ideia da inevitabilidade do progresso, essas mesmas práticas tendem a assumir padrões generalizáveis de conduta, cada vez mais informados pelas ideias, valores e relações sociais embebidas naquela tecnologia³⁹⁰.

Essa dependência em determinados artefatos técnicos, informados por teorias específicas, derivados de modelos particulares e desenhados por indivíduos concretos, representa um dos mais importantes vínculos causais para a realização da vida contemporânea. Ao dependermos cada vez mais desses artefatos crescentemente complexos, dos quais não participamos da construção, tornamo-nos cada vez mais isolados de seus fundamentos. Ao utilizarmos essas técnicas sem compreender o que elas pressupõem, o risco de sua operação dar-se de maneira inadequada torna-se crescentemente menos viável; algo que apenas aumenta as chances de experimentarmos problemas em sua operação.

³⁸⁷ LAWSON, 2008.

³⁸⁸ Ao invés de valer-me da ideia de “culturas epistêmicas” utilizada por Mackenzie, optei por tratar desses elementos a partir de sua vinculação material com as tecnologias que permitem o funcionamento dos mercados financeiros a partir de uma chave distinta, mais próxima dos pressupostos do realismo crítico aqui defendidos. Nesse sentido: LAWSON, 2007.

³⁸⁹ *Ibid.*, p. 32–49.

³⁹⁰ LAWSON, 2008.

Em razão da natureza da vida social, qualquer trabalho de especulação sobre o futuro estará longe de configurar-se como um processo minimamente exato, sendo informado por determinados indicadores produzidos por tecnologias diversas, por vezes complementares, por vezes contraditórias. Em razão da própria natureza desse empreendimento, não é de se espantar que problemas ocorram de tempos em tempos: ao lidarmos com o imprevisível, sempre estaremos sujeitos às consequências de nosso conhecimento limitado sobre o futuro. A não ser em um arroubo idealista, poderíamos sugerir que tecnologias sempre funcionam de forma ideal, sendo operacionalizadas por usuários que as compreendem integralmente e que, mediante seu uso, conseguem resultados adequados nesse processo de previsão do futuro. Tecnologias falham e usuários também.

O problema, entretanto, se dá quando essas “falhas” trazem consequências tão dramáticas para a população de todo o globo. Mais do que isso: é preciso saber em que medida sua operação “falha” foi resultado de um mal uso ou de uma má construção; ou se nenhum dos dois é aplicável e tudo funcionou como previsto. Diante de catástrofes desse nível, faz-se necessário retornar aos processos que antecederam a crise, buscando compreendê-los de forma adequada a construirmos um diagnóstico claro da natureza desse problema. Sem isso, a implementação de qualquer mudança tenderá a não solucionar o problema, potencialmente tornando-o ainda mais grave. Esse é o pressuposto de qualquer intervenção que se pretenda útil: se erramos no diagnóstico, provavelmente erraremos no prognóstico.

O que a reconstituição histórica feita ao longo desse capítulo permite, portanto, é uma reprodução do mesmo instrumento utilizado nos capítulos anteriores: a simulação do processo decisório de uma posição social específica (i.e., investidores), para identificarmos sua relação com os outros dois grupos até então analisados (i.e., mutuários e políticos). O que distingue esse capítulo dos anteriores, entretanto, é a existência de critérios mais ou menos claros — embora nunca perfeitos — de conduta para a realização de seu fim universal: ao analisarmos as técnicas de análise dos mercados, é possível vislumbrar qual era, de fato, o processo decisório utilizado por grande parte dos mercados financeiros. Feita essa recapitulação, portanto, resta considerarmos quais as consequências da aplicação dessa racionalidade específica para compreendermos seu desenvolvimento histórico concreto; e, por essa razão, cabe a nós retornarmos ao ponto onde paramos nosso relato sobre a crise, tratando da implementação da securitização como instrumento governamental para a captação de recursos fora do planejamento orçamentário federal.

5 UM CONTRA-ATAQUE POSICIONADO

A relação social entre mutuários e credores, incluindo os outros elos da cadeia securitizatória, foi nosso objeto de análise até o momento. Ao considerarmos em que medida uma técnica específica (i.e., técnica de financiamento hipotecário), pautada em determinados conhecimentos (i.e., economia financeira) e materializada em artefatos técnicos particulares (e.g., modelos de financeiros), pudemos perceber como o interlace entre interesses, desenvolvimentos históricos e escolhas está longe de constituir-se como um movimento limpo e claro. Dada a complexidade do objeto crise — bem como a própria complexidade da realidade —, tivemos que passar por algumas etapas distintas: (i) a localização da crise no mercado hipotecário; (ii) sua vinculação com uma necessidade básica de moradia; e, por fim, (iii) a evolução da tecnologia financeira que o permite.

Apesar da “elegância” analítica de um modelo posicional social específico, a complexidade da vida social nos impele a ir além; afinal de contas, “nenhum homem é uma ilha”. Agora que identificamos esse nível de complexidade, devemos voltar nossa atenção à forma como, para além desse microcosmos, a detonação da crise financeira de 2008 não pode ser isolada do “resto” da História; é dizer, precisamos reconectar esses indivíduos (incluindo seus interesses, objetivos e escolhas) com o resto do “continente”.

Para que isso seja possível, entretanto, devemos considerar um novo “eixo” de complexidade: além da “distribuição horizontal” de posições sociais (i.e., diferentes atores assumem diferentes posições), agora devemos percorrer o caminho perpendicular, considerando como existe uma “distribuição vertical” de posições (e.g., o mesmo ator assume diferentes posições simultaneamente). Quando tentamos fazer sentido de algum aspecto da sociedade, tendemos a concebê-la tomando indivíduos como a unidade básica de análise³⁹¹; é como se fossemos as “peças” do grande “tabuleiro” da vida social. Cada uma dessas peças, entretanto, é infinitamente complexa em si mesma, constituindo-se como um subsistema próprio, dentro do sistema do “tabuleiro” — dentro do grande sistema da vida social³⁹². Posto de outra forma: embora um indivíduo possa assumir a posição social de um

³⁹¹ A opção pela análise com base em posições sociais, e não indivíduos concretos (até o momento, vide cap. 6), foi feita com a intenção de evitar a fusão ilícita entre as múltiplas posições sociais que um indivíduo ocupa, reificando toda a complexidade inerente à realidade; professores não são apenas professores, já que também podem ser maridos, patrões, empregados, governados, etc.

³⁹² “Enquanto um ‘sistema social’ é melhor concebido como um processo estruturado de interação, e talvez uma ‘instituição’ seja concebida de maneira mais útil como um sistema social [...] (relativamente) duradouro, um ‘grupo social’ ou ‘coletividade’ pode ser entendido como consistindo em, dependendo de, ou como um conjunto de pessoas distinguíveis por sua ocupação atual de um conjunto específico de posições sociais.

mutuário, isso não significa que podemos resumi-lo à essa posição, já que, dada a riqueza da vida social, indivíduos podem assumir diversas posições sociais simultaneamente (e.g., mutuários podem ser, além de mutuários, professores, governados, patrões, empregados, etc.).

Atestar a complexidade humana como uma característica ontológica, entretanto, não implica na consideração de que, dentro desse mosaico de posições e relações sociais, todas elas tenham o mesmo impacto sobre os diferentes processos com os quais nos engajamos durante a vida; se é verdade que indivíduos ocupam diversas posições sociais, algumas delas são mais importantes que outras em determinados contextos.

A fim de compreendermos adequadamente as complexidades inerentes às relações sociais fundamentais para a detonação da crise, devemos agora não apenas considerá-las isoladamente, mas sim em relação às outras relações que, mediante a interação entre indivíduos concretos, entrelaçam-se e se afetam mutuamente. Se, como proposto até o momento, uma das condições para a verificação de uma teoria é sua capacidade de representação ideal de um objeto que têm uma realidade objetiva, para representarmos os desenvolvimentos que levaram à detonação da crise financeira de 2008 de forma mais adequada, precisamos partir de uma visão mais ampla das mudanças históricas que estavam ocorrendo no mesmo período.

5.1 A importância da produção

Indivíduos ocupam múltiplas posições sociais em diferentes relações sociais, constituindo, dentre outras coisas, meios para a satisfação de suas necessidades — necessidades essas que, para além dos nossos gostos e preferências, têm sua adequação socialmente determinada. Basta lembrarmos da moradia: se uma barraca, montada na calçada sob uma marquise, foi considerada como uma forma adequada de moradia em algum momento da história, sugerir sua adequação aos valores culturais contemporâneos seria um equívoco.

Observe que, a qualquer momento, um determinado indivíduo ocupará qualquer número de posições. Ou seja, a mesma pessoa pode ser pai, filho, trabalhador/chefe, professor/aluno, imigrante/nativo, homem/mulher, velho/jovem, membro de organizações religiosas ou políticas ou comunitárias e assim por diante. A concepção resultante, então, é aquela que torna inteligível o sentido frequentemente observado, mas supostamente difícil de sustentar, de um grupo ou interesse coletivo e, portanto, a base para uma teoria da ação coletiva; e ainda permite a possibilidade de um conflito de interesses ao nível dos indivíduos”. (*tradução nossa*) Cf. LAWSON, 1997, p. 161.

Considerando como a moradia é apenas uma dentre as tantas necessidades de um indivíduo no século XXI, os mecanismos disponíveis para satisfazê-los parecem ser de considerável importância em qualquer arranjo social. Em um nível imediatamente biológico, por exemplo, precisamos nos alimentar; o que consideramos como alimentação adequada, entretanto, é algo que sofreu extensas modificações ao longo da história da humanidade. José Paulo Netto e Marcelo Braz constroem o argumento de forma especialmente didática³⁹³:

A fome é a sinalização natural de que o organismo necessita de insumos (calóricos, proteicos) para a continuidade do seu funcionamento. Sob esse aspecto, a fome de um homem não se distingue da fome de um cão. Entretanto, a satisfação da fome humana é radicalmente distinta da satisfação da fome animal (natural): implica procedimentos de transformação do insumo (o alimento), implica valores e rituais. Um cão faminto recolherá seu alimento onde e sob a forma em que o encontrar; o comportamento do leitor deste livro, quando estiver com fome, será inteiramente diverso — certamente só a satisfará sob condições muito precisas, historicamente determinadas (alimento preparado, garantia de higiene, padrões de gosto e prazer etc.). Sem a satisfação da fome, ou seja: da necessidade natural de se alimentar, os homens e os animais não podem viver — mas o atendimento dessa necessidade, entre os homens, é rigorosamente social.

No processo de satisfação de nossas necessidades, elas mesmas aparecem historicamente qualificadas, e não como “desejos” estáticos, redutíveis a manifestações exclusivamente fisiológicas. A pergunta que poderíamos fazer, portanto, diz respeito à extensão dessa influência social: se mesmo a própria necessidade é socialmente determinada, em que medida os mecanismos de que dispomos para realizá-la também o são?

Quando sentimos sede, o que fazemos? Compramos água e a bebemos. E quando temos fome? O mesmo: compramos a comida, pronta ou a preparar, e satisfazemos nossa fome. Para conseguirmos nossa moradia, pagamos pelo direito de viver em um determinado imóvel — seja de forma permanente (i.e., compra) ou por tempo determinado (e.g., aluguel, dormitório universitário, etc.). Sede, fome ou moradia, o que subjaz a todos esses processos de satisfação de nossas necessidades, ao menos dentro de nossa atual configuração produtiva, é a sua apresentação como uma “enorme coleção de mercadorias”³⁹⁴.

Apesar de estarmos condicionados a pensar em termos de circulação de mercadorias, todos os bens e serviços que são negociados diariamente não são manifestações *ex nihilo*; como quaisquer produtos, para que existam, precisam ser produzidos. Desde o computador que utilizo para escrever este trabalho, passando pela caneca de café em minha mesa, até a luz que utilizo para iluminar meu ambiente de trabalho; todas são instâncias de produtos que

³⁹³ NETTO; BRAZ, 2011, p. 50.

³⁹⁴ MARX, 2013, p. 113.

auxiliam meu dia a dia. Quando consideramos a cadeia de sistemas necessária para uma produção nesse nível de complexidade, vinculando indivíduos de todo o globo na construção de um único produto, é difícil não se deslumbrar com a dimensão de poder presente nas mãos da humanidade. Tudo isso, entretanto, depende de um elemento fundamental: do trabalho de alguém.

Trabalho, na concepção aqui defendida, pode ser compreendido como agir teleologicamente orientado, operacionalizado por meio de ferramentas e conhecimentos aprendidos, que transforma a natureza para a criação de bens de uso, destinados à satisfação de suas necessidades; necessidades essas que, como visto, podem assumir diferentes características, a depender do estágio de desenvolvimento da sociedade³⁹⁵. Dada a complexidade inerente à sociedade contemporânea, dependemos constantemente do fruto do trabalho dos outros; e, é por meio dessa atividade social coletiva que a história se desenvolve (i.e., pela composição de todo trabalho materializado na produção dos produtos que necessitamos enquanto seres sociais)³⁹⁶. É um processo que envolve desde a produção do pequeno parafuso que prende o processador do seu celular à placa mãe, até o próprio celular. Para que possamos consumir todos os produtos que consumimos diariamente, alguém teve de, por meio do trabalho, produzi-los; e considerando a quantidade de produtos dos quais dependemos, não há dúvidas de que esse seja um processo de fundamental importância para a humanidade.

Como se trata de um processo complexo, socialmente determinado, não faria sentido trabalharmos a partir de uma concepção atomística social para sua compreensão; no lugar de indivíduos concretos, o que encontramos na atual configuração produtiva é uma relação entre duas posições sociais distintas: aqueles que detêm os meios de produção, necessários para a operação da atividade produtiva, e aqueles que nada mais têm do que sua força de trabalho. Professores não são apenas professores, da mesma forma que capitalistas não são apenas capitalistas; mas, dada a centralidade do trabalho e da produção para a satisfação de nossas

³⁹⁵ NETTO; BRAZ, 2011, p. 41–65.

³⁹⁶ Todos participamos, em alguma medida, desse processo produtivo coletivo; posto de outra forma, ao contribuirmos, cada um com seu trabalho, para a produção coletiva de produtos, destinados à satisfação das nossas necessidades (básicas ou complexas), nós também nos engajamos a uma relação social particular: a relação social do valor. Em outro momento do texto, quando discutíamos sobre as características dos empréstimos hipotecários, passamos brevemente pela complexidade inerente à categoria do valor, especialmente a partir de suas manifestações enquanto valor de uso e valor de troca. Valor, entretanto, é mais que isso: valor é a relação social estabelecida entre o trabalho de milhões de pessoas ao redor do mundo. O valor de algo não é determinado pelo seu preço, nem mesmo pelo seu valor de uso, mas sim pelo trabalho social envolvido em sua produção. Cf. HARVEY, 2014, p. 26.

necessidades mais básicas, parece inegável que uma das relações sociais mais influentes na vida cotidiana seja a relação de classe³⁹⁷.

Em um sistema produtivo onde um dos elementos essenciais para a produção (i.e. meios de produção) são privilégios de uns e não de outros, o que existe é uma distribuição assimétrica de obrigações, responsabilidades e direitos; ou seja, uma distribuição desigual de possibilidades dentre as quais podemos escolher. Essa relação, nesses termos, poderia ser considerada uma relação de exploração³⁹⁸. Determinadas coletividades, organizadas ao redor do polo dominante dessa relação, gozam de um leque maior de possibilidades de escolha para diversos aspectos da vida (e.g., oportunidades de estudo, emprego, lazer, cultura, etc.); e, da mesma forma de que se valem de determinados mecanismos para aproveitar seus privilégios já existentes, também se mobilizam para fazer avançar outros interesses, valendo-se de toda sua “liberdade adicional”.

Mais do que uma hipótese abstrata, essa é uma história empiricamente verificável; a depender da interpretação, talvez seja a própria história da humanidade³⁹⁹. Para que possamos concluir nossa análise da etiologia da crise, devemos, portanto, reconhecer o brevemente como essa relação atravessou diversas outras relações, especialmente nos últimos cinquenta anos, e pondo determinações (em um nível muito mais básico) sobre a própria detonação da crise financeira de 2008.

5.2 Financeirização e (des)regulação

A Segunda Guerra Mundial foi, como até mesmo a plethora de produções culturais pode atestar, um dos maiores horrores já perpetrados pela humanidade. A quantidade de absurdos tolerados para a ascensão do nazifascismo foi — e continua sendo — simplesmente

³⁹⁷ A transposição de categorias em níveis mais altos de abstração para situações concretas, se feita de maneira inadequada, pode resultar em uma interpretação equivocada da própria categoria. Um dos exemplos mais recorrentes diz respeito à categoria “classe”, frequentemente criticada por pesquisadores associados ao realismo empirista, que esperam da sua operação uma divisão explícita da população de acordo com supostos atributos comuns, pertencentes a cada um dos dois polos da relação capital-trabalho. Cf. SAYER, 1992, p. 239.

³⁹⁸ “Com igual importância, na medida em que sociedades divididas entre classes sempre envolvem a exploração (ou seja, a apropriação forçada do produto excedente dos produtores diretos por uma elite improdutiva), e, na medida em que a exploração sempre envolve a negação de recursos materiais e culturais e representação política adequada para uma maioria dos membros de uma sociedade que, de outra forma, poderiam ter sido empregados para melhorar seu bem-estar, também somos compelidos a endossar a visão de Marx de que relações sociais assimétricas ou hierárquicas são contrárias às necessidades e interesses humanos objetivos”. (*tradução nossa*) Cf. CREAVEN, Sean, **Marxism and Realism: a Materialistic Application of Realism in the Social Sciences.**, Hoboken: Taylor and Francis, 2012 n.p.

³⁹⁹ “A história de todas as sociedades até hoje existentes é a história das lutas de classes”. Cf. MARX, Karl; ENGELS, Friedrich, **Manifesto comunista**, São Paulo: Boitempo, 2007, p. 40.

inacreditável; e, embora a história tenha um jeito terrível de se repetir, seu impacto foi tão grande, tão pervasivo, que levou o mundo a um ponto de virada. Se quiséssemos evitar o retorno a um estado de coisas capaz de gerar rivalidades geopolíticas tão grandes quanto aquelas que levaram à tentativa de um “terceiro *reich*”, precisaríamos construir mecanismos capazes de atingir esse objetivo.

Dada a complexidade do problema, diversas foram as apostas feitas, materializadas em diferentes mecanismos de controle. Em um nível supranacional, por exemplo, foram criadas instituições como as Nações Unidas, o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional, cada qual com estruturas específicas, na expectativa de que trabalhassem em conjunto para buscar maior estabilidade às relações internacionais dentro do marco capitalista⁴⁰⁰. É a partir desse rearranjo institucional, por exemplo, que foram firmados os acordos de Bretton Woods, estabelecendo um sistema de taxas cambiais fixas, ancorado à conversibilidade do dólar estadunidense; com isso, o *greenback* tornar-se-ia a moeda de reserva global, garantido pelo poderio militar do país e oposto, quase cinquenta anos, apenas pelo contrapeso da União Soviética à essa nova ordem mundial⁴⁰¹. Todas essas instituições haviam sido construídas como formas de organizar interações entre diferentes posições sociais e/ou coletividades; seu funcionamento estava diretamente ligado a formas específicas de se pensar sobre o mundo, bem como a consequências políticas particulares, atreladas à essas concepções. Enquanto um novo sistema, sua aposta organizacional estava em soluções construídas mediante a uma atuação conjunta entre estados, mercados e instituições democráticas, para a estabilização das relações internacionais, bem como a promoção de paz, inclusão e estabilidade.

No âmbito nacional dessas nações capitalistas avançadas, as novas administrações que subiram ao poder decorriam de diversas perspectivas distintas, mas se valiam de instrumentos similares para atingir seus objetivos gerais, apostando em políticas de pleno emprego, de crescimento econômico e, como dito, no bem-estar de seus cidadãos; políticas essas baseadas, portanto, em políticas fiscais e monetárias influenciadas pelo keynesianismo. Esses eram estados que intervinham em políticas industriais e de emprego, construindo sistemas sociais e determinando padrões de vida adequados à produção social⁴⁰².

⁴⁰⁰ HARVEY, David, **A brief history of neoliberalism**, 1. ed. Oxford: Oxford University Press, 2007, p. 10.

⁴⁰¹ *Ibid.*

⁴⁰² *Ibid.*, p. 11.

Essa nova forma de organização político-econômica, hoje denominada “liberalismo integrado”⁴⁰³, sinalizava uma compreensão de como processos de mercado e atividades empresariais poderiam assumir uma posição mais complexa do que antes: cercados por uma teia regulatória adequada, seu funcionamento seria, por vezes, limitado pelas constrições regulatórias, ao mesmo tempo em que seria facilitado, em outros casos, por essas mesmas regulações⁴⁰⁴. A economia funcionava mediante um papel maior do Estado, incluindo sua intervenção direta em determinados ramos estrategicamente importantes mediante a instituição de empresas públicas.

Durante as décadas de 1950 e 1960, o modelo de liberalismo integrado teve considerável sucesso em termos econômico-sociais, levando a altos níveis de crescimento econômico nos principais países capitalistas avançados. Foi uma época marcada por diversas características, como⁴⁰⁵: a implementação de políticas redistributivas direcionadas à classe trabalhadora, inclusive em suporte à organização sindical como instrumento de negociação coletiva; controles sobre o livre movimento do capital, como o próprio sistema de Bretton Woods; e a expansão de gastos públicos para a construção de um estado de bem-estar social. Confiantes no sucesso decorrente da implementação das políticas econômicas keynesianas, esse foi um período de prosperidade, conhecido como a “era de ouro” do capitalismo, organizado por meio de concessões entre os dois polos da relação que vimos acima⁴⁰⁶: entre as classes trabalhadora e os donos do capital.

Apesar dessas vitórias, ainda no final da década de 1960, esse modelo começa a encontrar uma série de dificuldades, em níveis tanto nacionais, quanto internacionais. Contrariando todo o receituário keynesiano, um novo fenômeno surgiu no horizonte, combinando duas das maiores preocupações para um Estado de bem-estar social: inflação e desemprego. Denominada de estagflação, sua incidência colocou a teoria econômica então dominante em apuros, combinando dois graves processos e deixando apenas soluções ruins disponíveis (na visão monetarista): tentar consertar a recessão criando empregos e gastando dinheiro, mas correndo o risco de maior inflação, ou aumentando as taxas de juros e cortando

⁴⁰³ A ideia de “liberalismo integrado” é decorrente da interpretação de Karl Polanyi sobre a “grande transformação” pela qual a sociedade passaria no pós-guerra garantiria a “desintegração” dos mercados; como Mark Blyth assevera, entretanto, se “a desincorporação do mercado levou a um duplo movimento onde a [classe] trabalhadora exigia proteção por meio de um reencaixe institucional, então não seria razoável esperar, por sua vez, outra reação contra essas instituições “incorporadas” pelos mais afetados, ou seja, os capitalistas?”. Cf. BLYTH, Mark, **Great Transformations: Economic Ideas and Institutional Change in the Twentieth Century**, 1. ed. Cambridge ; New York: Cambridge University Press, 2002, p. 3–16.

⁴⁰⁴ HARVEY, 2007, p. 11.

⁴⁰⁵ Ibid., p. 24–26.

⁴⁰⁶ Ibid., p. 10.

gastos governamentais, o que poderia agravar a recessão, diminuindo ainda mais o crescimento e as oportunidades de emprego⁴⁰⁷.

É fundamental destacar o impacto que a crise de estagflação trouxe ao mundo, porque seus efeitos foram sentidos em todos os processos aqui descritos como determinantes significativas da detonação da crise de 2008⁴⁰⁸; esse seria um fenômeno experimentado por diversas nações ao longo da década de 1970, funcionando como catalisador para uma série de crises fiscais severas⁴⁰⁹. Apesar dos sucessos vividos nas décadas anteriores, as políticas econômicas keynesianas estavam chegando ao seu limite, trazendo consigo uma reorganização significativa no “consenso” estabelecido após a Segunda Guerra. Nos países capitalistas avançados, por exemplo, os movimentos sociais e trabalhistas tomavam fôlego, demandando reformas generalizadas para dar conta dos problemas experimentados por seus cidadãos a partir das limitações das políticas keynesianas; simultaneamente, partidos comunistas e socialistas ganhavam maior espaço, apoiando propostas radicais de reestruturação da sociedade⁴¹⁰. Essas mudanças estavam ocorrendo porque, apesar das “boas intenções” das políticas keynesianas, sua implementação havia gerado uma crise de acumulação de capital, trazendo consigo o desemprego e a inflação já mencionados e, evidentemente, gerando um enorme descontentamento entre aqueles que haviam sido prometidos melhores condições de vida depois de lutarem na guerra⁴¹¹.

Quando as coisas deixam de ir conforme o esperado, como vimos, encontramos uma situação de crise. Enquanto o crescimento do “bolo” econômico era constante, a condição de “cessão” de uma fatia maior à classe trabalhadora não foi um problema; mas, com o colapso do movimento crescente das economias capitalistas avançadas, essa “divisão”

⁴⁰⁷ DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique, **The crisis of neoliberalism**, Cambridge, Mass: Harvard University Press, 2011, p. 60–62.

⁴⁰⁸ Como verificaremos, a causação da crise deu-se por meio de dois processos interlaçados (i.e., financeirização e regulação seletiva). A crise de estagflação funciona como o detonador de um conflito muito mais profundo e acirrado de classes, com a revogação da *Regulation Q* servindo como exemplo paradigmático do papel “deletério” que intervenções estatais poderiam causar, permitindo sua instrumentalização como exemplo político dos efeitos da “desregulação” e da financeirização. Sobre os impactos da *Regulation Q*, ver item 5.4.

⁴⁰⁹ Ainda que formulada de acordo com uma posição teórica distinta, a contribuição de Wolfgang Streeck parece oferecer uma possível conexão entre ações da coletividade dos “dependentes de lucro” (termo dele) e os efeitos aqui analisados; a ideia de uma “greve de investimentos”, como resposta à crise de confiança por parte do capital na estabilidade do sistema (i.e., resposta à estagflação e a “desvalorização” de seu patrimônio), parece especialmente profícua. Com isso, é claro, não se propõe uma explicação distinta da crise de 2008, mas sim uma nova complexidade a ser adicionada na teia de determinações que tornaram sua detonação possível. Cf. STREECK, Wolfgang, **Tempo comprado: a crise adiada do capitalismo democrático**, 1ª edição. São Paulo, SP: Boitempo, 2018, p. 17–22.

⁴¹⁰ HARVEY, 2007, p. 12–13.

⁴¹¹ *Ibid.*, p. 15.

assumiu condições que a classe capitalista não aceitava⁴¹²; é dizer: a partir do momento em que a *reprodução* do próprio capital foi colocada em risco — e quando a visão de uma alternativa concreta estava no horizonte —, não houve mais espaço para “concessões”. Após verem sua riqueza diminuir consideravelmente, sobretudo em razão da desvalorização de seus ativos pela inflação, não tardaria até que lançassem mão de estratégias de combate ao que entendiam como o risco de uma alternativa socialista. Esse conjunto de mudanças, constituídas com a finalidade última de restaurar o poder dessas elites econômicas e fundamentadas em determinadas interpretações da economia, pode ser chamado de “neoliberalismo”.

5.3 Teorias econômicas e sua neutralidade

Neoliberalismo pode ser definido como a doutrina política e econômica que sustenta a superioridade do mecanismo de mercado como a forma mais eficiente e eficaz de organizar relações sociais⁴¹³. Tal perspectiva propõe que o papel do estado deve limitar-se ao fornecimento da infraestrutura necessária para o funcionamento adequado dos mercados, reduzindo suas intervenções sobre tais mecanismos ao mínimo⁴¹⁴. Como tal, encontra-se diametralmente oposta a escolas de pensamento econômico intervencionistas, como a keynesiana ou a marxista, fundamentando tal oposição em termos teóricos de forma particularmente interessante: de acordo com seus proponentes, o livre mercado seria a forma

⁴¹² VOLSCHO, Thomas, *The Revenge of the Capitalist Class: Crisis, the Legitimacy of Capitalism and the Restoration of Finance from the 1970s to Present*, **Critical Sociology**, v. 43, n. 2, p. 249–266, 2017.

⁴¹³ Neoliberalismo, enquanto categoria analítica, tornou-se caótico: (i) não há uma definição consensual de neoliberalismo, com os estudiosos se referindo a uma genealogia, período de tempo, caso ou conjunto de casos, ou campo político em particular, ao discutir o conceito; (ii) seu movimento é contínuo, sendo constantemente reinventado e reimaginado, o que dificulta o reconhecimento de suas qualidades essenciais; (iii) dadas suas diversas origens e instanciamentos locais, o neoliberalismo pode assumir diferentes formas em diferentes contextos, complicando ainda mais os esforços para defini-lo. Como resultado de todos esses fatores, o conceito de neoliberalismo tornou-se confuso e difícil de definir com precisão (Cf. JESSOP, Bob, *Putting neoliberalism in its time and place: a response to the debate*, **Social Anthropology**, v. 21, n. 1, p. 65–74, 2013.). Seguindo David Harvey, entretanto, o presente trabalho tomará “neoliberalismo” como um “projeto político para o reestabelecimento das condições para a acumulação de capital e para restaurar o poder das elites econômicas” (Cf. HARVEY, **A brief history of neoliberalism**, p. 19); a partir dessa definição, torna-se possível o reconhecimento de suas diversas acepções, bem como dos componentes que fazem parte desse sistema conceitual particular (i.e., sua estrutura dá-se pela relação particular entre diversos componentes, incluindo teorias sociais, instituições, tecnologias, etc.).

⁴¹⁴ Para uma análise detalhada sobre os pontos de consenso e dissenso entre as ideias de Hayek e Friedman sobre liberdade e Estado, ver: FILIP, Birsén, *Friedman and Hayek’s Converging Ideas on Freedom and the State*, in: LEESON, Robert (Org.), **Hayek: A Collaborative Biography: Part XV: The Chicago School of Economics, Hayek’s ‘luck’ and the 1974 Nobel Prize for Economic Science**, Cham: Springer International Publishing, 2018, p. 327–372.

mais eficiente de organização social porque permitira uma tomada de decisão descentralizada, evitando assim problemas de assimetria de informação⁴¹⁵.

A tradição neoliberal tem seus inícios diretamente relacionados à fundação da Sociedade *Mont Pelerin*, em 1947, por um grupo de economistas, historiadores e filósofos que, em alguma medida, compartilhavam as seguintes preocupações⁴¹⁶: (i) a priorização de direitos de propriedade privada fortes; (ii) o apoio ao livre funcionamento dos mercados; (iii) a importância de respeito às determinações contratuais, bem como à liberdade de escolha; e (iv) a defesa de que o papel do Estado deve ser a utilização de seu monopólio sobre o uso da força para a proteção dessas liberdades. Entre seus membros, estiveram nomes como Karl Popper, Friedrich von Hayek e Milton Friedman.

Embora tivesse permanecido, em grande medida, à margem da política tradicional, durante a década de 1970 essa nova tradição começaria a ocupar maiores espaços sobretudo no jogo democrático estadunidense e britânico. Em 1974, seus esforços para a construção de uma base de apoio e legitimação para um novo projeto de poder seriam recompensados academicamente, com a “teoria” neoliberal⁴¹⁷ ganhando respeitabilidade com a premiação de Hayek com o “Nobel de Economia”⁴¹⁸, seguido por outro em 1976, dessa vez destinado a Friedman⁴¹⁹. Ao contrário do que tal denominação poderia sugerir, essa premiação não faz parte daquelas estabelecidas por Alfred Nobel em 1895, destinadas aos campos da física, química, fisiologia/medicina, literatura e paz; seu nome técnico não é “prêmio Nobel”, mas sim “Prêmio do Banco da Suécia para as Ciências Econômicas em Memória de Alfred Nobel”⁴²⁰.

⁴¹⁵ HAYEK, F. A., *The Use of Knowledge in Society*, *The American Economic Review*, v. 35, n. 4, p. 519–530, 1945.

⁴¹⁶ HARVEY, 2007, p. 64–66.

⁴¹⁷ É fundamental frisar que, ao indicar o “projeto neoliberal”, não se está presumindo equivalência entre tais desenvolvimentos históricos tendenciais e as construções “teóricas” que supostamente embasam tais movimentos, da mesma forma que não seria adequado julgar o socialismo soviético por uma “teoria” comunista. Ademais, é fundamental destacar que a “teoria” neoliberal estritamente econômica — o que poderia ser chamado da Escola Austríaca — não se confunde com o que, ao longo do texto, denominou-se economia *mainstream* ou economia “neoclássica”. O subjetivismo de Hayek, embora também padeça de uma série de problemas, é explicitamente contrário às posições neoclássicas, consideradas por ele como limitadas pelo positivismo; apesar da crítica, entretanto, Hayek padece de alguns dos mesmos problemas, ainda que sua sustentação tenha garantido a transposição lateral desses problemas para uma análise subjetivista (i.e., apesar de identificar a necessidade de constituição de uma ciência social distinta das ciências naturais, sua formulação ontológica é limitada pela sua subsunção da realidade social à concepções humanas e suas possíveis conexões). Uma análise pormenorizada dos problemas (meta)teóricos em Hayek pode ser encontrada em: LAWSON, 1997, p. 131–148.

⁴¹⁸ VANE, Howard R.; MULHEARN, Chris, *The Nobel Memorial laureates in economics: an introduction to their careers and main published works*, Cheltenham: Elgar, 2005, p. 69–72.

⁴¹⁹ *Ibid.*, p. 81–88.

⁴²⁰ O trabalho de Offer e Söderberg sobre a construção do “Nobel de Economia” é particularmente ilustrativo de como a relação social produtiva atravessa diversas outras relações e posições sociais, constituindo-se como

Com a detonação da crise de estagflação durante a década de 1970, comumente atribuída aos gastos já vistos do presidente Lyndon Johnson tanto na Guerra do Vietnã, quanto nos programas da Grande Sociedade, um novo desafio foi posto aos economistas e agentes políticos da época. Com a subida de Richard Nixon ao poder, os Estados Unidos tomariam um importante passo para a instauração de uma nova ordem econômica mundial: o sistema de Bretton Woods, implementado como uma forma de limitar o caos econômico no período entreguerras, cairia em 1971, com um fluxo intenso de dólares saindo dos Estados Unidos em direção à Europa, o país encontrava dificuldades em manter o controle de sua economia⁴²¹. Como resultado, o ouro deixou de funcionar como lastro cambial internacional, e um novo sistema de taxas de câmbio variáveis foi instaurado.

Para aumentar ainda mais a dimensão dos problemas vividos no país, outra crise se aproximava logo à frente. Em resposta ao apoio cedido pelos Estados Unidos e outras nações a Israel durante a Guerra do *Yom Kippur*, a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) determinou um embargo de petróleo que levou a aumentos significativos nos preços pagos pelo país por esse material fundamental para seu funcionamento⁴²². Após ver o preço da gasolina quase quadruplicando entre 1973 e 1974, a recessão causada pela crise teria seus efeitos mais imediatos controlados em 1975, logrando a manutenção da inflação entre 6% e 7% ao ano⁴²³.

Em 1979, entretanto, uma nova figura assumiria o mastro na condução das políticas monetárias estadunidenses. Paul Volcker, então presidente do FED, propôs uma mudança radical na política monetária do país, aumentando progressivamente a taxa de juros oficial

(mais) uma forma de contra-ataque de uma coletividade social marcada pelo controle e/ou propriedade dos meios de produção: “O Prêmio Nobel de Economia surgiu do conflito entre a social-democracia e as elites empresariais na Suécia, uma instância local de conflito de classes no Ocidente de forma mais ampla. A Suécia, que havia sido neutra na Primeira Guerra Mundial e com uma rica dotação de habilidades e recursos naturais, fez uma transição fácil para a social-democracia entre as guerras. Na maior parte da Europa, o desafio das obrigações de dívida culminou em crises domésticas e internacionais. Depois de 1945, o Partido Social Democrata no poder na Suécia priorizou a habitação e o pleno emprego, uma política que foi resistida pelo banco central em razão da estabilidade de preços. O governo sufocou o banco, que procurou maneiras de se reafirmar. O Prêmio Nobel de economia foi concedido em 1968 pelo banco central no auge do sucesso social-democrata”. (Tradução nossa). Cf. OFFER, Avner; SÖDERBERG, Gabriel, **The Nobel factor: the prize in economics, social democracy, and the market turn**, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2016, p. 13.

⁴²¹ DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique, **Capital resurgent: roots of the neoliberal revolution**, Cambridge: Harvard University Press, 2004, p. 156–167.

⁴²² Em consequência, uma grande quantidade de poder financeiro foi alocada nas mãos das nações produtoras de petróleo, como Arábia Saudita, Kuwait e os Emirados Árabes. Citando documentos da inteligência militar britânica, David Harvey indica que, naquela época, os Estados Unidos se preparavam ativamente para invadir esses países, a fim de restabelecer o fluxo de petróleo e derrubar os preços; para evitar tal conflito, os sauditas concordaram em reciclar todos os seus petrodólares através dos bancos de investimento de Nova York, que lhes deram uma grande soma de dinheiro para investir. Cf. HARVEY, 2007, p. 27.

⁴²³ CORBETT, Michael, *Oil Shock of 1973–74*.

como forma de combater a inflação⁴²⁴. Apesar da profunda recessão deflagrada ali, suas ações conseguiriam, finalmente, controlar o crescimento da inflação em 1981⁴²⁵. Já sob os auspícios do governo de Ronald Reagan nessa época, o choque Volcker, como ficou conhecido, é considerado como tendo sido um marco fundamental para a ascensão de um projeto de sociedade mais alinhado à visão neoliberal⁴²⁶.

Essa não seria, entretanto, o único âmbito de contra-ataque das elites econômicas estadunidenses. Com sua ascensão à posição de presidente dos Estados Unidos, Reagan implementou uma série de mudanças que alteraram drasticamente a economia do país, com especial ênfase em três processos internos: (i) um ataque ao sindicalismo⁴²⁷; (ii) a concessão de incentivos fiscais aos ricos⁴²⁸; e, de forma mais imediatamente significativa para a presente análise; (iii) a aposta na “desregulamentação” como mecanismo de incentivo à produtividade⁴²⁹. Apesar da importância relacional dos três processos, as implicações mais acirradas em relação ao funcionamento dos mercados hipotecários seriam dadas pelos últimos dois, enquanto o primeiro teria suas consequências especialmente na crescente dependência da classe trabalhadora em instrumentos de dívida para financiar suas necessidades.

Todas essas eram medidas diretamente relacionadas a uma concepção de mundo que, como visto, pautava-se na lógica de não intervenção, apostando no mecanismo do mercado como o mais adequado para dar conta das complexidades da vida social. Apesar dessa

⁴²⁴ HARVEY, 2007, p. 23.

⁴²⁵ A movimentação das políticas monetaristas de Volcker abriu um “período de macro estabilidade relativa e inflação limitada, depois de 1983, típica do neoliberalismo até a recessão de 2001, interrompida por uma única recessão em 1991”. Cf. DUMÉNIL; LÉVY, 2011, p. 62.

⁴²⁶ “O neoliberalismo é um fenômeno multifacetado, resultado de todo um conjunto de determinantes históricos convergentes, e é difícil determinar com precisão seus primórdios. [...] Simplificando até certo ponto, pode-se afirmar, no entanto, que o neoliberalismo foi estabelecido pela primeira vez nos Estados Unidos e no Reino Unido no final da década de 1970, uma década de crise, alguns anos depois na Europa continental e depois em todo o mundo. O ano de 1979, quando o Federal Reserve decidiu elevar as taxas de juros a qualquer nível supostamente necessário para conter a inflação, foi emblemático da entrada nesse novo período”. (tradução nossa) Cf. Ibid., p. 7–8.

⁴²⁷ Publicado no mês de depósito do presente trabalho, “*The Capital Order*”, de Clara Mattei, indica a “austeridade” como o mecanismo de controle fundamental das relações de classe — um mecanismo, de acordo com ela, desenvolvido em resposta aos conflitos e instabilidade da Primeira Guerra Mundial. Nos termos propostos, esse parece um caminho potencialmente profícuo para uma complexificação adicional do presente trabalho, ainda que uma avaliação pormenorizada seja necessária para a verificação da medida de adequação de tais desenvolvimentos com o esquema conceitual geral aqui utilizado. Cf. MATTEI, Clara E., **The capital order: how economists invented austerity and paved the way to fascism**, Chicago: University of Chicago Press, 2022.

⁴²⁸ Tais incentivos normalmente assumem a forma de uma defesa da ideia de “*trickle-down economics*”, ou seja, a ideia de que políticas fiscais imediatamente destinadas aos ricos produzirão impactos positivos também para os pobres, com tais benefícios “escoando” da prosperidade dos mais ricos até chegarem nos mais pobres (i.e., menores impostos, mais contratações, mais salários, melhor para todos). HARVEY, 2007, p. 64–65.

⁴²⁹ PANITCH, Leo; KONINGS, Martijn, Myths of Neoliberal Deregulation, **New Left Review**, v. 24, p. 17, 2009.

formulação retórica, o funcionamento concreto dos mercados financeiros apontou como veremos, para outra posição; uma posição que, longe de não se valer de instrumentos regulatórios, ela o fez de maneira privilegiada e seletiva, contrariando a base do pensamento neoliberal⁴³⁰.

De acordo com essa proposição “teórica”, a justificativa para uma regulamentação limitada das atividades empresariais em geral — e financeiras, em específico — estaria fundada na crença de que, em razão da assimetria de informações, indivíduos saberiam mais sobre seus próprios contextos do que uma autoridade central⁴³¹; o mercado, se deixado livre, funcionaria como meio de seleção dos empreendimentos socialmente desejáveis e daqueles indesejáveis. Maior conhecimento significava maior liberdade, bem como maior responsabilidade tanto sobre seus ganhos, quanto sobre suas perdas — e aqui encontramos o ponto nevrálgico do problema.

Se levarmos a sério a “teoria neoliberal”, a justificativa para a remuneração exorbitante dos mercados financeiros deveria ser reconsiderada porque, apesar do discurso de que o mercado funcionaria como mecanismo de mediação de relações, na prática, o Estado frequentemente é cooptado a intervir para socorrer instituições financeiras⁴³². Para além da retórica normativa, investidores frequentemente não são responsabilizados por seus erros, em uma subversão da própria fundamentação apresentada para justificar a remuneração de investimentos financeiros (i.e., mais risco, mais recompensa)⁴³³. O que existe, na prática, é uma privatização de ganhos, seguida de uma socialização dos custos, em momentos de crise; e a consequência prática disso é, como já mencionado, reforçar a consolidação de poder em um lado da relação capital-trabalho, funcionando como um mecanismo concreto para a proteção dos ricos ao custo dos pobres⁴³⁴.

⁴³⁰ *Ibid.*

⁴³¹ HAYEK, 1945.

⁴³² Nada melhor do que a transcrição de uma das conclusões da própria comissão de investigação do Senado: “Uma série de ações, omissões e julgamentos equivocados deixaram o país com alternativas duras e dolorosas – arriscar o colapso total do nosso sistema financeiro ou gastar trilhões de dólares dos contribuintes para estabilizar o sistema e evitar danos catastróficos à economia. No processo, o governo resgatou várias instituições financeiras consideradas ‘grandes demais para falir’ – tão grandes e interconectadas com outras instituições financeiras ou tão importantes em um ou mais mercados financeiros que sua falência causaria perdas e falhas se espalhariam para outras instituições financeiras. instituições. O governo também prestou assistência financeira substancial a empresas não financeiras. Como resultado dos resgates e consolidação de instituições financeiras por meio de falhas e fusões durante a crise, o setor financeiro dos EUA está agora mais concentrado do que nunca nas mãos de algumas instituições muito grandes e sistemicamente significativas”. (Tradução nossa). Cf. ANGELIDES *et al*, 2011, p. 386.

⁴³³ Os capítulos 10 à 13 de Berk e Demarzo tratam das formas de quantificação da relação entre risco e retorno, que serve com fundamento para a legitimação da remuneração financeira. Cf. BERK; DEMARZO, 2016, p. 349–517.

⁴³⁴ HARVEY, 2007, p. 19.

Para que tais resgates sejam possíveis, instituições financeiras dependem da existência de provisões legais adequadas para essa finalidade; dependem, portanto, de regulamentações específicas⁴³⁵. É por essa razão que a denominação “desregulamentação” pode funcionar mais como mistificadora do que esclarecedora: porque não se trata de um movimento exclusivamente no sentido de acabar com quaisquer formas de regulamentação, apenas aquelas que limitem as possibilidades de expansão de suas atividades especulativas⁴³⁶.

O que percebemos, a partir desse relato, é como a ideia de “desregulamentação” seria mais bem descrita como uma falha na implementação ampla de políticas regulatórias; uma falha direcionada, que mantém seus “privilégios” existentes, ao mesmo tempo em que ativamente trabalhada para a construção de novas “oportunidades”. E, por debaixo de tudo isso, a ideia fundamental era sempre a mesma: somos indivíduos racionais, capazes não apenas de tomar decisões, mas de fazê-lo de forma abstratamente ilimitada⁴³⁷. A desnecessidade de regulação estava diretamente ligada à ideia de que “eles sabiam mais”; mas o que não sabiam, aparentemente, era tão importante quanto o que sabiam.

Mecanismos sociais — sobretudo aqueles que assumem parte de sua forma por meio da tecnologia do direito — não são criados do nada; e, se espero que algo tenha ficado claro até o momento, é como as histórias de suas criações são complexas demais para serem ignoradas. Essas não eram restrições impostas pelo simples prazer do legislador de frustrar os ímpetus empreendedores dos participantes do mercado; ao contrário, elas resultam de uma série de conflitos, disputas e problemas, representando as “soluções” então encontradas para superar esses problemas e as consequências que eles trouxeram.

⁴³⁵ PANITCH; KONINGS, 2009.

⁴³⁶ *Ibid.*

⁴³⁷ A concepção de escolha de Hayek, talvez o mais influente de todos os “teóricos” do neoliberalismo (considerando todos os problemas já destacados sobre a polissemia do termo), é dramaticamente limitada por sua ideia de “liberdade”: para ele, qualquer forma de ingerência de uma autoridade externa na esfera privada seria um indicativo de falta de liberdade, já que, supostamente, o impediria de usar sua inteligência, consciência e conhecimento. O que está por detrás dessa interpretação, em minha concepção, é uma concepção atomística de mundo que, ao focar-se exclusivamente no indivíduo, nega a condição relacional da vida social. Nesses termos, a ideia de liberdade de Hayek é contaminada por um tremendo idealismo, visto que, ao considerar qualquer interferência externa como uma limitação da liberdade — uma ideia absolutamente correta, nesses termos —, ele presume que qualquer intervenção externa seria uma limitação indesejada dessa liberdade. Sistemas sociais, como indicado ao longo do trabalho, funcionam para permitir e/ou limitar poderes de indivíduos; nesse sentido, qualquer relação com tais sistemas necessariamente implicará na habilitação de determinados poderes, enquanto outros serão limitados; não há sentido em considerar isso como uma intervenção ilegítima pelo simples fato de que o argumento utilizado como justificativa indica uma característica da realidade, nada mais. É evidente que a interferência serve como limitação da liberdade; o problema está na defesa de uma liberdade que não se submete a limites, como se o indivíduo estivesse isolado do seu contexto social.

Consideremos, portanto, como a regulação seletiva dessas instituições funcionou para dismantlar diversos dos controles e contrapesos construídos para potencialmente limitar os danos das atividades especulativas do mercado financeiro, atentando para três processos distintos, mas umbilicalmente ligados: (i) a constituição de um sistema bancário paralelo; (ii) a ascensão das hipotecas *subprime*; e (iii) a criação de um mercado desregulado de derivativos.

5.4 Um sistema bancário paralelo

Quando analisamos em retrospecto eventos complexos, constituídos de múltiplos marcadores temporais, utilizamos frequentemente momentos simbólicos para identificar esses eventos complexos a partir de marco específico: a Revolução Francesa é marcada pela Queda da Bastilha; a Grande Depressão tem início com a quebra da Bolsa de Valores de Nova York em 1929; e a crise financeira de 2008 tem sua detonação com a decretação de falência do Lehman Brothers, em 15 de setembro de 2008. Embora a história seja seguramente mais complexa do que essas representações, não significa que nossa escolha desses momentos seja completamente arbitrária e/ou sem sentido. Em uma analogia com o sentido médico da categoria “crise”, a quebra do Lehman representou justamente o ponto de virada definitiva na tendência de funcionamento do mercado financeiro estadunidense. Mas o que levou à insolvência dessa instituição financeira secular é algo central para compreendermos a etiologia da crise de 2008.

Tradicionalmente, a principal função de um banco é receber depósitos e emprestar dinheiro. Para que um banco consiga exercer essa tarefa, ele se utiliza do dinheiro que lhe foi confiado, emprestando-o a outras pessoas e recebendo, em troca desse empréstimo, uma taxa de remuneração denominada “juro”; a partir do *spread* entre os juros cobrados dos mutuários — daqueles que tomaram o dinheiro emprestado do banco — e os juros remunerados aos depositantes, o banco financia suas operações⁴³⁸.

⁴³⁸ “Emprestar e tomar dinheiro emprestado converte-se num negócio específico desses negociantes, que atuam como intermediários entre o verdadeiro prestamista e o prestatário de capital monetário. Desse ponto de vista, o negócio bancário consiste, em termos gerais, em concentrar nas próprias mãos, em grandes massas, o capital monetário emprestável, de modo que, em vez do prestamista individual, é o banqueiro que aparece como representante de todos os prestamistas de dinheiro diante do capitalista industrial e comercial. Eles se convertem nos administradores gerais do capital monetário. Por outro lado, concentram os prestatários diante de todos os prestamistas, uma vez que tomam dinheiro emprestado para todo o mundo do comércio. Um banco representa, de um lado, a centralização do capital monetário, isto é, dos prestamistas; de outro, a centralização dos prestatários. Seu lucro consiste, em geral, em pegar emprestado a juros menores do que aqueles pelos quais ele empresta”. MARX, Karl. **O capital**: crítica da Economia Política. Livro III: o processo global da produção capitalista. São Paulo: Boitempo, 2017. p. 454.

Pela própria natureza dessa relação, um banco jamais terá em seus cofres o valor total do montante que lhe foi confiado; afinal de contas, sua remuneração depende da circulação do capital recebido em depósito pela instituição. A partir do momento em que um banco passa a abrigar em seus cofres uma quantia de capital menor do que aquela que lhe foi confiada, esse banco passa a estar financeiramente alavancado; ou seja, há uma relação negativa entre os ativos e os passivos de um banco. Alavancagem financeira é, portanto, um elemento fundamental para qualquer exercício de atividades bancárias.

Quando, por qualquer razão, algo que abala a confiança dos depositários em relação à solvência desse banco ocorre, um fenômeno extremamente perigoso tende a surgir, como visto: as chamadas “corridas ao banco” (i.e., destinadas a apenas uma instituição financeira)⁴³⁹; que podem levar à crise bancária, caso envolva uma movimentação sistemática para a retirada em uma série de bancos⁴⁴⁰. Diante do prospecto de perda de suas economias, clientes do banco frequentemente correm para tentar sacar seus depósitos o mais rápido possível: a chamada Já que uma parte dos valores sempre estará empenhada na forma de empréstimos, os bancos não conseguem garantir a realização dos títulos de depósito em dinheiro e, conseqüentemente, quebram. O que aconteceu com o Lehman Brothers foi, em essência, o mesmo problema: uma crise de liquidez impediu que aquela instituição honrasse seus compromissos financeiros ao final de um dia de operação⁴⁴¹.

Quando pensamos em instituições financeiras, tendemos a equacionar essa multidão de possíveis arranjos organizacionais com a figura genérica do “banco”. Precisa de um empréstimo para comprar um carro? Vamos ao banco. Precisa mandar fazer uma operação de câmbio de moeda? O banco faz. Quer abrir uma conta corrente para depositar seu dinheiro? Esse é o papel do banco. A constituição dos megabancos comerciais, resultado de um longo processo de consolidação corporativa durante o último século, apagou um pouco as barreiras entre as diferentes instituições financeiras possíveis, bem como suas funções específicas⁴⁴².

⁴³⁹ ZANALDA, 2015.

⁴⁴⁰ *Ibid.*

⁴⁴¹ “O Lehman, como outros grandes negociantes de derivativos de balcão, experimentou corridas [de banco] em suas operações de derivativos que desempenharam um papel em seu fracasso. Suas posições maciças de derivativos complicaram muito sua falência, e o impacto de sua falência por meio de interconexões com contrapartes de derivativos e outras instituições financeiras contribuiu significativamente para a gravidade e profundidade da crise financeira. O fracasso do Lehman resultou em parte de problemas significativos em sua governança corporativa, incluindo gerenciamento de risco, exacerbados pela remuneração de seus executivos e operadores baseada predominantemente em lucros de curto prazo”. (Tradução nossa). Cf. ANGELIDES *et al.*, 2011, p. 343.

⁴⁴² A tendência à consolidação bancária foi realizada por meio de um processo histórico complexo e detalhado; sua descrição em termos de eventos — limitada, portanto, em termos explicativos — pode ser encontrada em:

O que tornava o Lehman Brothers especial, entretanto, é que ele não era um banco comercial, focado em tomar depósitos e emprestar a juros; esse era um banco de investimentos, uma instituição focada na construção de soluções financeiras para atender aos diversos interesses de investidores e empresas operando no mercado de capitais. Dentre as diversas funções executáveis primariamente por essa modalidade de banco, estão a negociação de títulos capitais, a operacionalização de fusões e aquisições corporativas, a criação de instrumentos financeiros *prêt-à-porter* para finalidades específicas, e a emissão dos mais diversos títulos mobiliários⁴⁴³. Em essência, bancos de investimento funcionam como o intermediário entre quem detém, de fato, o capital no mundo, e quem dele necessita para financiar suas operações.

Nos anos que levaram até a crise, bancos de investimentos contaram agressivamente com uma modalidade específica de empréstimo de curto prazo: os chamados acordos de recompra⁴⁴⁴. Também conhecidos como empréstimos *repo*, tais operações funcionam mediante a venda de um ativo à outra parte, condicionada à recompra desse ativo em uma data posterior, por um preço mais alto. Tecnicamente, portanto, esses “empréstimos” não são, de fato, empréstimos, mas sim vendas com a promessa de recompra; na prática, entretanto, funcionam como empréstimos⁴⁴⁵. Além das duas partes em oposição nessa relação (i.e., outra possível configuração entre mutuário e credor), há um terceiro agente que atua como custodiante da dívida, mantendo a garantia até a conclusão da transação.

Em condições normais de temperatura e pressão, a natureza de curtíssimo-prazo (e.g., 24, 48 horas) desse tipo de operação já seria merecedora de especial atenção por parte de seus operadores; mas, como o quarto maior banco de investimentos do mundo, o Lehman Brothers poderia ser tudo, menos uma empresa que funcionava de acordo com as “condições normais”. Seguindo seu modelo de negócios extremamente alavancado, o banco precisava levantar uma quantidade assombrosa de capital todos os dias, apenas para manter seu

MARKHAM, Jerry W., **A Financial History of the United States: From the Age of Derivatives into the New Millennium (1970-2001)**, [s.l.]: M.E. Sharpe, 2002, p. 81–152.

⁴⁴³ O dicionário de finanças da Palgrave esclarece a distinção, com especial foco à particularidade legal dos Estados Unidos, definindo bancos de investimento como “banco[s] que atendem seus clientes por meio de finanças corporativas, gestão de risco, e aconselhamento de gestão de investimentos, e que opera ativamente na subscrição e negociação de títulos mobiliários. Diferente de um banco comercial, um banco de investimentos normalmente não aceita depósitos ou oferece empréstimos como sua principal linha de negócios [...]”. (Tradução nossa). Cf. BANKS, Erik, **The Palgrave Macmillan Dictionary of Finance, Investment and Banking**, London: Palgrave Macmillan UK, 2010, p. 282.

⁴⁴⁴ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 31.

⁴⁴⁵ GARBADE, Kenneth D., The Evolution of Repo Contracting Conventions in the 1980s, **FRBNY Economic Policy Review**, p. 27–42, 2006.

funcionamento básico⁴⁴⁶. Ademais, para conseguir aumentar ainda mais sua alavancagem, o banco sistematicamente valeu-se de uma classificação contábil específica (i.e., *Repo 105*) que permitia classificar os ativos entregues em garantia nesses acordos não como empréstimos, mas como “vendas”⁴⁴⁷. O resultado? A eliminação de cerca de 50 bilhões de dólares em passivos contábeis, durante um período de dois anos, mascarando significativamente a proporção de alavancagem da instituição⁴⁴⁸.

Quando investidores passaram a questionar as avaliações de ativos ligados ao mercado hipotecário, que vinha sofrendo com inadimplências desde 2005, muitos imaginaram que o Lehman poderia ser a próxima instituição a sofrer com a crise. Rumores funcionaram para deixar as contrapartes do banco cada vez mais inseguras acerca de sua liquidez, exigindo maiores *haircuts* (i.e., diferença entre o valor de venda e recompra do ativo) e/ou garantias específicas para a manutenção das diversas linhas de crédito⁴⁴⁹.

Depois de sofrerem por meses com a queda do preço de suas ações, agravadas severamente com o debacle do Bear Sterns, diversas foram as tentativas da administração do banco de reverter o desastre que se aproximava. Em 10 de setembro, após anunciarem a perda de 3,9 bilhões de dólares para o trimestre, incluindo uma reavaliação negativa de seu patrimônio de 5,6 bilhões de dólares, a confiança naquela instituição secular acabaria⁴⁵⁰. Entre 10 e 12 de setembro, cerca de 20 bilhões de dólares em linhas de financiamento *repo* foram cortadas; somados às perdas, taxas de derivativos e novos prêmios, o banco finalmente acabaria com sua liquidez⁴⁵¹. O banco entraria com um pedido de falência no dia 15 de setembro de 2008.

O que causou a quebra do Lehman foi sua incapacidade de honrar com seus compromissos financeiros⁴⁵², já que seus credores (i.e., outras instituições financeiras operando no sistema bancário paralelo) passaram a duvidar da capacidade de solvência do banco. Mesmo possuindo um patrimônio avaliado em 28 bilhões de dólares em seu balanço

⁴⁴⁶ No final de 2007, meses antes de decretação de sua falência, o Lehman Brothers contava com uma razão de alavancagem financeira de 40:1; ou seja, suas operações financeiras envolviam somas equivalentes à quarenta vezes a quantidade de capital que dispunham. Cf. ANGELIDES *et al*, 2011, p. 65.

⁴⁴⁷ Impossível não notar as similaridades entre os problemas e soluções encontrados tanto pela administração Johnson, quanto pelo Lehman Brothers; não se sustenta nenhuma vinculação causal entre os dois fenômenos, mas seu compartilhamento de um problema de natureza contábil — limitações à sua alavancagem — foram resolvidos por meio de sua adaptação formal às regras contábeis aplicáveis.

⁴⁴⁸ WIGGINS, Rosalind Z.; METRICK, Andrew, The Lehman Brothers Bankruptcy C: Managing the Balance Sheet Through the Use of Repo 105, *SSRN Electronic Journal*, 2014.

⁴⁴⁹ WIGGINS, Rosalind Z.; PIONTEK, Thomas; METRICK, Andrew, The Lehman Brothers Bankruptcy A: Overview, *SSRN Electronic Journal*, 2014, p. 9.

⁴⁵⁰ WIGGINS; PIONTEK; METRICK, 2014.

⁴⁵¹ *Ibid.*, p. 10–11.

⁴⁵² WIGGINS; PIONTEK; METRICK, 2014.

financeiro (i.e., 639 bilhões em ativos e 613 bilhões em passivos), a insegurança em relação ao “valor” de seus títulos mobiliários fez com que seus parceiros comerciais, de quem necessitava para financiar suas atividades diárias, recusassem novas fontes de crédito⁴⁵³. Com “apenas” 1 bilhão de dólares em dinheiro no que seria sua última sexta-feira, o quarto maior banco de investimentos nos Estados Unidos não conseguiria arcar com seus compromissos financeiros, resultando na demissão de mais de 25 mil empregados⁴⁵⁴.

Crises de liquidez, como se pode notar, podem ser gravíssimas, transformando o que seria uma “corrida ao banco” em uma crise bancária — ou, nesse caso, financeira e econômica também. Uma das formas essenciais para evitar-se essa sorte de insolvência se dá pela ação de instituições denominadas como bancos centrais, entidades estatais responsáveis por assumir a função de “credores de última instância”: em ocasiões nas quais houvesse uma ausência aguda de liquidez no mercado, impossibilitando que uma ou mais instituições financeiras cumprissem com as suas obrigações pecuniárias, o banco central atuaria como o “banco dos bancos”, emprestando o dinheiro necessário para garantir a liquidez do mercado no curto prazo. Com essa intervenção, as instituições financeiras teriam sua solvência garantida temporariamente, evitando assim uma expansão da crise para outras instituições financeiras e, portanto, que o contágio se transformasse no detonador de uma crise financeira completa.

Nos Estados Unidos, a função de credor de última instância é executada pelo *Federal Reserve System* (FED), criado em 1913. Diferentemente de suas contrapartes estrangeiras, como o Banco Central do Brasil, o FED não é centralizado; ao contrário, é composto por 12 “bancos centrais” regionais, cada qual responsável pela regulação dos bancos comerciais privados de sua região⁴⁵⁵. Sua origem está diretamente ligada ao pânico financeiro de 1907, mencionado na Introdução desse trabalho, no qual a Bolsa de Valores de Nova York caiu quase 50% em valor ao longo de um período de três semanas; com a desvalorização repentina, uma série de corridas aos bancos ocorreu e uma crise de liquidez reinou⁴⁵⁶.

Mesmo após a constituição do FED como último garantidor da liquidez dos bancos, o fenômeno das corridas ainda continuou forte ao longo das décadas de 1910 e 1920, tornando-se ainda mais grave após o crash da Bolsa de Valores de Nova York em 1929 e o

⁴⁵³ WIGGINS; METRICK, 2014.

⁴⁵⁴ WIGGINS; PIONTEK; METRICK, 2014, p. 2.

⁴⁵⁵ **Born of a Panic: Forming the Fed System | Federal Reserve Bank of Minneapolis**, disponível em: <<https://www.minneapolisfed.org:443/article/1988/born-of-a-panic-forming-the-fed-system>>. acesso em: 4 nov. 2022.

⁴⁵⁶ CHERNOW, Ron, **The house of Morgan: an American banking dynasty and the rise of modern finance**, New York: Grove Press, 2010, p. 121–138.

início da Grande Depressão estadunidense⁴⁵⁷. Após tomar posse em 1933, o presidente Franklin Delano Roosevelt se viu confrontado com o significativo desafio de restaurar a economia estadunidense aos níveis da década anterior; tal movimento implicava, necessariamente, em uma série de reformas estruturais para evitar tanto os excessos que haviam possibilitado a sequência de instabilidades no mercado financeiro que antecederam seu mandato, quanto a ocorrência de pânico capazes de descapitalizar instituições financeiras que eram essencialmente sólidas.

Em resposta a esses acontecimentos, o Congresso Americano promulgou uma série de importantes legislações regulamentando a atividade das instituições financeiras, dentre as quais merece especial destaque o *Banking Act* de 1933, mais conhecido como *Glass-Steagall Act*⁴⁵⁸. Especificamente em relação às crises de liquidez causadas pelas retiradas em massa pelo público, foi estabelecida uma nova instituição estatal — a *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) — responsável por garantir a liquidez dos depósitos bancários de quaisquer pessoas até o limite de 2500 dólares, ou cerca de 50 mil dólares em valores atuais, ajustando para a inflação⁴⁵⁹. A ideia por detrás dessa instituição era tranquilizar depositantes, assegurando que, até o limite estabelecido, o próprio governo estadunidense garantia a liquidez de seus depósitos; uma garantia de natureza semelhante, aliás, àquela que seria instaurada com as outras inovações de Roosevelt, como as garantias da FHA e da VA.

Com o funcionamento do FED como credor de última instância e da FDIC como avalista da maioria dos depósitos bancários, o sistema financeiro dos Estados Unidos da América estaria, em grande medida, protegido do efeito de manada causado por possíveis pânico acerca da solvência desta ou daquela instituição financeira; um mecanismo havia sido desenvolvido para evitar que bancos quebrassem pela simples falta temporária de liquidez para honrar suas obrigações.

O que a criação da FDIC fez, essencialmente, foi vincular as atividades bancárias a uma garantia pelo dinheiro público — o que, especialmente em meio ao ambiente hostil aos bancos pelos excessos cometidos no anteceder da quebra de 1929, trazia consigo uma série de condições. Além de estabelecer novos requisitos para a negociação de ativos arriscados, a legislação promulgada como parte do *New Deal* também causou uma modificação

⁴⁵⁷ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 29.

⁴⁵⁸ Um balanço sobre os efeitos do *Glass-Steagall Act* pode ser encontrado em: NEAL, Larry; WHITE, Eugene N., The Glass-Steagall Act in historical perspective, **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 52, n. 2, p. 104–113, 2012.

⁴⁵⁹ ANGELIDES, Phil *et al*, **The financial crisis inquiry report**, Washington, DC: The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 29.

fundamental na forma de operação dos grandes bancos até então, forçando a separação entre os chamados bancos comerciais e os bancos de investimento⁴⁶⁰; uma forma de tentar coibir os problemas de conflito de interesses decorrentes da vinculação dessas duas atividades potencialmente antagônicas, como havia ocorrido no caminho para a Quebra da Bolsa de 1929. Enquanto bancos comerciais serviriam, a partir de então, para atender às funções tradicionais das instituições bancárias, como tomar depósitos da população e ceder empréstimos a partir desses depósitos, a nova modalidade dos bancos de investimento seria responsável pela emissão e pela negociação de títulos mobiliários, consideradas operações especulativas de maior risco⁴⁶¹. Bancos comerciais, na condição de que não estivessem envolvidos em operações especulativas desse tipo, teriam seus depósitos segurados pela FDIC e seriam regulados pelo FED; bancos de investimento, por sua vez, seriam regulados pela recém-criada *Securities and Exchange Commission* (SEC), sem a garantia do Estado sobre suas atividades⁴⁶².

Além da FDIC, outra das importantes intervenções realizadas pelo Congresso Americano dizia respeito à regulamentação dos limites de juros pagáveis à depositários por bancos comerciais nos Estados Unidos — uma mudança legislativa que ficaria conhecida como *Regulation Q*. Entendendo que a competição desenfreada por depositários havia sido uma das determinações daquela crise, o FED passaria a estabelecer um limite sobre tal remuneração, de forma a impedir o desenvolvimento de uma nova bolha especulativa com o dinheiro alheio⁴⁶³. Era uma ideia relativamente simples, que apostava em um mecanismo de igual simplicidade: ao determinar um limite máximo de juros, o governo federal estadunidense conseguiria impedir uma disputa descontrolada para a captação de novos clientes, prevenindo assim que bancos se tornassem insolventes por prometerem remunerações a título de juros que seriam incapazes de honrar no futuro⁴⁶⁴. Apesar do seu aparente sucesso durante trinta anos seguintes, o mecanismo utilizado pela *Regulation Q* para dar conta do problema da competitividade entre bancos não duraria para sempre; ao contrário, sua manutenção traria efeitos dramáticos para a economia estadunidense,

⁴⁶⁰ Essas mudanças se deram tanto no âmbito legislativo, com a promulgação do *Securities Act* (1933) e do *Securities and Exchange Act* (1934), quanto dentro das próprias agências responsáveis pela supervisão das atividades bancárias.

⁴⁶¹ NEAL, Larry; WHITE, Eugene N., The Glass–Steagall Act in historical perspective, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 52, n. 2, p. 104–113, 2012.

⁴⁶² Para uma perspectiva crítica sobre o assunto, ver CALOMIRIS, Charles W., *U.S. bank deregulation in historical perspective*, 1. ed. New York: Cambridge University Press, 2006, p. 229–234.

⁴⁶³ Regulation Q, in: *Routledge Dictionary of Economics*, [s.l.: s.n.], 2002.

⁴⁶⁴ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 29.

funcionando como um propulsor para a constituição de um novo — e opaco — mercado financeiro.

Novamente, a estagflação apareceria como a grande vilã da década de 1970. Quando Volker assume o FED, ele se vale do arsenal de controle monetarista para aumentar as taxas de juros do país, na expectativa de segurar a inflação, vista como o “mal maior”⁴⁶⁵. Para além de todas as consequências deletérias dessa decisão, sua combinação com as limitações da *Regulation Q* garantiria uma situação especialmente difícil para o funcionamento das instituições financeiras depositárias: como tanto os bancos comerciais como os bancos de poupança⁴⁶⁶, deveriam cumprir com o limite remuneratório imposto pelo *Banking Act*, estariam impossibilitadas de aproveitar os juros mais altos implementados pelo FED. Com o conflito instaurado, o caminho estava pronto para uma reconfiguração drástica no sistema financeiro estadunidense.

A partir das limitações impostas pelo *crunch* de juros, tornou-se consideravelmente mais atrativo às instituições financeiras operar fora das restrições impostas pelas regulamentações federais; e, aproveitando essas novas oportunidades, novas corretoras, fundos e bancos de investimento foram surgindo, oferecendo condições de investimento muito mais atrativas do que aquelas possíveis nos bancos tradicionais⁴⁶⁷. Os fundos mútuos monetários — fundos que investiam o dinheiro depositado em títulos seguros e curta maturação, como títulos do Tesouro americano e papéis comerciais de grandes corporações — tornaram-se especialmente populares pela liquidez proporcionada, aliada aos maiores retornos⁴⁶⁸. Muito embora funcionassem de forma aparentemente similar às contas bancárias tradicionais, mediante a utilização de uma conta de “depósitos” que remuneraria a sua disponibilidade para a instituição financeira, uma de suas principais distinções estava na ausência da garantia do FDIC: a ausência da limitação remuneratória, embora permitisse maior margem de operação, supostamente não seria segurada pelo governo federal estadunidense.

⁴⁶⁵ A ideia de inflação como o “mal maior”, é claro, está também associada à uma perspectiva de classe específica, como já abordado nos pontos anteriores.

⁴⁶⁶ Dentro da classificação das instituições financeiras americanas, existem duas instituições que, em primeira vista, podem aparecer como equivalentes: os “*banks*” e as “*thrifts*” (outro nome das *Savings & Loan*, analisadas no capítulo 2). Muito embora aos olhos do consumidor final essas instituições funcionem de forma essencialmente igual, a diferença de sua constituição está em sua orientação: as *thrifts* (i.e., bancos de poupança) são obrigadas por lei a destinar pelo menos 65% de todos os seus investimentos para empréstimos a consumidores; os *banks* – bancos comerciais, daqui em diante – por sua vez, tendem a ter sua atividade focada a empresas e corporações, devido à maior rentabilidade e ao volume de transações oferecidas.

⁴⁶⁷ MARKHAM, 2002, p. 4.

⁴⁶⁸ *Ibid.*, p. 6–7.

Essa era, afinal de contas, a troca proposta pela ausência das constrações regulatórias ao exercício de escolha de seus agentes: maior risco, maior retorno. Se uma instituição não segurada (e.g., fundo mútuo, banco de investimentos) viesse a ter problemas de solvência, a expectativa era de que o governo federal não estaria envolvido no seu financiamento e/ou resgate. Essa prática, entretanto, demonstrou-se fundamentalmente contrária à expectativa, bem como a “teoria” neoliberal.

O que aconteceu, efetivamente, foi a constituição de um novo mercado, mais opaco, arriscado e, em grande medida, descolado de qualquer supervisão regulatória: o *shadow banking system*⁴⁶⁹. Ao contrário do sistema bancário tradicional, que obtinha seu financiamento por meio dos depósitos que recebia e sua remuneração pelo *spread* entre as taxas pagas e recebidas a título de juros, esse sistema bancário paralelo espalhava-se por outros setores da economia, criando novos instrumentos de financiamento — como os papéis comerciais e os acordos de recompra — que permitiam uma maior receita tanto em termos de taxas e comissões para a própria instituição, quanto em relação à remuneração dos investidores⁴⁷⁰. Em razão das limitações impostas pelo *Glass-Steagall*, bancos comerciais e de poupança estavam limitados em sua atuação no mercado de capitais, justamente pela natureza de risco exacerbado inerente ao seu funcionamento. Diante da remuneração consideravelmente maior nesses mercados, entretanto, seu funcionamento tornou-se cada vez menos “competitivo”, resultando em um êxodo na busca por maiores fontes de remuneração capital e, conseqüentemente, um enfraquecimento das instituições que compunham o cerne do sistema financeiro estadunidense⁴⁷¹.

O interessante, entretanto, é notar como agentes supostamente pertencentes à mesma posição social (i.e., detentores/controladores do capital) conseguem, em razão das outras posições sociais que ocupam, também apresentar conflitos entre si⁴⁷². A ideia de homogeneidade de classes não é equivocada apenas para descrever os 99%; a própria classe capitalista é composta por indivíduos absolutamente variados, que ocupam uma série de posições sociais distintas, mas que, é claro, permanecem parte de uma coletividade

⁴⁶⁹ Na tradução de *O enigma do capital*, de David Harvey, o tradutor João Alexandre Peschasnki opta pela utilização do termo “sistema de banco às escuras”; entendemos, entretanto, que a expressão “sistema bancário paralelo” aparece como alternativa mais qualificada a descrever o fenômeno do *shadow banking system*, razão pela qual insistiremos na utilização intercambiável entre as duas expressões (original e de nossa tradução) ao longo do trabalho. Cf. HARVEY, David, **O enigma do capital: e as crises do capitalismo**, 1. ed. São Paulo: Boitempo, 2011.

⁴⁷⁰ ANGELIDES, Phil *et al*, **The financial crisis inquiry report**, Washington, DC: The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 29–30.

⁴⁷¹ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 31.

⁴⁷² Cf. nota 392.

caracterizada como uma das posições sociais da relação capital-trabalho⁴⁷³. Enquanto os novos agentes financeiros expandiam-se fora do sistema regulatório, as instituições bancárias tradicionais (e.g., bancos comerciais, S&L) pressionaram de maneira significativa não apenas a administração federal, mas o próprio Congresso Americano, em busca de medidas que os tornassem novamente competitivos naquele mercado; novamente, o Estado iria intervir nas práticas econômicas e, a partir do *Depository Institutions Deregulation and Monetary Act* (1980), eliminaria as restrições estabelecidas pelo *Banking Act*⁴⁷⁴.

Depois da primeira grande vitória, entretanto, a pressão não seria reduzida. Em 1982, ainda sob pressão dos bancos comerciais e de poupança, o *Garn-St. Germain Act* ampliou o rol de investimento que esses bancos poderiam realizar, permitindo, dentre outras novidades, o estabelecimento de novas formas de hipoteca. A partir de 1987, o FED começa um processo de revisão das regulamentações existentes sobre a atividade bancária nos Estados Unidos, autorizando uma série de práticas que, até então, eram proibidas pelo *Glass-Steagal Act*, como operações no mercado de capitais por meio de subsidiárias não bancárias; simultaneamente, o *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC) — responsável pela regulação dos bancos comerciais incorporados no âmbito federal — permitiu uma série de operações até então restritas às outras instituições financeiras, como a negociação de derivativos⁴⁷⁵.

O resultado desse longo processo foi o paulatino fim das distinções entre as instituições depositárias (e.g., bancos comerciais e *thrifts*) dos outros agentes envolvidos no mercado financeiro, como bancos de investimento, corretoras de valores e fundos diversos⁴⁷⁶. Em meados de 1990, o volume de negociações operadas no sistema bancário paralelo já equivalia ao montante do sistema bancário tradicional, auxiliado pela ausência de restrições regulatórias em seu funcionamento⁴⁷⁷. Com a promulgação do *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act* (1994), as *holdings* bancárias tiveram

⁴⁷³ Muito embora a análise desses autores esteja fundamentada em um período histórico particular (i.e., neoliberalismo) como apresentando configurações mais complexas do que uma relação entre proprietários dos meios de produção e não-proprietários — uma ideia absolutamente defensável —, é importante destacar que tal ideia não pode ser interpretada a partir de uma visão empirista (no sentido da nota XX). Apesar da possibilidade abstrata de complexificação da interpretação da realidade social, parece fundamental frisar que, para além de diferenças no âmbito de indivíduos concretos, as posições sociais exploradoras (na relação social de produção) mantêm, de fato, algum nível de homogeneidade, identificável justamente a partir das obrigações, responsabilidades e direitos associados à essa posição. Tal posição é formulada com maior detalhe no capítulo 4 de: CREAVENT, 2012, p. 403.

⁴⁷⁴ DUMÉNIL; LÉVY, 2011, p. 132–134.

⁴⁷⁵ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 35.

⁴⁷⁶ DUMÉNIL; LÉVY, 2011, p. 132–134.

⁴⁷⁷ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 32.

finalmente a autorização para adquirir bancos em todos os estados do país, criando um movimento de consolidação corporativa no setor bancário que tornou os grandes bancos nacionais ainda maiores; com instituições cada vez maiores e a linha entre bancos comerciais e bancos de investimento cada vez mais tênue, o mercado financeiro se preparava para uma expansão, até então, inimaginável.

Em novembro de 1999, o Congresso Americano promulgou o *Gramm-Leach-Bliley Act*, a legislação que seria responsável por destruir as últimas barreiras impostas pelo *Glass-Steagall* de 1933. A crença, apoiada inclusive pelo próprio FED, era a de que a expansão das instituições financeiras para mercados até então desconhecidos — e muito mais complexos — impedia que atores estatais tivessem condições de analisar o risco das transações bancárias tão bem quanto as próprias instituições⁴⁷⁸; esse era, afinal de contas, o cerne da nova atividade bancária, compartilhada agora tanto pelos dois sistemas financeiros americanos: o que eles faziam — melhor do que ninguém, supostamente — era gestão de risco.

5.5 O eufemismo do “abaixo do excelente”: a ascensão da hipoteca *subprime*

Se, por um lado, a constituição de um sistema bancário paralelo esteve ligada à tentativa de evitar os custos regulatórios associados a atividades financeiras, essa não foi a única avenida de expansão e contra-ataque daqueles que ocupavam os principais postos de *Wall Street*; nem seriam essas as únicas coletividades a trabalharem na construção de um aparato regulatório favorável.

Consideremos, por exemplo, o processo de regulação das GSE após a ascensão da técnica de securitização. A separação entre originação e financiamento das hipotecas, consequência da securitização, como visto, modificou o próprio modelo de negócio das GSE: ao invés de manterem a propriedade das hipotecas, a nova forma de financiamento permitia a sua retirada do balanço interno de cada empresa, com a remuneração sendo gerada não mais a partir do *spread* entre o valor emprestado e o valor pago pelo empréstimo

⁴⁷⁸ Para as instituições que eram regulamentadas pelo FED, também foi criada uma estrutura regulatória híbrida denominada jocosamente de FED-Lite. O FED supervisionava as holdings financeiras como um todo, analisando apenas os riscos que cobriam e cortavam todas as subsidiárias de uma determinada holding. Para evitar um “trabalho regulatório duplo”, o FED passou a contar dentro dos maiores limites possíveis com as informações recebidas pelas agências de regulação das subsidiárias, sem a necessidade de conduzir novamente suas próprias pesquisas. Apesar da ideia oficial ter sido evitar o trabalho duplo, essa dispersão impedia qualquer agência regulatória de ter uma ideia do quadro geral de risco envolvendo o sistema financeiro — que viria a se tornar um grande problema entre 2007 e 2008. Detalhes sobre esse período regulatório são encontrados no ANGELIDES *et al*, 2011.

hipotecário, mas sim a partir das taxas de intermediação e garantia aplicadas aos adquirentes dos novos títulos mobiliários⁴⁷⁹. Apesar da forma de organização alternativa, a administração da nova Fannie Mae ainda optou por manter seu funcionamento tradicional, mediante a aquisição e manutenção de hipotecas por ela garantidas em seu portfolio interno, dada a maior rentabilidade auferível pelo *spread* bancário do que pelas taxas administrativas cobradas pelas outras GSE⁴⁸⁰. Seu funcionamento continuava dependente, portanto, de formas de financiamento de curto e médio prazo, utilizadas para possibilitarem o pagamento em dia dos fluxos de caixa decorrentes de cada carteira hipotecária.

Com a chegada da crise de estagflação, entretanto, tal forma de financiamento tornou-se insustentável. Enquanto as taxas de juros que a empresa pagava para garantir seu funcionamento diário (fluxo de caixa) subiram, as taxas remuneratórias por ela recebidas permaneceram as mesmas previamente acordadas, essencialmente eliminando o *spread* que tornava o modelo de negócio da empresa economicamente viável⁴⁸¹. O resultado foi dramático, com sua avaliação financeira estimada em um negativo de 10 bilhões de dólares⁴⁸².

A essa altura, não é preciso dizer que a instabilidade de uma das GSE era causa de grande preocupação para o governo federal. Caso Fannie Mae decretasse sua falência, todo o mercado secundário de hipotecas colapsaria em conjunto, acabando com a confiança de investidores e constituindo um atraso significativo nas políticas de acesso à moradia do país⁴⁸³. Para evitar uma catástrofe financeira, o Congresso Americano, trabalhando em conjunto com o *Department of Housing and Urban Development* (HUD), organizou esforços em 1982 para aliviar a pressão sobre a empresa, impedindo que esta fosse forçada a decretar falência; uma ação de “resgate” que, apesar de ter garantido a manutenção de um mercado hipotecário vibrante, também traria graves consequências no futuro a partir da mensagem que tal ação passava.

Muito embora, como visto, as GSE não tivessem uma garantia explícita, a interpretação corrente dos participantes do mercado foi clara: todos os sinais apontavam que o governo federal estadunidense jamais deixaria que qualquer uma das GSE quebrasse; não apenas Ginnie Mae, que funcionava efetivamente como uma agência governamental, mas

⁴⁷⁹ Ibid., p. 39.

⁴⁸⁰ Ibid., p. 38.

⁴⁸¹ Ibid., p. 40.

⁴⁸² DEPARTAMENTO DE MORADIA E DESENVOLVIMENTO URBANO DOS EUA, **1986 Report to Congress on the Federal National Mortgage Association**, Washington D.C.: Office of Policy Development and Research, 1987.

⁴⁸³ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 40.

também Fannie Mae e Freddie Mac. Para o mundo dos investimentos, essas instituições haviam sido finalmente transformadas em “*too big to fail*”⁴⁸⁴ — tamanho era, para todos os efeitos, documento.

Esse “tratamento especial” oferecido às GSE não era um mecanismo mágico ou abstrato, nem um complô executado a portas fechadas: essas eram as consequências do tratamento regulatório específico direcionado à essas instituições; um tratamento regulatório que, como visto, foi modificando-se significativamente ao longo do último século. A justificativa para essas intervenções não era financeira, mas sim “social”, no sentido mais coloquial do termo: o que as GSE faziam, no fundo, era legitimado pelo importante papel que cumpriam na facilitação de acesso aos mercados imobiliários nos Estados Unidos⁴⁸⁵. Foi por meio de processos regulatórios que essas instituições surgiram e se modificaram ao longo dos anos, auxiliadas diretamente por sua posição privilegiada em relação à administração federal do país.

Esses não eram, entretanto, processo isentos de contradições; afinal de contas, tanto Freddie Mac quanto Fannie Mae eram, para (quase) todas as finalidades, empreendimentos capitalistas: seu objetivo principal não era a prestação de qualquer serviço social, mas sim o lucro⁴⁸⁶. Esse potencial conflito de interesses frequentemente resultava em tentativas de definição dos objetivos daquelas empresas, em uma constante luta pela orientação das ações dessas empresas, cujos objetivos se demonstravam muitas vezes incompatíveis com as expectativas sociais sobre seu funcionamento⁴⁸⁷. Como se poderia imaginar, essas foram tentativas que encontraram considerável resistência por parte das GSE que, valendo-se da combinação de poder e capital que haviam arregimentado, empenhavam um verdadeiro exército de lobistas em todas as áreas do processo político para evitar essas reações⁴⁸⁸.

Funcionando sob a proteção do discurso (e, em alguma medida, da prática) de campões da moradia própria acessível, as razões que levaram às GSE a permanecerem fora

⁴⁸⁴ A origem do termo está ligada ao senador estadunidense Stewart McKinney, que cunhou o termo ao fazer referência a um “novo tipo de banco” (TBTF). Cf. SORKIN, 2009, p. 195.

⁴⁸⁵ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 41–42.

⁴⁸⁶ *Ibid.*, p. 39.

⁴⁸⁷ THOMPSON, Helen, *The Limits of Blaming Neo-Liberalism: Fannie Mae and Freddie Mac, the American State and the Financial Crisis*, **New Political Economy**, v. 17, n. 4, p. 399–419, 2012.

⁴⁸⁸ Como exemplo das tentativas de barrar novas regulamentações: “À medida que a legislação avançava, Johnson conseguiu que seus lobistas – e vários ativistas de habitação proeminentes – convencessem o Congresso de que o novo regulador deveria ser colocado não dentro do Tesouro ou do FED, ambos considerados “contra-moradia”, mas sim no HUD, uma agência com pouca compreensão institucional da regulação e risco bancário. Com certeza, o novo regulador foi alojado no HUD. E com certeza, o projeto permitiu que as GSE detivessem muito menos capital do que outras instituições financeiras; em meados da década de 1990, o capital das GSE era de cerca de 2,75% do total de ativos”. Cf. MCLEAN; NOCERA, 2011.

de limites regulatórios estritos não foram simples e envolveram determinações absolutamente complexas e trajetorialmente dependentes. Apesar da existência de uma agência reguladora específica para sua supervisão desde 1992, o Escritório de Fiscalização de Empreendimentos Federais em Moradia (OFHEO), tamanha era a influência dessas instituições no país que, para além da capacidade formal da agência, seus poderes concretos de intervenção eram muito mais limitados do que aqueles de suas contrapartes (e.g., OCC e SEC).

Isso não significava, é claro, que as GSE tinham reino livre para fazerem o que bem quisessem. Uma das principais restrições ao seu funcionamento se dava a partir do estabelecimento de critérios de risco específicos a serem seguidos na originação de hipotecas *prime*. Essa era, afinal de contas, a contraprestação acordada com o governo federal para justificar sua condição de garante dessas dívidas: para contar com as garantias (implícitas e/ou explícitas) do governo federal, um grau mínimo de qualidade dos empréstimos tinha de ser assegurado, permitindo a concessão de crédito hipotecário apenas para pessoas que tivessem, de fato, condições de arcar com a responsabilidade pela quitação daquela dívida⁴⁸⁹.

Para além das limitações legalmente impostas pela OFHEO, grande parte das operações realizadas por esses empreendimentos “mistos” tinha como base suas próprias definições de padrão; na prática, as próprias empresas é que determinavam quais seriam os critérios para que um empréstimo fosse configurado como “em conformidade” com os padrões de originação das GSE. Durante grande parte da história da “hipoteca americana”, as GSE foram as responsáveis pela definição de quais seriam os critérios de avaliação de cada hipoteca e, conseqüentemente, dos MBS por elas operacionalizados⁴⁹⁰.

Havia um problema de fundo, entretanto: por definição, critérios são padrões pelos quais nós julgamos a adequação de algo. Critérios servem para indicar quem (ou o que) será incluído e quem (ou o que) será excluído de um determinado rol. E quando consideramos que tais critérios foram elaborados para indicar quem seriam as pessoas capazes de assumir um empréstimo para a aquisição da própria casa, devemos lembrar que, também por definição, nem todas as pessoas poderiam gozar desse sistema⁴⁹¹. Se, enquanto mais um exemplo do funcionamento dos mercados, essa era uma posição que fazia todo sentido — não seria justificável o investimento federal para a concessão de linhas de crédito que não pudessem ser quitadas —, não podemos nos olvidar da característica essencial desse

⁴⁸⁹ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 38.

⁴⁹⁰ *Ibid.*, p. 40.

⁴⁹¹ Ver notas 112 e 128.

“produto” específico: como vimos desde o primeiro capítulo deste trabalho, uma casa não é só um lugar; é uma necessidade básica.

Dizem que enquanto uns choram, outros vendem lenços; e não consigo imaginar uma metáfora mais adequada para descrever como essa “desgraça” de uns foi vista como “oportunidade” para outros. A implementação de padrões de originação funcionava como filtro para acesso ao crédito hipotecário das GSE; mas sua implementação, por si só, não estava direcionada à demanda por crédito, apenas à oferta. Cientes da impossibilidade de competirem com as gigantescas GSE na disputa por hipotecas *prime*, não tardou até que a iniciativa privada expandisse sua oferta de serviços para acessar esse novo nicho de mercado.

Abrindo suas portas para que um novo grupo de “interessados” pudesse gozar dos benefícios decorrentes da tecnologia securitizadora, tais instituições financeiras inaugurariam um novo tipo de hipoteca para atender aqueles que não estavam contemplados pelas GSE: as hipotecas *subprime*. Apesar do que a denominação leva a entender, em sua forma “marketeira”, na prática, o mercado *subprime* não representava um segmento meramente “abaixo do excelente”; como uma influente obra cinematográfica sobre a crise eloquentemente representou a visão dos investidores: “sempre que você escutar a palavra *subprime*, pense em lixo”⁴⁹².

A hipoteca *subprime* é um tipo de empréstimo normalmente oferecido a potenciais mutuários que, por qualquer razão, não atendessem aos critérios de originação estipulados pelas GSE⁴⁹³. Como são cedidos a pessoas fora do padrão das hipotecas *prime*, seus termos são acompanhados não apenas com maiores taxas de juros, mas frequentemente também por taxas ajustáveis, onerando os mutuários de forma muito maior. A justificativa para sua existência era importante: esses foram instrumentos desenhados como uma forma de estender linhas de crédito a pessoas de baixa renda⁴⁹⁴ — uma ideia, em si, louvável. A prática, entretanto, demonstrou-se completamente distinta desse belo discurso.

Originadores hipotecários passaram a bombardear potenciais compradores com campanhas agressivas de *marketing*, prometendo-lhes pagamentos mensais baixos e condições especiais para a compra da casa própria⁴⁹⁵. As condições? No lugar de juros pré-definidos ao longo de 30 anos, os potenciais mutuários não precisariam se preocupar com grandes contas; em uma “inovação”, eles poderiam pagar apenas os juros da dívida durante

⁴⁹² THE Big Short. Direção de Adam McKay. San Francisco: United International Pictures, 2015. (131 min.)

⁴⁹³ DAVIDSON, 2014, p. 29.

⁴⁹⁴ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 41–42.

⁴⁹⁵ *Ibid.*, p. 72–80.

os primeiros anos, postergando o principal para outro momento. Para que não restem dúvidas: além de assumir todo o risco da variação das taxas de juros, mutuários dependentes de algumas modalidades de hipotecas *subprime* eram levados à postergar seus pagamentos iniciais, não apenas aumentando o saldo a ser pago na última parcela (i.e., pagamento em balão), mas também deixando de acumular patrimônio durante esses primeiros anos (i.e., hipotecas *interest-only*)⁴⁹⁶. Nas palavras de uma das advogadas ouvidas pela comissão de investigação do Senado Americano, essas eram⁴⁹⁷:

peças que foram enganadas a adquirirem [hipotecas] option ARMs com taxas "teaser" ou empréstimos "escolha seu pagamento", forçando-os a contratarem por empréstimos que nunca poderiam pagar. Predominando entre esses clientes, estavam idosos, pessoas de cor, pessoas com deficiência, pessoas com inglês limitado e idosos afro-americanos e latinos. (Tradução nossa).

Grande parte dos contratantes dessas novas formas de empréstimo não tinham uma compreensão adequada das implicações concretas de seus contratos, induzidos a acreditarem que essas taxas *teaser* se manteriam até o final do empréstimo⁴⁹⁸. Longe de uma “inovação” feita pela bondade de alguém, tratava-se de um instrumento de especulação extremamente arriscado — já que não contava com as garantias das hipotecas *prime* —, mas que, justamente por isso, também gerava remunerações muito mais altas. O mercado *subprime* se desenvolve constituindo uma nova oferta de crédito para essas pessoas, compensando o risco maior com altas taxas de juros e piores condições de negociação⁴⁹⁹.

À medida em que a securitização de hipotecas *subprime* tornou-se mais comum, ao longo da década de 1990, avanços tecnológicos continuavam a mudar as bases de operação do mercado hipotecário, com especial atenção para as implementações na forma de *softwares*

⁴⁹⁶ Para além de um exemplo histórico, a análise do capítulo 3 sobre o desenvolvimento histórico do instrumento hipotecário atentou às características da “hipoteca americana” porque a “história se repete, a primeira vez como tragédia e a segunda como farsa”: hipotecas consideradas (ainda mais) onerosas aos mutuários foram transformadas em instrumentos mais robustos por meio de regulação; com a chegada dos *subprime*, vimos que as “inovações”, além de não serem inovadoras, deixaram de existir por boas razões.

⁴⁹⁷ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 109.

⁴⁹⁸ *Ibid.*

⁴⁹⁹ Durante a década de 1990, uma série de agências federais notou um aumento significativo de reclamações e denúncias de práticas abusivas pelo mercado *subprime*, mas o sistema regulatório não tinha mecanismos eficientes para o controle desse tipo de atividade. Havia grandes discussões sobre a responsabilidade desse trabalho, que deveria ser dividido entre o FED, a FDIC, e os reguladores estatais. Em 1994, uma legislação passada (HOEPA) endereçava o problema de certas comunidades serem constantemente vítimas de condutas predatórias e empréstimos abusivos, especialmente direcionadas a pessoas de baixa-renda. Essas pessoas estavam sendo vitimadas por práticas de fraude por empresas de segunda hipoteca, que forçavam nas a tomar empréstimos sob falsos pretextos e cobravam tarifas completamente abusivas. Mesmo com uma legislação específica para o assunto existindo, os padrões objetivos estabelecidos para que uma prática fosse configurada como abusiva estava muito acima do praticado pela maioria das *subprime* – o que não os tornava menos abusivos, mas impedia a implementação da legislação conforme o seu espírito declarado. Cf. *Ibid.*, p. 107–109.

de novas ferramentas de gestão de risco. Mediante a combinação entre modelos matemáticos e novos poderes computacionais, formas mais rápidas e baratas de subscrição hipotecária foram tornando-se possíveis, sobretudo a partir das soluções desenvolvidas pelas próprias GSE para a automação do processo de subscrição: primeiro com o *Loan Prospector*, da Freddie Mac; depois com o *Desktop Underwriter*, da Fannie Mae⁵⁰⁰.

Ambas as GSE desenvolveram internamente ferramentas técnicas com um intuito muito claro: tornar o processo de subscrição hipotecária mais barato e mais ágil, ao mesmo tempo em que expandiam as oportunidades creditícias para um número maior de mutuários; ou seja, ampliando as possibilidades para que mais pessoas conseguissem suas próprias hipotecas, mesmo quando não contassem com uma boa pontuação de crédito⁵⁰¹. Se essas novidades tecnológicas permitiram uma nova expansão das capacidades dos agentes que as operavam — notadamente em termos de cálculos e análises quantitativas, como já visto —, elas também trouxeram consigo consequências limitadoras: ao mesmo tempo em que a tecnologia permitia a concessão de crédito à mais pessoas, essa mudança operacional também significava que menos tempo passaria a ser dedicado para avaliar a capacidade individual de cada mutuário de quitar seu empréstimo. Crentes no poder preditivo de seus modelos quantitativos, baseados em fatores como a pontuação de crédito do mutuário e as características do empréstimo, a indústria iniciaria uma nova etapa de transformação, assumindo características cada vez mais distintas do tradicional — e conhecido — modelo de securitização inaugurado com as GSE⁵⁰².

Havia, entretanto, uma última peça nesse tabuleiro que ainda precisa ser considerada em nossa análise sobre a etiologia da crise. Uma peça que, sozinha, foi responsável pela transformação de uma crise imobiliária regional na “mãe de todas as crises”; mais um produto da “inovação” dos mercados financeiros, em sua atuação cada vez menos restrita por estruturas regulatórias. Precisamos falar sobre derivativos.

⁵⁰⁰ *Ibid.*, p. 72.

⁵⁰¹ *Ibid.*

⁵⁰² “A crescente dependência da matemática permitiu que os *quants* criassem produtos mais complexos e deixassem seus gerentes dizerem, e talvez até acreditarem, que poderiam gerenciar melhor o risco desses produtos. O *JP Morgan* desenvolveu o primeiro modelo *Value at Risk* (VaR), e a indústria logo adotou diferentes versões. Esses modelos pretendiam prever com pelo menos 95% de certeza quanto uma empresa poderia perder se os preços de mercado mudassem. Mas os modelos se baseavam em suposições baseadas em dados históricos limitados; para títulos lastreados em hipotecas, os modelos se mostrariam lamentavelmente inadequados. E modelar o comportamento humano era diferente dos problemas que os *quants* abordaram na pós-graduação. ‘Não é como tentar atirar um foguete para a lua onde você conhece a lei da gravidade’, disse Emanuel Derman, professor de finanças da Universidade de Columbia que trabalhou no *Goldman Sachs* por 17 anos, à Comissão. ‘A maneira como as pessoas se sentem sobre a gravidade em um determinado dia não afetará a maneira como o foguete se comporta’”. (Tradução nossa). Cf. ANGELIDES, Phil *et al*, **The financial crisis inquiry report**, Washington, DC: The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 44

5.6 Os perigos “derivados” da financeirização

Derivativos são contratos financeiros cujo preço é “derivado” de algum outro ativo (e.g., título, índice, taxa, etc.) subjacente⁵⁰³. Em função da maleabilidade do conceito, existem diversas modalidades possíveis de derivativos, incluindo contratos de *swaps*, futuros e opções; mais do que isso, dada a condição de “valor” derivado de algo, múltiplas podem ser as fontes desse valor, incluindo *commodities*, taxas de juros, taxas cambiais, ações, índices, avaliações de risco, etc.⁵⁰⁴ Ao contrário de outros títulos mobiliários, cuja função é fundamentalmente a formação de capital, derivativos podem ser utilizados para duas finalidades distintas: (i) a gestão de risco, por meio de estratégias de *hedging*; ou para (ii) a especulação sobre a variação de preços do ativo subjacente. Para ilustrar o funcionamento dessa classe de instrumento financeiro, consideremos um caso hipotético: um indivíduo acredita que o preço do dólar subirá; como ele pode aproveitar para ganhar dinheiro especulando sobre essa variação de preço?

A primeira opção seria a aquisição de dólares, em espécie ou não, que deveriam ser armazenados até a data adequada para que, então, fossem revendidos por um preço mais alto; essa é a forma mais tradicional de especular nos mercados financeiros, mediante a aquisição do ativo sobre o qual se especula. O problema dessa opção, entretanto, diz respeito à disponibilidade de capital suficiente para tal operação: considerando a relativa estabilidade do dólar frente ao real, a quantidade de reais necessária para a exploração adequada dessa margem de ganho seria considerável.

Essa atividade especulativa, entretanto, pode tomar uma segunda forma, desde que auxiliada pela técnica dos derivativos: ao invés de adquirir o ativo sobre o qual deseja especular, o investidor poderia celebrar um contrato com uma segunda parte, disposta a aceitar os termos ali propostos. Em um contrato derivativo de dólar-futuro, por exemplo, não seria necessário comprar os dólares de fato para especular sobre a variação do seu preço; bastaria que tivesse uma quantidade suficiente de margem para que se pudesse especular em relação àquela variação, fazendo uso de uma proporção de alavancagem financeira para tanto⁵⁰⁵. O que contratos derivativos permitem, em outras palavras, é uma operação

⁵⁰³ HULL, John, **Options, futures, and other derivatives**, 11. ed. New York, NY: Pearson, 2022, p. 1–19.

⁵⁰⁴ *Ibid.*

⁵⁰⁵ Requisitos de margem dizem respeito ao valor mínimo que deve ser entregue em garantia no momento da celebração de um contrato de derivativos; seu objetivo é fornecer alguma medida de proteção ao negócio, mantendo um valor subjacente que permita a flutuação da cotação do contrato ao longo de sua duração. Assim, caso uma das partes não consiga apresentar garantias suficientes para a manutenção do contrato, ela poderá ser

especulativa (ou de *hedge*) com apenas uma fração do capital normalmente necessário, tornando essas atividades muito mais baratas.

Apesar da possibilidade de sua utilização como instrumento especulativo, é importante frisar que, dentro da atual configuração dos mercados financeiros, os instrumentos derivativos podem funcionar como técnicas úteis para a superação, por exemplo, da limitação de capital⁵⁰⁶. Em termos de gestão de risco, suas aplicações são variadas: uma determinada empresa pode utilizar um contrato futuro para compensar oscilações nos preços de seus insumos (e.g., se os preços dos insumos subirem, suas perdas podem ser recuperadas em uma “contra aposta”); contratos de opções podem ser utilizados por empresas expostas a variações cambiais (e.g., empresa brasileira com despesas em dólares); *swaps* de taxas de juros podem ser utilizados por investidores institucionais para reduzir o risco de inflação e/ou de variações na própria taxa; ou, é claro, *hedge funds* podem usar esses mesmos *swaps* para especular sobre um determinado ativo. Desde que alguém assuma a contraparte dessa operação, ela pode ser atrelada essencialmente a qualquer coisa (e.g., derivativos de clubes de futebol)⁵⁰⁷.

O mercado total de derivativos é dividido em duas subcategorias, determinadas a partir do fórum de negociação. Algumas modalidades, como os contratos de futuro e opções, são padronizadas e negociadas em bolsas específicas, como a *Chicago Board of Trade* (CBT); além disso, sua operação é regulamentada por leis federais que, ao exigirem a divulgação de uma série de informações, funcionam para tornar tal mercado mais transparente⁵⁰⁸.

Existe, entretanto, uma segunda modalidade de derivativos, negociados não em bolsas abertas, mas em espaços privados: salas de reunião, mesas de conferência, encontros fechados; esse é o chamado mercado *over-the-counter* (OTC), no qual participam as grandes instituições financeiras dos Estados Unidos (i.e., bancos de investimento, fundos, etc.), negociando diretamente entre as partes envolvidas os termos de um contrato de derivativos⁵⁰⁹. De modo diferente do que ocorre nos mercados operados em bolsas, o mercado OTC é uma construção diretamente associada ao sistema bancário paralelo: seu

forçada a liquidar sua posição. Para uma explicação detalhada da operação de “contas na margem”: Ibid., p. 29–32.

⁵⁰⁶ Os contratos derivativos que permitem o ajuste das margens de capital requeridas das instituições financeiras, denominados *capital valuation adjustments* (KVA), são explicados em maior detalhe em: Ibid., p. 200–201.

⁵⁰⁷ CAPELO, Robrigo, *Football Index: um híbrido entre site de apostas e Bolsa de Valores que causou prejuízo milionário*, **Globo Esporte**, 2021.

⁵⁰⁸ HULL, 2022, p. 2–3.

⁵⁰⁹ Ibid., p. 4–6.

funcionamento não é centralizado, regulamentado ou transparente, impedindo a avaliação de exposições de forma adequada não apenas por seus participantes diretos, mas principalmente pela sociedade como um todo.

O histórico de regulação desses contratos começou em 1936, com o *Commodity Exchange Act*, aprovado com a finalidade de regulamentar a utilização de derivativos como formas de gestão de risco disponível à produtores rurais (e especuladores): por meio desses instrumentos, riscos naturais (e.g., um período de seca) poderiam ser geridos de forma mais eficiente⁵¹⁰. Durante muitos anos, seu escopo permaneceu limitado a negociação de contratos futuros vinculados a algum ativo material, como forma de limitação do dano que poderia ser causado por sua má utilização (e.g., na manipulação de preços de futuros de trigo).

Em meio a todas as mudanças da década de 1970, entretanto, esse estado de coisas não duraria muito. Participantes dos mercados de Chicago, em especial Leo Mahmed, então presidente da CBT, engajaram-se em um *lobby* gigantesco para ver a constituição de um mercado geral de futuros no país⁵¹¹. Legitimados por economistas como Milton Friedman⁵¹², a mudança viria em 1974, com a regulamentação da negociação de todos os contratos de futuros e opções sob os auspícios de uma bolsa de valores registrada e supervisionada por uma nova agência reguladora, a *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)*⁵¹³.

Não tardou até que os participantes do mercado OTC começassem a se preocupar com a possibilidade de terem suas atividades também reguladas e submetidas ao funcionamento em bolsa; em 1993, porém, a CFTC elaborou uma diretiva, esclarecendo que determinados contratos não padronizados de derivativos (e.g., *swaps*) poderiam ser negociados “no balcão”, garantindo maior liberdade às instituições financeiras na sua utilização⁵¹⁴. Essa foi uma decisão que trouxe repercussões muito rápidas para o debate público.

Após a lacuna regulatória deixada pela CFTC sobre o mercado OTC, uma série de escândalos financeiros envolvendo o uso de derivativos começaram a serem tornados

⁵¹⁰ MARKHAM, 2002, p. 43.

⁵¹¹ MACKENZIE, 2006, p. 171.

⁵¹² *Ibid.*

⁵¹³ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 46.

⁵¹⁴ *Ibid.*, p. 43.

públicos. Apesar de nomes como *Procter & Gamble*⁵¹⁵ e *Sumitomo Corporation*⁵¹⁶ acompanharem duras histórias de perdas nesse mercado, talvez o caso mais paradigmático dos riscos associados a esses instrumentos é a decretação de falência de *Orange County*, um município da Califórnia, que havia perdido 1.5 bilhão de dólares especulando em derivativos OTC⁵¹⁷. Esses eram instrumentos perigosos e isso estava se tornando claro até mesmo entre os reguladores. Após considerar os riscos da concentração do mercado OTC entre as 15 maiores instituições financeiras do país, o Escritório Geral de Contabilidade dos Estados Unidos comentaria como⁵¹⁸:

uma falha repentina, ou saída abrupta da negociação, por qualquer um desses grandes participantes poderia causar problemas de liquidez nos mercados, e podendo também produzir riscos para outros, incluindo bancos assegurados federalmente e o sistema financeiro como um todo. (Tradução nossa).

Apesar das preocupações existentes, a indústria dos derivativos trabalhou ostensivamente na prevenção de imposições regulatórias, empregando não apenas lobistas em Washington, mas também contando com a ajuda de algumas das figuras mais importantes da economia estadunidense naquela época, como Alan Greenspan, Robert Rubin e Larry Summers⁵¹⁹. Antes da intervenção legislativa que sedimentaria a ausência regulatória sobre o mercado OTC, entretanto, mais um desastre estava prestes a acontecer.

Em 1998, a *Long-Term Capital Management*, um famoso fundo de investimentos, colapsou como resultado das pressões decorrentes da crise financeira asiática de 1997 e da crise financeira russa de 1998⁵²⁰. O caso é especialmente interessante, já que contava com dois dos criadores (e laureados com o “Nobel da Economia”) de um dos modelos mais importantes para o edifício teórico financeiro: o modelo *Black-Scholes-Merton* de precificação de opções (tanto Myron Scholes, quanto Robert C. Merton, faziam parte do

⁵¹⁵ “[...] em 1994, a *Procter & Gamble*, uma empresa líder em produtos de consumo, reportou uma perda antes dos impostos de US\$ 157 milhões, a maior perda de derivativos de uma empresa não financeira, decorrente de juros OTC e derivativos de taxa de câmbio vendidos a ela pelo *Bankers Trust*. A *Procter & Gamble* processou o *Bankers Trust* por fraude — um processo resolvido quando o *Bankers Trust* perdoou a maior parte do dinheiro que a *Procter & Gamble* lhe devia”. (Tradução nossa). Cf. *Ibid.*, p. 47.

⁵¹⁶ “Em 1996, a japonesa *Sumitomo Corporation* perdeu US\$ 2,6 bilhões em derivativos de cobre negociados em uma bolsa de Londres. A CFTC acusou a empresa de usar derivativos para manipular os preços do cobre, inclusive usando contratos de derivativos de balcão para disfarçar a especulação e financiar o esquema. *Sumitomo* pagou US\$ 150 milhões em multas e restituição. A CFTC também acusou a *Merrill Lynch* de conscientemente e intencionalmente ajudar, favorecer e auxiliar na manipulação dos preços do cobre; acertou uma multa de US\$ 15 milhões”. (Tradução nossa). Cf. *Ibid.*

⁵¹⁷ *Ibid.*

⁵¹⁸ *Ibid.*

⁵¹⁹ *Ibid.*

⁵²⁰ Para uma análise pormenorizada do debacle da LTCM, ver: LOWENSTEIN, Roger, **When genius failed: the rise and fall of Long-Term Capital Management**, 1st ed. New York: Random House, 2000.

fundo)⁵²¹. Com um modelo de negócios fundamentado em micro transações em opções, esse foi um dos primeiros grandes experimentos dos potenciais (e limites) dessa nova tecnologia financeira que discutimos nos capítulos anteriores: depois de atingir retornos anuais de 21%, 43% e 41% em seus três primeiros anos, o fundo perderia cerca de US\$4,6 bilhões em menos de quatro meses por sua ampla exposição aos mercados orientais, dado o grande crescimento na utilização de derivativos como instrumentos de alavancagem financeira⁵²². Cientes dos potenciais riscos sistêmicos relacionados à falência de uma instituição financeira dessa magnitude, o FED interveio, organizando uma liquidação ordenada das posições mantidas pelo LTCM pelos seus credores e sob a supervisão do FED (i.e., um “resgate privado”)⁵²³.

Como seria possível imaginar, o debacle da LTCM trouxe consigo uma série de pedidos por maior regulação do mercado de derivativos; mas esse já era um caminho sem volta. Poucas semanas depois do “resgate” da LTCM, o Congresso Americano aprovou uma moratória sobre a questão da regulamentação dos derivativos, após considerável pressão de Greenspan, que considerava a regulamentação como “desnecessária”⁵²⁴. Em dezembro de 2000, o Congresso promulga o *Commodity Futures Modernization Act* (CFMA), que virtualmente encerra a disputa sobre a regulação desses instrumentos financeiros, não apenas diminuindo os poderes da CFTC na regulação das bolsas, mas especialmente tornando o mercado de derivativos “de balcão” fundamentalmente desregulamentado, após eliminar os poderes de intervenção tanto da SEC quanto da CFTC sobre o assunto⁵²⁵. A lei também funcionaria para impedir estados da federação de interpretarem essas transações como operações de corretagem ilegal; o único controle mantido pela SEC foi em relação a fraudes em contratos OTC derivados de títulos (e.g., ações). Quando a lei foi aprovada, o tamanho do mercado global de derivativos ultrapassava US\$95 trilhões; em 2008, no auge da crise, esse mercado representaria o impressionante “valor de face”⁵²⁶ de US\$672 trilhões — o que representava um valor dez vez maior do todo o produto global bruto (i.e., o “valor” de tudo o que foi produzido no mundo).

⁵²¹ MACKENZIE, 2006, p. 211.

⁵²² *Ibid.*, p. 218–242.

⁵²³ ANGELIDES *et al.*, 2011, p. 48.

⁵²⁴ *Ibid.*

⁵²⁵ MARKHAM, 2002, p. 316–318.

⁵²⁶ É importante destacar a diferença entre o *market-value* e o *notional-value*, que representam, respectivamente: (i) o valor de mercado do contrato; e (ii) o valor dos ativos subjacentes aos contratos derivativos (i.e., valor de face). Enquanto, dada a condição de alavancagem exponencializada nos contratos derivativos, o segundo valor poderia referir-se à US\$200 milhões (e.g., um MBS com 200 milhões em hipotecas), o primeiro refere-se especificamente ao preço pelo qual tais contratos podem ser negociados (e.g., um CDS derivado de um MBS de 200 milhões pode gerar um resultado líquido de 2 milhões).

Em termos imediatos, a criação desse novo instrumento financeiro atendia a algumas necessidades das instituições que operavam tanto no sistema tradicional, quanto no sistema bancário paralelo. Para além das vantagens imediatamente relacionadas à maior alavancagem (e.g., especulação sobre a variação do dólar), uma das principais utilidades desses instrumentos estava ligada à superação de outra limitação imposta por regulações: a diminuição dos requisitos de margem de cada instituição financeira. Funcionando em um nível supranacional, o Comitê da Basileia de Supervisão Bancária adotou, em 1996, uma modificação na sua interpretação dos riscos básicos relacionados ao funcionamento de instituições financeiras⁵²⁷: confiantes no poder de mitigação de risco supostamente associado ao uso de derivativos, entenderam que, caso um banco estivesse engajado em operações com derivativos que possibilitassem a diminuição do seu indicador VaR⁵²⁸, essas coberturas seriam suficientes para permitirem a redução da quantidade de capital em reserva obrigatória daquela instituição. Para além da adequação dessa justificativa, um de seus resultados é inegável: por meio de uma nova intervenção regulatória, os mercados financeiros eram novamente incentivados a assumir mais risco e maior alavancagem.

Dentre todos os derivativos OTC que tiveram algum papel na detonação da crise, um dos mais importantes é o *credit default swap* (CDS). Um contrato bilateral, esse instrumento financeiro é, frequentemente, associado à ideia de um contrato de seguro, responsável por proteger seu detentor contra perdas provocadas por um terceiro⁵²⁹. Diferentemente dos contratos de seguro, entretanto, compradores de CDS não estavam limitados por “constrições regulatórias” como a necessidade de propriedade do ativo “segurado”: desde que amparados por uma quantidade suficiente de capital, os termos eram completamente abertos, com investidores sendo permitidos a negociar contratos de CDS derivados de praticamente qualquer ação, índice, título, etc. (i.e., *naked credit default swap*)⁵³⁰.

⁵²⁷ GOODHART, C. A. E., **The Basel Committee on Banking Supervision: a history of the early years, 1974-1997**, Cambridge, UK ; New York: Cambridge University Press, 2011.

⁵²⁸ Uma das mais importantes razões para o crescimento do mercado de derivativos estava relacionada às vantagens decorrentes desses contratos em respeito aos requerimentos de capital dos bancos. A utilização desses derivativos servia para diminuir índice do *Value at Risk* (VaR) dessas empresas, diminuindo a necessidade de capital que os bancos deveriam manter líquido, graças às mudanças de Basileia I. Cf.

⁵²⁹ Duas são as principais diferenças entre CDS e um contrato de seguro: (i) seguros só podem ser feitos sobre coisas da propriedade do contratante (e.g., eu não posso fazer um seguro sobre a casa do meu vizinho); e (ii) o mercado de seguros é extremamente bem regulado, diferente daquele dos derivativos OTC. Em termos materiais, entretanto, a lógica por detrás dos contratos era basicamente a mesma, o que fez com que grandes nomes do mundo dos seguros, como o gigantesco conglomerado *American Insurance Group* (AIG), entrassem em peso no mercado dos CDS. Cf. *Ibid.*, p. 376–379.

⁵³⁰ HULL, 2022, p. 396.

Swaps funcionam da seguinte forma: receoso de que a Apple decretasse falência, por exemplo, um indivíduo poderia negociar um CDS com uma contraparte que, por sua vez, acreditasse que a Apple não iria decretar falência. Se esse resultado viesse a acontecer, o titular do CDS teria o direito de receber um determinado valor pré-acordado; até que isso acontecesse (ou até que o contrato fosse liquidado por outra razão), esse mesmo comprador pagaria periodicamente um “prêmio” à outra parte do *swap*. E o melhor de tudo? Esse indivíduo poderia fazer essa aposta mesmo que não tivesse nenhuma vinculação com a Apple, nenhum título ou ação.

Apesar da ficção embebida no conceito de derivativos, seu funcionamento, em termos básicos, torna possível a operação de diversas transações de gestão de risco diariamente; ainda que limitado por seu potencial perigo. Mas, assim como Ícaro, os financistas de *Wall Street* não parariam enquanto não tivessem alcançado o sol de suas “inovações”; e, para além das funções usuais de um *swap*, sua existência possibilitaria a construção de outra verdadeira quimera financeira: os CDO sintéticos⁵³¹.

Obrigações de dívida colateralizada (CDO) são um tipo de produto financeiro utilizado para a securitização de dívidas. Originariamente criados durante o período de sucesso das “*junk bonds*” nos Estados Unidos, tais instrumentos foram desenvolvidos inicialmente para possibilitar às instituições financeiras uma redução da quantidade de capital em reserva⁵³²; desde então, entretanto, sua utilização foi consideravelmente expandida, tornando-se um veículo de investimento popular entre grandes instituições. Um CDO sintético, por sua vez, emulava carteiras de dívida corporativa sem a necessidade de aquisição das ações subjacentes, constituindo-se como um veículo de enorme potencial especulativo em razão de sua maior agilidade e custo/benefício.

Nos anos que antecederam a detonação da crise financeira de 2008, o funcionamento de um mercado OTC não foi apenas seletivamente regulado, mas também passou por um grande processo de concentração, dada sua condição de adaptação “sob medida”: entre todas as instituições financeiras dos Estados Unidos, apenas cinco seriam responsáveis por 97% de todos os contratos derivativos negociados no país (i.e., JPMorgan Chase, Citigroup, Bank of America, Wachovia e HSBC); a intermediação, por sua vez, ficava em cargo também majoritariamente dos cinco maiores bancos de investimento do país (i.e., Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers e Bear Sterns)⁵³³.

⁵³¹ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 134.

⁵³² MACKENZIE, 2011, p. 1800.

⁵³³ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 53.

Um dos argumentos mais importantes para todo o processo de desregulação das atividades financeiras pelo qual passaram os Estados Unidos dizia respeito aos agentes envolvidos. A ideia por detrás do processo era simples: todos os envolvidos eram “bem crescidos”, sabendo no que estavam lidando e, em razão de seus modelos de risco, muito mais aptos a gerenciarem-no do que quaisquer instituições limitadas governamentais. Resta verificarmos como todos esses processos complexos se combinaram, resultando no desastre que todos já conhecemos.

5.7 O “hipotecoduto” e a corrida pelo dinheiro

O mercado hipotecário parecia ter descoberto a galinha dos ovos de ouro. Depois de décadas sendo qualificado como um mercado pouco interessante para investidores, o mundo do *real estate* residencial havia sido transformado em uma máquina de fazer dinheiro — e ninguém queria desligá-la. A demanda crescente por novas hipotecas incentivou a utilização de corretores comissionados para agilizar o processo, com essas comissões tornando-se crescentemente uma parte fundamental da composição de renda de uma parcela da população estadunidense. Com a demanda constante, todos eram corretores; e, sendo um trabalho remunerado por meio de comissão por vendas, os incentivos tinham um direcionamento claro: quanto mais hipotecas vendidas, maior seria a comissão.

Aquí, entretanto, encontramos o problema fundamental com essa lógica e a origem da ficção que a sustenta. O processo de intermediação bancária, que vincula instituições financeiras e tomadores de empréstimo, foi severamente modificado ao longo dos últimos cinquenta anos por diversos processos. Novas tecnologias financeiras, legais e computacionais foram desenvolvidas para permitir que essas mudanças pudessem ocorrer. Com o aumento de implementações em tecnologia da informação, por exemplo, dados e informações sobre empresas, títulos e preços tornaram-se mais acessíveis e públicos, aumentando a própria eficiência do mercado em seu funcionamento. Em termos financeiros, o fim do acordo de Bretton Woods sinalizou a abertura à especulação cambial, possibilitando a novos agentes oportunidades de arbitragem em diversas operações financeiras; tudo isso, é claro, operacionalizado por meio da tecnologia do direito, garantindo estruturas seletivas de controle dos mercados. Todas essas mudanças, estão mais ou menos ligadas com as características da proposição neoliberal, mencionadas no início desse capítulo; todas elas são

permeadas pela história da luta de classes que, desde 1970, vem sendo liderada em ampla margem pelo lado detentor (e/ou controlador) do capital⁵³⁴.

Para além dessas mudanças, a retórica de “gestão” ou “minimização” de risco por meio da autorregulação se demonstrou consideravelmente equivocada⁵³⁵. A ascensão de um sistema bancário paralelo transformaria o mundo financeiro estadunidense de maneira significativa, criando uma nova forma de organização financeira: nem um sistema bancário tradicional, nem um sistema de mercado aberto; o que foi constituído foi um sistema de financiamento em rede, no interior do qual as transações financeiras, apesar de interconectadas, são descentralizadas, opacas e difíceis de rastrear⁵³⁶. O que essas mudanças alcançaram não foi uma modificação do risco, apenas a sua difusão.

Inovações financeiras desse tipo, apesar de parecerem limitadas apenas pela imaginação de seus construtores, funcionam como técnicas específicas: são organizados de acordo com uma estrutura interna, que lhes dá poderes específicos, possibilitando e limitando as escolhas daqueles que a utilizam. Derivativos podem fazer muito, mas não podem fazer o que diziam fazer: em vez de eliminar o risco, eles apenas distanciam mutuário e credor, criando múltiplas, complexas e opacas camadas de intermediação entre eles⁵³⁷.

Voltemos ao nosso primeiro exemplo: um indivíduo quer comprar uma casa; para comprá-la, ele busca uma instituição financeira, requer um empréstimo hipotecário e, em

⁵³⁴ Existe uma dificuldade, em minha concepção, na utilização da categoria classe enquanto dualidade para a compreensão das relações sociais de produção; nesse sentido, a interpretação de Duménil e Lévy no sentido de frisar o caráter mutável e complexo mesmo dessas relações (i.e., sugestão de uma configuração tripla de classe, entre trabalhadores, gestores e capitalistas) parece oferecer um caminho interessante. Isso, entretanto, não implica em negar que a divisão de classes entre trabalhadores e capitalistas não é válida, muito menos dar crença a ideia de uma “classe média” como categoria de análise qualificada; tal ideia apresenta um potencial mistificador muito maior do que iluminador: ao valer-se de uma distribuição normal para representar a distribuição de “riqueza”, cria-se formalmente uma concentração no centro do sino, com duas caudas pequenas nos fundos e, assim, mistifica-se a dimensão de desigualdade entre o polo capitalista e a classe trabalhadora, mesmo que com condições relativamente melhores do que o estrato mais miserável da sociedade. Mesmo assim, dada a complexidade da realidade social, a ideia de posições não apenas intermediárias, mas acessórias (i.e., que ocupam características de ambos os polos simultaneamente, possivelmente em contradição), parece indicar um caminho de interpretação interessante. Cf. DUMÉNIL; LÉVY, 2011, p. 14.

⁵³⁵ “Concluimos que falhas generalizadas na regulação e supervisão financeira provaram ser devastadoras para a estabilidade dos mercados financeiros do país. As sentinelas não estavam em seus postos, em grande parte devido à crença amplamente aceita na natureza autocorretiva dos mercados e na capacidade das instituições financeiras de se policiarem efetivamente. Mais de 30 anos de desregulamentação e dependência da autorregulação por instituições financeiras, defendidas pelo ex-presidente do *Federal Reserve* Alan Greenspan e outros, apoiadas por sucessivas administrações e congressos, e ativamente impulsionadas pelo poderoso setor financeiro a cada passo, haviam retirado salvaguardas, o que poderia ter ajudado a evitar a catástrofe. Essa abordagem abriu brechas na supervisão de áreas críticas com trilhões de dólares em risco, como o sistema bancário paralelo e os mercados de derivativos de balcão. Além disso, o governo permitiu que as empresas financeiras escolhessem seus reguladores preferidos no que se tornou uma corrida ao supervisor mais fraco”. (Tradução nossa).

⁵³⁶ ANGELIDES *et al*, 2011, p. xviii.

⁵³⁷ Para uma avaliação técnica pormenorizada sobre o efeito dos diferentes “graus” de separação entre origem e financiamento, ver: DAVIDSON (Org.), 2003, p. 362–380.

troca desse empréstimo, remunera (significativamente) a aquele quem cede o capital. Essa era a ideia básica por detrás da relação social entre mutuários e credores; até, é claro, a ascensão do que podemos chamar de um “hipotecoduto” — ou, na expressão original, o “*mortgage pipeline*”⁵³⁸. Quando esse mesmo indivíduo se torna um mutuário, uma dívida é constituída; e, durante grande parte da história da técnica hipotecária nos Estados Unidos, esse era o limite da configuração relacional. Com o processo de securitização, entretanto, a separação entre originação e financiamento parecia possível: novos intermediários foram surgindo, adicionando novas camadas entre o mutuário e o credor, mas — e aqui está o ponto principal — sem conseguir jamais “separar” um do outro. A Figura 8 ilustra a dimensão da interconectividade entre tais posições sociais e suas coletividades⁵³⁹.

Esse processo assumiu proporções homéricas, a partir da combinação de todos os processos que avaliamos até o momento. No início dos anos 2000, os bancos privados começaram a alcançar o tamanho de Fannie Mae e Freddie Mac em termos de securitização. Isso se deveu em parte à crescente popularidade do refinanciamento da casa própria, o que estimulou a demanda por empréstimos securitizados⁵⁴⁰. Apesar das GSE terem mantido seu monopólio sobre a securitização de hipotecas prime, mudanças nas taxas de juros e nos padrões de concessão de empréstimo limitavam suas possibilidades de expansão; limitações essas que não se aplicavam aos bancos privados.

Na busca por novas fontes de hipotecas, essas instituições começaram a oferecer empréstimos *subprime* a pessoas que não se adequavam aos parâmetros das hipotecas prime; e, justamente porque esses eram investimentos mais arriscados, sua remuneração também seria maior, tornando-os mais atraentes para potenciais investidores⁵⁴¹. Com a demanda crescente por títulos hipotecários de alta renda, os bancos privados começaram a securitizar esses empréstimos em grandes quantidades, trazendo efeitos sobre os próprios ativos na base de todo esse processo: as residências estadunidenses. Apenas entre 2004 e 2006, pico da bolha imobiliária, esses novos empréstimos inflariam o preço das casas naquele país em 36%, ao mesmo tempo em que a taxa de propriedade residencial diminuía⁵⁴².

⁵³⁸ ANGELIDES, Phil *et al*, **The financial crisis inquiry report**, Washington, DC: The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, p. 102.

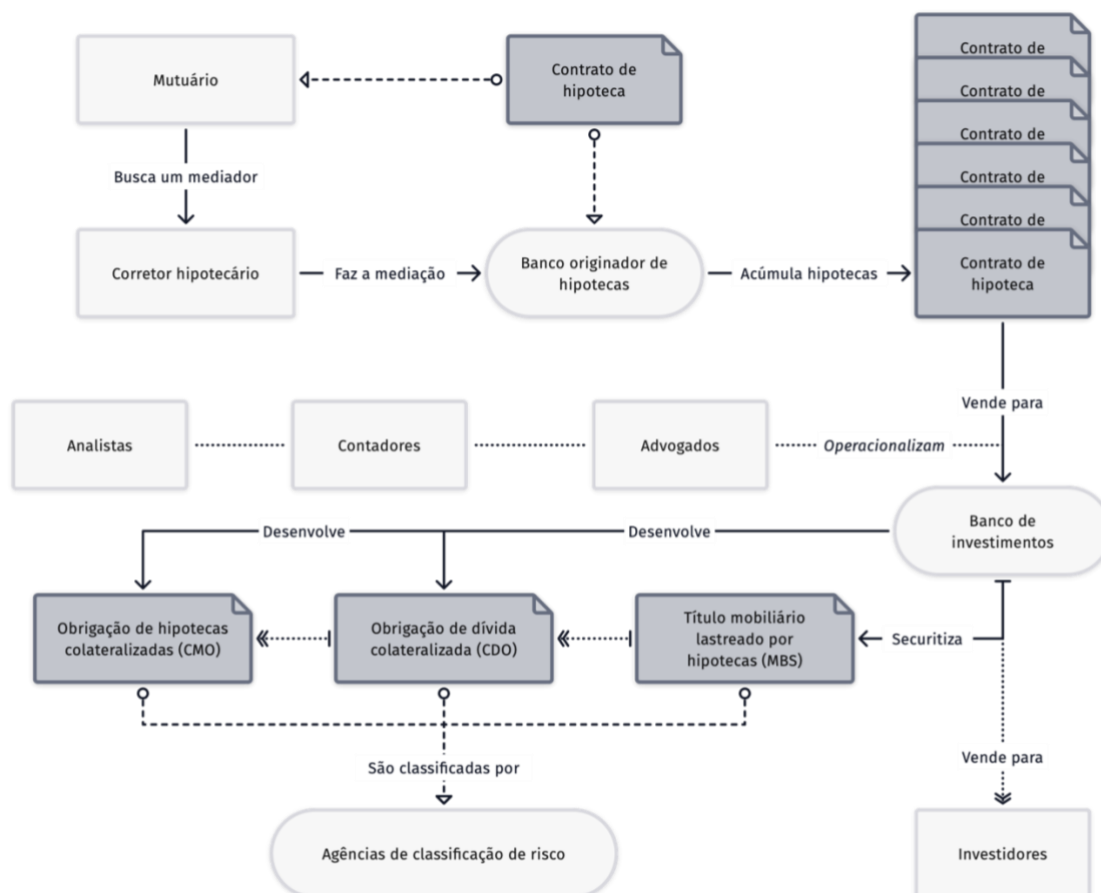
⁵³⁹ A estrutura geral da cadeia securitizatória é informada por: DAVIDSON (Org.), 2003, p. 9–11.

⁵⁴⁰ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 88.

⁵⁴¹ *Ibid.*, p. 88–92.

⁵⁴² *Ibid.*, p. 103.

Figura 8 — "Hipotecoduto"



Fonte: produção autoral.

O que mantinha a liquidez desses mercados, por sua vez, era o considerável influxo de capital internacional que os Estados Unidos. Com sua dívida interna aumentando de 0,6 trilhão para 1,43 trilhão, novos títulos do Tesouro Americano foram emitidos, como forma de atender à demanda por “oportunidades” de investimento que crescia lá fora⁵⁴³. O problema, entretanto, é que títulos da dívida pública estadunidense não são conhecidos por seu alto rendimento, mas sim por sua segurança. Quando esses investidores descobrem que existiam diversos novos produtos financeiros disponíveis para o investimento, muitas vezes com retornos consideráveis, sendo avaliados como tão seguros quanto os próprios títulos do governo estadunidense, uma nova “oportunidade de investimento” surgiu: empacotar instrumentos de dívida (avaliados como se fossem) seguros, reunindo ativos mais arriscados, dividindo-os em diferentes tranches, e vendendo seus pedaços aos investidores conforme seu apetite por risco.

⁵⁴³ Ibid., p. 104.

Para muitos dos envolvidos nesse processo, sua função poderia parecer essencialmente atender ao problema da moradia; eles estariam ajudando pessoas menos favorecidas a alcançar seus sonhos, fosse por meio do financiamento da casa própria, ou abrindo linhas de crédito para seu consumo familiar. E, em alguma medida, essa não é uma afirmação inadequada, já que, de fato, o mercado *subprime* aumentou o acesso às formas de financiamento necessárias para a aquisição de um bem tão caro.

O problema, entretanto, era que o processo de originação — focado em garantir a qualidade do empréstimo que está cedendo — foi substancialmente modificado. Empréstimos hipotecários não eram mais concedidos com a expectativa de receber dos mutuários. Com mais e mais adições de novas camadas de intermediários, essa relação tornou-se tão opaca e confusa que, para a surpresa de muitos, essas instituições sequer conseguiam avaliar adequadamente seus próprios balanços financeiros. A originação hipotecária passou de "emprestar a quem pode pagar" para "emprestar porque podemos vender"⁵⁴⁴.

Dentre os veículos mais gravosos, no nível de originação, estavam as hipotecas de taxas ajustáveis com opções embutidas (i.e., *option ARM*); um nome sofisticado para uma verdadeira máquina de exploração de pessoas em situação de vulnerabilidade. Essa são hipotecas de taxa variável que permitiam aos seus mutuários a opção de fazer pagamentos iniciais que não cobrissem o valor total dos juros devidos; ou seja, pagamentos menores, caso desejassem⁵⁴⁵. Em troca disso, o saldo do empréstimo não apenas se mantinha mais alto do que os das hipotecas *prime*, mas podia, efetivamente, aumentar, deixando as pessoas mais endividadas do que antes.

Em 2002, o *Washington Mutual* era o segundo maior originador de hipotecas, apenas atrás da *Countrywide*; como as hipotecas *option ARM* haviam se tornado seu produto mais rentável no nicho, buscaram o auxílio de uma consultoria para identificar de que formas poderiam aproveitar melhor essa “oportunidade”⁵⁴⁶. Como sua demanda não era natural, o estudo focou-se em identificar o melhor argumento para a venda da modalidade de produto financeiro, concluindo que, dentre todos os argumentos apresentados, o que melhor funcionava era, previsivelmente, o menos transparente: mostrar aos consumidores o quão "menores" seriam suas parcelas nessa modalidade, comparados com empréstimos de taxa

⁵⁴⁴ *Ibid.*, p. 89.

⁵⁴⁵ *Ibid.*, p. 106–109.

⁵⁴⁶ As informações relacionadas à particularidade do *WaMu* foram retiradas de: *Ibid.*

fixa. Na prática, isso só significava uma coisa para os mutuários: amortização negativa e, ao contrário do publicizado, um aumento considerável dos valores devidos aos credores.

Hipotecas ARM com opções tornaram-se populares não porque ofereciam melhores condições ou porque eram mais baratas; elas se tornaram populares porque eram extremamente lucrativas para seus originadores⁵⁴⁷. Em 2007, o volume dessa originação já teria aumentado quase quatro vezes, apesar das evidências coletadas pelos dois maiores bancos originadores do país (e.g., *WaMu* e *Countrywide*) sobre a qualidade das dívidas subjacentes (i.e., quantidade de contratos recebendo os pagamentos mínimos). Ao incentivarem seus mutuários a fazer pagamentos mínimos, essas instituições e seus agentes efetivamente garantiam uma diminuição de seu patrimônio líquido; algo que, quando combinado à queda do preço dos imóveis no país, colocou muitos em uma situação difícil: sem o dinheiro para pagar suas contas, muitas famílias foram forçadas a abandonar suas casas para que fossem reapropriadas.

Mesmo com todos esses incentivos, o limite objetivo ainda se encontrava em sua posição original: o número de casas construídas não era infinito. Sempre buscando novas “oportunidades de investimento”, a indústria *subprime* começou a incentivar uma nova razão para tomar empréstimos hipotecários: o financiamento do consumo⁵⁴⁸. Ao contrário do tradicional direcionamento para a aquisição de um imóvel, essas novas hipotecas eram utilizadas muitas vezes como linhas de crédito para o consumo familiar: ao entregar sua casa como garantia, o proprietário abria para si uma nova avenida de crédito que lhe permitia investir o dinheiro para consumo em outras áreas.

Historicamente, os salários nos Estados Unidos haviam estagnado desde a década de 1980; mesmo assim, o custo de vida aumentou, ampliado pelo desenvolvimento de uma cultura consumista cuja realização tornava-se cada vez mais difícil de se realizar. Apesar das condições comparativamente ruins das hipotecas *subprime*, é interessante notar como, a partir da relação risco/retorno, essa ainda poderia ser considerada como uma melhor alternativa a outros instrumentos de dívida (e.g., cartão de crédito). Além das condições de retorno (potencialmente) mais favoráveis ao mutuário, que dispunha do imóvel como garantia em relação à dívida, sua vinculação original como instrumento de financiamento de

⁵⁴⁷ *Ibid.*

⁵⁴⁸ HARVEY, 2014, p. 190–198.

moradia contava com incentivos do governo, em especial sua dedutibilidade do imposto de renda do mutuário⁵⁴⁹.

Os chamados empréstimos “*piggyback*” eram direcionados justamente a essa nova modalidade hipotecária⁵⁵⁰. Na prática, esses instrumentos funcionavam para burlar os requerimentos da quota de financiamento, permitindo a tomada de um segundo empréstimo — normalmente acompanhado de uma taxa de juros mais altas — sobre a parte que já havia sido quitada no primeiro empréstimo. Embora essa segunda hipoteca pudesse ser assumida em condições mais favoráveis ao mutuário, isso também tornava as próprias instituições mais dependentes do valor da dívida. Enquanto os preços das casas subiam rapidamente no país, isso não era um problema; maior o crescimento, menor a quota. O problema, evidentemente, é que a maior flexibilidade por parte do credor não alterava a condição de pagamento do mutuário: mais e mais risco estava sendo acumulado sem qualquer forma de controle, incluindo um aumento expressivo de empréstimos feitos com pouca — ou as vezes completamente sem — a documentação adequada para análise de risco.

Como existiam uma série de incentivos especificamente para empréstimos hipotecários (e.g., todas as políticas implementadas pelo governo federal), a tomada de hipotecas em casas próprias como linhas de crédito para o consumo tornou-se cada vez mais recorrente, ainda mais quando em comparação aos juros exorbitantes pagos em outros tipos de dívida, como o cartão de crédito, por exemplo. Em decorrência dessa mudança, o número de títulos criados e comercializados já não estaria mais ligado à novas casas apenas; todo imóvel residencial existente poderia ser refinanciado. Como esses imóveis historicamente continuavam a apreciar, essa própria “valorização” permitia que a dívida fosse renegociada e arrolada, postergando sua liquidação em um ciclo vicioso.

Isso criou um ambiente especulativo que dependia completamente da ficção de que os preços das casas nunca parariam de subir, criando uma ilusão de uma “máquina de movimento perpétuo”, capaz de produzir dinheiro a partir do dinheiro⁵⁵¹. Incentivados pelos bancos originadores de hipotecas — que, por sua vez, eram belamente remunerados pelos bancos de investimento —, os corretores entraram em um frenesi de emissão de dívidas hipotecárias gigantesco; como o número de pessoas com a capacidade aquisitiva e a solidez

⁵⁴⁹ “As taxas de juros das hipotecas subprime, com garantias substanciais – a casa – não eram tão altas quanto as dos empréstimos para carros e eram muito menores do que as dos cartões de crédito. As vantagens de uma hipoteca sobre outras formas de dívida foram solidificadas em 1986 com a Lei de Reforma Tributária, que proibia a dedução de pagamentos de juros sobre empréstimos ao consumidor, mas mantinha a dedução para pagamentos de juros de hipotecas”. (Tradução nossa). Cf. ANGELIDES *et al*, 2011, p. 67.

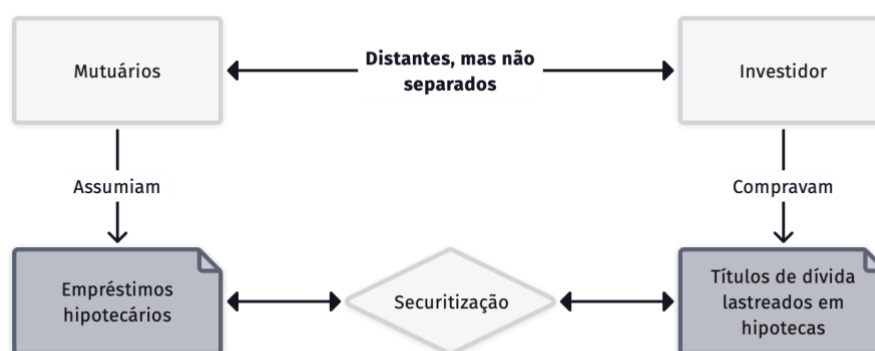
⁵⁵⁰ *Ibid.*, p. 109–111.

⁵⁵¹ *Ibid.*, p. 68.

financeira necessárias para sustentar uma aquisição de longo prazo como uma casa (cerca de 30 anos, na média, como já mencionado) era limitado, novos instrumentos foram desenhados para conseguir captar um número cada vez maior de clientes que, como dito, não tinham condições de financiamento dentro das taxas regulares de hipoteca pela má avaliação de crédito. A quantidade de dívida privada nos Estados Unidos triplicou durante a década de 1980, alcançando o patamar de 13,8 trilhões em 1990; 11% desse valor correspondia a hipotecas securitizadas de forma privada e pelas GSE⁵⁵². Mais tarde, esse tipo de título subiu para uma porção de 18% de toda a dívida privada americana, tornando-se o principal componente desse mercado e passando até mesmo os títulos do Tesouro americano⁵⁵³.

Com a nova avenida de captação de financiamento, adicionada à perspectiva de recebimento de novas e maiores comissões com a geração de títulos hipotecários, uma gigantesca expansão do mercado imobiliário tomou conta do sistema financeiro, estabelecendo as bases do “hipotecoduto”: (i) a concessão de empréstimos para a aquisição de casas; (ii) o empacotamento de grandes quantidades de empréstimos em títulos de dívida assegurados pelos imóveis; (iii) a transferência desses títulos para corretores e bancos de investimento; e (iv) a revenda desses títulos para investidores diversos. Ao longo desse processo, cada agente recebia uma comissão, liquidada imediatamente, desvinculando-o do risco de inadimplência nas hipotecas originais — com exceção, é claro, dos investidores no final do processo. A Figura 9 ilustra o ponto de conexão entre as posições sociais do mutuário e do investidor.

Figura 9 — Cadeia hipotecária



Fonte: produção autoral.

⁵⁵² *Ibid.*

⁵⁵³ CONSELHO DE GOVERNADORES DO FED, **Flow of Funds Accounts of the United States: Flows and Outstandings — Third Quarter 2010**, Washington D.C.: Federal Reserve System, 2010.

Com todas essas peças em jogo, o tabuleiro estava pronto para uma mudança gigantesca. Bancos que precisavam diminuir a composição de dívidas dos seus balanços — e assim diminuir a quantidade de capital requerido —, bem como transferir o risco das transações; investidores que buscavam alternativas aos juros recebidos em seus depósitos tradicionais; bancos e agências de investimento que ganhavam comissão nas transações; agências de classificação de risco prontas para uma expansão condizente com a sua centralidade no processo; modificações tecnológicas que permitiam uma melhor gestão das informações, cálculos e riscos envolvidos; ao juntar todas essas variáveis, o mercado de securitização explodiu.

Como exposto, todos esses instrumentos financeiros não conseguem eliminar o risco; eles apenas criaram mais e mais agentes intermediários entre quem estava tomando o dinheiro e quem estava assumindo o risco desse dinheiro não ser pago. Ou, em termos mais adequados: o adiantamento do capital sob a expectativa de sua valorização futura passou a ser intermediado por múltiplas partes — todas recebendo comissões, taxas e lucros ao longo do caminho —, mas mantendo essencialmente o vínculo existente. A ficção era de que todo esse lucro extraído ao longo do processo era resultado de algo diferente do que a expectativa — a verdadeira fé — de que, em algum momento, o capital originariamente emprestado seria valorizado efetivamente⁵⁵⁴.

Todo esse processo estava baseado em uma premissa falha – embora amparada historicamente: a de que o preço das casas nos Estados Unidos continuaria a crescer. Quando a bolha imobiliária estourou — quando milhares de casas haviam sido (super)produzidas e não conseguiram ser vendidas, com a frustração da sua efetiva valorização— não foi apenas uma avenida de geração de renda que secou. Novas casas não podiam ser vendidas, provocando uma desvalorização dos ativos; com essa desvalorização, as renegociações que permitiam o rolamento das dívidas de consumo se tornaram impossíveis, levando muitos empréstimos à inadimplência.

Mesmo assim, a expectativa se mantinha: o capital ainda poderia se valorizar. Porém, quando as taxas variáveis da imensidão de hipotecas *subprime*, negociadas entre 2004 e 2005, começaram a ser acionadas, gerando um aumento de 15% por ano nos pagamentos mensais dos devedores, o mundo veio abaixo⁵⁵⁵. Com a maioria das pessoas incapaz de

⁵⁵⁴ O problema do capital fictício, na base da ficção que sustentou o funcionamento dos mercados financeiros, é analisado com maior profundidade a partir da noção de “contradições fundamentais” por David Harvey em: HARVEY, David, *Contradiction 15 - Endless Compound Growth*, in: **Seventeen Contradictions and the End of Capitalism**, Oxford & New York: Oxford, 2014, p. 222–245.

⁵⁵⁵ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 215.

cumprir com suas obrigações, o fluxo de capital cessou; e com a reavaliação do valor das casas sob o qual todo esse edifício financeiro estava construído começou a ocorrer, tudo veio abaixo.

Assim detonou-se a crise financeira de 2008.

6 AVALIANDO RISCO: UM ESTUDO DE CASO

Bolha especulativa, crise de liquidez e crise bancária: essa é, para todos os fins, uma descrição adequada do processo que levou à detonação da crise financeira de 2008. Para além dessa descrição, entretanto, identificamos uma série de questões subjacentes; questões que, se respondidas adequadamente, podem transformar essa descrição em algo muito mais valioso: uma explicação.

Logo no início do trabalho, vali-me de um adjetivo específico para qualificar a história dos mercados financeiros estadunidenses: “milagroso”. Ao mesmo tempo em que tais desenvolvimentos representam uma conjunção das mais variadas determinações, com soluções inovadoras sendo construídas para buscar sanar problemas de ordem prática para a população estadunidense, sua explicação — o verdadeiro resultado do processo científico — aparece como absolutamente contrária à realidade que supostamente estaria reproduzindo. E aqui está o problema central: nossas soluções aos múltiplos problemas que vivemos só terão algum potencial de sucesso se estiverem adequadas à realidade que habitamos e, diariamente, reproduzidos e transformamos.

Muito embora seja possível — quiçá até desejável, em tempos tão irracionalistas quanto os nossos — reconhecer os méritos técnicos daqueles que participaram ativamente da construção desses sistemas sociais, “tudo compreender não significa tudo perdoar”⁵⁵⁶. A dimensão do dano social causado pela crise, como visto, foi imensa; sua comparação com a Grande Depressão não é feita levianamente, representando uma catástrofe tão pervasiva, extensa e complexa que, em muitos casos, sequer percebemos que seus efeitos são, de fato, seus.

A epígrafe enunciava que “toda ciência seria supérflua se houvesse coincidência imediata entre a aparência e a essência das coisas”; uma proposição confirmada a partir da verificação da distância entre a aparência e essência dos processos analisados ao longo deste trabalho. Mesmo assim, ainda que tenhamos conseguido identificar de que maneira posições sociais específicas estão ligadas à causação da crise, tais vínculos causais não são suficientes para procedermos — pelo menos de acordo com as regras do direito penal estadunidense — com sua responsabilização criminal. Como mencionado, a composição entre *actus reus* e *mens rea* implica no condicionamento de persecuções criminais à identificação de quatro elementos: (a) atos voluntários; (b) que causaram; (c) danos sociais; (d) praticados por uma

⁵⁵⁶ VIEREK, George Sylvester, A última longa entrevista de Sigmund Freud, **Revista Bula**, 2015.

“mente mal-intencionada”⁵⁵⁷. Agora que os verificamos como atos voluntários *causaram* danos sociais, devemos considerar em que medida tais atos — agora tomados na sua particularidade, dada à necessidade de imputação de ações específicas — foram produto de suas escolhas; é dizer, devemos analisar, concretamente, como operaram as mediações entre agência e estrutura, permitindo, ampliando, limitando ou impossibilitando determinadas alternativas concretas.

Mercados financeiros não funcionam apenas por meio de pessoas, dependendo de incontáveis aparatos técnicos que, quando considerados em conjunto, constituem tecnologias particulares (i.e., a tecnologia bancária, composta de artefatos que possibilitam a expansão dos poderes de seres humanos). Nesse sistema, particularmente dependente dessas implementações tecnológicas, é fundamental reconhecer como o processo de interação desses usuários com tais artefatos funcionava, aumentando ou limitando determinados poderes; e, especialmente, o poder de escolha.

Para compreendermos como esse complexo processo se dá, a metáfora do edifício teórico me parece especialmente ilustrativa. Imaginemos que estamos diante de um imponente edifício, quem sabe daqueles repletos de vidros espelhados que aparecem como imponentes estruturas físicas na paisagem geográfica dos grandes centros financeiros mundiais. Para todos aqueles que o estão observando de fora, parece uma construção “fantástica”, uma clara representação do potencial de domínio do homem sobre a natureza; um símbolo imponente de todo suposto potencial construtivo do modo de produção capitalista. E digamos que, na cobertura desse nosso edifício teórico hipotético —no centésimo andar, talvez — estarão os principais agentes do mercado financeiro; as pessoas que, de fato, conduzem suas operações práticas no dia a dia.

Um desses indivíduos, ao chegar para trabalhar numa manhã ensolarada, tira sua fiel caneta *Montblanc* da pasta e a coloca em cima da mesa. Para sua surpresa, entretanto, em vez de permanecer no lugar onde foi posta, essa caneta começa a rolar sobre aquela superfície. Surpreso, prontamente pega sua caneta e a coloca novamente na posição original, obtendo o mesmo resultado: a caneta rola pela mesa, dessa vez até cair no chão. O que poderia explicar esse estranho fenômeno?

Formado pelas melhores escolas de administração de negócios do país, com especializações das mais diversas — especialmente em economia financeira —, nossa personagem se vê diante de uma incongruência: ela sabe, a partir da própria experiência, que

⁵⁵⁷ A Suprema Corte Americana decidiu, em caso paradigmático, sobre a incidência do elemento subjetiva na conduta criminosa, tratando-o como uma “mente mal-intencionada”, cf. 1952.

isso não costuma acontecer; e também sabe, a partir do que se recorda de seus anos de colégio, que quando um plano está adequadamente nivelado, isso não deveria acontecer. Colocando seu “chapéu de cientista”, tal indivíduo decide investigar o porquê desse evento.

Inquirindo seus colegas de andar ao demonstrar tal fenômeno, esse indivíduo recebe uma série de respostas distintas, com alguns concordando que, de fato, esse não era o comportamento esperado daquele objeto, enquanto outros questionavam a própria validade da pergunta (“deve ser sua mesa que está desnivelada, você só não viu”). Lembrando-se da lâmina de Occam, tal sujeito concorda, em alguma medida, que a explicação talvez seja tão simples quanto “estou fazendo algo errado”; e checando as bases de sua mesa, logo descobre que ela, de fato, estava desnivelada. Problema aparentemente resolvido.

A pergunta, entretanto, causa uma reação entre alguns seus colegas, que resolvem testar o fenômeno em suas próprias mesas; e para a surpresa de todos, em muitas delas o resultado se repetia: a caneta, quando posta sobre a mesa, rolava e caía — mesmo quando as mesas pareciam estar niveladas em relação ao piso. Depois de exaurir todas as possíveis explicações disponíveis naquele andar sobre esse fenômeno, ainda não convencido, esse indivíduo resolve buscar respostas em outro nível da realidade; ou, para nos mantermos na nossa metáfora, em outro andar.

Se a cobertura do edifício é ocupada por algumas das mais poderosas corporações do mundo — os bancos de investimento —, esses não são os únicos residentes honorários daquele prédio. Próximo do ponto médio dessa estrutura está uma sequência de andares ocupados pelos melhores economistas do mundo; e nossa personagem, ciente da importância desse indicador matemático (média) para interpretar o mundo, resolve visitá-los para realizar um novo experimento: se a caneta cai no último andar, talvez o problema de nivelamento não esteja ali; talvez esteja em algum outro andar desse edifício. Descendo por um elevador de alta velocidade, finalmente chega ao quinquagésimo andar, onde é extremamente bem recebido pelas grandes mentes da economia “neoclássica”.

Ao passar pela porta principal, entretanto, esse indivíduo já nota uma drástica diferença nos acabamentos daquelas salas em comparação com seu ambiente de trabalho: no lugar do moderno mobiliário com o qual estava acostumado, nossa personagem encontra carpetes antigos, cortinas quase emboloradas e móveis desgastados pelo uso; de maneira mais grave, entretanto, percebe como as colunas de sustentação daquele andar parecem frágeis, quase como se lhes estivesse faltando algo fundamental. Indagando seus colegas economistas sobre aquilo, recebe uma resposta pouco confortante, dizendo-lhe que não se preocupasse com isso: afinal de contas, o prédio continuava em pé, os engenheiros sabem

do que fazem e, se for o caso, nada impede que essas estruturas sejam reforçadas com o tempo — se necessário, é claro. Discretamente, o sujeito coloca sua caneta sobre uma das mesas ao seu redor e... ela rola.

Rola, mas não cai. Apesar dos evidentes problemas com aquele andar — e os responsáveis deveriam urgentemente providenciar seus reparos —, a causa do fenômeno que lhe intriga parece não estar localizada ali. Desculpando-se pelo incômodo, resolve tentar uma última chance: em vez de buscar o problema do edifício no seu ponto médio, talvez o problema esteja em sua base. Descendo novamente pelo elevador de última geração, tal indivíduo chega no *lobby* do prédio, onde comenta com o responsável pela recepção sobre os misteriosos movimentos da sua caneta.

Ao contrário das outras pessoas com quem conversou, o porteiro do prédio não se impressiona com tal evento; desde seu primeiro dia de trabalho, aprendeu a ter cuidado com objetos e superfícies naquele espaço. Apontando para a escada de emergência, sugere que nosso indivíduo descesse mais alguns lances até o subsolo, no que é prontamente atendido pelo nosso curioso investigador. Lá, entre as centenas de vagas de garagem, descobre uma sala comercial improvisada, onde ingressa para levar a cabo sua jornada para explicar o estranho comportamento de sua caneta de milhares de dólares.

As paredes da sala claramente foram construídas com *drywall* e os poucos móveis que ali se encontram claramente passaram de sua “vida útil” há muito. Ali dentro encontra um senhor grisalho, vestindo um desbotado uniforme com a inscrição “zelador”, ao lado de algo que o choca terrivelmente: uma das colunas do prédio, daquelas que garantem a sua sustentação estrutural, parecia envergada. O mistério da caneta que rola parecia, enfim, ter sido solucionado; mas para além de uma curiosidade boba, o que esse indivíduo descobre é que a sustentação de todo o edifício está comprometida — é algo que pode romper a qualquer momento, causando uma destruição inimaginável no processo. Ao questionar o zelador sobre como aquilo era possível, recebe uma assustadora resposta: o condomínio tinha decidido que trocar a coluna ia ser muito caro; no lugar disso, colocaram essas paredes em volta pra melhorar a sustentação da coluna antiga mesmo. Como ninguém mais reclamou, parece que a solução funcionou, não é mesmo?

Ao longo dos capítulos anteriores, busquei demonstrar como as ideias que movem os mercados financeiros estadunidenses não vieram do nada: elas fazem parte de um grande, complexo e profundo edifício teórico que, por ter sido desenvolvido com tamanho vigor por pessoas genuinamente habilidosas, parece estruturalmente seguro. Quando a crise veio — como vieram tantas antes dela e continuarão vindo outras depois —, a fragilidade estrutural

desse edifício foi desnudada para além do que aparentava ser, demonstrando-se criticamente equívocado sobre sua solidez enquanto empreendimento supostamente científico. Como em muitas outras coisas, foi na incidência da patologia que se pode identificar quais as condições normais do seu funcionamento, para além daquilo que se dizia — ou se pensava — sobre como esse funcionamento acontecia de fato. Não se tratava de problemas pontuais na prática dos mercados; eram problemas de natureza muito mais fundamental do que isso.

Para que possamos compreender a dimensão das incongruências existentes entre esses diversos níveis de realidade, proponho uma análise em três dimensões distintas — ou três andares diferentes, por assim dizer: primeiro, identificando problemas de natureza metodológica, referentes à operação prática do processo avaliativo dos mercados (i.e., sua implementação tecnológica); segundo, demonstrando a inadequação teórica da tradição dominante na disciplina econômica; e, por fim, apresentando a origem de muitos dos outros vícios estruturais em um nível metateórico, bem como sua equivalente aplicação na constituição da tecnologia de controle social do direito (Figura 10). Esses problemas não devem ser compreendidos como causas únicas e/ou finais da crise financeira de 2008, mas sim como condições necessárias (mas não suficientes) para o seu desenrolar específico. Minha hipótese é de que, para além das intenções, sentimentos e interesses particulares dos indivíduos que operaram os mercados, seu papel na causação da crise foi (também) diretamente determinado pela inadequação dos instrumentos por eles utilizados para esse fim. Se utilizamos uma britadeira para polir um vidro, não podemos nos surpreender com o resultado catastrófico dali decorrente.

Figura 10 — Níveis de análise



Fonte: produção autoral.

6.1 A base da lógica financeira: risco e retorno

Seguindo a metáfora do edifício sob investigação, devemos iniciar nossa análise desde o nível mais direto de experiência da realidade: a aparência. Ao indagarmos em que lugar as coisas deram errado, o ponto de partida deverá ser o funcionamento aparente dos mercados, especialmente a partir de uma avaliação do processo decisório que, como visto, impulsionou grande parte das modificações que tornaram possível a detonação da crise nessa extensão. Considerando a existência de determinadas *práticas organizacionais*, generalizáveis a partir das restrições impostas pelas implementações tecnológicas necessárias ao funcionamento do mercado hipotecário, vejamos como a separação entre seu desenho e uso tornou possível sua aplicação em termos que, como veremos, seriam inadequados mesmo aos seus potenciais efetivos; é dizer, vejamos em que medida tais práticas sofriam determinações de ordem técnica, indicativas do processo decisório generalizável aos agentes ocupando posições sociais particulares nessa relação social específica.

Ao falarmos em investimentos de forma genérica, podemos nos referir a centenas ou milhares de veículos possíveis: podemos falar em ações, títulos, seguros; opções, *swaps* ou futuros; empresas, poupanças ou imóveis. Em uma sociedade onde tudo aparece como mercadoria, há um mercado para praticamente qualquer coisa imaginável no mundo⁵⁵⁸. Quando consideramos tal complexidade e tamanhas diferenças entre os diversos nichos de investimento possíveis, torna-se imediatamente claro que cada uma dessas opções irá requerer estratégias específicas — e conhecimentos particulares — para possibilitar ao investidor alguma forma de vantagem na sua atividade especulativa.

Para conseguir realizar uma escolha de investimento informada, um investidor precisará de algum parâmetro capaz de tornar diferentes modalidades de investimento comparáveis, notadamente a partir de dois critérios fundamentais: o risco da operação e o retorno esperado sobre cada dólar investido. Ninguém quer assumir riscos sem alguma forma

⁵⁵⁸ A implicação do tratamento de mercados como mecanismos descontextualizados é sinteticamente captada no seguinte trecho, quando Satz discute as consequências práticas de tal adesão: “O tratamento neoclássico dos mercados produziu resultados matemáticos importantes, como o teorema fundamental, e também permitiu o desenvolvimento de modelos poderosos que podem caracterizar as propriedades de equilíbrio de uma economia inteira. No entanto, depende de ver os mercados como mecanismos econômicos cujo funcionamento pode ser entendido em abstração dos tipos particulares de bens que estão sendo trocados e das relações entre os participantes. Na concepção neoclássica de mercados, não importa se o que está sendo negociado é laranja, serviços sexuais ou crédito — a natureza da troca de mercado é vista como a mesma em cada caso. Os participantes são considerados intercambiáveis e, dadas as oportunidades de saída de cada um, supõe-se que nenhuma parte pode exercer poder significativo sobre a outra”. Cf. SATZ, 2015, p. 539.

de contraprestação. Investidores, aliás, fundamentam sua requisição de remuneração pela concessão de capital na forma de empréstimo ao longo do tempo justamente em razão dessa relação: as pessoas querem ser pagas por *assumirem os riscos* de um investimento. Considerando que diferentes títulos apresentam diferentes características, o primeiro passo deve ser estabelecer um critério que torne sua comparação possível; e, se o objetivo principal do investidor é garantir o maior retorno possível, esse deve ser nosso ponto de partida para estipular o *quantum* específico de retorno a ser requerido por esse investidor⁵⁵⁹.

Como estamos nos pautando por uma forma específica de “conhecer” o mundo, o dedutivismo matemático, devemos pensar nas relações que buscamos compreender a partir desse prisma. Considerando que, na sua essência, o objetivo dessa atividade é especular sobre os possíveis estados futuros, devemos nos valer de um instrumento que seja minimamente capaz de realizar esse tipo de objetivo: especificamente, nos valeremos da probabilidade⁵⁶⁰.

Probabilidade é o mecanismo por excelência de especulação sobre a incerteza do futuro; ela representa a frequência relativa de ocorrência de um determinado fenômeno⁵⁶¹. Após coletarmos dados sobre a realidade — algo que nos mercados financeiros, como visto, só foi possível mediante a implementação de uma tecnologia específica capaz de registrar os dados em primeiro lugar (i.e., *stock ticker*, listas de preços, etc.) —, podemos avaliar como eles se comportam em um “ambiente experimental”, observando a razão do número de vezes em que o resultado ocorre, em relação ao número total de tentativas. Conforme repetirmos esse trabalho cada vez mais e mais vezes — ou seja, conforme formos aumentando a quantidade disponível de dados sobre esses resultados —, quando essa razão convergir para algum valor específico, chegaremos às múltiplas probabilidades de acontecimento dos diferentes resultados possíveis⁵⁶².

Diferentes investimentos oferecerão diferentes retornos; e um único investimento, a depender de suas características específicas, poderá gerar diferentes retornos em si já que, apesar das nossas projeções, um investimento pode oferecer um número infinito de retornos possíveis — cada qual, de acordo com a economia financeira, com uma probabilidade

⁵⁵⁹ BERK; DEMARZO, 2016, p. 350–388.

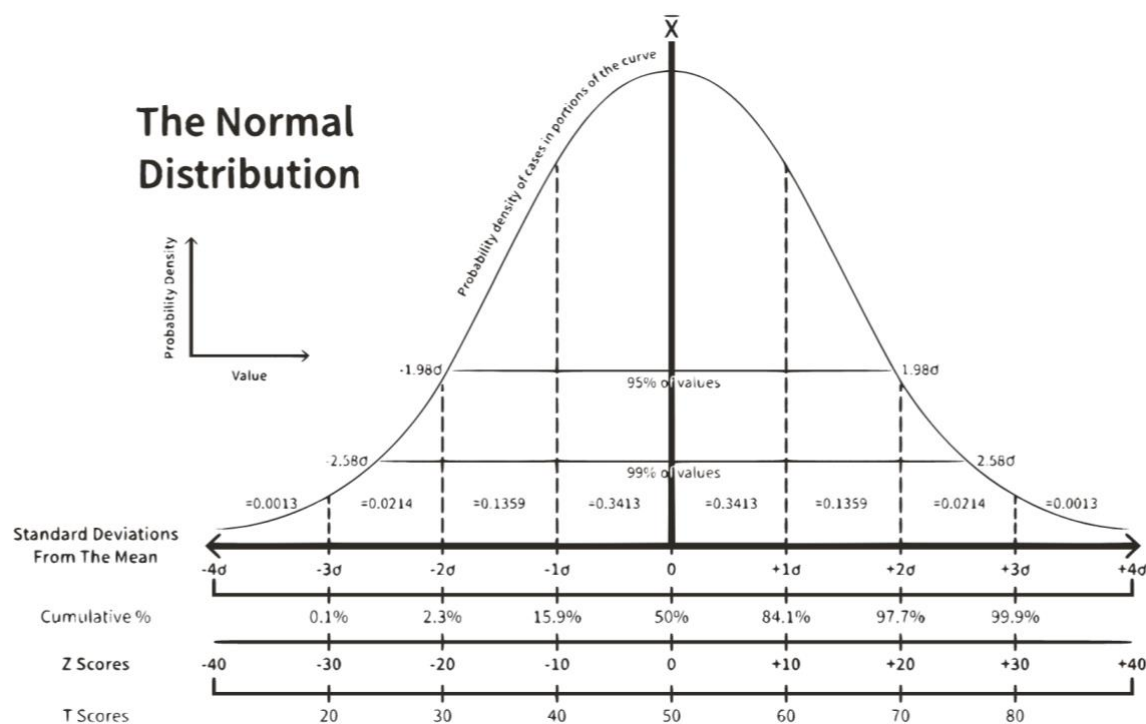
⁵⁶⁰ LAWSON, 1997, p. 170–171.

⁵⁶¹ BERK; DEMARZO, 2016, p. 354–357.

⁵⁶² Esta explicação, apesar de ilustrativa em razão da sua intuitividade, já não é mais a fundamentação matemática cientificamente aceita para a explicação da teoria da probabilidade; para uma explicação fundamentada em termos matemáticos a partir dos axiomas da probabilidade: cf. MAYBECK, Peter S., *Probability theory and static models*, in: **Stochastic models, estimation, and control**, [s.l.]: Elsevier, 1979, p. 59–132.

específica de realização⁵⁶³. Se plotássemos esses possíveis valores em um gráfico, conseguiríamos expressar essa função específica, denominada distribuição de probabilidade e representada abaixo (Figura 11). Como nosso objetivo não é apenas representar graficamente as diferentes probabilidades e seus retornos específicos, mas sim operacionalizar uma comparação entre essas probabilidades e outras (de outros investimentos), essa representação gráfica ainda não é a resposta que necessitamos. A distribuição de probabilidade representa todos os resultados possíveis de uma variável aleatória (retorno); e esse retorno nada mais seria do que um aumento percentual em relação a um valor originalmente investido — a sua variância, em termos matemáticos.

Figura 11 — Exemplo de distribuição probabilística normal



Fonte: adaptado de Investopedia⁵⁶⁴

⁵⁶³ LAWSON, 1997, p. 170–171.

⁵⁶⁴ A Figura representa uma adaptação do gráfico disponível em: BLOOMENTHAL, Andrew, **Bell Curve Definition: Normal Distribution Meaning Example in Finance**, Investopedia, disponível em: <<https://www.investopedia.com/terms/b/bell-curve.asp>>. acesso em: 6 nov. 2022.

6.1.1 Calculando o retorno esperado⁵⁶⁵

Imaginemos, agora, que pudéssemos realizar um experimento probabilístico na nossa interpretação concreta dos mercados: se pudéssemos repetir nosso investimento por uma quantidade significativa de vezes, anotássemos esses valores, e distribuíssemos os resultados em uma função, chegaríamos na distribuição de probabilidade daquele retorno. Mais do que isso, se plotássemos essa função em um gráfico, conseguiríamos identificar um ponto específico — o chamado ponto de equilíbrio da distribuição —, representando qual o resultado mais provável de acontecer. Esse ponto de equilíbrio é chamado “valor esperado”, calculado a partir de uma média ponderada dos retornos possíveis, onde cada peso atribuído à função corresponde a uma probabilidade; e sua representação formal é dada pela seguinte equação:

$$E[R] = \sum_R p_R \times R$$

Equação 1 — Valor esperado

Uma vez identificado o retorno esperado, podemos proceder à sua análise mediante a utilização de dois outros instrumentos matemáticos decorrentes da teoria da probabilidade: a variância — ou seja, o desvio esperado da média elevado ao quadrado (Eq. 2) — e o desvio padrão — identificável pela raiz quadrada da variância (Eq. 3). A variância, enquanto indicador, representaria uma medida do quão “esparsa” é a distribuição do retorno; o desvio padrão, por sua vez, representaria a volatilidade de um ativo.

$$Var(R) = E[(R - E[R])^2] = \sum_r p_r \times (R - E[R])^2$$

Equação 2 — Variância

$$SD(R) = \sqrt{Var(R)}$$

Equação 3 — Desvio padrão

⁵⁶⁵ Dada a natureza expressamente técnica da discussão que segue, optei por fazer referência à fonte documental central para o desenvolvimento da presente argumentação em um só ponto, em vez de repetir as indicações a cada alegação. Cf. BERK; DEMARZO, 2016, p. 354–357.

Como dito, a utilização da teoria da probabilidade requer uma quantidade suficiente de dados sobre o funcionamento de uma determinada variável; no caso, para que possamos calcular a variância e o desvio padrão referente a um determinado ativo, precisaremos de uma série de dados sobre o comportamento histórico daquele ativo nos mercados. Para isso, avaliaremos não os retornos esperados, mas sim os retornos realizados ao longo de determinados períodos. Após especificarmos um recorte temporal específico (e.g. um ano), conseguimos operacionalizar uma comparação entre diferentes ativos para identificarmos quais destes tiveram os melhores desempenhos ao longo do período. Com esses dados em mãos, conseguimos estimar o risco de cada ativo com base na identificação de sua variância, por meio da computação do desvio da média elevado ao quadrado (o retorno realizado médio):

$$Var(R) = \frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (R_t - \bar{R})^2$$

Equação 4 — Desvio padrão do retorno

Ao calcular a volatilidade (desvio padrão de um retorno) histórica de um determinado ativo, o investidor consegue estabelecer um critério geral, comensurável e comparável para operacionalizar sua comparação entre diferentes ativos. Com esses dados em mãos, finalmente podemos estipular, em termos simplificados, o retorno esperado que um investidor deveria requerer — o *quantum* que tornará esse investimento algo matematicamente “desejável” — na forma de compensação pela assunção específica de cada risco.

6.1.2 Considerando diferentes tipos de risco⁵⁶⁶

Na economia financeira, riscos são divididos em duas modalidades distintas: riscos comuns ou independentes. Uma forma interessante de compreendermos essa diferença se dá por meio das características da técnica asseguradora (i.e., seguros). Quando seguradoras consideram as características de uma apólice contra determinados tipos de eventos, sua precificação — ou seja, o valor estipulado como contraprestação pelo seguro — será determinado pela relação entre risco e retorno; particularmente, seu foco estará na probabilidade de que os eventos contra os quais emitirá o seguro ocorram. Consideremos,

⁵⁶⁶ Vide nota anterior: Ibid., p. 367–377.

por exemplo, um seguro de casa, organizado em duas apólices distintas: uma voltada para eventos de furto residencial; outra para terremotos.

Digamos que as chances de que uma casa seja furtada em um dado ano seja de 1%. Imaginando que essa empresa de seguros seja parte em, digamos, 100 mil contratos de seguro, no período de um ano, cerca de mil sinistros sejam registrados (1% da carteira total de apólices).

No caso das apólices contra terremotos, entretanto, essa relação se modifica substancialmente. Em termos imediatos, poderíamos considerar que seria um excelente negócio para a seguradora vender a maior quantidade de apólices contra terremotos em razão da sua probabilidade de ocorrência de, digamos, 0,01%; a chance de sinistros é cem vezes menor do que a chance de um furto. Considerando que nossa empresa hipotética detém o mesmo número de apólices no total (cem mil), um cálculo básico revelaria nossa expectativa de que cerca de cem sinistros serão registrados por ano.

Aqui, entretanto, identificamos uma diferença fundamental entre as duas situações. Apesar do número de sinistros para uma apólice contra terremotos ser menor, os prejuízos causados por eventos sísmicos costumam ser bem mais elevados do que aqueles gerados pelos furtos. Uma casa atingida por um terremoto pode, muito provavelmente, sofrer danos estruturais irreparáveis, tornando seu conserto uma despesa altíssima. O risco ao qual a empresa de seguros se submete, apesar do número menor de sinistros, pode ser significativamente maior.

Furtos, dentro dos parâmetros desse exemplo hipotético, são mais bem representados como riscos independentes, por não estarem diretamente correlacionados com outras formas de risco; terremotos, por sua vez, devem ser compreendidos como riscos sistêmicos, visto que são (nesse caso, perfeitamente) correlacionados entre diferentes unidades analíticas (i.e., casas seguradas). Como, em qualquer investimento, contaremos com essas duas formas de risco (independente e comum), precisamos buscar formas de mitigar esse risco; para isso, podemos nos valer da estratégia da diversificação.

A diversificação é uma estratégia que consiste em diminuir o risco de um investimento concentrando-se em diferentes ativos. Ou seja, em vez de colocar todos os ovos em uma única cesta, optamos por dividir nossos recursos em diferentes cestas. A diversificação é importante porque, ao invés de termos todo o nosso capital investido em um único ativo, que estará sujeito a um único tipo de risco, podemos tentar limitar nossos riscos jogando em diversos "times" ao mesmo tempo: se um ativo está exposto a um risco particular (e.g., o preço ação de uma petrolífera estatal é influenciado pela intervenção do governo),

uma das formas de compensarmos esse risco é encontrando ativos que estejam inversamente correlacionados ao seu movimento (e.g., um contrato derivativo de opção de compra da ação em um determinado preço).

No caso específico do seguro contra furto, temos duas situações: a posição do proprietário de um bem (e.g., uma casa) e a posição da seguradora. O proprietário de um bem estará exposto ao risco de furto; enquanto isso, a seguradora, que é quem oferece o produto, terá que cobrir esse risco. Como vimos anteriormente, a seguradora pode diminuir esse risco através da diversificação: basta que ela ofereça o mesmo produto para um grande número de clientes. Dessa forma, mesmo que alguns clientes tenham de usufruir do seguro, a seguradora terá um grande número de clientes que não usufruirão do produto e, portanto, compensarão os prejuízos. Além disso, a seguradora também pode diversificar sua carteira de clientes: basta oferecer o produto para clientes em diferentes regiões geográficas ou com diferentes perfis de risco.

O que diversificação pretende, enquanto lógica particular, é mitigar riscos; e, em alguns casos, essa pode ser uma importante medida para a proteção contra riscos em diversos aspectos de nossas vidas. Agricultores, por exemplo, costumam diversificar os tipos de culturas que plantam para diminuir o risco de falha de uma única cultura; similarmente, podem também valer-se de contratos derivativos (i.e., futuros, opções, etc.) para protegerem-se, mediante o pagamento de um prêmio mensal, de eventos climáticos capazes de prejudicar sua colheita.

Dentro da lógica implícita na economia financeira, a unidade de medida mais importante são os preços; eles funcionariam como as melhores expressões das curvas de utilidade individuais pertencentes à cada um dos indivíduos que participam de um determinado mercado, seguindo a lógica de oferta e demanda já avaliada. Quando uma notícia sobre uma determinada empresa é publicada — tornando-se disponível supostamente para todos —, as novas informações afetam nossa avaliação daquela empresa e não de outras (i.e., risco individual); quando essa notícia é sobre o mercado como um todo, nossa percepção de risco sobre todo mercado muda (i.e., risco sistêmico). Essas percepções de risco seriam manifestadas através do comportamento dos agentes nos mercados financeiros, traduzindo-se em flutuações nos preços das ações e nos dividendos.

A principal diferença prática entre essas duas modalidades de risco diz respeito à sua capacidade de diversificação: riscos individuais (i.e., específico, idiossincrático) podem ser diversificados por meio da composição de uma carteira suficientemente variada, já que são independentes uns dos outros; riscos sistêmicos (i.e., comuns, de mercado) não são

diversificáveis, porque afetam todos os ativos simultaneamente. Para que consigamos diversificar esses riscos, precisamos calcular o retorno esperado de uma carteira diversificada o suficiente para exprimir, de maneira minimamente adequada à realidade, apenas o risco sistêmico; em outras palavras, precisamos fazer referência a uma carteira eficiente.

Uma carteira é considerada tão eficiente quanto capaz de representar apenas riscos sistêmicos; nesse caso, variações sobre essa carteira representarão não riscos idiossincráticos, mas choques sistêmicos à economia como um todo. Para isso, ela precisa representar, da melhor maneira possível, o “todo” da economia; em outras palavras, ela precisa ser o mais variada possível. Como a busca de informações sobre cada empresa particular seria inviável, o que poderíamos fazer, de acordo com a economia financeira, seria utilizarmos um *proxy* que consiga representar o efeito de riscos sistêmicos à economia como um todo; para isso, investidores normalmente optam por índices como o S&P500. Em razão de sua estrutura interna — a organização entre seus diferentes elementos constitutivos (e.g., ações) — podemos dizer que uma carteira eficiente é aquela que esgotou os benefícios da diversificação na redução de sua exposição a riscos idiossincráticos.

6.1.3 Identificando o *beta* da relação⁵⁶⁷

Todo ativo, como visto, tem um certo risco associado; esse risco é medido pelo seu *beta* (β), um indicador da volatilidade de um determinado ativo em relação ao mercado como um todo. Em termos exemplificativos, um *beta* de 1 indicaria a correlação perfeita desse ativo com os movimentos de uma carteira eficiente; um *beta* de 2, por sua vez, indicaria que esse ativo é duas vezes mais volátil que o mercado, enquanto um *beta* de 0,5 significaria que esse ativo tem uma volatilidade quantificável como metade da volatilidade do mercado

Para calcularmos o *beta* de um ativo, precisamos de dois números: seu retorno esperado e o retorno esperado da carteira de mercado (e.g., representado pelo S&P 500). Uma vez identificados esses valores, podemos calcular a razão do primeiro em relação ao segundo, chegando ao resultado da nossa volatilidade relativa, expressada como *beta*. A partir dessa informação, investidores com diferentes apetites de risco poderão orientar suas decisões a partir da relação entre o risco e o retorno oferecidos por aquele investimento. Investimentos mais arriscados (i.e., com um *beta* maior), requererão um aumento

⁵⁶⁷ Vide notas X e Y: Ibid., p. 378–380.

remuneratório equivalente; e o mesmo vale para o oposto. Dessa forma, podemos usar o beta da oportunidade de investimento para determinar a qualidade dessa oportunidade em comparação à outras existentes no mercado. Essa é a implementação prática da técnica financeira explorada nos capítulos anteriores, o Modelo de Precificação de Ativos Capitais (CAPM)⁵⁶⁸, que funciona como o padrão-ouro para a estimação do custo de capital de um investimento, e que pode ser expressa pela seguinte fórmula matemática:

$$r_I = \text{taxa de juros sem risco} + \beta_I \times \text{prêmio de risco do mercado}$$

$$r_I = r_f + \beta_x \times (E[R_{Mkt}] - r_f)$$

Equação 5 — Beta (CAPM)

Se a relação genérica entre risco e retorno foi inicialmente explorada por CAPM, sua generalidade não nos permite identificar, de forma imediata, a operação concreta dos agentes envolvidos com a crise; para isso, precisamos atentar às especificidades dos títulos que mais nos interessam: MBS, CDO e ABS CDO.

6.2 Especificidades dos títulos mobiliários lastreados em hipotecas

Agora que consideramos os parâmetros genéricos para a *avaliação* de um ativo — ou seja, para a estipulação do quociente entre risco e retorno —, podemos passar às considerações dos requisitos particulares dos títulos mobiliários de nosso interesse: se nos interessa identificar as relações que auxiliaram na detonação da crise, entretanto, não basta pensarmos em termos abstratos⁵⁶⁹; precisamos considerar como eram avaliados os instrumentos financeiros que estavam no centro do debacle⁵⁷⁰.

Ao considerar a viabilidade de um investimento hipotecário, um investidor cauteloso terá de avaliar a incidência de uma série de fatores distintos para tomar uma decisão informada. O primeiro e mais evidente risco diz respeito à capacidade de pagamento dos

⁵⁶⁸ Vide item 4.5 do presente trabalho.

⁵⁶⁹ Em um ilustrativo artigo, Donald Mackenzie analisou detalhadamente, a partir de entrevistas com centenas de praticantes do mercado e outras fontes, as características do processo avaliativo executado pelas agências de crédito. Cf. MACKENZIE, 2011.

⁵⁷⁰ Algoritmos financeiros são segredos industriais, aos quais não temos acesso; mesmo assim, sua fundamentação decorre essencialmente da economia financeira e de suas múltiplas “traduções”, razão pela qual faz-se a opção metodológica de basear a presente explicação nessas fontes.

mutuários, ou seja, o risco de inadimplência⁵⁷¹: caso o tomador do empréstimo original deixe de efetuar seus pagamentos mensais, como poderá o investidor reaver os valores que lhe são devidos?

Como visto, a presença do sistema de dupla garantia nas hipotecas *prime* comercializadas por Ginnie Mae praticamente eliminava esse risco específico, visto que o governo federal aparecia como garantidor do pagamento do principal mais juros⁵⁷². Títulos lastreados em empréstimos feitos pelas outras GSE, embora não contassem com a garantia implícita do governo estadunidense como uma segunda garantia, como em títulos emitidos pela Ginnie Mae, normalmente contavam com outras formas de seguro, normalmente privados, além das tradicionais garantias da FHA e do seguro da VA.

Em razão da maneira como esse sistema hipotecário acabou se organizando — um processo que, como visto, passa por uma série de determinações complexas e, por vezes, contraditórias entre si — o sistema de securitização hipotecário assumiu uma característica particular: diante da existência das garantias governamentais contra inadimplência, bem como da ausência de qualquer forma de penalidade pelo pré-pagamento, investidores passaram a avaliar MBS governamentais com foco praticamente exclusivo no risco de pré-pagamento⁵⁷³. As próprias GSE, ao desenvolverem seus modelos de avaliação de risco, optaram por transformar a inadimplência em um tipo específico de pré-pagamento: se o tomador deixasse de pagar, as GSE pagavam os investidores daquele MBS a soma que eles teriam recebido se aquela hipoteca tivesse sido pré-paga naquele momento⁵⁷⁴.

A transformação do mercado hipotecário em um mercado atrativo para investidores foi, como analisada nos últimos capítulos, um longo processo. O mercado hipotecário não aparecia como um caminho especialmente atrativo para investidores justamente porque existiam uma série de outros investimentos mais aptos a cederem menores riscos e maiores retornos por cada dólar investido: enquanto os juros decorrentes de investimentos de curto prazo fossem maiores do que aqueles necessários para cobrir os 30 anos de um contrato de hipoteca, não fazia sentido para muitos agentes financeiros participar de tal mercado.

Isso mudaria drasticamente a partir da década de 1980. Com a instituição do sistema de garantia dupla das GSE, bem como com a implementação do processo de securitização “baunilha” pelo governo federal estadunidense, uma nova avenida de interesse surgiria:

⁵⁷¹ DAVIDSON, 2014, p. 23–26.

⁵⁷² MACKENZIE, 2011, p. 1790.

⁵⁷³ *Ibid.*, p. 1791–1792.

⁵⁷⁴ *Ibid.*, p. 1792.

ainda que o prazo de *repagamento* continuasse longo e com relativamente baixa remuneração, a ascensão da economia financeira se expandiria para outras formas de obtenção de lucro mediante um processo de estruturação financeira dos ativos. Em 1977, o primeiro título moderno *private label* — ou seja, não patrocinado pelo governo federal — seria emitido pelo *Bank of America*; e a partir de 1988, seria expandido para abrigar uma infinidade de dívidas distinta, passando a ser classificado genericamente como um *asset-backed security* (ABS) — um título mobiliário lastreado por ativos, em uma tradução direta⁵⁷⁵.

Havia, entretanto, uma diferença fundamental entre essas novas securitizações *private label* e suas contrapartes públicas: como esses eram títulos que não contavam com o sistema de dupla-garantia implementado pelo governo estadunidense, o risco de inadimplência passou a tornar-se novamente importante durante o processo de avaliação de risco⁵⁷⁶. Para dar conta dos diferentes níveis de risco das hipotecas subjacentes ao título, ao invés de organizarem-se como os certificados de participação governamentais — que ofereciam parcelas idênticas do fluxo de pagamento das hipotecas subjacentes —, um processo de estruturação financeira passou a ser operado pelas instituições privadas, com importantes consequências para a operação dos mercados hipotecários.

O problema decorrente da ausência da garantia governamental era claro: se ninguém está lá para garantir que o pagamento da dívida será efetivado, torna-se preciso implementar novas formas de avaliar a existência e incidência desse risco. E ainda que existissem soluções estruturalmente similares à contratos de seguro, como no caso dos CDS, essas eram soluções sempre financeiramente caras, o que impelia seus criadores de buscarem novas estratégias para a diminuição desse risco.

Obrigados a construir formas alternativas de gestão desse risco, os grandes bancos de investimento estadunidenses apostaram na complexificação cada vez maior de seus veículos financeiros, constituindo uma nova forma de estruturação de seus títulos mobiliários lastreados por hipotecas⁵⁷⁷. Esse processo de estruturação era constituído por dois novos processos: o *pooling* e o *tranching* de dívidas. Reconhecendo a importância da diversificação para a construção de um portfolio ideal — uma consequência lógica do CAPM, como visto —, milhares de hipotecas de diferentes qualidades e características passaram a ser propositadamente unificadas (*pooled*) em um único título. Riscos individuais

⁵⁷⁵ Ibid., p. 1792–1793.

⁵⁷⁶ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 68–72.

⁵⁷⁷ Ibid., p. 43.

poderiam ser *diversificados*, já que, a partir da economia financeira, a probabilidade de que contratos com características tão distintas (i.e., localização geográfica distante, perfil de crédito particular, etc.) se comportassem de maneira correlacionada seria muito pequena; quanto mais diferente, melhor.

Se a diversificação funcionava como um mecanismo supostamente importante de segurança, essa não era a única forma de contenção considerada pelos “engenheiros” financeiros responsáveis pela elaboração dos novos contratos de ABS. Após combinarem esses milhares de contratos de dívida — não apenas hipotecária, mas também de cartão de crédito, veicular, estudantil, etc. — em um único título, uma nova etapa do processo se iniciava, focada em resolver o problema do risco que não poderia ser “diversificado” e que não era, nesses casos, garantido pelo governo federal; afinal de contas, seria impossível encontrar dívidas diferentes o suficiente para eliminar qualquer correlação interna. Como uma segunda forma de gestão de risco, outra estratégia passou a ser utilizada: ao invés de oferecerem uma remuneração única — um único fluxo de pagamentos, como nas GSE —, as dívidas subjacentes passaram a ser combinadas em diferentes classes de risco, ou *tranches*, na terminologia específica⁵⁷⁸.

A primeira classe de ativos — denominada como “peça de primeira perda” — é aquela na qual se concentram os ativos com a maior probabilidade de sofrerem perdas devido à inadimplência nas hipotecas subjacentes. Se a inadimplência atingisse um nível em que as perdas fossem capazes de esgotar essa primeira classe, investidores que tivessem adquirido a segunda classe de risco — também conhecida como o *tranche* de mezanino — estariam, então, sob risco de sofrerem perdas. O mais alto nível dessa hierarquia é a chamada *senior tranche*, normalmente vendida para investidores externos, já que conta com as classes de risco inferiores como “amortecedores” o que, supostamente, a tornaria menos arriscada⁵⁷⁹.

Essas não eram ideias criadas do nada, mas sim implementações práticas decorrentes de conhecimentos tidos como supostamente científicos; sua origem, apesar das idiosincrasias de cada modelo, é claramente identificável no proposto pela economia financeira. Sua tradução em tecnologia, entretanto, não estava limitada ao processo de desenho dos instrumentos de avaliação utilizados, mas sim às próprias formas de uso desses instrumentos: por mais que as implementações tecnológicas mencionadas conseguissem, de fato, ampliar as capacidades humanas de computação dos cálculos matemáticos propostos pelos economistas financeiros, seu resultado não se dava, como também já mencionado, de

⁵⁷⁸ DAVIDSON, 2014, p. 30–38.

⁵⁷⁹ MACKENZIE, 2011, p. 1798.

forma automatizada. Esses são instrumentos que dependem de um processo de interpretação sobre a realidade; são instrumentos utilizados para executarem uma tarefa muito específica: a avaliação sobre a expressão monetária do “valor” de algo.

Esses são instrumentos notoriamente de difícil interpretação, é claro; mas a dificuldade na sua operação não modifica o fato de que sua existência enquanto artefato técnico só é justificada em termos relacionais àqueles que as utilizarão: o que os torna ferramentas não são apenas seus poderes, mas sim a sua relação com seus usuários⁵⁸⁰. Assim como um martelo não perderia sua forma ou conteúdo se a humanidade deixasse de existir, tampouco um *software* se modificaria dessa maneira; mas o que os torna ferramentas — martelos e *softwares* — é sua relação com pessoas, que os constroem como ferramentas e os utilizam como ferramentas para interagirem com outros sistemas diferentes⁵⁸¹. Esses são artefatos que produzem resultados que não se bastam por si mesmos, e que então são interpretados para serem utilizados.

O problema, é claro, diz respeito a como tornar esse processo interpretativo amplo e geral o suficiente para que seja incorporado pelos agentes do mercado: se mesmo aqueles que os desenvolveram tem dimensão de que, para chegarem naquele resultado, precisaram de muito esforço, não é preciso ir longe para considerarmos qual seria a dificuldade de alguém que não gozou do mesmo treinamento matemático e estatístico. Ainda que muitos participantes dominassem efetivamente as fundamentações teóricas subjacentes à essas avaliações de risco, muitas vezes conduzindo suas próprias avaliações internas o processo de avaliação interna, o funcionamento prático dos mercados financeiros dependia de um sem-número de pessoas que, por vezes, não dominava adequadamente esses instrumentos⁵⁸². Em uma operação crescentemente mais complexa, tornou-se necessário estabelecer algum padrão de avaliação dos riscos atrelados a essas operações; e como a história é escrita por indivíduos concretos, mas não de acordo com circunstâncias por eles escolhidas, a forma pela qual tal solução surgiu não poderia ter sido diferente: como um novo “produto financeiro”, a ser oferecido por um grupo de corporações específicas, denominadas agências de classificação de risco.

⁵⁸⁰ LAWSON, 2008.

⁵⁸¹ LAWSON, 2007.

⁵⁸² ANGELIDES *et al*, 2011, p. 119.

6.3 Terceirizando as avaliações: agências de classificação de risco

Agências de classificação de risco são uma parte fundamental do sistema financeiro estadunidense, com as três maiores empresas (i.e., S&P, Moody's e Fitch) fornecendo avaliações dos riscos associados aos diferentes produtos financeiros de forma independente⁵⁸³. Seu funcionamento, em termos gerais, permite que investidores consigam compreender os riscos e recompensas relativos a cada possibilidade de investimento, servindo também como um padrão genérico para a determinação de perfis de investimento adequados para cada cliente. Seus produtos, classificações de risco, são usados pelos subscritores (i.e., empresas responsáveis pela emissão de títulos) para determinar a estrutura de cada instrumento; pelos bancos para determinar a quantidade de capital a ser mantida; e, pelos mercados *repo*, para determinar os termos dos empréstimos.

Conforme tais agências foram se tornando ainda mais centrais na avaliação de uma série de títulos mobiliários, sua posição foi institucionalizando-se concomitantemente. Com o passar do tempo, os resultados de avaliação de um título passaram a ser incorporados em contratos privados, metas de operação e até mesmo em legislações, estipulando quais os níveis de risco de determinadas instituições poderiam assumir durante sua operação nos mercados financeiros (e.g., fundos de pensão, etc.)⁵⁸⁴. No início do século XXI, elas já representavam um dos pilares fundamentais do sistema financeiro mundial, atribuindo uma série de avaliações para diferentes títulos e permitindo, assim, sua negociação de forma mais rápida, simples e eficiente.

Apesar de sua funcionalidade regulatória explícita, essas eram instituições capitalistas que, como a maior parte dos agentes do mercado financeiro, não acreditavam em limites (i.e., regulação) quanto à condução de seu negócio⁵⁸⁵; exceto, é claro, quando essa regulação transformava seu produto em uma obrigação para a qualquer subscrição de ativos. Ainda que uma legislação de 2006 tivesse atribuído à SEC autoridade limitada para supervisioná-las, questões como o conteúdo das classificações ou os procedimentos e metodologias utilizados permaneceriam fora de seu escopo⁵⁸⁶. O mais interessante, entretanto, é razão para esse distanciamento: as agências de classificação não eram

⁵⁸³ KRUCK, Andreas, **Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance**, Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan, 2011, p. 20.

⁵⁸⁴ Para uma avaliação detalhada dos usos e funções atribuídos historicamente às agências de classificação de risco, ver: *Ibid.*, p. 19–79.

⁵⁸⁵ ANGELIDES *et al.*, 2011, p. 119.

⁵⁸⁶ *Ibid.*

responsáveis por declarações incorretas em registros de títulos porque, de acordo com a interpretação majoritária, suas classificações seriam apenas “opiniões” e, portanto, estariam protegidas pelo direito à liberdade de expressão⁵⁸⁷.

Tendo operado em outros mercados inicialmente, não tardaria até que seus serviços fossem ampliados para auxiliar na lucrativa máquina hipotecária. O apelo para que tais serviços fossem expandidos é facilmente compreensível: enquanto uma análise diligente de um MBS implicaria a avaliação individual de centenas de milhares de contratos de hipoteca — um trabalho absolutamente desgastante e dependente de amplos recursos computacionais —, o que tais agências forneciam era o sonho de qualquer operador de mercado: uma tipologia simples e didática, classificando as diferentes hierarquias de risco atribuíveis a cada título (ou *tranche*). A Figura 12 ilustra como a S&P classifica o nível de risco atribuível aos ativos por ela avaliados, na qual os ativos mais seguros (i.e., com menores riscos) eram qualificados como AAA; outros, menos seguros, seriam identificados como AA; e assim sucessivamente, até o último grau de avaliação, BBB. Quaisquer avaliações inferiores à essa classificação não seriam consideradas como boas o suficiente para investimento, sendo associadas a práticas especulativas — no sentido moralista já mencionado (cap. 4) —, e denominadas de investimentos *subprime*.

Ao contrário do que muitos imaginam, entretanto, o processo de avaliação de um MBS por uma agência de classificação de risco não é operacionalizado exclusivamente por ela; os “clientes” (i.e., bancos de investimento) trabalham ativamente com tais agências durante a fase de desenvolvimento da estrutura do produto financeiro, sobretudo para buscar encontrar composições que pudessem gerar a quantidade de lucro desejada — algo que dependia fundamentalmente de como tais ativos seriam avaliados. Como trata-se de um produto virtual — uma promessa de pagamento, essencialmente —, sua composição pode ser variada a partir de diversos critérios; e a depender de cada variação possível, diferentes níveis de risco serão atribuídos⁵⁸⁸.

⁵⁸⁷ Apesar dessa institucionalização regulatória, o produto das agências de classificação foi classificado pelos tribunais estadunidenses como “opiniões”; e, na condição de “opiniões”, suas avaliações não poderiam ser objeto de responsabilização, já que se enquadrariam na proteção da “Primeira Emenda à Constituição”, que defende a liberdade de expressão. Sobre a discussão: JONES, Ashby, A First Amendment Defense for the Rating Agencies?, *Wall Street Journal*, 2009.

⁵⁸⁸ Uma das consequências dessa forma de organização — bancos de investimento buscavam as agências para auxiliá-los na construção dos MBS, e não apenas entregavam os produtos prontos para serem avaliados —, dizia respeito ao potencial conflito de interesses dali decorrente: como os bancos de investimento atuavam como os clientes das agências, trabalhando conjuntamente na elaboração e na adequação de diversos produtos, havia um incentivo por parte das agências em oferecer avaliações geralmente mais positivas à determinados ativos — afinal de contas, tal cliente sempre poderia caminhar uma quadra até uma agência concorrente e fazer exatamente a mesma coisa.

Figura 12 — Níveis de investimento

Caracterização da dívida		S&P	Moody's	Fitch
Maior qualidade	Classificações de investimento (<i>investment-grade</i>)	AAA	Aaa	AAA
		AA+	Aa1	AA+
Alta qualidade		AA	Aa2	AA
		AA-	Aa3	AA-
Capacidade de pagamento forte		A+	A1	A+
		A	A2	A
		A-	A3	A-
Capacidade de pagamento adequada		BBB+	Baal	BBB+
		BBB	Baa2	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-	
Provavelmente cumprirá com obrigações (atual incerteza)	Classificações de especulação (<i>speculative-grade</i>)	BB+	Bal	BB+
		BB	Ba2	BB
		BB-	Ba3	BB-
Risco creditício alto		B+	B1	B+
		B	B2	B
		B-	B3	B-
Risco creditício muito alto		CCC+	Caal	CCC+
		CCC	Caa2	CCC
		CCC-	Caa3	CCC-
Quase inadimplente (possibilidade de recuperação)		CC	Ca	CC
		SD	C	DDD
Inadimplência		D		DD
			D	

Fonte: adaptado de AFONSO; GOMES; ROTHER, 2007⁵⁸⁹

Assim como a maior parte dos instrumentos de análise financeira quantitativa, a avaliação do risco de contratos de MBS por essas agências dependia de cálculos probabilísticos; cálculos que, como visto, dependem da existência de uma ampla coleção de dados para que a identificação de sua incidência tendencial seja possível. Como a grande preocupação se dava em relação ao risco de inadimplência, simulações (testes de estresse) eram executadas para testar como diferentes *tranches* reagiriam às circunstâncias historicamente associadas a grandes surtos de inadimplência⁵⁹⁰. No caso de avaliações operadas pela S&P, por exemplo, o paradigma utilizado pelo *software* Standard & Poor's LEVELS™ para a qualificação de um ativo como AAA (i.e., a avaliação máxima) era considerado como especialmente conservador: para que um determinado *tranche* fosse assim classificado, a estrutura do título deveria garantir os retornos daquela parcela de dívidas

589

590 MACKENZIE, 2011, p. 1795.

mesmo que os níveis de inadimplência chegassem aos números vividos durante a Grande Depressão⁵⁹¹.

Mas o que seria avaliado? Originariamente, ao contrário do que muitos imaginariam, os objetos de análise das agências de crédito não eram dívidas hipotecárias individuais, mas sim *pools* inteiros de hipotecas; e ainda que essas avaliações tenham sido complementadas por técnicas analíticas de hipotecas individuais, uma forma específica de se interpretar essas relações estava se materializando⁵⁹². Com base em uma série de características gerais (e.g., tipo de propriedade, propósito do empréstimo, tamanho do *pool*, razão LTV, etc.) um exercício comparativo era realizado entre as características do ativo em construção e aquelas de uma (ou mais) carteiras tidas como paradigmas⁵⁹³. Valendo-se de um sistema de classificação por nota, quando discrepâncias entre as características do título apareciam em relação ao paradigma, esses desvios eram quantificados matematicamente, e traduzidos em “prêmios” ou “penalidades”: quanto melhor a nota, mais seguro o ativo⁵⁹⁴.

O principal parâmetro de avaliação do risco de um ativo era, portanto, seu nível de suporte creditício; ou seja, o tamanho do “amortecedor” disponível para proteger cada *tranche* de perdas por inadimplência⁵⁹⁵. Como o processo de avaliação era realizado concomitantemente com a própria elaboração do ativo, o objetivo dos financistas por detrás de cada projeto era encontrar a composição mais barata de ativos capaz de entregar o nível de risco desejado para aquele *tranche*. Em última forma, o que determinava a composição de um MBS eram, portanto, eram os critérios definidos internamente pelas agências de classificação de risco para a avaliação do “suporte de crédito” daquele ativo⁵⁹⁶; e quando os critérios têm problemas, catástrofes acontecem.

Muito embora seja compreensível, em termos computacionais, buscar operacionalizar as avaliações por meio dessa estratégia específica, essa não foi uma escolha

⁵⁹¹ KHADEM, Varqa; PARISI, Francis, Residential Mortgage-Backed Securities, *in*: SERVIGNY, Arnaud de; JOBST, Norbert Josef (Orgs.), **The handbook of structured finance**, New York: McGraw-Hill, 2007, p. 546.

⁵⁹² A partir da década de 1990, as agências de classificação implementariam mudanças em seus sistemas de avaliação, valendo-se de modelos de “regressão logística” ou de “taxa de risco” que incorporavam elementos tanto das hipotecas (e.g., LTV), quanto dos tomadores (e.g., seu score de crédito FICO). Esses novos modelos, por sua vez, foram desenvolvidos com base em uma compilação de dados tanto internos, como os históricos de pagamentos hipotecas, como por dados históricos do governo federal; e, com base nessa metodologia, as agências poderiam realizar novas comparações com as carteiras paradigmáticas de hipotecas *prime*. Cf. MACKENZIE, 2011, p. 1795.

⁵⁹³ A operação dos diversos instrumentos de avaliação da *performance* das garantias (e garantidores) é analisada de maneira pormenorizada em: DAVIDSON (Org.), 2003, p. 203–223.

⁵⁹⁴ MACKENZIE, 2011, p. 1802.

⁵⁹⁵ *Ibid.*, p. 1796–1798.

⁵⁹⁶ O processo de construção desses veículos financeiros contava, para além dos elementos já descritos, com outras formas de “suporte de crédito”, como um excedente de juros, a supercolateralização e a subordinação. Tais técnicas são explicadas, com maior detalhe, em: DAVIDSON (Org.), 2003, p. 24–26.

sem consequências. Ao decidirem por esses critérios de avaliação, o que as agências de risco efetivamente fizeram foi tratar casos de inadimplência implicitamente como estatisticamente independentes: no lugar de incorporarem a noção de “correlação” explicitamente nos novos modelos desenvolvidos, sua incidência continuava a ser calculada por meio de simulações com base em fatores macroeconômicos específicos. Na prática, isso significava um problema gravíssimo para qualquer instrumento que tentasse estipular a probabilidade de ocorrência de inadimplências, já que a independência assumida no modelo não correspondia à realidade: essa suposta “independência” era, na verdade, *dependente* de uma série de variáveis macroeconômicas condensadas em experiências históricas utilizadas como paradigmas de comparação para as simulações. Foi como se tivessem olhado para a caneta que rolava ao chão e, ao invés de estruturar seus modelos levando em consideração esse aspecto da realidade, simplesmente “assumiram” que ela não cairia.

Não bastasse esse flagrante equívoco na operação de avaliação, havia outra fonte de risco não internalizada pelos modelos das agências de crédito⁵⁹⁷: a vulnerabilidade de uma carteira de hipotecas a condições econômicas locais. Como visto, a partir da economia financeira, uma das principais maneiras de se “eliminar” o risco de operações financeiras dá-se por meio da diversificação; e, como em outras variáveis, a incidência dessa concentração geográfica em um determinado grupo de hipotecas resultaria, via de regra, na sua tradução em termos matemáticos para, posteriormente, serem deduzidos da nota geral de suporte de crédito daquela carteira. Com a ascensão dos grandes originadores de hipotecas, entretanto, cuja atuação estendia-se por todo o território estadunidense e cujas carteiras hipotecárias apresentavam consideráveis variações geográficas (i.e., diversificação física), essa prática foi sendo deixada de lado, visto que considerada tanto indesejada pelos clientes (que queriam a melhor nota possível), quanto dispensável pelos avaliadores (que entendiam o critério como atendido).

Essas considerações servem como bons preâmbulos, contextualizando o nível da discussão em termos estritamente metodológicos; mesmo assim, para conseguirmos proceder com uma avaliação adequada da responsabilidade dessas instituições (e das pessoas que ocupavam essa posição de avaliadoras), devemos considerar especificamente quais foram as ações praticadas, bem como as circunstâncias relacionadas a essas práticas. Em

⁵⁹⁷ Em um outro exemplo de como tais modelos ignoraram qualquer forma de dependência estatística entre casos individuais de inadimplência, a questão da concentração geográfica de um grupo de hipotecas era gerida externamente, por meio de procedimentos organizacionais específicos; notadamente, buscava-se desencorajar a ocorrência desse tipo de concentração por meio das penalidades mencionadas, e não como parte integrante do modelo utilizado como base analítica para tais avaliações. Cf. MACKENZIE, 2011, p. 1796.

outras palavras, precisamos limitar nosso julgamento às ações praticadas por indivíduos concretos.

6.4 A “alquimia” da avaliação de risco segmentada

No final da década de 1980, a securitização hipotecária passava, como visto, por uma série de modificações; mais do que isso, essa tecnologia expandia-se para outros tipos de dívidas, formando tanto a categoria genérica dos ABS, quanto um novo produto financeiro, focado na negociação de dívidas corporativas: as obrigações de dívida colateralizada (CDO). Apesar de manter uma estrutura similar aos ABS, sua trajetória histórica teria uma série de consequências importantes em relação à forma de avaliação desses títulos.

Apesar de focar-se inicialmente em outra modalidade de dívidas (corporativas), um CDO funciona estruturalmente de forma similar a um ABS: após agrupar um número considerável de dívidas variadas em uma única carteira, essas dívidas são então suborganizadas em diferentes *tranches* de risco e comercializadas de acordo com o apetite específico de cada investidor (relação risco/retorno)⁵⁹⁸. Ao contrário do processo de avaliação de um MBS, entretanto, as preocupações em um CDO estavam focadas primariamente no risco de inadimplência: ao mesmo tempo em que não dispunha de qualquer política de incentivo governamental (i.e., sistema de dupla garantia), sua estrutura padrão contava normalmente com duras penalidades para aqueles que, por alguma razão, decidissem antecipar a quitação de sua dívida. Ademais, sua organização original enquanto dívida corporativa era extremamente opaca, por vezes sequer contando com a identificação das empresas cuja dívida estava sendo incluída no CDO; a maior parte dos investidores, portanto, não tinha outra saída senão confiar nas agências de classificação para avaliá-los⁵⁹⁹.

A partir do fim da década de 1980, as agências de classificação já contavam com dados suficientes para, em relação à inadimplência corporativa, constituírem um novo paradigma comparativo — um padrão idealizado de inadimplemento —, bem como para estimar as taxas de recuperação — ou seja, a quantidade da dívida recuperada após o

⁵⁹⁸ O estudo de caso CMLTI 2006-NC2, desenvolvido pela Comissão de Investigação das Causas da Crise, no Senado Americano, é especialmente esclarecedor em relação aos diferentes aspectos do funcionamento do processo securitizador: ANGELIDES *et al*, 2011, p. 71.

⁵⁹⁹ Havia uma razão para essa falta de transparência: as instituições financeiras responsáveis pela securitização dessas dívidas tinham receio de perder seus clientes (as corporações cujas dívidas estavam sendo comercializadas) caso publicizassem sua mudança de posição (alienação das dívidas) em relação à exposição quanto a dívida. Cf. MACKENZIE, 2011, p. 1801.

“calote”⁶⁰⁰. Mesmo assim, diante da ausência de um modelo quantitativo publicamente disponível para a estimação das diferentes probabilidades de perda em um único CDO, as agências valeram-se de uma metodologia muito similar àquela da “independência condicional” utilizada para a avaliação de MBS: ao avaliar um CDO, as agências valiam-se de testes de estresse para estimar as probabilidades de inadimplência corporativa (a partir de dados históricos) para os *tranches* mais altos, em seguida utilizando essas estimativas em cálculos que concebiam os eventos de inadimplência como “independentes”. Assim como no caso das hipotecas, caso níveis de correlação maiores fossem identificados em razão de sua pouca diversificação, essas carteiras teriam sua “nota” deduzida de forma processual⁶⁰¹.

Apesar de tomar, inicialmente, essa forma processual de avaliação, tal processo passaria por extensas modificações em um período muito curto, sobretudo em função da influência das mesas de derivativos dos grandes bancos. Desde pelo menos a década de 1980, agentes dos mercados derivativos já contavam com o uso de uma série de modelos quantitativos para orientar suas decisões de investimentos⁶⁰²; e, em razão de sua localização organizacional distinta — na equipe de derivativos e não nos departamentos de securitização —, os CDO por eles desenvolvidos não eram vistos (apesar da similaridade estrutural) como securitizações, mas sim como derivativos de crédito. Não tardaria até que as agências de classificação de risco adotassem os novos modelos de cópula gaussiana para atenderem a esse nicho específico do mercado, com as três principais representantes lançando seus próprios *softwares* para a avaliação de contratos de CDO entre 2001 e 2003⁶⁰³.

Longe de constituir-se como um mero detalhe histórico, essa diferença no processo avaliativo entre produtos financeiros estruturalmente similares traria graves consequências mais adiante; apesar disso, essas não foram diferenças sem qualquer fundamentação. Diferente dos MBS, a razão pela qual a correlação tomou muito mais atenção dos financistas

⁶⁰⁰ Ibid., p. 1804.

⁶⁰¹ A S&P, por exemplo, valia-se dos dados que resultavam dessas simulações para determinar o nível mínimo de diversificação necessário para a concessão dos mais altos níveis de avaliação; títulos cuja composição era concentrada (i.e., com mais de 8% das dívidas em um único setor industrial) tinham sua nota seria deduzida (“*notching*”, no termo técnico). Cf. STANDARD & POOR’S, **Global CBO/CLO Criteria**, New York: Standard & Poor’s, 1999.

⁶⁰² Estendendo o modelo Black-Scholes-Merton de precificação de opções, o teórico da probabilidade tcheco Oldřich Vašíček mostrou como essa abordagem poderia ser usada para avaliar uma carteira grande, homogênea e altamente granular de empréstimos corporativos, modelando explicitamente para correlação (cf. VASICEK, Oldřich, An equilibrium characterization of the term structure, **Journal of Financial Economics**, v. 5, n. 2, p. 177–188, 1977). Embora seu modelo fosse comercialmente confidencial, a *CreditMetrics* — um sistema de estimativa de risco creditício similar ao *RiskMetrics*, também do J.P. Morgan — posteriormente incorporou uma simulação computadorizada mais geral para ajudar a oferecer previsões precisas (cf. GUPTON, Greg M.; FINGER, Christopher C.; BHATIA, Mickey, **CreditMetrics Technical Document**, New York: J.P. Morgan, 1997).

⁶⁰³ MACKENZIE, 2011, p. 1804.

envolvidos com a negociação de CDO dizia respeito ao seu potencial de lucratividade: se a incidência de correlação entre diferentes dívidas fosse baixa, seria possível agrupar vários títulos de menor classificação para construir um *tranche* de classificação mais alta — diversificação em sua forma mais essencial — e, a partir da diferença no *spread* entre as classes altas e baixas, uma oportunidade de arbitragem surgiria. No entanto, caso as correlações entre as diferentes dívidas fossem altas, essa oportunidade desapareceria, com os CDO tornando-se menos lucrativos ou até mesmo inviáveis. Em outras palavras, a baixa correlação era essencial para que contratos de CDO fossem economicamente viáveis⁶⁰⁴. Mas como identificar essa possível correlação entre diferentes empresas? Qual seria a probabilidade de que, se uma empresa deixasse de cumprir com suas obrigações, outra empresa também ficaria inadimplente?

Consideremos o exemplo tecnológico da S&P, denominado *CDO Evaluator*. Anteriormente, as agências de classificação estimavam potenciais níveis de correlação com base em testes de estresse no lugar de modelos quantitativos explícitos — uma continuação das práticas avaliativas já descritas em relação aos MBS. Durante a etapa de desenho desse *software*, e em linha com a abordagem de “independência condicional” utilizada antes dos modelos de cópula gaussiana, a correlação entre empresas de diferentes indústrias foi artificialmente estipulada em zero; e, como mecanismo adicional de gestão de risco, eventuais dependências em relação a condições macroeconômicas continuaram a ser simuladas para uma adequação (supostamente) mais precisa a cada caso⁶⁰⁵. Para empresas pertencentes ao mesmo nicho, entretanto, um outro índice seria necessário, já que a suposição por detrás desse processo era de que empresas do mesmo setor, por suas características compartilhadas, estariam expostas de maneira semelhante a fatores externos. Na versão original do *software*, foi estipulado um valor de 0,3 para a correlação entre corporações de um mesmo setor, refletindo novamente as práticas organizacionais ali presentes e buscando, de alguma maneira, mantê-las coerentes com o sistema de “penalidades” e “recompensas” mencionado⁶⁰⁶.

⁶⁰⁴ “[...] a suposição de baixos níveis de correlação estava no cerne da lógica dos CDO, especialmente dos CDO de arbitragem. Eles dependiam da capacidade de transformar um conjunto diversificado de títulos corporativos ou empréstimos com classificações relativamente modestas (e os altos *spreads* que acompanhavam essas classificações) e embalá-lo em uma estrutura que teria grandes *tranches* com classificações mais altas. Essas *tranches* poderiam então ser vendidas a *spreads* mais baixos, e a diferença poderia ser embolsada como lucros de arbitragem. A baixa correlação foi o que tornou os altos *ratings* justificáveis e a arbitragem viável [...]”. Cf. *Ibid.*

⁶⁰⁵ *Ibid.*, p. 1806.

⁶⁰⁶ Essas estimativas foram utilizadas em razão dos resultados das simulações “rodadas” pelos analistas: quando aplicadas a carteiras compostas de ativos semelhantes, os resultados produzidos tendiam à semelhança, gerando níveis de suporte de crédito — e, conseqüentemente, avaliações — similares. Cf. *Ibid.*, p. 1805–1806.

Essas eram as características do processo avaliativo empregado pelas agências de classificação de risco em relação aos títulos CDO baseados em dívidas corporativas; mas uma combinação, que se demonstraria fatal durante a crise, estava prestes a surgir: títulos de CDO compostos não apenas por dívidas de empresas, mas sim por *tranches* de MBS, denominados ABS CDO.

Com sua origem localizada temporalmente na virada para o século XXI, tais títulos possuíam uma estrutura fundamentalmente diferente tanto dos ABS que lhe serviam de lastro, quanto dos CDO corporativos aos quais referenciava. Sua construção resultou da identificação de uma nova oportunidade de arbitragem: como algumas classes de ABS ofereciam *spreads* mais altos do que dívidas corporativas com uma classificação de risco semelhante, financistas perceberam que seria possível obter uma quantidade maior de lucros ao substituir uma pela outra, agrupando uma quantidade suficiente de ABS para a constituição de um CDO⁶⁰⁷. Além disso, o bom desempenho histórico de títulos lastreados por hipotecas os tornava uma opção aparentemente mais atraente em relação às dívidas corporativas tradicionais. A Figura 13 ilustra a composição de um ABS CDO.

Diante dessa nova possibilidade de “gerar” consideráveis fontes de renda para as instituições financeiras, não tardou até que diferentes setores de cada instituição financeira disputassem pela prerrogativa de elaborar e comercializarem esse tipo de título. A disputa era concentrada entre as equipes de CDO e ABS, com ambas questionando a atribuição uma da outra em relação à produção dessa nova classe de ativos; e, como forma de resolver a pendência, alguns bancos chegaram a intermediar uma divisão dos lucros dali decorrentes, como forma de solução da disputa⁶⁰⁸.

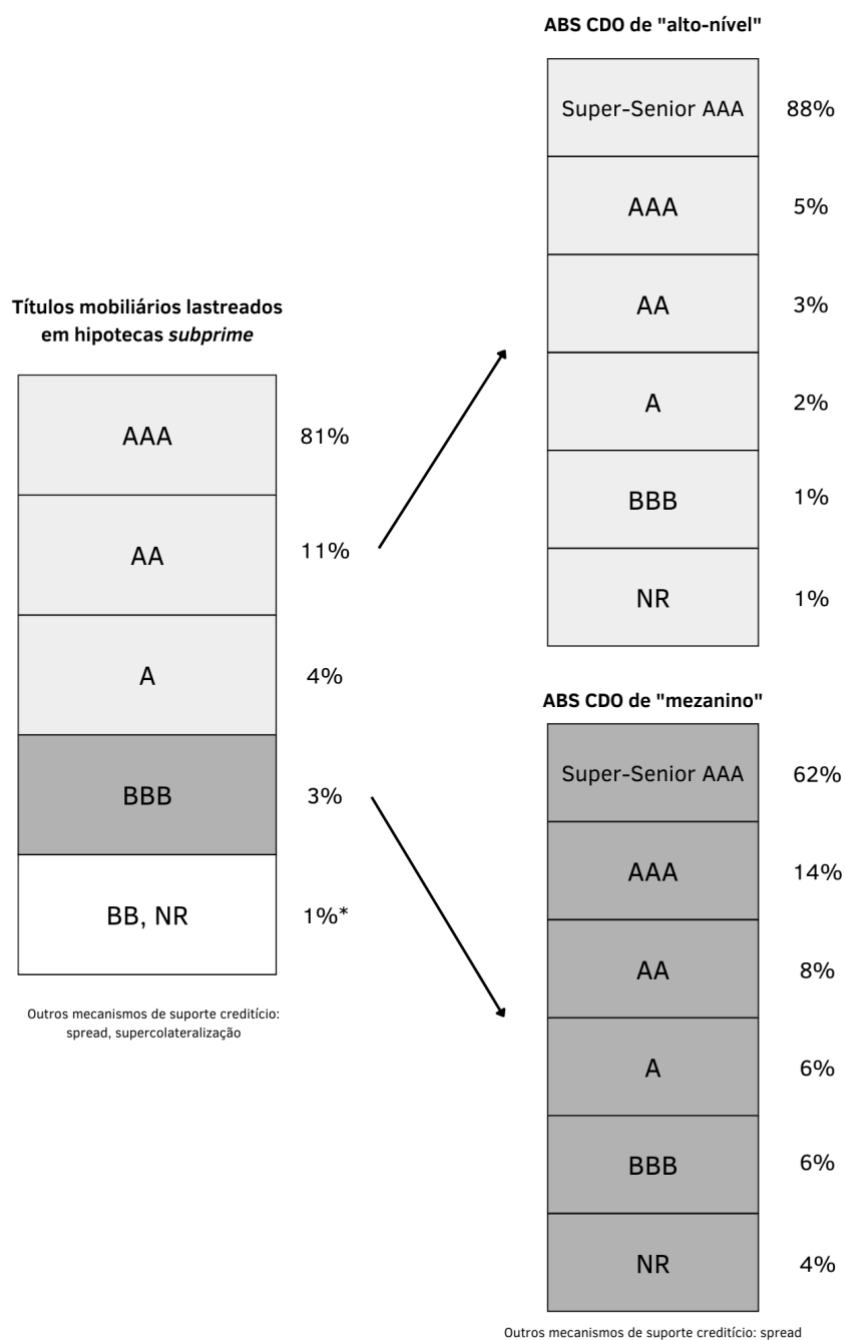
A importância da classificação de risco para a lucratividade dos ABS CDO garantiu um envolvimento imediato, desde sua concepção, das agências de classificação de risco. Ao contrário dos bancos, a divisão de trabalho proposta não foi conflituosa: as três principais agências atribuíram a responsabilidade de avaliação de ABS CDO à equipe focada em CDO, usando, como base, as classificações existentes dos títulos lastreados em hipotecas (e/ou outros ativos) subjacentes já produzidas por seus colegas na mesa de ABS⁶⁰⁹. Essa divisão trouxe importantes consequências para a forma pela qual tais avaliações passaram a ser operacionalizadas internamente pelas agências.

⁶⁰⁷ *Ibid.*, p. 1809.

⁶⁰⁸ *Ibid.*, p. 1810.

⁶⁰⁹ *Ibid.*

Figura 13 — ABS CDO



Fonte: adaptado de MACKENZIE, 2011⁶¹⁰

Ao iniciarem o processo avaliativo de um CDO corporativo, a equipe responsável reutilizaria as classificações de dívida corporativa já existentes e as incorporaria como válidas; ao assumirem a responsabilidade de avaliação dos ABS CDO, esse mesmo processo passou a ser reproduzido, com as avaliações já existentes dos diferentes *tranches* de ABS

⁶¹⁰ Ibid., p. 1813.

sendo incorporadas prontas na avaliação de cada CDO por elas composto⁶¹¹. Em termos gerais, essa era uma prática aceita entre os avaliadores das agências, desde que as origens das avaliações fossem internas; caso um título tivesse sido avaliado por outra das agências, um procedimento similar ao “*notching*” ocorreria, com a consequente “desvalorização” da nota atribuída ao ABS CDO. Ao tratar efetivamente os ABS como se fossem títulos corporativos ou empréstimos, os modelos de CDO existentes poderiam ser usados com pouca ou nenhuma modificação, trazendo consigo a considerável vantagem de minimizar o trabalho adicional que precisaria ser feito de outra forma.

Como visto, entretanto, esse não é um processo simples. Para que a avaliação de ABS CDO seja possível, três são os parâmetros que necessariamente devem ser considerados: (i) a probabilidade de inadimplência, (ii) as taxas de recuperação, e, por fim, (iii) sua correlação. Enquanto as duas primeiras poderiam ser estimadas de maneira relativamente fácil, a partir de derivações das classificações já existentes para cada *tranche* dos ABS e do limitado histórico de inadimplências de ABS, respectivamente. É no terceiro parâmetro — na “correlação” — que as agências encontrariam maiores problemas.

Ao tentar estimar a correlação entre diferentes ABS da mesma forma que faziam com os CDO, as agências tiveram de enfrentar novos problemas: diante da ausência de um equivalente aos preços de uma ação, aliado à raridade de inadimplências de ABS, a estimação de uma correlação minimamente confiável por meio do agrupamento de inadimplências tornava-se essencialmente impossível. Havia, essencialmente, duas alternativas restantes para a realização dessa tarefa: estimar os níveis de correlação a partir do registro histórico de mudanças classificatórias aplicadas anteriormente aos ABS, ou empregar alguma forma de julgamento humano direto. E embora cada agência tenha desenvolvido estratégias diferentes para dar conta desse importante problema, todas as três parecem ter se valido de alguma combinação entre as duas estratégias⁶¹².

No caso da S&P, a consistência com suas práticas organizacionais anteriores parece ter sido determinante na definição do parâmetro da correlação, finalmente determinado em 0,3 para ABS compostos pelo mesmo tipo de dívida (e.g., hipotecas residenciais

⁶¹¹ Ibid., p. 1811.

⁶¹² Enquanto a *Moody's* valeu-se de estimativas baseadas em mudanças classificatórias com adições de julgamento humano direto, existem indícios de que a *Standard & Poor's* tentou estimar a correlação de ABS econometricamente analisando conjuntos de dados. No entanto, o sucesso dessa estratégia não foi claro porque os conjuntos de dados eram muito limitados para obter estimativas confiáveis, devido a fatores como a estabilidade dos ratings, a escassez de defaults e o número de diferentes classes de ativos com diferentes dinâmicas resultantes de diferentes estruturas de transação e ativos subjacentes. Cf. Ibid., p. 1805.

subprime)⁶¹³. Ao mesmo tempo em que essa atribuição permitia a criação de títulos ABS CDO a partir dos *tranches* mais altos de MBS lastreados por hipotecas *subprime*, ela também possibilitou um outro tipo de “estruturação” mais problemática: o empacotamento de *tranches* de mezanino — o mais arriscado e que melhor remunerava — em novos títulos ABS CDO mezanino⁶¹⁴. Ainda que esse processo dependesse da criação de *senior tranches* menores, bem como da aplicação de estratégias como o excesso de *spread* para aprimorar o suporte creditício, o resultado ainda era uma “alquimia” de risco extremamente problemática⁶¹⁵: utilizando-se de apenas títulos classificados como BBB — o menor nível de investimento existente —, instituições financeiras conseguiam criar um produto fundamentalmente classificado como AAA — o mais alto nível de investimento, utilizado, por exemplo, como indicador da qualidade da dívida pública estadunidense. Do lixo ao luxo, de fato.

De acordo com a análise proposta por Donald Mackenzie⁶¹⁶, se a atribuição do valor de 0,3 como indicativo da correlação entre dívidas do mesmo tipo em ABS foi a condição necessária para esse tipo de arbitragem — justamente o incentivo que causou uma explosão no número de ABS CDO negociados mundialmente —, sua existência dependia, por sua vez, de outra condição mais básica: a separação entre os processos de avaliação dos ABS presentes em um ABS CDO, e a avaliação posterior (e relativamente independente) do próprio ABS CDO.

Consideremos, por exemplo, a justificativa utilizada para esse processo de “alquimia”: a diversificação. A diversificação, como visto, é uma técnica de mitigação de riscos idiossincráticos, por meio da qual a exposição de um determinado instrumento é diminuída a partir de uma composição matemática — uma forma, por assim dizer, de “almoço grátis”⁶¹⁷: ao investir em um conjunto de ativos com características variadas o suficiente, investidores podem mitigar os riscos individuais de cada título a partir da inclusão de outros títulos diversos — supostamente não submetidos às mesmas pressões e determinações — sem um custo adicional considerável. Esta técnica pode ser especialmente eficaz quando os ativos subjacentes são de qualidade de crédito “moderada”, pois a diversificação do *pool* pode ajudar a reduzir o risco idiossincrático, deixando apenas o risco sistemático representado pela exposição de todos os ativos ao mesmo fator econômico

⁶¹³ Ibid., p. 1812–1813.

⁶¹⁴ ANGELIDES *et al*, 2011, p. 71.

⁶¹⁵ Ibid., p. 146.

⁶¹⁶ MACKENZIE, 2011.

⁶¹⁷ Ibid., p. 1815.

subjacente ou fatores. Devido a esta “vantagem”, os riscos que podem ser diversificados não garantem um prêmio de risco, conforme o CAPM.

Ao segmentarem o processo avaliativo em duas etapas independentes, entretanto, os eventuais benefícios decorrentes de uma estruturação diversificada podem ser perdidos se, como aconteceu na antessala da crise, os benefícios dessa diversificação já tiverem sido colhidos na primeira fase dessa avaliação. O tal “almoço grátis” estava sendo comido duas vezes⁶¹⁸. E foi aqui que a analogia organizacional entre CDO e ABS, frequentemente utilizada para determinar quais os critérios avaliativos a serem empregados, falhou significativamente: enquanto a dívida corporativa, base dos títulos de CDO originais, detinha altos níveis de risco idiossincrático, as novas unidades que compunham os ABS CDO — títulos ABS — já não teriam mais risco idiossincrático para dissipar, já que o próprio processo de elaboração de um ABS normalmente esgota a maioria dos benefícios que poderiam ser obtidos ao embalá-los em uma carteira diversificada.

Ao atribuírem um valor arbitrário para simular a “correlação” entre os diferentes ativos, bem como ao segmentarem o processo de avaliação em duas etapas, o que tais analistas fizeram trouxe consequências importantes: por problemas tanto no desenho, quanto no uso desses artefatos técnicos, os poderes ampliados não correspondiam à descrição formal que deles se fazia; é dizer, tornaram-se incapazes de cumprir com o que deles se esperava. Quando a onda de inadimplências hipotecárias acontece nos Estados Unidos, nos anos imediatamente anteriores à detonação da crise, suas previsões — que, como visto, estavam longe de vulgares ou evidentemente equivocadas — se demonstraram inadequadas.

Como seus parâmetros básicos estavam equivocados, quando a realidade bateu à porá, sua inadequação metodológica foi explicitada, incapaz de explicar como o fluxo de caixa previsto para grande parte dos *tranches* BBB dos títulos MBS/ABS simplesmente deixou de existir. Considerando como esses *tranches* eram a principal matéria prima para a construção de contratos ABS CDO, até mesmo os *tranches* mais altos desses contratos seriam afetados, não sendo mais elegíveis para a prestigiosa avaliação AAA. No rescaldo desse surto de inadimplências, as agências de classificação de risco se viram obrigadas a rebaixar as avaliações de seus principais clientes — clientes que, como visto, estavam no centro de um sistema bancário paralelo, pouco regulado, mas envolvido em diversas operações distintas nos mercados financeiros (e.g., garantias, derivativos, critérios de investimento, etc.). Com isso, uma onda de “reavaliação” tomou conta de *Wall Street*,

⁶¹⁸ *Ibid.*

forçando instituições financeiras extremamente alavancadas a atualizarem seus balanços financeiros, despertando pânico nos mercados, já que atacava a base que fazia toda essa ficção funcionar; quando as coisas deixaram de “valer” o que se esperava delas, o edifício que sustentava todo esse sistema simplesmente ruiu. Parece que o *drywall* não aguentou o peso das suas contradições.

7 OS FUNDAMENTOS DOS FUNDAMENTOS

O estudo de caso nos permite identificar como uma série de decisões operacionais — com especial atenção para a segmentação da avaliação — permitiram que as agências de classificação de risco produzissem resultados não-confiáveis por diversos anos, antes que seus modelos fossem reformulados internamente. Uma das consequências dessas práticas foi o pânico sobre o “valor” subjacente aos diversos instrumentos financeiros negociados no mercado OTC, que levaria a uma crise de liquidez tão grave que forçaria o quarto maior banco de investimentos dos Estados Unidos, o Lehman Brothers, a decretar falência. Tamanhas foram as consequências, que a Comissão do Senado concluiria o seguinte, acerca do envolvimento das agências de classificação de risco⁶¹⁹:

Concluimos que as falhas das agências de classificação de crédito foram engrenagens essenciais na roda da destruição financeira. As três agências de classificação de crédito foram facilitadoras centrais para o colapso financeiro. Os títulos relacionados a hipotecas no centro da crise não poderiam ter sido comercializados e vendidos sem seu selo de aprovação. Investidores confiavam nelas, muitas vezes cegamente. Em alguns casos, eram obrigados a usá-las, ou seus capitais regulatórios dependiam deles. Esta crise não poderia ter acontecido sem as agências de classificação. Suas classificações ajudaram o mercado a subir e seus rebaixamentos em 2007 e 2008 causaram estragos em mercados e empresas. (Tradução nossa).

Parece evidente que uma série de “erros” foram cometidos pelos analistas, em nome das agências; e, em alguma medida, é razoável a sugestão de que, caso tivessem realizado as avaliações de forma individualizada, talvez o resultado teria sido outro⁶²⁰. Mesmo assim, há

⁶¹⁹ ANGELIDES *et al*, 2011, p. xxv.

⁶²⁰ Apesar da razoabilidade dessa sugestão, não se pretende, com isso, sugerir que a crise financeira seria prevenida caso a aplicação metodológica de análise tivesse sido outra. O fenômeno das crises deve ser compreendido em sua dupla dimensão: primeiro, enquanto conjunto de desenvolvimentos com realidade objetiva, histórico-concreta, e que independem do conhecimento que tenham os homens ao seu respeito; e, segundo, enquanto categoria reflexiva, resultante de um processo de abstração diante da aparência de sua constituição para, após a síntese de suas múltiplas determinações, reproduzi-las em sua dinâmica e estrutura de forma ideal pelo meio conceitual (cf. NETTO; BRAZ, 2011, p. 54.). Na base do modo de produção capitalista, o que encontramos são contradições inescapáveis, que indicam a *possibilidade abstrata* de sua realização: muito embora a separação das funções do dinheiro torne a crise possível, isso não garante a efetivação de tal resultado; é dizer, indicam o *mecanismo* que possibilita a crise, ainda que sua efetivação seja mediada por diversos outros processos, podendo ou não ser efetivada: “A possibilidade geral de crise é a metamorfose formal do próprio capital, a separação, no tempo e no espaço, da compra e da venda. Mas isso nunca é a causa da crise. Pois não é senão a forma mais geral de crise, isto é, a própria crise em sua expressão mais generalizada. Mas não se pode dizer que a forma abstrata da crise seja a causa da crise. Se alguém pergunta qual é sua causa, quer saber por que sua forma abstrata, a forma de sua possibilidade, transforma-se de possibilidade em realidade” (cf. MARX, Karl, **Theories of Surplus-Value**, [s.l.]: Pattern Books, 2020, p. 515.).

ainda um outro nível de análise que precisa ser considerado; um nível que foi tocado em diversos pontos desse texto, mas que finalmente poderá formulado a contento.

7.1 Explicação, ciência e realidade

A economia financeira, como vimos, é a fonte teórica dos conhecimentos utilizados na avaliação do risco de diferentes ativos; como também vimos, é marcada por uma série de características, dentre as quais destaca-se sua expressão em termos matemáticos, considerados como propriamente “científicos” por muitos de seus adeptos⁶²¹. Trata-se de um edifício teórico impressionante por sua aparente minúcia e complexidade, bem como por suas traduções tecnológicas diversas — é, de forma genérica, uma construção que atrai a admiração de muitas pessoas.

Embora financistas se apresentem como “teóricos”, entretanto, acredito que essa não seja a qualificação adequada de seu trabalho. Teoria, na forma aqui concebida, é uma tentativa de reprodução ideal do movimento real de um objeto na sua complexidade; explicação — o objetivo da teoria —, é processo pelo meio do qual os mecanismos que causam o movimento de um objeto são esclarecidos e tornados inteligíveis⁶²². E não é isso que a economia financeira faz — nem o que pretende fazer, importante frisar. Assim como na economia “neoclássica”, sua dependência em modelos matemáticos representa apenas a forma mais aparente de contradições mais profundas — sua preferência é um sintoma, e não a causa do problema. Sua operação envolve a adesão a diversos pressupostos sobre como a realidade deve ser, para que seu método de conhecimento faça algum sentido — um sentido lógico, mas não necessariamente realista. Além da opção pela matemática como linguagem adequada a representar a realidade, outros sintomas podem ser identificados nesse edifício teórico, a começar pelas suas “suposições”.

O *Modelo de Precificação de Ativos Capitais* baseia-se na relação entre risco e retorno; uma relação teorizada, como visto, por William Sharpe, com base no trabalho de Harry Markowitz. Na construção de seu modelo, Sharpe apresentou uma série de condições iniciais explicitamente, indicando que seu modelo⁶²³: (i) supunha que o modelo do fator

⁶²¹ MACKENZIE, 2006, p. 6–12.

⁶²² LAWSON, 1997, p. 36.

⁶²³ Essas, entretanto, não seriam as únicas condições impostas a realidade por economistas financeiros na construção de seus modelos, com diferentes níveis de plausibilidade identificáveis nessa tentativa de tornar seus problemas “analiticamente tratáveis”: (i) consideraram que títulos mobiliários poderiam ser negociados à preço de mercado sem que essa negociação afetasse os preços (i.e., informações perfeitas e equivalentes); (ii) que não existiam custos de transação ou comissões; (iii) que títulos poderiam ser vendidos à descoberto sem

subjacente era aplicável ao caso; (ii) que as prescrições da teoria do *portfolio* de Markowitz estavam corretas; e (iii) que todos os investidores dispunham das mesmas estimativas sobre retornos esperados, variâncias e correlações com o fator subjacente. A pergunta que Sharpe queria responder, é claro, era a seguinte: “se todos se comportassem idealmente, quais seriam os preços dos títulos em um mercado que tivesse atingido equilíbrio”⁶²⁴?

Logo após a primeira formulação do CAPM, Sharpe foi duramente criticado por basear seu modelo em suposições absolutamente irrealistas sobre o mercado; afinal de contas, o que torna possível a ideia de arbitragem financeira é justamente a diferença nas estimativas sobre os preços de diferentes ativos⁶²⁵. Apesar da plausibilidade das críticas, Sharpe não engajaria (no artigo) em uma extensa justificativa de sua posição; para ele, a questão estava encerrada antes mesmo de começar, como indicado pela racionalização do irrealismo por ele apresentada no corpo do artigo⁶²⁶:

A fim de obter condições de equilíbrio no mercado de capitais, invocamos dois pressupostos. Em primeiro lugar, assumimos uma taxa de juro comum pura, com todos os investidores capazes de contrair ou emprestar fundos em condições de igualdade. Segundo, assumimos a homogeneidade das expectativas dos investidores: assume-se que os investidores concordam com as perspectivas dos vários investimentos — valores esperados, desvios padrão e coeficientes de correlação descritos na Parte II. Escusado será dizer que estes são pressupostos altamente restritivos e sem dúvida irrealistas. Contudo, *uma vez que o teste adequado de uma teoria não é o realismo dos seus pressupostos, mas a aceitabilidade das suas implicações*, e uma vez que estes pressupostos implicam condições de equilíbrio que constituem uma parte importante da doutrina financeira clássica, está longe de ser claro que esta formulação deva ser rejeitada — especialmente tendo em conta a escassez de modelos alternativos que conduzem a resultados semelhantes”. (Tradução nossa) (Grifo nosso).

Para Sharpe, o que definia a qualidade de uma teoria não dizia respeito aos elementos nos quais ela se baseia para derivar seus modelos, apenas sua capacidade de previsão⁶²⁷; ou, posto em outros termos, o que importava não era explicar a realidade, mas produzir previsões sobre o comportamento futuro dos mercados que permitissem a sua operacionalização prática por investidores⁶²⁸. Para a economia financeira, portanto, o objetivo da ciência não é

qualquer penalidade (i.e., sem o prêmio de risco pelo empréstimo do título); ou então (iv) que qualquer agente financeiro teria acesso à linhas infinitas de crédito, pagando a taxa de juros oficial. Cf. MACKENZIE, 2006, p. 54.; SHARPE, 1964.

⁶²⁴ SHARPE, 2004.

⁶²⁵ MACKENZIE, 2006, p. 54–56.

⁶²⁶ SHARPE, 1964.

⁶²⁷ Tãozinha era a “preocupação” de Sharpe com suas previsões que, quando percebeu que uma de suas conclusões poderia ser interpretada como irrealista demais, ele “ajusta” a sua própria matemática para chegar em outro resultado mais palatável. Cf. MACKENZIE, 2006, p. 56.

⁶²⁸ Mackenzie explica que, para além da operação prática, tais “teóricos” tinham uma grande preocupação com sua respeitabilidade acadêmica e, portanto, buscavam construir modelos que se adequassem o máximo possível

produzir teorias capazes de explicar como determinados fenômenos são causados, mas sim identificar relações que permitam a previsibilidade de eventos futuros.

Antes de considerarmos a origem do problema que possibilita essa alegação, bem como sua estruturação lógica, vale a pena considerarmos qual foi o veículo imediato de influência sobre Sharpe na determinação de sua posição irrealista. Em seu artigo, *The Methodology of Positive Economics*, publicado em 1953, o economista estadunidense Milton Friedman — já mencionado como um dos principais representantes do “projeto neoliberal” — propôs uma distinção entre o que considerava como os dois braços da economia⁶²⁹: de um lado, uma economia positiva, preocupada em construir modelos capazes de previsão adequada; do outro, uma economia normativa, tratando de questões políticas sobre como deveríamos nos organizar economicamente. O que o artigo propunha era significativo: para Friedman, os mecanismos responsáveis pela produção dos fenômenos de interesse não precisariam ser identificados para que pudessem gerar previsões adequadas; a proposta da “ciência” econômica não seria explicar a realidade, mas sim prevê-la, da mesma forma que Sharpe faria posteriormente. Questionado sobre tal assunção, o próprio autor relembra como sua filiação à tal corrente de pensamento se originou, mediada por um professor que apoiava a posição de Friedman⁶³⁰:

Mais de 40 anos depois, Sharpe ainda se lembra da analogia darwiniana que Alchian utilizava para transmitir a irrelevância da verossimilhança dos pressupostos: “Assuma que determinadas criaturas rastejaram da lama primordial, olharam a sua volta e decidiram que, para máximo efeito, deveriam crescer polegares opositores”. A suposição de que a mudança anatômica seria resultado de um julgamento consciente acerca de sua utilidade era claramente absurda, mas “a previsão do modelo [o desenvolvimento de polegares opositores] estaria correta, mesmo que o mecanismo real (evolução) fosse consideravelmente diferente”. (Tradução nossa).

O argumento central de Friedman era um: explicação equivale a previsão. Para ele, a validade de uma teoria nunca poderia ser provada, apenas sua falsidade⁶³¹; diante da

às necessidades formais; como veremos, entretanto, essas eram necessidades impostas por concepções equivocadas sobre uma ontologia em potencial, o que, em minha opinião, contrapõe as racionalizações sobre a função da ciência com o seu funcionamento prático. Mesmo assim, e sobretudo quando contextualizada a partir da sua aplicação tecnológica, defendo a ideia de que, talvez para além da consciência de seus teóricos, tal orientação prática já estava presente desde as influências da ciência administrativa e da Comissão Cowles. Cf. *Ibid.*, p. 244–247.

⁶²⁹ FRIEDMAN, Milton, *The Methodology of Positive Economics*, in: HAUSMAN, Daniel M (Org.), **The philosophy of economics: an anthology**, New York: Cambridge University Press, 2008.

⁶³⁰ MACKENZIE, 2006, p. 55.

⁶³¹ Tal concepção, normalmente associada à Karl Popper, é avaliada em termos metodológicos de maneira mais aprofundada em: DAVIS, John Bryan; HANDS, D. Wade; MÁKI, Uskali (Orgs.), Friedman, Milton, in: **The handbook of economic methodology**, Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: E. Elgar, 1998. Para o

impossibilidade de provar a “verdade” de algo, não faria sentido preocupar-se excessivamente com o realismo dos pressupostos, tidos como *placeholders* a serem substituídos posteriormente, conforme o modelo fosse aprimorado⁶³². Isso, é claro, desde que tais modelos conseguissem produzir previsões adequadas. Quando compreendidas em seu contexto histórico — sobretudo em face da crise de 2008 —, essas são palavras que “pesam” na avaliação da importância (e seriedade) da economia financeira, enquanto disciplina pretensamente “científica”.

Apesar do evidente irrealismo do argumento apresentado por Friedman, a origem do seu erro está em algo tão fundamental — tão básico —, que muitos são os que sofrem as suas consequências; esses são erros que são tão pervasivos e implicitamente aceitos na prática econômica dominante que, apesar do suposto cuidado em construir modelos claros a partir de condições “bem definidas”, formulações dessa natureza sequer são consideradas: o problema está na ontologia (implicitamente) pressuposta pela economia financeira.

Toda teoria pressupõe uma ontologia⁶³³, quer ela esteja explicitamente formulada ou não; pressupõe uma forma sobre como as coisas devem ser para que a própria teoria faça algum sentido. Por não elaborarmos esses pressupostos, muitas vezes tomamos como dadas diversas questões em relação à adequação de nosso esquema conceitual geral com a realidade que buscamos compreender. Essa é a explicação do porque a justificativa de Friedman foi incorporada por Sharpe, bem como por muitos outros “teóricos” da economia financeira: para muitos, fazer ciência significava justamente isso⁶³⁴.

Na base dessa concepção de ciência, encontramos a influência do positivismo (i.e., economia positiva), especificamente na sua condição de tradição alinhada como o empirismo⁶³⁵. Enquanto teoria do conhecimento, o positivismo pressupõe a realidade que pretende conhecer como sendo composta por eventos atomísticos, espalhados como pontos

original, ver: FRIEDMAN, Milton, *The Methodology of Positive Economics*, in: HAUSMAN, Daniel M (Org.), **The philosophy of economics: an anthology**, New York: Cambridge University Press, 2008.

⁶³² “A metáfora dos andaimes é muitas vezes invocada a este respeito, indicando uma presunção de que a maioria destes pressupostos podem ser eventualmente substituídos ou desmontados deixando intacta a estrutura essencial do edifício”. Cf. LAWSON, 1997, p. 104.

⁶³³ *Ibid.*, p. 38.

⁶³⁴ Importante frisar, entretanto, que tal posição acerca da dispensabilidade do realismo acerca dos pressupostos não era universal entre os autores aqui avaliados: “Os grupos de Chicago e do MIT diferiam em sua abordagem: [...] Miller e seus colegas de Chicago compartilhavam a visão de Friedman de que a veracidade das suposições era irrelevante, enquanto Samuelson considerava essa uma atitude arrogante. No fundo, as diferenças também eram políticas. Chicago era predominantemente [pró] ‘livre mercado’ em sua política. [...] Samuelson e Modigliani eram mais céticos quanto às virtudes dos mercados livres e mais favoráveis à ação governamental”. Cf. MACKENZIE, 2006, p. 71.

⁶³⁵ LAWSON, 1997, p. 38.

no tempo-espaço, organizados segundo a concepção humeana de causalidade enquanto conjunções constantes de eventos⁶³⁶.

Sinteticamente, a conexão lógica entre essas diferentes ideias e tradições opera da seguinte maneira: para o empirismo, todas as nossas ideias são derivadas a partir da experiência⁶³⁷; ou seja, a origem do conhecimento é limitada à sequência de impressões atomísticas (i.e., unidades indivisíveis) sensoriais, por meio das quais a natureza deixaria sua marca⁶³⁸. Nessa realidade composta por eventos e indivíduos, a condição *relacional* da vida social é fundamentalmente negada (dada sua suposta não-materialidade), tornando a implicação clara: se o conhecimento do indivíduo está restrito a eventos atomísticos decorrentes da experiência, a única possibilidade de conhecimento, inclusive o científico, será por meio da identificação de padrões de associação entre esses eventos⁶³⁹.

Se o conhecimento só pode ser sobre eventos atomísticos, segue-se que, para que a ciência seja possível, ela deve assumir a forma de elaborar regularidades do tipo “sempre que o evento *x* ocorrer, o evento *y* ocorrerá”⁶⁴⁰. Isso significa que a realidade existe de tal maneira que, dado um grupo de condições iniciais, toda teorização científica deve atender à forma de uma lei universal — de uma relação constante entre eventos ou estados de coisas —, tomadas na forma lógica “se *x*, então *y*”; a partir do momento em que a lei for identificada, sempre que soubermos das condições para o evento *x*, conseguiremos deduzir a realização do evento *y*. Como trata-se de um sistema supostamente logicamente fechado — porque marcado pela regularidade — aqui, finalmente, chegamos na chave do mistério: previsão equivale a explicação.

O que está pressuposto pela teorização de Friedman — e de toda a economia financeira — é uma concepção da realidade como composta precisamente por essa conjunção constante de eventos que acabamos de descrever, assumindo um modo de teorização específico que podemos chamar de dedutivista, ou de modelo dedutivo-nomológico⁶⁴¹. Por detrás desse raciocínio está a ideia de que toda teoria, em todas as áreas do conhecimento, segue a mesma forma de explicação: deduções lógicas a partir de axiomas e pressupostos. O trabalho científico, portanto, é reduzido a encontrar essas regularidades que estão “lá fora”, no mundo.

⁶³⁶ *Ibid.*, p. 36.

⁶³⁷ HUME, David, *A Treatise of Human Nature*, Oxford: Clarendon Press, 1960.

⁶³⁸ Para uma introdução à obra de Hume: WRIGHT, John P., *Hume’s “A treatise of human nature”: an introduction*, Cambridge, UK ; New York: Cambridge University Press, 2009.

⁶³⁹ LAWSON, 1997, p. 36.

⁶⁴⁰ *Ibid.*

⁶⁴¹ *Ibid.*

Os métodos dedutivistas em economia financeira se baseiam no pressuposto de que a realidade social é, portanto, um sistema fechado. Isso significa que esses métodos só podem funcionar em situações em que as regularidades de eventos possam ser isoladas e estudadas independentemente umas das outras — uma imposição de difícil justificativa, uma vez considerada a natureza da realidade. Intuitivamente, tendemos a operar mediante uma separação entre ciências naturais e sociais nesse aspecto, a partir da ideia comumente tida de que o mundo natural seria, de fato, marcado por regularidades do tipo pretendido pelos positivistas; na prática, entretanto, esse tipo de fechamento é incomum tanto no mundo social, como no natural⁶⁴². Sua identificação normalmente está limitada a condições particulares de fechamento experimental; é dizer, para que identifiquemos conjunções constantes de eventos na natureza, precisamos construir situações laboratoriais onde esse fechamento pode ser atingido artificialmente⁶⁴³. São o resultado da agência humana intencional de cientistas que, por meio de um processo de produção, interagem com a realidade para criar uma situação controlada de fechamento artificial⁶⁴⁴.

Como se pode imaginar, o processo envolvendo um experimento científico requer um árduo esforço, dada a dificuldade que temos em isolar mecanismos e mantê-los constantes em seus efeitos: para fazê-lo, o experimento precisa cumprir tanto com condições de fechamento intrínseco (i.e., os mecanismos precisam ser constantes), quanto de fechamento extrínseco (i.e., quando detonados, precisam agir em isolamento)⁶⁴⁵. Ao contrário desses cientistas, entretanto, o que os economistas financeiros fazem não poderia ser mais distinto: ao invés de passarem por todas as trabalhosas etapas para a construção de uma situação laboratorial com fechamento adequado, simplesmente, como que em um “passe de mágica”, valem-se de suposições formais e idealistas que tentam pressupostos e/ou axiomas em verdade. Ao invés de partirem da realidade para compreendê-la, impõe a ela uma forma de conjunções constantes de eventos, marcada por regularidades na forma “se x , então y ” que, como veremos, são absolutamente inadequadas.

⁶⁴² Os capítulos 7 e 8 de Lawson constituem a principal fonte do presente nível de análise: *Ibid.*, p. 86–124.

⁶⁴³ *Ibid.*, p. 217.

⁶⁴⁴ *Ibid.*

⁶⁴⁵ *Ibid.*, p. 86–124.

7.2 Técnicas financeiras e suas bases ontológicas

Para além de uma caracterização genérica da economia financeira, precisamos considerar as implicações concretas dessas suposições na sua forma tecnológica material; mais especificamente, consideremos em que medida esses pressupostos “teóricos” são materializados em artefatos técnicos específicos.

Enquanto sistema social, o sistema hipotecário é composto por múltiplos indivíduos (ocupando diferentes posições sociais) e múltiplos artefatos, como sistemas semióticos (e.g., “teorias”, modelos matemáticos, etc.), máquinas de computação e seus aplicativos (e.g., *softwares* de gestão de risco, servidores, etc.) e estruturas físicas (e.g., prédios, carros, etc.)⁶⁴⁶. Sua estrutura, dada pela relação entre seus componentes, pode ser identificada a partir dos efeitos produzidos pelo seu mecanismo: indivíduos, auxiliados por corretores, assumem a posição de mutuários ao terem sua hipoteca aprovada por originadores, que vendem a dívida para subscritores, que a empacotam em diferentes produtos financeiros, que são avaliados e classificados pelas agências, para serem vendidos a investidores. Assim, compreendemos que tal sistema é movido por processos de financiamento, securitização e intermediação de dívidas hipotecárias entre diferentes indivíduos, ocupando diferentes posições sociais (i.e., seu mecanismo).

Uma vez elaborados em nível teórico — em um nível maior de abstração —, os modelos que embasam a economia financeira são transpostos para a forma de modelos econométricos, cujo propósito não é mais a estimação das relações gerais, mas sim a obtenção de dados empíricos acerca das relações hipotetizadas no âmbito da teoria; é dizer, modelos econométricos transformam a teoria em prática, sobretudo quando assumindo a forma de *softwares* como o *CDO Evaluator*, da S&P, utilizado para a classificação de risco dos ABS CDO que analisamos. Esses modelos econométricos funcionam como máquinas de computação supostamente capazes de identificar conjunções constantes, de natureza probabilística, entre diferentes eventos.

Uma variável dependente y tem sua relação com um grupo de variáveis x_1, x_2, \dots, x_n , de forma que movimentos na primeira variável, causarão variações na segunda. Uma vez descobertas as condições iniciais para y , poderíamos deduzir o resultado de x a partir de uma combinação de um grupo de condições iniciais e de “leis universais” (i.e., proposições na forma “quando x , então y ”). Aqui identificamos a *explicação* da posição de Friedman: se as

⁶⁴⁶ Sistema, in: **Dicionário de filosofia**, 4. ed. México: Siglo XXI, 2007, p. 196.

variáveis x e y estão regularmente vinculadas por meio dessas conjunções constantes, explicação, de fato, equivaleria a previsão. Em minha análise, essa parece uma forma, de fato, brilhante de construir um sistema lógico; talvez até fosse perfeita, não fosse o pequeno detalhe da vida social ser completamente distinta do que a economia financeira, com suas raízes no positivismo, pressupõe.

Como paradigma, consideremos a atividade experimental científica nas ciências naturais: para que condições de fechamento sejam atingidas, um esforço intencional deve ser feito pelo cientista para produzir uma situação de controle artificial, atingível mediante o cumprimento de dois critérios de fechamento: intrínseco e extrínseco; é dizer, os mecanismos precisam ser constantes e sua detonação, quando dada, precisa ser realizada em isolamento. Essas são imposições lógicas para um modo de teorização que considera como adequadas apenas explicações que possam ser deduzidas de um conjunto inicial de condições e uma lei universal.

Para que o sistema hipotecário, no seu funcionamento, pudesse ser propriamente representando pelo dedutivismo matemático⁶⁴⁷ — o sistema conceitual que permite o oferecimento de explicações na economia financeira —, ele precisaria ser isolado de quaisquer outras influências para além do seu mecanismo; é dizer, seu funcionamento precisa ocorrer de forma em que todas as variáveis de relevância causal (x_1, x_2, \dots, x_n) na determinação do resultado y deverão ser incorporadas, internalizadas e explicitamente modeladas.

Bastaria um olhar de relance para percebermos que esse não é o caso. Ainda que seus códigos-fonte sejam sigilosos, protegidos por propriedade intelectual, documentações de *softwares* como o *CDO Evaluator* servem como indicadores da natureza do problema: para além da ênfase em modelos simples e elegantes, seria impossível internalizar todas as variáveis que poderiam influenciar o funcionamento do sistema hipotecário. Basta verificarmos como, apesar de todas as precauções tomadas pelos modeladores em suas simulações de estresse, nenhum deles contava com a possibilidade de um número tão grande de inadimplências, decorrentes do estouro da bolha imobiliária estadunidense. A realidade é complexa demais para não apenas ser conhecida, mas ser instrumentalizada em um modelo matemático.

A identificação de uma relação estável entre uma variável dependente e uma variável independente depende do isolamento; ou seja, as variáveis devem ser isoladas de quaisquer

⁶⁴⁷ LAWSON, 1997, p. 34–45.

influências externas que possam potencialmente afetar a relação⁶⁴⁸. O que economistas financeiros fazem, entretanto e como visto, é assumi-las como constantes ou não-correlacionadas com as variáveis analisadas; não provando que são, mas simplesmente presumindo sua existência. E, como vimos, a realidade é muito mais complexa do que isso. A ideia de que os indivíduos podem ser isolados de seus contextos sociais e ainda assim compreendidos adequadamente é altamente questionável; e o movimento da História parece suficiente para questionarmos o pressuposto de que outras relações são tidas como constantes.

Uma vez identificada essa inadequação do método ao objeto, a solução “ideal” — a que um economista financeira suporia como única possível — seria a substituição desse método por outro mais adequado ao objeto que busca compreender; mas, como sabemos, não foi esse o caminho tomado pela economia financeira. Como as condições de fechamento nunca poderão ser materialmente cumpridas, o que tais modeladores fazem é estipular uma série de pressupostos específicos para adequarem-se à tal critério; um critério, frise-se, que não deriva da realidade, mas sim da interpretação específica do positivismo sobre como a realidade é. Especificamente, “isolam” as variáveis de interesse de influências externas não construindo condições materiais para tanto, mas simplesmente indicando a incidência de uma cláusula *ceteris paribus* (i.e., todo o resto constante) e consideram-na cumprida⁶⁴⁹. A consequência formal disso é que, dentro dos parâmetros daquele modelo, toda e qualquer determinação que não tenha sido explicitamente internalizada no modelo é presumida como constante e/ou não-correlacionada⁶⁵⁰.

Mesmo que, por algum “milagre econômico”, conseguíssemos, de fato isolar o mercado hipotecário de influências externas, internalizando todas as variáveis relevantes, esse sistema ainda precisaria atender às condições de fechamento intrínseco; é dizer, para que esse sistema seja marcado por conjunções constantes de eventos, é preciso que seus elementos internos mantenham⁶⁵¹: (i) constância intrínseca e (ii) redutibilidade.

A constância intrínseca requer que a negação da possibilidade de escolha; que é, como visto, o poder que a espécie humana detém de agir de forma diferente do esperado. Para que a realidade se adeque ao modelo de conjunções constantes, essa possibilidade de escolha precisa ser transformada em uma simples ilusão: apesar de todas as menções à ideia

⁶⁴⁸ *Ibid.*, p. 94.

⁶⁴⁹ A discussão acerca da inadequação do fechamento à realidade social é conduzida, no original, por Bhaskar em: BHASKAR, Roy, **A Realist Theory of Science**, London ; New York: Routledge, 2013, p. 53–132.

⁶⁵⁰ LAWSON, 1997, p. 95–96.

⁶⁵¹ *Ibid.*

de que liberdade e escolha, o que a economia financeira faz, essencialmente, é negar a escolha como uma possibilidade concreta do sujeito para “adequá-lo” a sua estrutura teórica.

A realidade social é uma rede interdependente — uma totalidade internamente relacionada⁶⁵² — que, portanto, envolve não apenas uma série de relações distintas, mas também subsistemas inteiros em diferentes níveis de emergência⁶⁵³. O sistema hipotecário é um desses, é claro, mas podemos pensar de forma ainda mais localizada: seres humanos são, em si, sistemas próprios e complexos, compostos por subsistemas físicos, químicos, biológicos, psicológicos, etc. Mesmo que as condições de fechamento extrínseco fossem cumpridas (o que é improvável fora de um ambiente de controle experimental), nada garantiria que indivíduos sequer conseguiriam agir de maneira constante.

Não é preciso muito esforço para considerarmos a evidente incompatibilidade desse modo de teorização (e seus pressupostos) com a realidade sobre a qual pretendem “teorizar”: como o ramo da economia comportamental vem demonstrando há anos, seres humanos não são nenhuma forma de *Homini economicus*⁶⁵⁴; não atendem à nenhuma curva de utilidade para a maximização de resultados conforme critérios de racionalidade. Todos temos nossa capacidade de escolha afetada pelos diversos estados internos que podemos possuir — basta considerar como alguns indivíduos, quando estão com fome, tendem a agir de maneira errática. Enquanto seres humanos, somos afetados por nossos desejos e necessidades no processo de tomada de decisão, impedindo qualquer chance de reações estáveis ao longo do tempo.

Nos mercados hipotecários, isso se torna ainda mais evidente: só no “fantástico mundo das finanças” que não existe distinção entre uma racionalidade normativa (risco/retorno) e sua aplicação concreta⁶⁵⁵. Diferente do modelo, racionalidade é um poder operado por meio de escolhas entre alternativas concretas (e.g., comprar uma ação); o que define quais serão as alternativas disponíveis, entretanto, não é apenas o indivíduo, muito menos seguindo critérios de maximização de qualquer curva de utilidade, com incontáveis questões exercendo influência para além da relação entre risco e retorno teorizada no CAPM

⁶⁵² LAWSON, Tony, **Economics and reality**, London ; New York: Routledge, 1997, p. 183.

⁶⁵³ BHASKAR, 2008, p. 103.

⁶⁵⁴ Uma apresentação do desenvolvimento da economia comportamental é encontrada em: THALER, Richard H., **Misbehaving: the making of behavioral economics**, First published as a Norton paperback. New York London: W.W. Norton & Company, 2016.

⁶⁵⁵ Embora a distinção proposta por Friedman supostamente classifique seus esforços como parte de uma economia *positiva*, e não *normativa*, ao trabalharem no sentido de impor condições irrealistas ao objeto, como parte do esforço de “teorização”, o que se está fazendo é, de fato, normatizar condutas, definindo quais as formas ideais de sua realização.

(e.g., disponibilidade de capital, tecnologia, força de trabalho, etc.)⁶⁵⁶. Indivíduos, por imposição dessa tentativa de adequá-los a essa estrutura lógica fechada, são efetivamente negados na sua possibilidade de escolha, que é transformada não apenas em um pressuposto de constância extrínseca, mas também intrínseca. Como, novamente, encontram-se diante de uma inadequação de seu método à realidade, são obrigados a especificarem não apenas as possíveis influências externas, mas também todos os possíveis estados internos (relevantes) de um indivíduo. A partir dos pressupostos aqui descritos, suas decisões são única e exclusivamente guiadas por critérios de racionalidade econômica, não sendo afetadas por fatores como o sono, fome, dor ou sonolência, por exemplo⁶⁵⁷.

O segundo critério, por sua vez, diz respeito à redutibilidade da escolha não apenas ao critério de avaliação (i.e., racionalidade econômica), mas também a suposição de que, dadas as condições postas, o agente irá reagir sempre de maneira constante: suas decisões sempre serão ideais, no sentido das *melhores possíveis*. Como vimos ao longo do trabalho, a ideia de que indivíduos são unidades passivas, cujas ações podem ser resumidas à simples reações a estímulos externos, parece inadequada para explicar a intencionalidade necessária para a construção de soluções para problemas sociais. A ideia de resolução de problemas como uma das principais formas de interação com a realidade certamente não é desarrazoada; reconhecer isso, como feito ao longo desse trabalho, entretanto, não equivale a assumir a ideia de racionalidade pressuposta pela teoria econômica. Em outras palavras, mesmo que as pessoas tenham o poder de agir de acordo com critérios racionais — um dos principais pressupostos desse trabalho —, não há nada que garanta que suas respostas só serão determinadas por esse critério arbitrário, nem que serão sempre racionais, dadas as mesmas situações⁶⁵⁸.

7.3 Regularidades, procedimentos estocásticos e determinismo

Os problemas que acabamos de identificar se dividem em dois níveis vinculados, mas analiticamente distintos: termos metodológicos da econometria, que se adequam mais diretamente às implementações finais na forma de artefatos técnicos específicos; e em termos teóricos, relacionados propriamente ao embasamento das relações hipotéticas que fundamentam as aplicações econométricas.

⁶⁵⁶ LAWSON, Tony, **Economics and reality**, London ; New York: Routledge, 1997, p. 95.

⁶⁵⁷ LAWSON, Tony, **Economics and reality**, London ; New York: Routledge, 1997, p. 95.

⁶⁵⁸ LAWSON, 1997, p. 95–96.

Em termos metodológicos, tais modelos econométricos são caracterizados por um estocasticismo de regularidade⁶⁵⁹, que tem como postulado a lógica de que, para qualquer dado evento econômico y , existe um conjunto de condições x_1, x_2, \dots, x_n , de tal maneira que y e as múltiplas soluções para x são regularmente conjugadas sob algum conjunto de formulações probabilísticas bem comportadas. Isto significa que concebem que uma relação estável e recuperável entre um conjunto de condições x e um resultado final y não apenas existe, mas existe de tal forma a produzir resultados de uma maneira probabilística, melhor expressa por uma função entre as variáveis postuladas. Com isso, a “aleatoriedade” de um processo estocástico é tida como representante, a partir de distribuições de probabilidade diversas, das chances de que um evento ou estado de coisas aconteça no futuro⁶⁶⁰.

O problema desse estocasticismo de regularidade está, como já indicado, nos pressupostos toma acerca da natureza da realidade, sobretudo da realidade social. A sociedade é organizada de maneira complexa, por vezes contraditória, e marcada por uma série de processos que, muitas vezes, estão para além do nosso controle. É um sistema fundamentalmente aberto, em razão da possibilidade de escolha inerente à espécie humana; nossas possibilidades são constantemente ampliadas ou limitadas a partir da nossa relação com os diversos sistemas a nossa volta, estejamos conscientes desse processo ou não⁶⁶¹. Nesse sentido, a ideia do mercado como algo que pode ser representando a partir da operação probabilística parece-me limitada: primeiro porque, como visto, é impossível separar o indivíduo de seu contexto, já que ele não apenas antecede-o, mas também é por ele reproduzido e potencialmente transformado⁶⁶²; e, segundo, porque a ideia de probabilidade estocástica impõe uma ordem à realidade que não é dela⁶⁶³.

A dificuldade, portanto, não é de que a realidade seja mais “ordenada” do que ela realmente é, mas a ideia de que ela é ordenada de maneira a constituir um sistema fechado. Com isso, ignora-se a complexidade não apenas da sociedade — no sentido relacional “horizontal” —, mas do próprio indivíduo, na sua redução a um autômato com respostas constantes a todas as situações da vida — no sentido relacional “vertical”. Não é atoa que problemas nessas aplicações ocorrem com frequência: elas estão fundamentadas em concepções absolutamente inadequadas sobre a realidade na qual querem atuar; elas não

⁶⁵⁹ Ibid., p. 93–94.

⁶⁶⁰ Ibid., p. 100.

⁶⁶¹ COLLIER, 1994, p. 6–7.

⁶⁶² BHASKAR, 1998, p. 27–86.

⁶⁶³ LAWSON, 1997, p. 100.

funcionam para os fins que se propõe porque sua estrutura interna não é uma capaz de permitir a realização das funções que desejam.

A premissa subjacente à essa aplicação da teoria probabilística é de que a vida social pode ser expressa em termos de conjunções constantes. Entendido nesses termos, o trabalho dos econométricos seria a identificação dessas regularidades e a sua postulação enquanto leis científicas, supostamente universais. Analistas quantitativos, ao construírem seus modelos econométricos — como aqueles utilizados na avaliação dos ABS CDO —, essencialmente incorrem nas mesmas pressuposições: como visto, ao buscarem expressar em termos estatísticos o valor esperado de uma ação, o que estavam fazendo era, literalmente, a estimação dos possíveis resultados atribuíveis a uma variável aleatória. Na base desse edifício teórico, está o pressuposto fundamental de que a realidade pode ser expressa em termos de uma suposta regularidade de eventos. É dizer: ela pressupõe o fechamento de um sistema que é fundamentalmente aberto, buscando adequar a realidade ao seu instrumento de análise, e não o instrumento à realidade posta.

Se considerarmos as soluções internas esse modo de teorização, encontraremos essencialmente duas “soluções” para tentar simular um fechamento⁶⁶⁴: primeiro, a internalização de mais e mais variáveis; segundo, a alegação de que seria preciso uma formulação mais atomística ainda — ou seja, quebrada em partes ainda menores — para dar conta do problema. O problema, é claro, está no fato de que ambas as “soluções” são incapazes de superar os dois principais dogmas que subjazem estocasticismo de regularidade⁶⁶⁵: a falácia atomística, de que todo comportamento pode ser reduzido a uma representação atomística — o que, como exposto no trabalho, limita fundamentalmente as complexidades entendidas no nível de relações — e a falácia isolacionista, de que todo comportamento pode ser tratado analiticamente como se estivesse isolado de tudo aquilo que não foi explicitamente identificado.

Reconhecer a possibilidade de escolha significa quebrar a ideia de que seres humanos podem ter sua complexidade reduzida à uma função entre duas variáveis estatísticas; não que seres humanos não possam ser racionais, que a estatística e/ou a probabilidade não tenham nenhuma serventia. Apenas que, para que possam oferecer representações adequadas da realidade, essas ferramentas precisam ser compatíveis com as funções que pretendem realizar.

⁶⁶⁴ *Ibid.*, p. 100–101.

⁶⁶⁵ *Ibid.*

Sistemas sociais, como o sistema hipotecário, são totalidades internamente complexas. Seres humanos (que os constituem) são também totalidades, podendo ocupar diferentes posições sociais e, portanto, manter diversas relações sociais distintas. É por meio dessas relações, por meio das ações humanas, que a abertura do sistema social é identificada; enquanto seres dotados da possibilidade de escolher entre alternativas concretas, indivíduos acabam com qualquer possibilidade de regularidade de eventos. E a consequência disso é que, na vida social, as condições de fechamento intrínseco (relacionadas à constância dos mecanismos) e extrínseco (relacionadas ao isolamento do sistema) não conseguem ser atingidas.

Se no nível de aplicação prática encontramos severos problemas, estes não são exclusivos; em um nível teórico, o problema assume a forma de um determinismo de regularidade⁶⁶⁶ — um caso particular do problema geral do estocasticismo de regularidade. A vida social é caracterizada como sendo constituída pelas interações de indivíduos econômicos, considerados seres isolados e atomísticos, privados de qualquer estrutura intrínseca e, portanto, de complexidade. Decisões são idealizadas de acordo com alguma “curva”, dada a situação em que o agente é colocado. Embora os seres humanos negociem e realizem suas tarefas diárias com conhecimento e habilidade, a verdade é que o conhecimento que possuem está longe de atender aos requisitos desta hipótese específica sobre as expectativas; no sistema social (aberto) em que vivemos, caracterizado como é por uma incerteza fundamental, a hipótese de expectativas racionais aparece como um excelente exemplo de irrealismo.

Consideremos o fechamento extrínseco, a ideia de que os processos que constituem a realidade social são constantes: como poderíamos explicar a detonação da crise financeira de 2008 sem fazer menção justamente ao problema da interconectividade entre as diferentes instituições financeiras? Como poderíamos fazer referência ao seu processo de causação sem menção às diferentes relações sociais que o permearam, conectando — e não isolando — indivíduos ocupando diferentes posições sociais? Um mutuário não existe senão em função de um credor; essa é uma relação interna, constitutiva. Como fazer sentido por uma realidade marcada por esse tipo de relacionalidade pressupondo a possibilidade do isolamento desses indivíduos?

A mesma pergunta pode ser feita a respeito do fechamento intrínseco, a ideia de que os processos são lineares e constantes: em um sistema complexo e interdependente como

⁶⁶⁶ Ibid., p. 115.

mercados financeiros, será mesmo conseguimos encontrar regularidades? Esse é um sistema social que, apesar de anteceder temporalmente a ação humana, depende dela para sua reprodução e/ou transformação; é um sistema que depende precisamente da agência humana intencional. Que depende da possibilidade de escolha e da imprevisibilidade dela decorrente. A realidade simplesmente não permite a satisfação da condição de fechamento intrínseco; porque o mundo não é composto por conjunções constantes de eventos, cognoscíveis apenas a partir da empiria: o mundo é muito mais que isso.

7.4 Potencial e exercício: uma distinção necessária

A natureza de escolha é o que impossibilita a adequação do modo de teorização dedutivista para dar conta da realidade social. Como visto, entretanto, isso não significa sugerir a impossibilidade de que indivíduos ajam de forma racional; esse é um dos principais pontos levantados ao longo dessa análise: indivíduos constroem sua história a partir do exercício de escolhas entre alternativas concretas, ainda que a disponibilidade dessas alternativas não seja distribuída de maneira igualitária, e nem dependa exclusivamente do sujeito para ser definida.

Ao invés de pensarmos em termos de uma racionalidade imposta, como aquela identificada na economia financeira, uma forma potencialmente melhor de concebermos a natureza estratificada da realidade se dá a partir da ideia de potencialidades⁶⁶⁷: poderes que podem ou não ser expressos; e, mesmo que expressos, podem, ou não, ser efetivados, a depender da influência de tendências contrárias e/ou contraditórias. Embora seres humanos possuam, enquanto espécie, a capacidade de agir racionalmente, essa capacidade não pode ser resumida a imposição de que sempre devem agir assim: como visto, devido à complexidade da vida social, as alternativas dentre as quais podemos escolher não são determinadas por nós. Podemos escolher entre comprar ou alugar uma casa; mas temos nossas opções severamente limitadas, a depender da nossa posição social, para considerarmos outras alternativas além dessas — e mesmo essas, a depender, como visto, de fatores como a cor de sua pele⁶⁶⁸. O problema da economia financeira não é, nesses termos, a dependência sobre um conceito de racionalidade, mas sim a ideia de que essa racionalidade pode ser expressa em termos de eventos, organizados como conjunções constantes, constituindo um sistema supostamente “funcional”.

⁶⁶⁷ Ibid., p. 123.

⁶⁶⁸ Vide notas 112 e 123.

Para usar um exemplo particularmente ilustrativo, bastas considerarmos uma moto: em razão de sua estrutura interna, que o configura de maneira específica o relacionamento entre seus componentes, essa moto detém o poder de, se “detonada” (i.e., interação com o mecanismo, fazendo-o ser exercitado), acelerar até 300km/h. A partir da concepção de realidade pressuposta pela economia financeira — pelo empirismo que a fundamenta, particularmente —, essa moto não teria “poder” algum, a não ser que fosse guiada nessa velocidade (i.e., empiricamente verificada no seu poder)⁶⁶⁹. Dentro de uma concepção de realidade que divide o mundo entre impressões e eventos, não há espaço para darmos conta da ideia de potencialidades ou capacidades: a moto detém o poder para fazer o que, por meio da experiência sensorial (e.g., visão, audição, etc.), ele fez, mas não o que ele poderia fazer (i.e., seu potencial para além do exercício).

Consideremos, em fim, um último exemplo na economia financeira, novamente a partir do CAPM. Para adequar-se ao modo de teorização dedutivista, a explicação proposta por Sharpe precisa atender ser dedutível de um grupo de condições iniciais, amparadas por uma lei universal. Como visto, as condições iniciais foram especificadas na forma de suposições sobre a realidade, na busca por cumprir formalmente com as condições de fechamento (i.e., taxa de juros pura e igualmente disponível, equivalência entre avaliações, etc.); a lei universal, por sua vez, é cumprida pela suposição de um axioma de racionalidade estrita, conforme a seguinte lógica: indivíduos são única e exclusivamente racionais; assim, sempre tomarão as melhores decisões (i.e., maximização da curva de utilidade). Dado um grupo de diferentes oportunidades de investimento (evento x), esses indivíduos sempre “escolherão” a alternativa mais “racional” (evento y); assim, chegamos à conclusão de Sharpe: em uma situação de equilíbrio, para diferentes combinações eficientes de ativos, há uma relação linear simples entre o retorno esperado de um ativo e seu desvio padrão. Assim pode ser resumido, de maneira sintética, o CAPM, adequando-se ao modo de teorização dedutivista.

Por depender de uma concepção equivocada de ciência e explicação, a economia financeira é forçada a reduzir a realidade de forma a encaixá-la na fórmula “sempre que evento x , então evento y ”. Seu pressuposto, como visto, é de que a realidade é organizada de tal maneira que, para cada evento y , existe um grupo de eventos e/ou condições x_1, x_2, \dots, x_n , estruturados a partir de relações de conjunção constante. Modelos da economia financeira são construídos de forma a adequarem-se às condições de fechamento impostas pelo

⁶⁶⁹ COLLIER, 1994, p. 42–43.

dedutivismo, sempre na forma “quando x , então y ”; mas, como a realidade não é constituída dessa forma, os resultados desses modelos tornam-se fundamentalmente viciados. A depender da complexidade de sua estrutura interna, poderão oferecer resultados com utilidade prática, é claro — foi assim que os mercados financeiros funcionaram até agora. Considerá-los como explicações, no sentido de que tornam inteligíveis fenômenos da realidade, seria um equívoco, entretanto, já que atendem apenas formalmente às condições de fechamento.

Dentro das amarras desse edifício teórico, todos os eventos da vida social são “explicados”, única e exclusivamente, com base em *idealizações* genéricas e *descrições* de suas situações. O que essas bases garantem, em suma, é a impossibilidade de uma avaliação adequada da realidade: ao invés de partir das condições materiais para dali retroduzir uma explicação econômica, por exemplo, o movimento contrário é executado, impondo à realidade determinações que não fazem parte dela. Isso acontece porque a estrutura conceitual geral que embasa grande parte da teoria econômica dominante (e especialmente a economia financeira) está implicitamente ligada à suposta universalidade do modelo dedutivo-nomológico.

A separação de um indivíduo de seu contexto social serve para negar a complexidade que identificamos ao longo deste estudo. Se os economistas tentam internalizar todas as variáveis relevantes, acabam por criar modelos muito complexos, mas fundamentalmente igualmente imprecisos. A economia financeira, portanto, acaba sendo um empreendimento “científico” cuja premissa principal é falsa: a de que a realidade social é fechada. Uma “ciência” que ignora as relações sociais, a complexidade e a interdependência; uma “ciência” que, ao se fechar em sua própria bolha analítica, acaba mistificando o mundo real, ao invés de explicá-lo. É por isso que, para além de todas as possíveis intenções de seus agentes, o produto desse empreendimento — suas fórmulas, modelos e “teorias” — estará, se mantido nesses termos, fadado ao fracasso de seus objetivos declarados.

8 RESPONSABILIZANDO NOSSOS FRACASSOS

Crises financeiras produzem danos sociais consideráveis; e, logo que ocorrem, tendem a levantar questionamentos acerca da responsabilidade de seus causadores. Como qualquer tentativa de responsabilização está condicionada ao cumprimento de alguns critérios, especialmente em relação à identificação de umnexo causal entre ações concretas e danos sociais, procedemos, ao longo deste trabalho, precisamente à identificação das determinações da crise.

Em primeiro lugar, consideramos as características do que poderia ser chamado do movimento genérico da crise (i.e., sua mecânica), a partir de sua constituição enquanto consequência de uma bolha especulativa imobiliária. Como vimos, condições comparativamente vantajosas de risco e retorno permitiram um excesso de investimentos no mercado imobiliário, criando um sistema de incentivos que tornava a *relação social* entre mutuários e credores crescentemente intermediada, opaca e interconectada. Devido à pressão para a contínua expansão do mercado, todos buscavam alguma maneira de participar — e manter funcionando — uma aparente “máquina de dinheiro”, cada vez mais dependente de “inovações” financeiras, supostamente capazes de garantir seu moto perpétuo. Quando o preço das unidades residenciais chega ao limite da sua expansão especulativa (imediata), entretanto, diversos mutuários passam a não conseguir mais honrar com seus compromissos financeiros — muitos deles expressamente predatórios —, levando a um grande número de inadimplências em todo o país. Diante dessas inadimplências, o castelo de cartas do mercado hipotecário despencou, forçando uma “reavaliação” dos ativos das principais instituições financeiras do país e gerando uma crise de liquidez se espalhou pelo globo.

Na base desses processos todos estava um artefato técnico específico: o instrumento hipotecário. Componente do que poderíamos chamar de tecnologia financeira, tal instrumento materializou determinadas relações sociais, valores e ideias (e.g., propriedade privada como mediadora para o uso da moradia), estabelecendo a principal forma de aquisição imobiliária residencial nos Estados Unidos. Enquanto veículo destinado à satisfação de uma necessidade básica, esse instrumento tornou-se uma importante ferramenta de regulação social na sociedade capitalista estadunidense, ao mesmo tempo em que também gerou enormes riscos para a economia global. Posto de outra forma, tal instrumento desempenhava uma função dupla: (i) *social*, como instrumento de concessão de crédito aos grupos menos favorecidos da população, com juros menores, incentivando a aquisição da

casa própria; e (ii) *especulativa*, possibilitando acesso aos mercados financeiros globais, no qual as hipotecas foram se transformando em produtos cada vez mais negociáveis e líquidos.

O que a existência do instrumento hipotecário permitia, em suma, era o cumprimento da norma social (e legal) de propriedade privada, garantindo um mecanismo capaz de fornecer à indivíduos o capital “necessário” para a aquisição de um bem de alto valor, como uma casa. Quando analisado em termos monetários, as condições deste negócio eram consideravelmente desiguais, permitindo ao credor que, mesmo sem seu envolvimento na produção de qualquer coisa, recebesse quase o dobro do valor emprestado ao longo de um determinado prazo; ou seja, apesar de, quando comparadas à outras opções de investimento, hipotecas ainda oferecerem condições vantajosas de risco e retorno para o tomador do empréstimo, a lógica subjacente é pautada em uma ficção: dinheiro não gera valor; trabalho gera valor.

Mesmo assim, as pessoas se utilizam desse instrumento, já que, apesar dessas contradições, as condições materiais da vida funcionam possibilitando e limitando as escolhas de um indivíduo. Lares não são mercadorias, são itens de necessidade básica; e as pessoas aceitam esses termos porque, ao exercerem sua possibilidade de escolha, essa escolha é limitada pelas alternativas disponíveis. É dizer, elas fazem porque precisam; porque é o principal mecanismo disponível, senão, para muitos, o único.

Quando indivíduos optam por aproveitar os poderes possibilitados pelo instrumento hipotecário, eles ingressam em uma *relação social* específica e assumem *posições sociais* distintas: de um lado teremos um mutuário (i.e., aquele que toma o empréstimo) e do outro teremos um credor (i.e., aquele que cede o empréstimo). Conforme a tecnologia financeira foi sendo desenvolvida, novos intermediários foram sendo adicionados à essa relação social específica, complexificando-a em diversas maneiras, mas sempre seguindo a mesma lógica: distribuindo obrigações, responsabilidades e direitos entre as diferentes posições sociais que estavam sendo ocupadas.

Como resultado desse processo de complexificação, a relação social se tornou cada vez mais difusa, impessoal e formalizada. Essas características tornam-se evidentes quando consideramos que, na maioria dos casos, as pessoas envolvidas na relação hipotecária jamais chegam a se conhecer; é um relacionamento baseado em documentos e contratos, regulamentando direitos e obrigações diversos, tidos como elementos isoláveis do mundo — como sistemas fechados, sem interferência externa, isoláveis do resto dos processos que movimentam a vida social. E, enquanto uma relação social que partia já de uma divisão desigual de direitos e responsabilidades entre suas posições componentes, não seria nenhum

exagero sugerir que essa era, de plano, uma relação social injusta. Quando consideramos sua evolução ao longo do tempo, porém, verificamos como ela se tornaria, em muitos casos, uma relação com uma distribuição muito mais desigual, mesmo antes da detonação da crise financeira de 2008.

Para além de suas características crescentemente desproporcionais, o que permitia o funcionamento do sistema hipotecário era a existência de um *mecanismo* capaz de modificar a realidade; um mecanismo composto por três processos essenciais: a originação hipotecária (i.e., concessão de empréstimos para mutuários), seguida da sua securitização (i.e., da transformação das dívidas originadas em títulos mobiliários), e, por fim, da sua subscrição (i.e., venda dos títulos para investidores interessados). Ainda que cada um desses processos tenha assumido diferentes configurações ao longo dos últimos 150 anos (com a securitização sendo adicionada apenas na segunda metade do século passado), esses eram os principais “propulsores” utilizados por indivíduos participando desse sistema específico (i.e., mercado hipotecário). Posto de outra maneira, esses foram os processos que permitiram a detonação da crise no mercado imobiliário, que levaria à crise bancária, financeira e econômica, respectivamente. Esses foram os processos que criaram uma bolha imobiliária, sustentada pelo: (i) acesso fácil e irrestrito a crédito imobiliário barato; (ii) pela capitalização dos lucros oriundos da valorização das propriedades imobiliárias; (iii) pelo refinanciamento constante das dívidas contraídas para aquisição dessas propriedades, permitindo que os mutuários permanecessem em suas posições por mais tempo; e (iv) pela transferência do risco de inadimplência para terceiros, permitindo que essa dívida continuasse a ser capitalizada e que os lucros oriundos da especulação financeira fossem cada vez maiores — até, é claro, o ponto em que a bolha se tornou insustentável.

Para que o funcionamento desse mercado acabasse em uma bolha especulativa, entretanto, vimos como uma série de desenvolvimentos históricos foram necessários; desenvolvimentos que, apesar de vinculados de alguma maneira à preocupação acerca da moradia como uma necessidade básica, tinham suas configurações particulares determinadas por outros tantos processos distintos — ou seja, movimentos *trajetorialmente dependentes*. Foi a partir de um problema de restrições orçamentárias, seguido de problemas de normatização contábil, que a ideia de securitização viria a tomar as proporções que tomou; foi por meio de uma inovação tecnológica criada no âmbito do governo federal estadunidense, como uma solução para um problema particular (ligado ao problema geral da política da casa própria), que o processo mais perigoso do sistema hipotecário foi instituído — ainda que de forma muito mais conservadora do que viria a assumir com as “inovações”

da iniciativa privada. A técnica securitizadora, como parte do arsenal tecnológico do sistema financeiro, mudaria fundamentalmente a lógica de funcionamento dos mercados, distanciando (mas não separando) tomador e credor em uma complexa cadeia de intermediários.

Se a relação social entre mutuários e credores era marcada por uma distribuição desigual entre as responsabilidades, obrigações e direitos entre suas posições constitutivas, precisávamos considerar quais as condições de operação do outro polo dessa relação social. Substituindo o foco do mutuário para o credor — mais especificamente, para o investidor — pudemos compreender qual era a lógica oferecida como justificativa para essa distribuição desigual: o argumento apresentado por essas instituições financeiras para justificar a relação entre credor e mutuário era o de que, enquanto os indivíduos (i.e., aqueles que demandavam recursos financeiros com finalidades específicas, tais como a compra de um bem de consumo durável, como uma casa) não dispunham do capital necessário para adquirir determinado bem, outros indivíduos (i.e., aqueles que dispunham de capital financeiro em excesso) poderiam oferecer esse recurso para a realização dessa operação, mediante o pagamento de juros. Em outras palavras: se os mutuários tinham a necessidade de um bem, mas não dispunham do capital para adquiri-lo, havia alguém na sociedade com esse capital, e essa pessoa poderia fornecer esse recurso sob determinadas condições — isto é, cobrando uma remuneração pelo risco assumido (e, portanto, pelo capital fornecido). A razão pela qual alguns indivíduos dispunham de quantidades suficientes de capital a ponto de poderem emprestá-lo sistematicamente para outros (que não tinham) estava para além das preocupações da “ciência neutra da economia”, é claro.

Ao analisarmos os fundamentos que orientam o funcionamento dos mercados, pudemos perceber sua dependência em relação à possibilidade de previsão do futuro — de especulação sobre possíveis estados, para além da interpretação moralista do termo. Apesar da diversidade “estratégias” e “teorias” que podem ocupar esse espaço, vimos como, em sua maioria, tais fundamentos carecem de uma justificativa científica sólida (tanto à época, quanto hoje). Análises gráficas eram fundamentadas em concepções abstratas e vulgares sobre uma psicologia dos mercados — concepções que viriam a ser investigadas com maior rigor a partir da economia comportamental —, enquanto análises fundamentalistas, apesar de exibirem um maior potencial explicativo, operavam com categorias pouco definidas e desvinculadas de interpretações psicológicas e/ou sociológicas sólidas. A “solução” para esses problemas, entretanto, chegaria com a constituição da economia financeira que, sobretudo a partir da década de 1950, importava a concepção positivista de ciência de Milton

Friedman e o dedutivismo matemático de outros teóricos ortodoxos — ainda que com eventuais afinidades heterodoxas — para constituir uma nova “ciência” das finanças. Esse empreendimento, pautado em uma série de pressupostos ontológicos frequentemente não formulados, dependia de uma concepção irrealista de ciência e, como visto, era — e continua sendo — marcado por suposições absolutamente inadequadas da realidade. Na sua base, como visto, estava a ideia de conjunção constante de eventos, permitindo a instituição de um foco prático — quiçá diretamente tecnológico — da economia financeira.

Com base em proposições como o *Modelo de Precificação de Ativos Capitais* (CAPM), a “teoria” das opções de Black-Scholes-Merton, e as hipóteses de *mercados eficientes e caminhadas aleatórias*, uma revolução tecnológica assumiria as rédeas do funcionamento técnico dos mercados financeiros. Longe de ter sido um processo imediato e sem atritos, sua implementação foi vagarosa e difícil, envolvendo diversas questões em diferentes níveis de análise, incluindo desde o evidente irrealismo das suposições feitas por economistas financeiros para tornarem possível a “derivação” de seus modelos, até a visão por operadores do mercado de que esses novos indicadores poderiam ser usados como instrumentos de avaliação de performance de suas decisões de investimento. Apesar dessas dificuldades, tais instrumentos seriam incorporados na exploração prática de “oportunidades de investimento”, sobretudo na forma de softwares baseados em modelos econométricos financeiros.

Uma vez concluída a apresentação da relação social central para a satisfação da necessidade de moradia (i.e., investidores e mutuários), pudemos verificar como tais vínculos não são isoláveis, devendo ser compreendidos em relação ao todo da vida social; especificamente, pudemos verificar como essa relação social específica entre duas posições, era atravessada por outras diversas relações sociais “maiores” e “menores”, com especial atenção à relação produtiva. A partir de uma caracterização da relação de produção como, na configuração atual do modo de produção capitalista, marcada por duas posições sociais essenciais (i.e., entre aqueles que detém os meios de produção e os que não detém), verificamos o que justifica a centralidade dessa relação em particular na vida social: nossa dependência dela, enquanto seres humanos, para satisfazermos nossas necessidades básicas. Formalmente conceituando a categoria teórico-ontológica do “trabalho”, pudemos vislumbrar a medida da ficção que havíamos identificado antes (i.e., de que dinheiro consegue fazer mais dinheiro sozinho), fornecendo o instrumental teórico básico para compreendermos como esses processos se materializaram em seu desenvolvimento histórico particular.

Após o fracasso da experiência do “liberalismo integrado”, a dinâmica interna de acumulação de capital se viria ameaçada com a chegada da crise de estagflação na década de 1970 — uma crise agravada ainda mais a partir da “crise do petróleo”. Diante da desvalorização de seus bens e ativos, provocada pela inflação desenfreada, o “consenso” estabelecido entre as duas coletividades ocupando os principais polos da relação produtiva seria quebrado, causando uma forte reação política, técnica e social por parte daqueles que detinham o controle e/ou propriedade do capital — um verdadeiro contra-ataque ao crescente poder distribuído entre diferentes instituições de luta pelos direitos dos trabalhadores. Esse complexo processo, que tentativamente pode ser identificado como parte de um “projeto neoliberal” — no sentido de sua função enquanto “estratégia” para reforçar a distribuição desigual de responsabilidades, direitos e obrigações na relação capital-trabalho —, teria suas influências identificáveis nos mercados hipotecários (e financeiros, em geral) a partir de dois processos distintos: a regulação seletiva das atividades empresariais; e a financeirização da economia.

Quando a financeirização e a regulação seletiva se tornaram a nova norma social, a “melhor história já contada” assumiria proporções verdadeiramente *milagrosas*, já que inexplicáveis por seus próprios marcos teóricos. A ideia de que dinheiro consegue gerar dinheiro, da mesma forma que uma laranjeira tem o poder de gerar laranjas, que está na base de diversas das contradições do modo de produção capitalista, passou a colonizar todos os espaços do mercado hipotecário. A conexão dos pontos é feita por David Harvey⁶⁷⁰:

Então aqui está mais um paradoxo. O dinheiro, que supostamente representa o valor social do trabalho criativo, assume uma forma — capital fictício — que circula para, eventualmente, encher os bolsos dos financistas e detentores de títulos através da extração de riqueza de todos os tipos de atividades não produtivas (não produtoras de valor). Se você não acredita nisso, não precisaria olhar além da história recente do mercado imobiliário para ver exatamente o que quero dizer. A especulação sobre os valores da habitação não é uma atividade produtiva, mas grandes quantidades de capital fictício fluíram para o mercado imobiliário até 2007-2008, porque a taxa de retorno dos investimentos era alta. O crédito fácil significava o aumento dos preços da habitação e as altas taxas de rotatividade significavam uma infinidade de oportunidades para ganhar taxas e comissões exorbitantes em transações imobiliárias. O agrupamento das hipotecas (uma forma de capital fictício) em obrigações de dívida colateralizada criou um instrumento de dívida (uma forma ainda mais fictícia de capital) que poderia ser comercializado em todo o mundo. Esses instrumentos de capital fictício, muitos dos quais se revelaram inúteis, foram comercializados para investidores desavisados em todo o mundo como se fossem investimentos certificados pelas agências de classificação como “tão seguros quanto casas”. Este era o capital fictício descontrolado. Ainda estamos pagando o preço por seus excessos. (Tradução nossa)

⁶⁷⁰ HARVEY, 2014, p. 33.

O que esses economistas — sobretudo aqueles mais diretamente engajados com um “projeto neoliberal” — pretendiam era um “golpe de mestre”: por meio da produção tecnológica, pretendiam desenvolver ferramentas que tornassem possível a manutenção de sua ficção produtiva; é dizer, queriam tornar o próprio *trabalho* supérfluo, substituindo-o por pela pretensa máquina de autorreprodução do capital que analisamos ao longo deste trabalho. Pudemos chegar a essa conclusão apenas porque, superando uma análise individualista metodológica, verificamos como a ascensão do sistema bancário paralelo, das hipotecas subprime e dos derivativos financeiros estava diretamente vinculada às duas estratégias empregadas por aqueles que compraram o tal “projeto”: a regulação seletiva possibilitou a remoção dos limites historicamente construídos para evitar alguns dos maiores excessos do modo de produção capitalista (embora só os “excessos” e não suas bases), enquanto a financeirização constituiu-se como uma nova forma não apenas de expropriação por meio da dependência em dívidas, mas também pela instrumentalização de formas de capital fictício na expectativa de superar a dependência da força de trabalho.

Quando todos esses processos complexos, distintos e contraditórios se combinaram, seus efeitos foram sentidos em diferentes níveis de emergência: em um nível *macro*, permitiram a concentração cada vez maior de riqueza nas mãos daqueles que controlavam o capital; em um nível *mezzo*, permitiram a instauração do “hipotecoduto”; e, em um nível *micro*, permitiram que indivíduos operacionalizassem esses dois processos mais amplos, a partir da distribuição de comissões por todas os elos da cadeia especulativa que marcava os mercados hipotecários — marcando, assim, o ponto de contato entre agência e estrutura que buscávamos.

Esse sistema de suposta “autorreprodução” do capital não passava de uma grande ficção, pautada não em “conhecimentos” questionáveis, mas sim concepções de ciência inadequada à realidade. Para além das possíveis intenções dos seus usuários na realização de suas escolhas particulares, serviu, efetivamente, para realizar o objetivo identificado na base do “projeto neoliberal”: uma maior concentração de poder e riqueza nas mãos da coletividade que tinha o controle e/ou a propriedade do capital. Essa, em resumo, é a história da crise financeira de 2008; a história dos elos processuais complexos que vincularam ações específicas ao resultado da crise, constituindo diversas cadeias denexo causal que, no fim das contas, levariam à detonação da crise na sua forma histórica.

A pergunta sobre quem foram os responsáveis pela causação da crise, portanto, parece respondida; mas em que medida essa responsabilidade causal pode ser traduzida para uma responsabilidade criminal? Para além de sua instrumentalização prática, do seu

envolvimento na produção de um resultado, em que medida podemos, de fato, considerar essas pessoas como criminalmente responsáveis pelos danos causados em decorrência da crise? Se descobrirmos quem foram as pessoas envolvidas com a causação da crise, como podemos pensar na medida de sua responsabilidade sobre ela?

8.1 A crise como crime

O sistema de justiça criminal, enquanto sistema social, é frequentemente compreendido como organizando as instituições responsáveis por “fazer justiça” — ou, na interpretação dominante, para punir aquelas pessoas acusadas (e condenadas) pelo cometimento de “crimes”. Essa, apesar de sedutora, não é uma representação *realista* das formas pelas quais operacionalizamos nossas principais tecnologias de controle social: tribunais não são a representação da moralidade, nem o sistema de justiça consegue produzir (em termos significativos) *justiça*. É uma instituição que, como qualquer outra, não surgiu do nada, mas foi criada em e por uma sociedade repleta de conflitos políticos e morais substantivos; e, enquanto tecnologia particular, o direito também é a materialização dessas relações sociais, valores e ideias em artefatos técnicos (supostamente) capazes de realizar determinadas funções e não outras (i.e., punir indivíduos vs. fazer justiça).

Toda sociedade estabelece regras sociais, por meio das quais identificam quais seriam condutas socialmente adequadas ou não, distinguindo, a depender do sistema, o “certo” do “errado”, o “bem” do “mal” e, em suas manifestações positivadas, o lícito do ilícito. Essas regras sociais — regras legais, quando transformadas em leis —, funcionam como parte do mecanismo de valoração de comportamentos, crenças e características como sendo positivas, negativas ou neutras. Caso essas regras sejam violadas, elas poderão resultar em alguma reação específica, normalmente na forma de uma sanção, censura ou punição⁶⁷¹.

Uma ação, entretanto, não será positiva, negativa ou neutra em si; ela simplesmente será. O que pode qualificá-la nos termos propostos (ou em outros) é a sua interpretação por outras pessoas, o seu julgamento por determinados públicos⁶⁷². Mesmo matar alguém não possui um conteúdo valorativo exclusivamente negativo: basta considerarmos como matar alguém em legítima defesa, para além de lícito, é frequentemente interpretado como uma ação heroica — a depender do interprete, é claro. Quando um indivíduo não conta com

⁶⁷¹ CHRISTIE, Nils, **A suitable amount of crime**, London ; New York: Routledge, 2004.

⁶⁷² PATERNOSTER, Raymond; IOVANNI, LeeAnn, The labeling perspective and delinquency: An elaboration of the theory and an assessment of the evidence, **Justice Quarterly**, v. 6, n. 3, p. 359–394, 1989.

nenhuma forma de reação qualificada, cometendo algum ato que gera uma reação de julgamento genérica (i.e., um empurrão por furar uma fila), essa ação passa a ser genericamente qualificada com um “desvio” do esperado⁶⁷³ — uma concepção processual similar à utilizada para crise, como visto. Quando essa ação é julgada por um público específico (i.e., pelos responsáveis pela operação dos instrumentos de controle social), esse desvio poderá ser novamente qualificado: para além de um desvio genérico, essa pessoa terá cometido um *crime*.

Em um Estado de Direito, para que uma ação possa ser interpretada como *crime*, ela precisa, primeiro, estar prevista como tal em um dispositivo legal; mais que uma norma social genérica, essa precisa ser uma norma legal, determinando que o cometimento de determinadas condutas abstratas contará com uma forma de reação específica por parte dos agentes do Estado. Nesse sentido, é inegável que a lei penal opera como *conditio sine qua non* para a existência de um *crime* — como sua causa formal —, já que não existe crime sem lei que o determine. Ao tratarmos dessa questão criminal a partir da dogmática penal, essa é a única concepção aceitável para o que caracteriza um crime: a teoria do injusto penal tem como função (formal) a limitação do poder punitivo por meio da aplicação estrita de uma gramática de imputação⁶⁷⁴; crime, nesse sentido estrito, não pode ser nada além do resultado de uma sentença penal condenatória transitada em julgado⁶⁷⁵. Será considerado criminalmente responsável, nesse sentido, aquele que for condenado pela prática de uma ação prevista pela lei e definida como *crime*.

Na divisão departamental acadêmica contemporânea, a disciplina supostamente responsável por investigar o fenômeno do *crime* é, como se poderia imaginar, a criminologia; sua história, entretanto, e apesar de excelentes contribuições de diversos autores⁶⁷⁶, não é uma de sucessos, mas sim de fracassos⁶⁷⁷. Tal qual a economia financeira, esse é um empreendimento marcado pela incapacidade de oferecer uma explicação adequada sobre seu fenômeno de interesse, bem como pela aposta em instrumentos cujo efeito concreto, para além de qualquer pretensão de “prevenção criminal”, se materializa em prisões superlotadas,

⁶⁷³ MATZA, David, **Becoming deviant**, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1969.

⁶⁷⁴ TAPPAN, Paul, Who Is The Criminal?, **American Sociological Review**, v. 12, n. 1, p. 96–102, 1947.

⁶⁷⁵ Ibid.

⁶⁷⁶ A crítica constituída, por exemplo, pela Nova Criminologia, reconhece a importância das diversas contribuições feitas para a compreensão dos diferentes processos que incidem sobre o *crime*, em termos genéricos; sua incorporação, entretanto, não pode ser realizada de maneira acrítica, visto que, como arguido ao longo deste trabalho, pressupostos importam tanto quanto as próprias teorias substantivas. Nesse sentido: TAYLOR, Ian; WALTON, Paul; YOUNG, Jock, **The new criminology: For a social theory of deviance**, London: Routledge and Kegan Paul, 1973.

⁶⁷⁷ YOUNG, 1986.

altas taxas de reincidência e, além de tudo isso, um sistema de punição absolutamente seletivo⁶⁷⁸.

Para que possamos compreender o fenômeno do crime, entretanto, ambas soluções são insuficientes, já que são marcadamente parciais em suas contribuições; de forma particularmente notória nesse campo, as disputas frequentemente se limitam exclusivamente ou elemento de *ação*, ou ao elemento de *reação*. Seja na condição de isolar o “ato criminoso” no tempo, desvinculando-o de suas determinações históricas, ou tornando o infrator um mero reator passivo às imposições da estrutura, grande parte da teoria criminológica do século passado esteve presa na eterna discussão entre voluntarismo e determinismo⁶⁷⁹.

Essa disputa não impediu, é claro, a contribuição de diversos pesquisadores sobre as determinações de sua preferência. Do lado da reação, identificamos como, em teorias cujo enfoque está no *controle social formal* (e.g., teorias do controle)⁶⁸⁰, há uma tendência a enfatizar o papel do Estado, destacando a importância de instituições como a polícia e os tribunais; quando o foco está no *controle social informal* (e.g., “realismo” de direita)⁶⁸¹, por sua vez, verificamos um destaque maior à quebra de valores sociais. Quando focadas na ação, encontramos destaques ao agente e suas determinações (e.g., positivismo)⁶⁸², ou então um foco na vítima (e.g., vitimologia)⁶⁸³. Cada uma dessas teorias possui algum elemento de contribuição à compreensão do fenômeno do *crime*; o problema, é claro, está na incapacidade em operacionalizar essas diferentes determinações em um modelo causal adequado à vida social — precisamente o que pretendi construir ao longo deste trabalho.

Ao longo deste trabalho, procurei demonstrar como a realidade humana é fundamentalmente mais complexa do que qualquer “equação” poderia dar conta. Ao tomarmos a crise como crime — ou seja, ao buscarmos compreender em que medida tais ações podem ser, de fato, interpretadas como criminosas, gerando uma reação social específica —, devemos considerar a magnitude e complexidade de todas as determinações que vimos na estruturação do âmbito de autodeterminação dos indivíduos. Precisamos considerar seu contexto *micro*, fazendo referência ao acontecimento particular da ação potencialmente criminosa (e.g., localização, circunstâncias, envolvidos), bem como seu

⁶⁷⁸ Ibid.

⁶⁷⁹ YOUNG, Jock, The Tasks Facing a Realist Criminology, *Contemporary Crisis*, v. 11, p. 337–356, 1987.

⁶⁸⁰ GOTTFREDSON, Michael R.; HIRSCHI, Travis, *A general theory of crime*, Stanford, CA: Stanford Univ. Press, 1990.

⁶⁸¹ WILSON, James Q., *Thinking about crime*, New York: Basic Books, 1975.

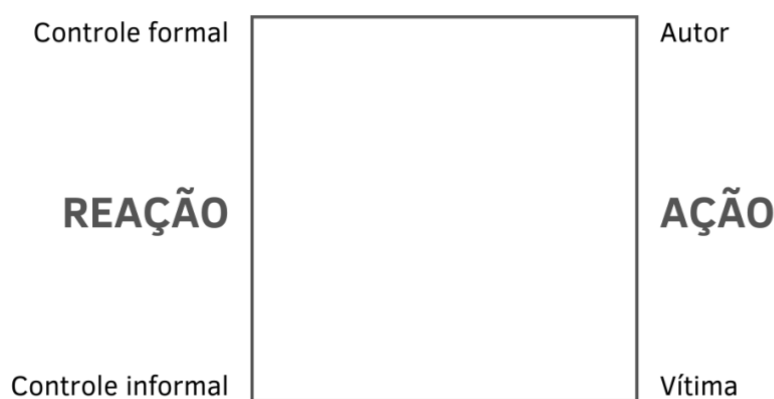
⁶⁸² YOUNG, 1987.

⁶⁸³ FARRELL, Graham, Multiple Victimisation: Its Extent and Significance, *International Review of Victimology*, v. 2, n. 2, p. 85–102, 1992.

contexto *macro* (e.g., diferenças de renda, estrutura familiar, taxa de emprego); mais importante ainda, precisamos fazê-lo levando em consideração os dois processos fundamentais: tanto a *ação ofensora* quanto a *reação social*. É dizer: precisamos levar o crime a sério⁶⁸⁴.

Crime é uma relação social; mais especificamente, crime é uma relação social complexa, constituída por diversas posições sociais distintas que, na operação de seus poderes de escolha, relacionam-se de forma a possibilitar ou limitar as alternativas disponíveis aos seus participantes. Não se trata de uma concepção *fatorial*, partindo de um atomismo social que confunde os diferentes níveis de emergência e estratificação da realidade; trata-se de uma concepção da realidade como composta por *totalidades* diversas. Esse é o projeto de uma *criminologia realista*: mediante a incorporação mediada de descobertas de outras tradições criminológicas, o que tal empreendimento visa identificar são as determinações que incidem sobre essa relação social particular, não apenas em um ponto de foco parcial e limitado, mas a partir da sua interrelação; uma ideia expressa de maneira potencialmente frutífera a partir da metáfora do *quadrado do crime*, composta por (pelo menos) quatro vértices: *controle social formal e informal*, no lado da reação; e *autor e vítima*, no lado da ação. A Figura 14 ilustra sua composição.

Figura 14 — Quadrado do crime



Fonte: YOUNG, 1987, p. 341⁶⁸⁵

Todos esses elementos devem ser considerados para uma compreensão adequada de qualquer *crime*; embora a crise seja, em função de sua dimensão, um objeto de complexidade

⁶⁸⁴ MATTHEWS, Roger, Taking realist criminology seriously, *Contemporary Crises*, v. 11, p. 371–401, 1987.

⁶⁸⁵ YOUNG, 1987.

facilmente identificável, o argumento levantado ao longo desta análise é muito mais básico que isso: precisamos reconhecer em que medida *crimes*, no geral, são também fruto de complexas interações como as que vimos. Não é possível limitar a complexidade da realidade aos chamados “crimes de colarinho branco”, da mesma forma que não é possível impor à realidade condições de fechamento intrínseco ou extrínseco na teoria econômica; qualquer operação nesse sentido acabará, como visto, em uma frustração de expectativas em relação ao funcionamento do sistema social em questão, seja ele hipotecário ou jurídico. Subjacente ao que qualificamos (ou não) como crime, vivemos em uma sociedade que é marcada pelos mais diversos e variados conflitos que merecem atenção. De maneira particular, nos interessa reconhecer a complexidade da realidade que permite a realização dessas ações por indivíduos em determinados contextos, bem como nos interessam respostas adequadas a violações daquilo que podemos considerar como “justo”.

Para que possamos explicar o fenômeno do *crime*, precisamos partir de um esquema conceitual geral adequado à realidade; é dizer, precisamos ser *realistas* em relação aos nossos pressupostos⁶⁸⁶. Quando um indivíduo pratica uma determinada ação, essa ação sempre é acompanhada pelo potencial de múltiplas (e diversas) interpretações sobre aquele ato. Mesmo assim, uma ação que causa efeitos socialmente danosos é uma ação que merece consideração social; não acredito que seja desarrazoado uma sociedade estabelecer padrões éticos sobre o que é aceitável e o que não é aceitável. A questão, entretanto, está nas formas que dispomos para operacionalizar essa responsabilização.

A hipótese aqui aventada, portanto, é a seguinte: a maneira pela qual concebemos a ideia de responsabilidade é fundamentalmente prejudicada por sua dependência em um sistema teórico incompatível com a realidade que visa normatizar. Se quisermos levar o crime a sério, precisamos reconsiderar as formas pelas quais nosso sistema de controle social está estruturado; só assim poderemos pensar em alternativas efetivamente capazes de cumprir com nossos objetivos — ou, pelo menos, saberemos quais são os objetivos que podem ser cumpridos, em primeiro lugar.

8.2 Levando a responsabilidade a sério

Vimos que as agências de classificação estavam enfatizando a correlação em sua avaliação dos CDO. Esse foco era justificado, em termos teóricos, pela sua centralidade na

⁶⁸⁶ MATTHEWS, Roger, **Realist Criminology**, London: Palgrave Macmillan, 2014.

explicação da origem das oportunidades de investimento desejadas; em outras palavras, eles prestavam atenção na correlação porque esse era o fator que determinava a lucratividade (ou não) de um CDO. Quando essas preocupações foram transpostas para a avaliação de ABS CDO, entretanto, as agências de classificação de risco passaram novamente por dificuldades na estimação dessa correlação, agravados em relação às análises de CDO corporativos porque, além de todos os problemas acumulados do mercado de CDO, somavam-se a ausência de dados sobre a variação dos preços dos ABS (por serem negociados “no balcão” e não em bolsas organizadas); e pela ausência de dados sobre inadimplências desses produtos (porque eram considerados muito seguros).

Como resultado dessas limitações impostas por condições históricas específicas, as possibilidades de escolha dos analistas por detrás daqueles modelos ficou limitada à duas alternativas: eles poderiam estimar essas relações com base no seu próprio histórico de classificação (i.e., a subida ou descida da nota), ou por meio de julgamento humano direto. Em razão dessas dificuldades, uma série de decisões metodologicamente questionáveis foram tomadas pelas agências de classificação, resultando em avaliações inadequadas à realidade dos ativos subjacentes aos títulos.

E aqui, enfim, chega a pergunta mais importante do trabalho: em que medida podemos atribuir, dentro dos parâmetros daquilo que entendemos como responsabilidade individual, a “culpa” desses indivíduos? Suas ações foram identificadas (i.e., avaliações erradas sobre ativos); sua vinculação causal foi estabelecida (i.e., foram a base para as reavaliações que causaram a crise de liquidez); sua intenção genérica também (i.e., fizeram para serem pagos). Mas será mesmo que a responsabilidade *pela crise* cabe dentro de um (ou de um grupo específico) de indivíduos?

O que esse estudo de caso demonstra de maneira particularmente clara, em minha análise, é a medida pela qual sistemas diversos funcionam permitindo e limitando determinadas ações; como a dependência em determinadas tecnologias (financeiras e/ou jurídicas) demonstra o complexo espaço onde a ação humana intencional é realizada, com suas incontáveis mediações e contradeterminações. Essa é uma complexidade que define as ações que pretendemos julgar; é por meio dela que alternativas são tornadas concretas ou não.

Como, em um primeiro nível de análise, as condutas dos agentes pertencentes às agências de classificação são apresentadas como erros, poder-se-ia argumentar que, nesses termos, elas não representariam uma situação com a qual o sistema de justiça não estaria preparado para lidar; posto de outra forma, poder-se-ia alegar que a tecnologia jurídica

dispõe de mecanismos para dar conta desse tipo de problema (e.g., alegação de ausência de intenção), sem a necessidade de questionarmos algo tão mais fundamental como a natureza da responsabilidade criminal. Essa seria, entretanto, uma falsa solução, visto que o problema fundamental permaneceria mantido nos mesmos termos: esses mecanismos seriam operacionalizados para isolar o indivíduo de seu contexto social, criando a expectativa de cumprir com um objetivo para o qual o direito não é feito — “fazer justiça”.

A crise financeira global foi um dos piores desastres económicos da história. Muitas pessoas perderam as suas casas, os seus empregos e mesmo suas aposentadorias. Como vimos, muitos são os elementos que contribuíram para sua causação, dentre os quais estava, é claro, o incentivo financeiro recebido em decorrência de suas ações. Mas será mesmo que conseguimos reduzir a complexidade identificada a uma mera questão de “ganância” ou “desvio moral individual”? Será mesmo que *devemos* proceder dessa maneira, instrumentalizando a ideia de responsabilidade individual como se ela não fosse marcada por uma redução do mesmo estilo que vimos ao longo da análise da economia financeira? Precisamos reconhecer — e levar a sério — a complexidade da realidade; não apenas como fruto de curiosidade e fascínio (i.e., no seu lado positivo), mas também na sua condição de potencialmente problemática, contraditória e “caótica”.

Não é só isso, entretanto: como vimos, ninguém faz sua história da maneira como quer, apenas da maneira como pode. E, dentre todas as maneiras pelas quais nossas escolhas são possibilitadas e/ou limitadas, destacamos os artefatos técnicos que possibilitam o funcionamento dos mercados hipotecários; artefatos esses que não vieram do nada, tendo sido construídos com base em pressupostos da economia financeira que, por sua vez, estavam baseados em aspectos mais gerais de uma tradição de economia “neoclássica”. Sem esses artefatos — sem os componentes dessa *tecnologia financeira* —, o funcionamento dos mercados seria impossível. Considerando como tais materializações funcionaram da delimitação de diversas das escolhas disponíveis aos agentes causadores da crise, será que não poderíamos pensar na medida de responsabilidade dos engenheiros que os construíram? Dos teóricos que as fundamentaram? Em que medida um economista como Milton Friedman, que agiu diretamente para o desmantelamento dos mecanismos regulatórios que permitiam alguma estabilidade aos mercados financeiros, é responsável pela crise?

A questão é justamente essa: mesmo que os modelos das agências tivessem internalizado todas as variáveis possíveis e imagináveis, os pressupostos que embasam a teoria econômica não teriam permitido a construção de uma ferramenta capaz de quantificar os diferentes “riscos” possivelmente afetando um determinado instrumento financeiro; isso

não seria impossível porque a própria estrutura que permite a operação dessa tecnologia está fundamentada em concepções absolutamente inadequadas da realidade. É como se estivéssemos diante de uma criança e seu brinquedo, espantada ao perceber que o cilindro de madeira azul que tem nas mãos não se encaixa com o buraco triangular no seu brinquedo: não foi feito pra isso.

Ao considerarmos a medida da responsabilidade de alguém — muito antes de eventual consequência por essa responsabilidade (i.e., a forma de punição) —, é fundamental fazê-lo de forma (minimamente) adequada à complexidade da realidade. Os exemplos marcadamente tecnológicos aqui analisados não indicam qualquer relação determinística sobre as ações de um sujeito; suas decisões são, em grande medida, suas, ainda que mediadas por processos dos quais ele sequer tem consciência ou sobre os quais detém controle. O que esse foco na tecnologia nos permitiu, entretanto, foi demonstrar, de maneira explícita material, como a operação entre agência e estrutura se realizou na detonação da crise. Aqui compreendemos porque, mesmo que os responsáveis pelos modelos tivessem conseguido evitar os erros identificados (e.g., a determinação de um quociente de correlação arbitrário), ainda assim sua tecnologia não conseguira produzir os resultados por eles desejados. Análises econométricas, como visto, baseiam-se no pressuposto de que o mundo é constituído por relações estáveis entre diferentes variáveis; relações que permanecem constantes ao longo do tempo. E nada poderia ser mais distinto do movimento da realidade. Considerando mais essa mediação, em que medida poderíamos responsabilizar, por exemplo, os analistas das agências de classificação de risco por seus erros práticos — ou então por suas concepções equivocadas acerca do que é ciência?

A ideia de crime está intimamente relacionada, como mencionado, a possibilidade de escolha; mais especificamente, à distribuição diferenciada de oportunidades entre diferentes posições sociais. Essas oportunidades garantem a uns uma série de oportunidades, enquanto limitam o acesso de outros as necessidades mais básicas imagináveis, como a moradia. Em um sistema marcado por essa distribuição desigual, derivada de uma série de relações sociais explorativas, como a atual configuração das relações de produção, o que acontece é a gestão seletiva de oportunidades; o que acontece é a instituição de valores éticos pautados na competição, no lucro como fim em si, no indivíduo como todo poderoso, unicamente responsável pelo seu sucesso, ou pelo seu fracasso. Uma ficção perigosa, que traz consequências práticas diariamente para, pelo menos, 99% da população mundial.

O que a análise apresentada até o momento indica é um conjunto de relações muito mais complexas do que a “caixinha” da responsabilidade individual; posto de outra maneira,

a forma como estamos acostumados a pensar na ideia de responsabilidade é possibilitada e limitada a partir dos componentes semântico-categoriais da teoria que embasa sua operação. Uma alternativa, para que pudesse superar essas limitações, precisaria ser concebida de forma a permitir uma contextualização do indivíduo e de sua ação; precisaria reconhecer que responsabilidade não é privilégio de um ou de outro, mas uma consequência compartilhada por quaisquer indivíduos que, ocupando esta ou aquela posição social, contribuíram para um fim específico. Responsabilidade, nesses termos, não é algo individual, mas sim algo compartilhado entre o indivíduo e a sociedade onde este se inscreve, incluindo suas formas institucionais (i.e., o próprio sistema de justiça). Precisamos, em suma, de uma concepção de responsabilidade relacional.

8.3 Uma nova concepção de responsabilidade

O sistema de justiça criminal, em suas diferentes variedades, depende fundamentalmente de uma concepção de agência formal, supostamente universal; ou seja, é pautado de uma concepção de indivíduo como ser que detém total controle sobre suas ações⁶⁸⁷. Como visto ao longo deste trabalho, entretanto, seres humanos são criaturas complexas, localizados em determinados contextos sociais — dos quais não podem ser isolados —, e sofrendo determinações de diferentes origens e/ou níveis de emergência sobre sua possibilidade genérica de escolha. Ao tratarmos indivíduos como se fossem perfeitamente capazes de autocontrole — como se pudessem ser individualmente responsabilizados por suas ações — além de não conseguirmos cumprir nosso objetivo, ainda garantimos uma marginalização sistemática de questões relacionadas tanto ao que poderíamos chamar de “justiça individual”, quanto à “justiça social” — duas faces da mesma moeda, e não duas coisas diferentes⁶⁸⁸.

Essa falsa, porém, necessária, separação, é fruto de uma tentativa de isolar o indivíduo do seu contexto social⁶⁸⁹; como resultado, a operação concreta do sistema de justiça criminal frequentemente ignora toda a gama de determinações que podem contribuir para a causação deste ou daquele resultado, trazendo consigo problemas e contradições na nossa suposta tentativa de “fazer justiça”. O que essa falsa separação garante, na prática, é a possibilidade de exclusão de indivíduos específicos, como se seu isolamento das

⁶⁸⁷ NORRIE, Alan, **Punishment, Responsibility, and Justice**, New York: Oxford University Press, 2000, p. 2.

⁶⁸⁸ *Ibid.*, p. 2–17.

⁶⁸⁹ *Ibid.*, p. 80–83.

determinações presentes em seu contexto social fosse possível⁶⁹⁰. Um indivíduo genérico é formalmente criado, estabelecendo um novo “molde” para que, assim como na economia financeira, a realidade seja reificada em um espectro da sua complexidade; uma ficção que permite a operação do sistema de justiça criminal não como um instrumento de “justiça”, mas como um instrumento de dominação, capaz de tamanho irracionalismo quanto ignorar tanto o contexto social de uma ação, quanto suas qualidades morais substantivas⁶⁹¹. Enquanto uma construção idealista, que impõe restrições à realidade como se assim a comandasse, esse sujeito legal (i.e., o indivíduo no direito) não é uma representação adequada do sujeito real (i.e., forma material como indivíduos são estruturados enquanto sistemas e sua relação com outros sistemas)⁶⁹².

O direito, enquanto um sistema desenhado para controle social, não funciona de acordo com sua descrição formal, mas sim apesar dela; na prática, para além de outras funções documentadas, esse é um sistema construído (por processos trajetorialmente dependentes) de forma a tornar possível evitarmos uma série de discussões morais difíceis, como aquelas envolvendo a relação social entre “capitalistas” e “trabalhadores” (em toda a heterogeneidade de sua realidade fracionada e contraditória)⁶⁹³. Na prática, é um sistema que funciona para garantir a manutenção de uma divisão radical de oportunidades, favorecendo a manutenção do *status quo*⁶⁹⁴.

Mesmo assim, a pergunta continua posta: em que medida podemos responsabilizar os envolvidos na causação da crise? Para além das limitações operacionais do direito, a pergunta sobre uma responsabilidade moral — uma responsabilidade que não opere uma falsa separação entre justiça individual e justiça moral —, interessa à sociedade; é dizer, interessam à sociedade mecanismos de controle dos excessos praticados por seus indivíduos, sobretudo quando assumem a gravidade daquilo que, no senso comum, identificamos como “crimes”. Parece importante que a sociedade encontre maneiras de responsabilizar moralmente pessoas que causaram um dano social imenso, ganhando um sem fim de dinheiro (e.g., 10 bilhões para um único investidor) no caminho, enquanto milhares de

⁶⁹⁰ RUSCHE, G.; KIRCHHEIMER, O., **Punishment and social structure**, New York: Columbia Univ. Press, 1939.

⁶⁹¹ TOMBS, Steve; WHYTE, Dave, Unmasking the crimes of the powerful, **Critical Criminology**, v. 11, n. 3, p. 217–236, 2003.

⁶⁹² NORRIE, 2000, p. 85–88.

⁶⁹³ PEARCE, Frank; TOMBS, Steve, Ideology, hegemony, and empiricism, **The British Journal of Criminology**, v. 30, n. 4, p. 423–443, 1990.

⁶⁹⁴ CHAMBLISS, W. J., A sociological analysis of the law of vagrancy, **Social Problems**, v. 12, n. 1, p. 67–77, 1964.

famílias foram enganadas a assumirem empréstimos predatórios e foram despejadas de suas residências⁶⁹⁵. A questão, entretanto, é: como fazer isso?

Responsabilidade individual é uma categoria de difícil operação, quando à consideramos em face da natureza relacional da vida social, porque, tanto em termos de responsabilidade moral, quanto em termos de responsabilidade causal, ela é compartilhada entre diversas posições sociais, ocupadas por diferentes indivíduos concretos. Responsabilidade é algo compartilhado entre indivíduo e comunidade⁶⁹⁶. Quando essa natureza “caótica” é colocada contra um modelo de realidade individualista, reificando o indivíduo à mera imagem de si — tal qual na economia —, contradições detonam; contradições que vemos todos os dias, em processos judiciais absurdos, pautados por uma concepção de responsabilidade inadequada para representar a complexidade da vida social.

O problema dessa concepção limitada de responsabilidade é justamente a função que ela cumpre: racionalizar e justificar os sistemas sociais desiguais que temos⁶⁹⁷. Por partirem de uma concepção atomística de mundo, fundamentalmente ignoram o que significa a possibilidade de escolha do indivíduo, transformando-a em uma mera lembrança da sua natureza efetiva. Para que possamos superar essas limitações, precisamos superar também a ideia do indivíduo isolado; precisamos trabalhar em termos relacionais. Se estruturas sociais existem de forma independente dos seus agentes, mesmo sendo reproduzidas e transformadas apenas em razão de sua agência, temos que tais estruturas não são dissociáveis dessa agência intencional. Nesse ponto de contato entre agência e estrutura — entre sociedade e indivíduo —, o que encontramos é uma dualidade de mediações recíprocas, funcionando para estabelecer as possibilidades e limites da escolha do indivíduo; das possibilidades do indivíduo; da responsabilidade do indivíduo⁶⁹⁸. Da mesma maneira que explicações causais, quando operacionalizadas no nível da estrutura, têm de ser vistas a partir da sua influência em ações concretas de indivíduos, explicações em um nível individual precisam reconhecer a natureza relacional desse indivíduo não apenas com seu meio, mas consigo mesmo — com a complexidade que caracteriza a espécie humana.

Ações são as formas de transformação da realidade, mas elas nem sempre são tomadas sob estrito controle; é dizer, tanto determinações de ordem biológica (e.g., sono,

⁶⁹⁵ Parece importante esclarecer que o argumento aqui posto não toma posição sobre nenhuma pena específica, muito menos da pena de prisão. A questão se desenvolve em um nível anterior, questionando a própria natureza da responsabilidade — não apenas criminal, mas também moral.

⁶⁹⁶ NORRIE, 2000, p. 201.

⁶⁹⁷ *Ibid.*, p. 68.

⁶⁹⁸ *Ibid.*, p. 88–90.

fome, etc.) quanto de ordem psicológica (e.g., traumas, experiências, etc.) influenciam diretamente na nossa interpretação do mundo e, portanto, no direcionamento que damos às nossas ações. A subjetividade individual não apenas é real e potencialmente transformadora, também é limitada por outras estruturas igualmente reais, mesmo que não tenhamos consciência da produção de seus efeitos. Precisamos, portanto, de uma abordagem relacional à responsabilidade⁶⁹⁹; uma abordagem que permita, de um lado, mantermos a importância do indivíduo enquanto agente responsável, ao mesmo tempo em que compartilhamos essa responsabilidade com sua comunidade. A responsabilidade deixa de ser a propriedade de um agente moral individual para ser compartilhada com a sociedade na qual esse agente opera suas escolhas.

Para darmos conta de um processo tão dramático, complexo e imprevisível quanto a crise financeira de 2008, precisamos constituir um edifício teórico distinto deste do qual nos valemos hoje. Nossa ideia de responsabilidade precisa assumir uma forma mais ambivalente, aberta e discursiva; ela precisa ser propriedade de um espaço social inteiro, mediada pelas relações entre o indivíduo e sua comunidade; entre os julgados e julgadores; entre autores e vítimas.

A história da detonação da crise nos mostra como, para além do resultado intencional deste ou daquele agente, sua causação foi determinada por questões de natureza muito mais ampla do que cabem “nas costas” de um só indivíduo. Ainda que casos de desonestidade deliberada certamente possam ser identificados, não é ali que estão as determinações de base que tornaram a crise não apenas possível, mas realizada em uma forma particular. Não é a responsabilidade deste ou daquele analista; não é a responsabilidade das agências de classificação de risco ou dos bancos de investimento; não é a responsabilidade do mutuário ou do investidor: é a responsabilidade compartilhada por todo o sistema financeiro, não de forma equivalente, mas certamente de forma difusa.

O custo de trabalharmos com pressupostos equivocados é, quando vestidas de neutras, serem vendidas como “soluções” — que pressupõe a realidade de uma maneira absolutamente equivocada e por isso sempre resultam em sistemas que, embora talvez não tenham sido desenhados para não funcionarem por todos aqueles que participaram dessa construção, acabam, de fato, não funcionando, ou melhor, funcionando para um outro propósito: a manutenção da relação produtiva que sustenta todo e qualquer valor que possa

⁶⁹⁹ A ideia de uma responsabilidade relacional é desenvolvida ao longo da obra de Alan Norrie, com sua formulação explícita no capítulo 9 do referido trabalho: *Ibid.*, p. 197–221.

estar atrelado à esses surtos especulativos. Uma relação que é desigual na sua distribuição de oportunidades; de possibilidades de escolha.

O que se defende aqui, portanto, não é uma rejeição completa da ideia jurídica de indivíduo — pelo menos não enquanto medida de intervenção imediata. O que busquei exprimir ao longo do presente trabalho é justamente a ideia de que, para além de nossas melhores intenções, existem determinações que funcionam para permitir ou limitar nossa capacidade de escolha; e algumas dessas determinações, sobretudo aquelas na forma legal, embora jamais consigam se separar de seus vícios de base — de sua relação de dependência com o próprio modo de produção capitalista —, podem servir ainda como mínimos controles para a uma tentativa de limitação do poder punitivo. A ideia de indivíduo, em uma sociedade capitalista, oferece alguma medida mínima de proteção aos arbítrios do Estado e, enquanto vivermos em uma sociedade marcada por essa configuração produtiva, talvez essa permaneça como uma das poucas medidas para lutarmos pela possibilidade de emancipação humana.

Ciência, como espero ter demonstrado, é algo extremamente complexo; a produção de conhecimento científico depende de esforços conjuntos de diversas pessoas, com uma fornecendo à outra novas e, espera-se, melhores matérias primas. E mesmo nesses termos, não há nada que garanta que suas ideias não poderão ser transformadas em construções irracionais, fundamentalmente problemáticas e potencialmente danosas. Se a ciência, enquanto projeto difuso de conhecimento, apresenta todas essas falhas, imaginem o direito. A ideia de que o direito serve para “conhecer” a realidade — para descobrir a “verdade real” — é absolutamente despropositada. Ainda que exista uma realidade objetiva, a ideia de que juízes teriam condições de inquirir acerca dessa realidade no nível adequado de complexidade demonstra, em minha leitura, apenas uma coisa: que o propositos jamais viu um processo criminal.

O direito penal, em suas enormes limitações, não deve desaparecer em breve; é em função dessa permanência que precisamos reconsiderar em que medida sua estrutura permite ou limita seu funcionamento de determinadas maneiras. A proposta, portanto, talvez não seja tentar transformar o direito em uma tecnologia mais “justa”, porque seus poderes não dependem exclusivamente da sua construção formal. Mesmo assim, diante da inevitabilidade da manutenção das instituições jurídicas contemporâneas no horizonte imediato, talvez valha a pena pensarmos em alternativas radicais ao próprio direito, com base em concepções mais adequadas a realidade.

Talvez a sugestão de pensarmos no direito como um instrumento numa luta por uma sociedade mais justa possa soar idealista; afinal de contas, suas bases estão fundamental e inextricavelmente ligadas com nosso modo de produção, que a efetividade do mecanismo vá ser limitada por outras contra tendências e etc. Essa é uma hipótese não apenas plausível, mas provável. Porém, o que essa história nos conta é como teorias não apenas tem o poder de transformar nossa sociedade, como também frequentemente o exercem — embora, é claro, não por condições de suas escolhas. Mas a ausência de formulações explícitas sobre a ontologia pressuposta por qualquer método — e a teoria do conhecimento que o acompanha — permite que concepções aparentemente neutras e técnicas passem com seus pressupostos sem verificação.

9 CONCLUSÃO

Como podemos pensar em responsabilidade, dada a complexidade da realidade? Essa foi, no fim das contas, a pergunta que orientou a produção do presente trabalho. Diante do dano social causado por eventos como a crise financeira de 2008, parece importante encontrar formas de responsabilizar aqueles que, de alguma maneira, participaram da sua causação; a forma de operacionalização dessa atribuição, entretanto, parece tão importante quanto o próprio fim.

Depois de compreendermos em que medida as diferentes posições sociais, assumidas por diversos indivíduos na vida social, funcionam para permitir e limitar a possibilidade de escolha humana, pudemos identificar como, na base, a tecnologia social do direito não está preparada para tratar desse nível de complexidade social. Diversos instrumentos foram analisados, considerados em seus fundamentos mais básicos, para demonstrar em que medida, para além do discurso, seu funcionamento concreto influenciou diretamente nos processos causais que consideramos.

Responsabilidade pressupõe causalidade; e concepções equivocadas sobre causalidade irão gerar resultados inadequados de responsabilização. Ao longo da presente análise, busquei demonstrar como os vínculos causais entre as ações de diferentes indivíduos, ocupando diferentes posições sociais, constituindo diferentes (e múltiplas) relações sociais, agiram para a causação da crise financeira de 2008. Reconhecer essa complexidade é condição necessária (porém não suficiente) para considerarmos as formas socialmente adequadas de passarmos da identificação de uma responsabilidade causal, bem como para qualquer responsabilidade criminal.

Como parte da investigação para consideração da responsabilidade deste ou daquele indivíduo, exploramos os desenvolvimentos que permitiram que a crise tomasse sua forma final, por meio da retrodução de seus principais marcos, processos e relações sociais. Enquanto processo trajetorialmente dependente (i.e., decisões passadas limitando decisões futuras), sua compreensão em um nível de complexidade adequado demonstrou-se essencial para a averiguação da responsabilidade causal dos diferentes agentes, permitindo uma consideração da medida em que decisões específicas, tomadas por indivíduos concretos em contextos particulares, modificaram significativamente as alternativas posteriormente disponíveis.

Se espero que algo tenha ficado claro durante essa longa análise é como estruturas — a composição entre elementos internos de um sistema que lhe dá determinados poderes e não outros — afetam a possibilidade de escolha do ser humano; como, diferente das idealizações sobre a racionalidade humana perfeita, temos muito menos poder sobre as condições nas quais faremos nossa história, ainda que, é claro, sejamos os responsáveis por fazer essa história. Quando nos perguntamos porque ninguém foi responsabilizado criminalmente, presumimos uma série de coisas, mas uma em especial: presumimos que o direito conta com mecanismos adequados para atribuir responsabilidade por eventos complexos (ou quaisquer eventos, já que não é a crise que é complexa, mas a realidade).

Como visto, as evidências parecem apontar para uma situação potencialmente mais bem caracterizada como marcada por imperícia, imprudência e negligência, do que propriamente pela intencionalidade requerida pelo sistema criminal para a atribuição de responsabilidade legal. Entendidos no contexto geral dos processos que levaram à detonação da crise, muito embora tais analistas tenham, de fato, contribuído para a detonação da crise e o dano social causado, a complexidade que caracteriza a vida social demonstrou como uma ideia de responsabilidade individual talvez não fosse a mais adequada. Longe de ser o produto único e exclusivo dos analistas da S&P, Moody's e/ou Fitch, o conhecimento utilizado para a construção dos softwares utilizados pelas agências tinha sua origem nas ideias da economia financeira — ideias absolutamente equivocadas sobre a realidade com a qual esses instrumentos interagem.

Tecnologias financeiras não são criadas do nada; elas foram o fruto da construção de modelos econométricos por pesquisadores, professores e "teóricos" de diferentes perspectivas e panos de fundo. Antes que pudessem ser materializados em artefatos técnicos, esses modelos precisaram ser desenvolvidos, formulados e testados; porém, uma vez implementados, parece inegável como transformaram-se em poderosos instrumentos que, embora não contassem como uma estrutura interna capaz da realização das funções para as quais foram desenhados (i.e., previsão acurada), mesmo assim produziram efeitos (positivos e negativos) na vida social. O foco na previsão, como equivalente à explicação, foi uma das razões pelas quais essas tecnologias fracassaram em suas funções, no fim das contas; essa foi a combinação que permitiria à Milton Friedman defender que o realismo das suposições de um modelo não importaria, desde que esse modelo conseguisse produzir previsões adequadas da realidade. A ideia de que explicação e previsão são equivalentes, na base dessa concepção de mundo específica, é explicada a partir dos problemas implícitos na ontologia pressuposta pelo positivismo, enquanto teoria do conhecimento, acompanhada do modo de

teorização positivista. Quando perceberam que a realidade não era compatível com os modelos, ao invés de adaptarem os modelos, buscaram adaptar a realidade, reificando toda a complexidade da vida social para torná-la em algo que não é, mas algo que se “encaixasse” nesses parâmetros previamente estipulados.

Essa tentativa de adequação da realidade às premissas positivista e dedutivistas, entretanto, não viria sem custos; na prática, o que tais modelos faziam era transformar a possibilidade de escolha humana em uma mera ilusão, atribuindo qualidades e características inexistentes para atender formalmente a condições de fechamento intrínseco e extrínseco, necessárias para a operação de um sistema pautado em "conjunções constantes de eventos". Diferente do (explicitamente) pretendido, essa estrutura conceitual geral impedia que tais tecnologias considerassem de forma minimamente realista o funcionamento concreto dos mercados, ficando reduzidas a meras idealizações do que seria um modelo “perfeito”, “equilibrado” e/ou “racional” de mercado — a partir, é claro, das suas próprias definições desses adjetivos.

Mediando essa complexa interação entre “agência” e “estrutura” está, como visto, a possibilidade de escolha: a ideia de que seres humanos, enquanto espécie, possuem uma estrutura interna particular que lhes dá poder para escolher entre diferentes alternativas — alternativas essas que, para além de seu controle imediato, funcionam para possibilitar e limitar as opções disponíveis para escolha. Para além das consequências imediatas de suas ações, sua participação em processos mais amplos — como o “hipotecoduto” mencionado — gerava resultados muito além, tanto da sua consciência, quanto da sua capacidade de intervenção. Assim, por exemplo, podemos compreender como uma estratégia técnica particular (i.e., contábil-financeira), empregada por uma coletividade específica (i.e., administração pública federal estadunidense) para a solução de um problema delimitado (i.e., ausência de recursos orçamentários), pode ser construir uma técnica particular (i.e., securitização) que, após ser levada ao seu limite, conseguiu causar o nível de destruição da crise. Todas essas condições, resultado de nada mais do que complexidade da realidade, contribuíram para a causação da crise.

Mutuários queriam a casa própria e corretores queriam o dinheiro das comissões pagas por originadores. Esses, por sua vez, queriam lucrar vendendo as dívidas para grandes instituições financeiras, como bancos de investimento, que, na condição de subscritores, transformavam grandes volumes dessas dívidas em ativos e derivativos próprios, vendidos para investidores de todos os lados do mundo. Para que algo dessa magnitude ocorresse, dispusemos de uma série de sistemas materiais (e.g., sociais, técnicos, semânticos) que, ao

mesmo tempo em que nos possibilitaram a expansão de alguns de nossos poderes, limitaram as possibilidades de realização de outros. Essa é a “topografia” da crise: um caleidoscópio composto por diversas relações sociais entre diferentes indivíduos, ocupando posições sociais distintas. De uma forma ou de outra, em níveis maiores ou menores, todas essas posições sociais participaram da causação da crise.

A vida social é complexa. Os processos que levaram à crise são complexos. E o custo de não termos ferramentas adequadas às finalidades que desejamos cumprir é gigantesco, como visto. Dentre as ferramentas que dispomos para estabelecermos as condutas desejadas e indesejadas em nossa sociedade, está a tecnologia do direito. Sua função é clara: controle social. Mas o direito, como qualquer tecnologia, também é uma materialização das relações sociais, valores e ideias de um tempo. A ideia de indivíduo é uma. A ideia de ciência também. Mas uma ideia de “ciência” que, como vimos, pode ser acompanhada de interpretações absolutamente inadequadas à realidade social; se esses são os custos nos mercados, qual seria o custo de sua implementação — pago diariamente pela população carcerária — na tecnologia do direito?

Precisamos considerar uma forma alternativa de tratar desses problemas; precisamos, inclusive, de um novo sistema de controle social, efetivamente adequado à realidade que pretende controlar, sob pena de continuarmos apostando em soluções comprovadamente fracassadas. E, mesmo assim, não há qualquer garantia de sucesso nessa empreitada: como vimos, a vida não é marcada por conjunções constantes e seres humanos sempre poderão agir de forma distinta. A pergunta que fica é: como iremos agir agora?

REFERÊNCIAS

AFONSO, António; GOMES, Pedro M.; ROTHER, Philipp. What “Hides” Behind Sovereign Debt Ratings? **SSRN Electronic Journal**, 2007. Disponível em: <<https://www.ssrn.com/abstract=954705>>. Acesso em: 6 nov. 2022.

AKERLOF, George A.; SHILLER, Robert J. **Animal spirits: how human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism**. Princeton: Princeton University Press, 2009.

ALDRICH, Nelson. **The Work of the National Monetary Commission: An Address By Senator Nelson W. Aldrich Before the Economic Club of New York, November 29, 1909**. Washington D.C.: National Monetary Commission and Sixty-First Congress, 1909. Disponível em: <<https://fraser.stlouisfed.org/title/610>>. Acesso em: 16 ago. 2022.

ALIBER, Robert Z.; KINDLEBERGER, Charles P. Euphoria and Paper Wealth. *In: Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. 7. ed. New York: Palgrave Macmillan, 2017.

ALIBER, Robert Z.; KINDLEBERGER, Charles P. **Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises**. 7. ed. New York: Palgrave Macmillan, 2017.

ANDERSON, David L. **The Columbia guide to the Vietnam War**. New York: Columbia University Press, 2002. (Columbia guides to American history and cultures).

ANGELIDES, Phil; BORN, Brooksley; GEORGIU, Byron; *et al.* **The financial crisis inquiry report**. Washington, DC: The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011. Disponível em: <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>>.

ARCHER, Margaret Scotford. **Being human: the problem of agency**. Cambridge, U.K. ; New York: Cambridge University Press, 2000.

ARROW, Kenneth J.; DEBREU, Gerard. Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy. **Econometrica**, v. 22, n. 3, p. 265–290, 1954. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/1907353>>. Acesso em: 3 nov. 2022.

ATAACK, Jeremy; NEAL, Larry. **The origins and development of financial markets and institutions: from the seventeenth century to the present**. Cambridge, UK; New York: Cambridge University Press, 2009.

ATKIN, Albert. Peirce's Theory of Signs. *In*: ZALTA, Edward N. (Org.). **The Stanford Encyclopedia of Philosophy**. Metaphysics Research Lab: Stanford University, 2022. Disponível em: <<https://plato.stanford.edu/archives/fall2022/entries/peirce-semiotics/>>.

BABSON, Roger Ward. **A Continuous Working Plan for Your Money**. 1. ed. New York: Babson's statistical organization, Inc, 1927. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=3O6oGQAACAAJ>>.

BACHELIER, Louis. Theory of Speculation. **Annales scientifiques de l'Ecole Normale Supérieure**, Trad. D May. v. 3, n. 17, 1900. Disponível em: <<https://drive.google.com/file/d/0B5LLDy7-d3SKNGI0M2E0NGItYzFIMS00NGU2LWE2ZDAtODc3MDY3MzdiNmY0/view?resourcekey=0-Lt7g2RprpC0KqoGgzQ17nQ>>. Acesso em: 3 nov. 2022.

BANKS, Erik. **The Palgrave Macmillan Dictionary of Finance, Investment and Banking**. London: Palgrave Macmillan UK, 2010. Disponível em: <<http://link.springer.com/10.1057/9780230251212>>. Acesso em: 17 maio 2022.

BARAK, Gregg. **Theft of a Nation: Wall Street Looting and Federal Regulatory Colluding**. [s.l.]: Rowman & Littlefield, 2012.

BARKER, David; MILLER, Eric. Homeownership and Child Welfare. **Real Estate Economics**, v. 37, n. 2, p. 279–303, 2009. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6229.2009.00243.x>>. Acesso em: 14 maio 2022.

BARLEVY, Gadi; FISHER, Jonas D.M. Why were interest-only mortgages so popular during the U.S. housing boom? **Review of Economic Dynamics**, v. 41, p. 205–224, 2021. Disponível em: <<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1094202520300776>>. Acesso em: 2 nov. 2022.

BARTLETT, Charles. The Financial Crisis, Then and Now: Ancient Rome and 2008 CE. Disponível em: <<https://epicenter.wcfia.harvard.edu/blog/financial-crisis-then-and-now>>. Acesso em: 13 ago. 2022.

BATEMAN, Bradley W. Clearing the Ground: The Demise of the Social Gospel Movement and the Rise of Neoclassicism in American Economics. **History of Political Economy**, v. 30, n. Supplement, p. 29–52, 1998. Disponível em: <<https://read.dukeupress.edu/hope/article/30/Supplement/29/37804/Clearing-the-Ground-The-Demise-of-the-Social>>. Acesso em: 3 nov. 2022.

BERK, Jonathan; DEMARZO, Peter. **Corporate Finance, Global Edition**. [s.l.]: Pearson Education, 2016.

BERNANKE, Ben. **The courage to act: a memoir of a crisis and its aftermath**. First edition. New York, NY: W.W. Norton & Company, 2015.

BERNSTEIN, Peter L. **Capital ideas: the improbable origins of modern Wall Street**. 1st Free Press paperback ed. New York, NY: Free Press, 1993.

BESLEY, Tim; HENNESSY, Peter. Letter to the Queen. Disponível em: <<https://www.ma.imperial.ac.uk/~bin06/M3A22/queen-lse.pdf>>.

BHASKAR, Roy. **A Realist Theory of Science**. London & New York: Routledge, 2008.

BHASKAR, Roy. **A Realist Theory of Science**. London ; New York: Routledge, 2013.

BHASKAR, Roy. Philosophy and scientific realism. In: ARCHER, Margaret Scotford; BHASKAR, Roy; COLLIER, Andrew; *et al* (Orgs.). **Critical Realism: Essential Readings**. London: Routledge, 1998, v. 1, p. 16–47.

BHASKAR, Roy. **The Possibility of Naturalism**. 3. ed. New York: Routledge, 1998.

BHIDE, Amar. **A call for judgment: sensible finance for a dynamic economy**. Oxford ; New York: Oxford University Press, 2010.

BIAN, Xun; LIN, Zhenguo; LIU, Yingchun. House price, loan-to-value ratio and credit risk. **Journal of Banking & Finance**, v. 92, p. 1–12, 2018. Disponível em:

<<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426618300724>>. Acesso em: 2 nov. 2022.

BLASTLAND, Michael. Who wants to be a trillionaire? **BBC News**, 2007. Disponível em: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/programmes/more_or_less/6625545.stm>. Acesso em: 16 maio 2022.

BLOOMENTHAL, Andrew. **Bell Curve Definition: Normal Distribution Meaning Example in Finance**. Investopedia. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/terms/b/bell-curve.asp>>. Acesso em: 6 nov. 2022.

BLUME, Marshall E.; KEIM, Donald B. Institutional Investors and Stock Market Liquidity: Trends and Relationships. **SSRN Electronic Journal**, 2012. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=2147757>>. Acesso em: 23 ago. 2022.

BLYTH, Mark. **Great Transformations: Economic Ideas and Institutional Change in the Twentieth Century**. 1. ed. Cambridge ; New York: Cambridge University Press, 2002. Disponível em: <<https://www.cambridge.org/core/product/identifier/9781139087230/type/book>>. Acesso em: 4 nov. 2022.

BOEHM, Thomas P.; SCHLOTTMANN, Alan M. Does Home Ownership by Parents Have an Economic Impact on Their Children? **Journal of Housing Economics**, v. 8, n. 3, p. 217–232, 1999. Disponível em: <<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1051137799902486>>. Acesso em: 14 maio 2022.

BOWERS, Simon. Wall Street banks in \$70bn staff payout. **The Guardian**, 2008. Disponível em: <<https://www.theguardian.com/business/2008/oct/17/executivesalaries-banking>>. Acesso em: 1 nov. 2022.

BOYLE, Michael H. Home Ownership and the Emotional and Behavioral Problems of Children and Youth. **Child Development**, v. 73, n. 3, p. 883–892, 2002. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1467-8624.00445>>. Acesso em: 14 maio 2022.

BRUEGGEMAN, William B.; FISHER, Jeffrey D. **Real estate finance and investments**. 14th ed. New York: McGraw-Hill Irwin, 2011. (The McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance, and real estate).

BUNGE, Mario Augusto. **Diccionario de filosofía**. 4. ed. México: Siglo XXI, 2007.

BYRNE, D. S. **Complexity theory and the social sciences: an introduction**. London ; New York: Routledge, 1998.

CACICEDO, Patrick Lemos. O Princípio da Less Eligibility, a Legalidade na Execução Penal e os Tribunais Superiores. **Revista da EMERJ**, v. 18, n. 67, p. 306–316, 2015. Disponível em: <https://www.emerj.tjrj.jus.br/revistaemerj_online/edicoes/revista67/revista67_306.pdf>. Acesso em: 14 out. 2022.

CALAVITA, Kitty; PONTELL, Henry N.; TILLMAN, Robert. **Big money crime: Fraud and politics in the savings and loan crisis**. Berkeley: Univ. of California Press, 1997.

CALLON, Michel. Introduction: The Embeddedness of Economic Markets in Economics. **The Sociological Review**, v. 46, n. 1_suppl, p. 1–57, 1998. Disponível em: <<http://journals.sagepub.com/doi/10.1111/j.1467-954X.1998.tb03468.x>>. Acesso em: 9 jul. 2022.

CALLON, Michel (Org.). The Laws of the Markets. *In*: **Introduction: The Embeddedness of Economic Markets in Economics**. Oxford, UK: Blackwell, 1998, p. 1–57.

CALOMIRIS, Charles W. **U.S. bank deregulation in historical perspective**. 1. ed. New York: Cambridge University Press, 2006.

CAPELO, Robrigo. Football Index: um híbrido entre site de apostas e Bolsa de Valores que causou prejuízo milionário. **Globo Esporte**, 2021. Disponível em: <<https://ge.globo.com/negocios-do-esporte/noticia/football-index-um-hibrido-entre-site-de-apostas-e-bolsa-de-valores-que-causou-prejuizo-milionario.ghtml>>. Acesso em: 21 out. 2022.

CASSIDY, John. After the Blowup. **The New Yorker**, 2010. Disponível em: <<https://www.newyorker.com/magazine/2010/01/11/after-the-blowup>>. Acesso em: 1 nov. 2022.

CASSIDY, John. **How markets fail: the logic of economic calamities**. 1st ed. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2009.

CHAMBLISS, W. J. A sociological analysis of the law of vagrancy. **Social Problems**, v. 12, n. 1, p. 67–77, 1964.

CHERNOW, Ron. **The house of Morgan: an American banking dynasty and the rise of modern finance**. New York: Grove Press, 2010.

CHRIST, Carl F. History of the Cowles Commission (1932-1952). In: KOOPMANS, Tjalling C. (Org.). **Economic theory and measurement: a twenty year research report (1932-1952)**. 1. ed. Baltimore: Waverly Press, 1952. Disponível em: <<https://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/rep/r1932-52.pdf>>.

CHRIST, Carl F. The Cowles Commission's Contributions to Econometrics at Chicago, 1939-1955. **Journal of Economic Literature**, v. 32, n. 1, p. 30–59, 1994. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/2728422>>. Acesso em: 3 nov. 2022.

CHRISTIE, Les. Foreclosures up a record 81% in 2008. **CNN Money**, 2009. Disponível em: <https://money.cnn.com/2009/01/15/real_estate/millions_in_foreclosure/>. Acesso em: 1 nov. 2022.

CHRISTIE, Nils. **A suitable amount of crime**. London ; New York: Routledge, 2004.

CLAESSENS, Stijn; KOSE, M. Ayhan. Financial Crises: Explanations, Types, and Implications. In: CLAESSENS, Stijn; KOSE, M. Ayhan; LAEVEN, Luc; *et al* (Orgs.). **Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses**. Washington D.C.: International Monetary Fund, 2014. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/fincrisis/pdf/ck2.pdf>>. Acesso em: 13 ago. 2022.

CLARKE, Simon. **Marx, marginalism and modern sociology: from Adam Smith to Max Weber**. 2. ed. Basingstoke, Hampshire: Macmillan, 1991.

CLINTON, Bill. A Call for Responsibility. *In*: Johnstown, Pa: [s.n.], 1992. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/1992/04/26/us/the-1992-campaign-clinton-s-standard-campaign-speech-a-call-for-responsibility.html>>. Acesso em: 14 maio 2022.

COHAN, William D. How Wall Street's bankers stayed out of jail. **The Atlantic**, 2015. Disponível em: <<https://www.theatlantic.com/magazine/archive/2015/09/how-wall-streets-bankers-stayed-out-of-jail/399368/>>.

COHEN, G. A. **History, labour, and freedom: themes from Marx**. Oxford : New York: Clarendon Press ; Oxford University Press, 1988.

COLANDER, David. The economics profession, the financial crisis, and method. **Journal of Economic Methodology**, v. 17, n. 4, p. 419–427, 2010. Disponível em: <<http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/1350178X.2010.525039>>. Acesso em: 15 jul. 2022.

COLLIER, Andrew. **Critical realism: an introduction to Roy Bhaskar's philosophy**. 1. ed. London: Verso Books, 1994.

COLLIER, Andrew. **In defence of objectivity and other essays: on realism, existentialism and politics**. London: Routledge, 2003.

COLTON, Kent. Housing Finance in the United States: The Transformation of the U.S. Housing Finance System. **Joint Center for Housing Studies of Harvard University**, p. 51, 2002. Disponível em: <https://www.jchs.harvard.edu/sites/default/files/media/imp/w02-5_colton.pdf>. Acesso em: 2 nov. 2022.

CONSELHO DE GOVERNADORES DO FED. **Flow of Funds Accounts of the United States: Flows and Outstandings — Third Quarter 2010**. Washington D.C.: Federal Reserve System, 2010. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20101209/z1.pdf>>. Acesso em: 6 nov. 2022.

CORBETT, Michael. Oil Shock of 1973–74. Disponível em: <<https://www.federalreservehistory.org/essays/oil-shock-of-1973-74>>. Acesso em: 4 nov. 2022.

COUTINHO, Maria Francisca de Miranda. **Lógicas de (des)ordem**. Tese de doutoramento, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2020. Disponível em: <<https://hdl.handle.net/1884/70297>>. Acesso em: 26 abr. 2022.

CREAVEN, Sean. **Marxism and Realism: a Materialistic Application of Realism in the Social Sciences**. Hoboken: Taylor and Francis, 2012. Disponível em: <<https://public.ebookcentral.proquest.com/choice/publicfullrecord.aspx?p=168503>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

CULLEN, Jim. **The American dream: a short history of an idea that shaped a nation**. Oxford; New York: Oxford University Press, 2003.

DANZIGER, Shai; LEVAV, Jonathan; AVNAIM-PESSO, Liora. Extraneous factors in judicial decisions. **Proceedings of the National Academy of Sciences**, v. 108, n. 17, p. 6889–6892, 2011. Disponível em: <<https://pnas.org/doi/full/10.1073/pnas.1018033108>>. Acesso em: 16 out. 2022.

DAVIDSON, Andrew S. **Mortgage valuation models: embedded options, risk, and uncertainty**. Oxford: Oxford University Press, 2014. (Financial Management Association survey and synthesis series).

DAVIDSON, Andrew S. (Org.). **Securitization: structuring and investment analysis**. Wiley: Hoboken, N.J, 2003.

DAVIS, John Bryan; HANDS, D. Wade; MÄKI, Uskali (Orgs.). Friedman, Milton. *In: **The handbook of economic methodology***. Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: E. Elgar, 1998.

DEPARTAMENTO DE MORADIA E DESENVOLVIMENTO URBANO DOS EUA. **1986 Report to Congress on the Federal National Mortgage Association**. Washington D.C.: Office of Policy Development and Research, 1987.

DEPARTAMENTO DE MORADIA E DESENVOLVIMENTO URBANO DOS EUA. **Curbing Predatory Home Mortgage Lending**. Washington D.C.: Office of Policy Development and Research, 2000. Disponível em: <<https://www.huduser.gov/portal//Publications/pdf/treasrpt.pdf>>. Acesso em: 2 nov. 2022.

DEVANEY, F. John. **Tracking the American Dream: 50 years of housing history from the Census Bureau, 1940 to 1990**. Washington, DC: U.S. Dept. of Commerce, 1994. Disponível em: <<https://www.huduser.gov/portal/Publications/pdf/HUD-7775.pdf>>.

DEWING, Arthur Stone. **The Financial Policy of Corporations**. New York: Ronald Press, 1937.

DEY, Judith; PIERRET, Charles. Independence for young millennials: moving out and boomeranging back. **Monthly Labor Review**, 2014. Disponível em: <<https://www.bls.gov/opub/mlr/2014/article/independence-for-young-millennials-moving-out-and-boomeranging-back.htm>>. Acesso em: 1 nov. 2022.

DOLAN, Michael. How Did the White Picket Fence Become a Symbol of the Suburbs? **Smithsonian Magazine**, 2019. Disponível em: <<https://www.smithsonianmag.com/history/history-white-picket-fence-180971635/>>. Acesso em: 1 nov. 2022.

DONNE, John. **Meditações**. Trad. Fabio Cyrino. São Paulo: Landmark, 2007.

DORN, N. The Governance of Securities: Ponzi Finance, Regulatory Convergence, Credit Crunch. **British Journal of Criminology**, v. 50, n. 1, p. 23–45, 2010. Disponível em: <<https://academic.oup.com/bjc/article-lookup/doi/10.1093/bjc/azp062>>. Acesso em: 17 jan. 2022.

DRESSLER, Joshua. Actus reus. *In*: DRESSLER, Joshua (Org.). **Understanding criminal law**. Durham, NC: Carolina Academic Press, 2018, p. 83–112.

DRESSLER, Joshua (Ed.). Mens rea. *In*: **Understanding criminal law**. 7. ed. New Providence, NJ: LexisNexis, 2015.

DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique. **Capital resurgent: roots of the neoliberal revolution**. Cambridge: Harvard University Press, 2004.

DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique. **The crisis of neoliberalism**. Cambridge, Mass: Harvard University Press, 2011.

DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique. Value and Natural Prices Trapped in Joint Production Pitfalls. **Journal of Economics**, v. 47, n. 1, p. 15–46, 1987. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/41793831>>. Acesso em: 14 out. 2022.

EIGNER, Peter; UMLAUFT, Thomas S. The Great Depression(s) of 1929-1933 and 2007-2009? Parallels, Differences and Policy Lessons. **SSRN Electronic Journal**, 2015. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=2612243>>. Acesso em: 10 maio 2022.

EISINGER, Jesse. **The chickenshit club: why the Justice Department fails to prosecute executives**. 1. ed. New York: Simon & Schuster, 2017.

ENCYCLOPAEDIA BRITANNICA. Great Society | History & Significance. *In: Encyclopaedia Britannica*. [s.l.]: Encyclopaedia Britannica, 2022. Disponível em: <<https://www.britannica.com/event/Great-Society>>. Acesso em: 2 nov. 2022.

ESCRITÓRIO DE ESTATÍSTICAS JUDICIAIS. **Corrections Statistical Analysis Tool (CSAT) - Prisoners**. Washington D.C.: U.S. Department of Justice, 2019. Disponível em: <<https://csat.bjs.ojp.gov/advanced-query>>. Acesso em: 15 maio 2022.

ESCRITÓRIO DO CENSO DOS ESTADOS UNIDOS. **American Community Survey and Puerto Rico Community Survey - 2020 Subject Definitions**. Washington D.C.: U.S. Census Bureau, 2020. Disponível em: <https://www2.census.gov/programs-surveys/acs/tech_docs/subject_definitions/2020_ACSSubjectDefinitions.pdf>. Acesso em: 15 maio 2022.

ESCRITÓRIO DO CENSO DOS ESTADOS UNIDOS. **Average Sales Price of Houses Sold for the United States [ASPUS]**. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2022. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/series/ASPUS>>. Acesso em: 15 maio 2022.

ESCRITÓRIO DO CENSO DOS ESTADOS UNIDOS. **P5 - Group quarters population by major group quarters type**. Washington D.C.: U.S. Census Bureau, 2020. Disponível em: <<https://data.census.gov/cedsci/table?q=group%20quarters&g=0100000US&tid=DECEN NIALPL2020.P5>>. Acesso em: 23 abr. 2022.

ESCRITÓRIO DO CENSO DOS ESTADOS UNIDOS. **S2502 - Demographic characteristics for occupied housing units**. Washington D.C.: U.S. Census Bureau, 2020.

Disponível em:
 <<https://data.census.gov/cedsci/table?q=Owner%2FRenter%20%28Householder%29%20Characteristics&tid=ACST5Y2020.S2502&tp=false>>. Acesso em: 23 abr. 2022.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383–417, 1970. Disponível em:
 <<https://www.jstor.org/stable/2325486>>. Acesso em: 3 nov. 2022.

FARRELL, Graham. Multiple Victimization: Its Extent and Significance. **International Review of Victimology**, v. 2, n. 2, p. 85–102, 1992. Disponível em:
 <<http://journals.sagepub.com/doi/10.1177/026975809200200201>>. Acesso em:
 7 nov. 2022.

FEDERAL INSURANCE DEPOSIT CORPORATION. Federal Home Loan Bank System. *In: Affordable Mortgage Lending Guide*. Washington D.C.: FDIC, 2021. Disponível em:
 <<https://www.fdic.gov/resources/bankers/affordable-mortgage-lending-center/guide/part-3-docs/federal-home-loan-bank-system.pdf>>. Acesso em: 18 maio 2022.

FEYERABEND, Paul. **Against Method**. London & New York: Verso, 1993.

FILIP, Birsen. Friedman and Hayek’s Converging Ideas on Freedom and the State. *In: LEESON, Robert (Org.). Hayek: A Collaborative Biography: Part XV: The Chicago School of Economics, Hayek’s ‘luck’ and the 1974 Nobel Prize for Economic Science*. Cham: Springer International Publishing, 2018, p. 327–372. Disponível em:
 <<http://link.springer.com/10.1007/978-3-319-95219-2>>. Acesso em: 4 nov. 2022.

FINCH, Julia. Twenty-five people at the heart of the meltdown ... **The Guardian**, 2009. Disponível em: <<https://www.theguardian.com/business/2009/jan/26/road-ruin-recession-individuals-economy>>. Acesso em: 29 maio 2022.

FISH, Gertrude Sipperly. **The story of housing**. New York: Macmillan, 1979.

FISHER, Kenneth L. **100 minds that made the market**. Hoboken, N.J: John Wiley & Sons, 2007.

FLACHE, Andreas; DIJKSTRA, Jacob. Rationality in Society. *In: International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*. [s.l.]: Elsevier, 2015, p. 907–912.

Disponível em: <<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/B9780080970868321249>>. Acesso em: 1 nov. 2022.

FLIGSTEIN, Neil; DAUTER, Luke. The Sociology of Markets. **Annual Review of Sociology**, v. 33, n. 1, p. 105–128, 2007. Disponível em: <<https://www.annualreviews.org/doi/10.1146/annurev.soc.33.040406.131736>>. Acesso em: 8 jul. 2022.

FOX, Justin. **The myth of the rational market: a history of risk, reward, and delusion on Wall Street**. 1. ed. New York: Harper Business, 2009.

FRANK, Tenney. The Financial Crisis of 33 A. D. **The American Journal of Philology**, v. 56, n. 4, p. 336, 1935. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/289972?origin=crossref>>. Acesso em: 13 ago. 2022.

FRIEDMAN, Milton. The Methodology of Positive Economics. *In*: HAUSMAN, Daniel M (Org.). **The philosophy of economics: an anthology**. New York: Cambridge University Press, 2008. Disponível em: <<http://proxy.uqtr.ca/login.cgi?action=login&u=uqtr&db=ebsco&ezurl=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&scope=site&db=nlebk&AN=218041>>. Acesso em: 15 jul. 2022.

FRY, Richard. **For First Time in Modern Era, Living With Parents Edges Out Other Living Arrangements for 18- to 34-Year-Olds**. Washington D.C.: Pew Research Center, 2016. Disponível em: <https://www.pewresearch.org/social-trends/wp-content/uploads/sites/3/2016/05/2016-05-24_living-arrangemnet-final.pdf>. Acesso em: 23 abr. 2022.

FRY, Richard; PASSEL, Jeffrey S.; COHN, D’Vera. **A majority of young adults in the U.S. live with their parents for the first time since the Great Depression**. Washington D.C.: Pew Research Center, 2020. Disponível em: <<https://www.pewresearch.org/fact-tank/2020/09/04/a-majority-of-young-adults-in-the-u-s-live-with-their-parents-for-the-first-time-since-the-great-depression/>>. Acesso em: 23 abr. 2022.

GARBADE, Kenneth D. The Evolution of Repo Contracting Conventions in the 1980s. **FRBNY Economic Policy Review**, p. 27–42, 2006. Disponível em:

<<https://web.archive.org/web/20100411235137/http://www.newyorkfed.org/research/epr/06v12n1/0605garb.pdf>>. Acesso em: 4 nov. 2022.

GARBER, Peter M. **Famous first bubbles: the fundamentals of early manias**. Cambridge, Mass: MIT Press, 2000.

GEITHNER, Timothy F. **Stress test: reflections on financial crises**. First edition. New York: Crown Publishers, 2014.

GILES, Charles. The economic forecasters' failing vision. **Financial Times**, 2008. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/50007754-ca35-11dd-93e5-000077b07658>>. Acesso em: 10 maio 2022.

GITLIN, Todd. **Occupy nation: the roots, the spirit, and the promise of Occupy Wall Street**. 1st ed. New York: itbooks, 2012.

GLAESER, Edward L. A Nation of Gamblers: Real Estate Speculation and American History. **American Economic Review**, v. 103, n. 3, p. 1–42, 2013. Disponível em: <<https://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/aer.103.3.1>>. Acesso em: 21 ago. 2022.

GOODHART, C. A. E. **The Basel Committee on Banking Supervision: a history of the early years, 1974-1997**. Cambridge, UK ; New York: Cambridge University Press, 2011.

GORTON, Gary. Banking panics and business cycles. **Oxford economic papers**, v. 40, n. 4, p. 751–781, 1988. Disponível em: <<https://academic.oup.com/oep/article-abstract/40/4/751/2361310?redirectedFrom=fulltext>>. Acesso em: 30 maio 2022.

GOTTFREDSON, Michael R.; HIRSCHI, Travis. **A general theory of crime**. Stanford, CA: Stanford Univ. Press, 1990.

GRAHAM, Benjamin; DODD, David L. **Security analysis**. 5. ed. London: McGraw-Hill, 1996.

GRAHAM, Benjamin; ZWEIG, Jason. **The intelligent investor: a book of practical counsel**. Rev. ed. New York: HarperBusiness Essentials, 2003.

GREEN, Richard K; WACHTER, Susan M. The American Mortgage in Historical and International Context. **Journal of Economic Perspectives**, v. 19, n. 4, p. 93–114, 2005.

Disponível em: <<https://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/089533005775196660>>. Acesso em: 18 maio 2022.

GRIFFITHS, James. **How Indonesia's tsunami warning system failed its citizens again**. CNN. Disponível em: <<https://www.cnn.com/2018/12/24/asia/indonesia-tsunami-disaster-year-intl/index.html>>. Acesso em: 9 out. 2022.

GUPTON, Greg M.; FINGER, Christopher C.; BHATIA, Mickey. **CreditMetrics Technical Document**. New York: J.P. Morgan, 1997. Disponível em: <<https://www.msci.com/documents/10199/93396227-d449-4229-9143-24a94dab122f>>. Acesso em: 6 out. 2022.

GWARTNEY, James D.; STROUP, Richard L.; LEE, Dwight. **Common Sense Economics**. [s.l.]: St. Martin's Press, 2005.

HANSON, Sandra L.; WHITE, John Kenneth (Orgs.). **The American dream in the 21st century**. Philadelphia: Temple University Press, 2011.

HARVEY, David. **A brief history of neoliberalism**. 1. ed. Oxford: Oxford University Press, 2007.

HARVEY, David. **A companion to Marx's Capital**. London ; New York: Verso, 2010.

HARVEY, David. Contradiction 15 - Endless Compound Growth. *In: **Seventeen Contradictions and the End of Capitalism***. Oxford & New York: Oxford, 2014, p. 222–245.

HARVEY, David. **O enigma do capital: e as crises do capitalismo**. 1. ed. São Paulo: Boitempo, 2011.

HARVEY, David. **Seventeen Contradictions and the End of Capitalism**. Oxford: Oxford University Press, 2014.

HARVEY, David. **The enigma of capital: and the crises of capitalism**. Oxford; New York: Oxford University Press, 2011.

HARVEY, David. **The enigma of capital and the crises of capitalism**. Oxford: Oxford University Press, 2010.

HAYEK, F. A. The Use of Knowledge in Society. **The American Economic Review**, v. 35, n. 4, p. 519–530, 1945. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/1809376>>. Acesso em: 4 nov. 2022.

HEATH, Sue; CLEAVER, Elizabeth (Eds.). Living in and Leaving the Parental Home. *In: Young, free, and single: twenty-somethings and household change*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2003, p. 54–73.

HEATH, Sue; CLEAVER, Elizabeth. **Young, free, and single: twenty-somethings and household change**. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2003.

HELSING, Jeffrey W. **Johnson's war/Johnson's great society: the guns and butter trap**. Westport, Conn: Praeger, 2000.

HESSE, Mary B. **Models and Analogies in Science**. London; New York: University of Norte Dame Press, 1970.

HULL, John. **Options, futures, and other derivatives**. 11. ed. New York, NY: Pearson, 2022.

HUME, David. **A Treatise of Human Nature**. Oxford: Clarendon Press, 1960.

HUNTER, Oakley. **Background and history**. Washington D.C.: Federal National Mortgage Association, 1975. Disponível em: <https://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-docs/1975-00-00%20FNMA%20--%20History.pdf>. Acesso em: 19 maio 2022.

INTERNATIONAL LABOUR OFFICE. **Impact of the Financial Crisis on Finance Sector Workers**. Geneva: International Labour Office, 2009. Disponível em: <http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/@dgreports/@dcomm/documents/meetingdocument/wcms_103263.pdf>. Acesso em: 9 out. 2022.

JESSOP, Bob. Putting neoliberalism in its time and place: a response to the debate. **Social Anthropology**, v. 21, n. 1, p. 65–74, 2013. Disponível em: <<http://berghahnjournals.com/view/journals/saas/21/1/1469-8676.12003.xml>>. Acesso em: 20 out. 2022.

JESSOP, Bob. The Symptomatology of Crises, Reading Crises and Learning from Them: Some Critical Realist Reflections. **Journal of Critical Realism**, v. 14, n. 3, p. 238–271,

2015. Disponível em: <http://www.tandfonline.com/doi/full/10.1179/1572513815Y.0000000001>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

JONES, Ashby. A First Amendment Defense for the Rating Agencies? **Wall Street Journal**, 2009. Disponível em: <https://www.wsj.com/articles/BL-LB-11684>>. Acesso em: 7 nov. 2022.

JOVANOVIC, Franck; LE GALL, Philippe. Does God practice a random walk? The “financial physics” of a nineteenth-century forerunner, Jules Regnault. **The European Journal of the History of Economic Thought**, v. 8, n. 3, p. 332–362, 2001. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/09672560110062960>>. Acesso em: 3 nov. 2022.

JUNK, Paul E.; NICKLES, Lonnie. Federal Participation Certificates. **Nebraska Journal of Economics and Business**, v. 9, n. 2, p. 21–29, 1970. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/40472357>>. Acesso em: 2 nov. 2022.

KENDALL, M. G.; HILL, A. Bradford. The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices. **Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General)**, v. 116, n. 1, p. 11–34, 1953. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2980947>>. Acesso em: 4 nov. 2022.

KHADEM, Varqa; PARISI, Francis. Residential Mortgage-Backed Securities. *In*: SERVIGNY, Arnaud de; JOBST, Norbert Josef (Orgs.). **The handbook of structured finance**. New York: McGraw-Hill, 2007.

KRUCK, Andreas. **Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance**. Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan, 2011.

LAWSON, Clive. An Ontology of Technology: Artefacts, Relations and Functions. **Techné: Research in Philosophy and Technology**, v. 12, n. 1, p. 48–64, 2008. Disponível em: http://www.pdcnet.org/oom/service?url_ver=Z39.88-2004&rft_val_fmt=&rft.imuse_id=techne_2008_0012_0001_0048_0064&svc_id=info:www.pdcnet.org/collection>. Acesso em: 1 out. 2022.

LAWSON, Clive. Technology. *In*: HARTWIG, Mervyn (Org.). **Dictionary of Critical Realism**. 1. ed. London; New York: Routledge, 2007, p. 455.

LAWSON, Clive. Technology, technological determinism and the transformational model of social activity. *In*: LAWSON, Clive; LATSIS, John; MARTINS, Nuno (Orgs.). **Contributions to social ontology**. London ; New York: Routledge, Taylor & Francis Group, 2007.

LAWSON, T. What is this “school” called neoclassical economics? **Cambridge Journal of Economics**, v. 37, n. 5, p. 947–983, 2013. Disponível em: <<https://academic.oup.com/cje/article-lookup/doi/10.1093/cje/bet027>>. Acesso em: 10 set. 2022.

LAWSON, Tony (Ed.). Continuing myths and fallacies of modern economics. *In*: **Essays on the Nature and State of Modern Economics**. 1. ed. London: Routledge, 2015, p. 1–12.

LAWSON, Tony. **Economics and reality**. London; New York: Routledge, 1997.

LAWSON, Tony. Tensions in modern economics: the case of equilibrium analysis. *In*: **Essays on the Nature and State of Modern Economics**. 1. ed. London: Routledge, 2015, p. 169–187.

LAWSON, Tony. The current economic crisis: its nature and the course of academic economics. **Cambridge Journal of Economics**, v. 33, n. 4, p. 759–777, 2009. Disponível em: <<https://academic.oup.com/cje/article-lookup/doi/10.1093/cje/bep035>>. Acesso em: 21 abr. 2022.

LAWSON, Tony (Ed.). The varying fortunes of the project of mathematising economics: an evolutionary explanation. *In*: **Essays on the Nature and State of Modern Economics**. 1. ed. London: Routledge, 2015, p. 220–251.

LÉVY, Dominique; DUMÉNIL, Gérard. **The crisis of neoliberalism**. Cambridge: Harvard Univ. Press, 2013.

LEWIS, Michael. **The big short: inside the doomsday machine**. 1. ed. New York: W.W. Norton, 2010.

LONGERSTAEY, Jacques; SPENCER, Martin. **RiskMetrics Technical Document**. New York: Morgan Guaranty Trust Company of New York, 1996. Disponível em:

<<https://www.msci.com/documents/10199/5915b101-4206-4ba0-ae2-3449d5c7e95a>>.

Acesso em: 28 set. 2022.

LOSER, Claudio M. Global Financial Turmoil and Emerging Market Economies: Major Contagion and a Shocking Loss of Wealth? **Global Journal of Emerging Market Economies**, v. 1, n. 2, p. 137–158, 2009. Disponível em: <<http://journals.sagepub.com/doi/10.1177/097491010900100203>>. Acesso em: 17 jan. 2022.

LOWENSTEIN, Roger. **The end of Wall Street**. New York: Penguin, 2011.

LOWENSTEIN, Roger. **When genius failed: the rise and fall of Long-Term Capital Management**. 1st ed. New York: Random House, 2000.

MACKENZIE, Donald. The Credit Crisis as a Problem in the Sociology of Knowledge. **American Journal of Sociology**, v. 116, n. 6, p. 1778–1841, 2011.

MACKENZIE, Donald A. **An engine, not a camera: how financial models shape markets**. Cambridge, Mass: MIT Press, 2006. (Inside technology).

MARKHAM, Jerry W. **A Financial History of the United States: From Christopher Columbus to the Robber Barons (1492 -1900)**. Armonk, N.Y: M.E. Sharpe, 2002. 4v.

MARKHAM, Jerry W. **A Financial History of the United States: From J.P. Morgan to the Institutional Investor (1900–1970)**. 1. ed. New York: Routledge, 2002. 4v. Disponível em: <<https://www.taylorfrancis.com/books/9781003247104>>. Acesso em: 14 ago. 2022.

MARKHAM, Jerry W. **A Financial History of the United States: From the Age of Derivatives into the New Millennium (1970-2001)**. [s.l.]: M.E. Sharpe, 2002. 4v.

MARKOWITZ, Harry. Portfolio Selection. **The Journal of Finance**, v. 7, n. 1, p. 77–91, 1952. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>>. Acesso em: 2 jun. 2022.

MARKOWITZ, Harry M. The Early History of Portfolio Theory: 1600–1960. **Financial Analysts Journal**, v. 55, n. 4, p. 5–16, 1999. Disponível em: <<https://www.tandfonline.com/doi/full/10.2469/faj.v55.n4.2281>>. Acesso em: 1 jun. 2022.

MARX, Karl. **A miséria da filosofia**. Trad. José Paulo Netto. 1. ed. São Paulo: Global, 1985.

MARX, Karl. **O Capital: Crítica da economia política. Livro 1: o processo de produção do capital**. 1. ed. São Paulo: Boitempo Editorial, 2013.

MARX, Karl. **Theories of Surplus-Value**. [s.l.]: Pattern Books, 2020. 3v.

MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. **Manifesto comunista**. São Paulo: Boitempo, 2007.

MASON, David Lawrence. **From buildings and loans to bail-outs: a history of the American savings and loan industry, 1831-1995**. Cambridge ; New York: Cambridge University Press, 2004.

MASON, David Lawrence. Savings and Loan Industry. *In*: CARSWELL, Andrew T. (Org.). **The encyclopedia of housing**. 2. ed. Thousand Oaks, Calif: SAGE Publications, 2012.

MATTEI, Clara E. **The capital order: how economists invented austerity and paved the way to fascism**. Chicago: University of Chicago Press, 2022.

MATTHEWS, Roger. **Realist Criminology**. London: Palgrave Macmillan, 2014.

MATTHEWS, Roger. Taking realist criminology seriously. **Contemporary Crises**, v. 11, p. 371–401, 1987.

MATZA, David. **Becoming deviant**. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1969.

MAYBECK, Peter S. Probability theory and static models. *In*: **Stochastic models, estimation, and control**. [s.l.]: Elsevier, 1979, p. 59–132. Disponível em: <<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0076539208621682>>. Acesso em: 22 set. 2022.

MCDONALD, Lawrence G.; ROBINSON, Patrick. **A colossal failure of common sense: the inside story of the collapse of Lehman Brothers**. New York, NY: Three Rivers Press, 2009.

MCLEAN, Bethany; NOCERA, Joseph. **All the devils are here: the hidden history of the financial crisis**. New York: Portfolio/Penguin, 2011.

MÉSZÁROS, István. **A crise estrutural do capital**. Trad. Francisco Raul Cornejo. 2. ed. São Paulo: Boitempo, 2011.

METCALF, Gilbert E.; MALKIEL, Burton G. The Wall Street Journal contests: the experts, the darts, and the efficient market hypothesis. **Applied Financial Economics**, v. 4, n. 5, p. 371–374, 1994. Disponível em: <<http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/758536475>>. Acesso em: 26 jul. 2022.

MILLER, Merton H. The History of Finance: An Eyewitness Account. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 13, n. 2, p. 8–14, 2000. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1745-6622.2000.tb00050.x>>. Acesso em: 14 jun. 2022.

MINGERS, John. Future directions in management science modelling: critical realism and multimethodology. *In*: ACKROYD, Stephen; FLEETWOOD, Steve (Orgs.). **Critical Realist Applications in Organisation and Management Studies**. London; New York: Routledge, 2005, p. 151–178.

MIROWSKI, Philip. How Positivism Made a Pact with the Postwar Social Sciences in the United States. *In*: STEINMETZ, George (Org.). **The politics of method in the human sciences: positivism and its epistemological others**. Durham: Duke University Press, 2005, p. 142–172. (Politics, history, and culture).

MORGAN, Mary S. Economics. *In*: PORTER, Theodore M.; ROSS, Dorothy (Orgs.). **The Cambridge History of Science - Volume 7: The Modern Social Sciences**. 1. ed. Cambridge; New York: Cambridge University Press, 2003, v. 7. 8v.

MORRIS, Charles R. **The two trillion dollar meltdown: easy money, high rollers and the great credit crash**. Melbourne, Vic.: Black Inc, 2009.

NATIONS, Scott. **A History of the United States in Five Crashes**. New York: William Morrow & Company, 2017.

NEAL, Larry; WHITE, Eugene N. The Glass–Steagall Act in historical perspective. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 52, n. 2, p. 104–113, 2012. Disponível em: <<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1062976911000664>>. Acesso em: 4 nov. 2022.

NELSON, S.A. **The ABC of stock speculation**. New York: S. A. Nelson, 1902. Disponível em:

<https://openlibrary.org/books/OL7176348M/The_ABC_of_stock_speculation#edition-overview>.

NETTO, José Paulo. **Introdução ao estudo do método de Marx**. São Paulo: Expressão Popular, 2011.

NETTO, José Paulo; BRAZ, Marcelo. **Economia Política: uma introdução crítica**. 8. ed. São Paulo: Cortez Editora, 2011.

NICHOLAS, Tom; SCHERBINA, Anna. Real Estate Prices During the Roaring Twenties and the Great Depression: Real Estate Prices During the Great Depression. **Real Estate Economics**, v. 41, n. 2, p. 278–309, 2013. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6229.2012.00346.x>>. Acesso em: 2 nov. 2022.

NORRIE, Alan. **Punishment, Responsibility, and Justice**. New York: Oxford University Press, 2000. Disponível em: <<https://oxford.universitypressscholarship.com/view/10.1093/acprof:oso/9780198259565.001.0001/acprof-9780198259565>>. Acesso em: 30 jun. 2022.

NORRIS, Christopher. **Quantum theory and the flight from realism: philosophical responses to quantum mechanics**. London: Routledge, 2000.

OFFER, Avner; SÖDERBERG, Gabriel. **The Nobel factor: the prize in economics, social democracy, and the market turn**. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2016.

PANITCH, Leo; KONINGS, Martijn. Myths of Neoliberal Deregulation. **New Left Review**, v. 24, p. 17, 2009. Disponível em: <<https://newleftreview.org/issues/ii57/articles/2781>>. Acesso em: 19 out. 2022.

PATERNOSTER, Raymond; IOVANNI, LeeAnn. The labeling perspective and delinquency: An elaboration of the theory and an assessment of the evidence. **Justice Quarterly**, v. 6, n. 3, p. 359–394, 1989.

PATTERSON, Scott. **The quants: how a new breed of math whizzes conquered Wall Street and nearly destroyed it**. 1. ed. New York, NY: Crown Business, 2010.

PAULSON, Henry M. **On the brink: inside the race to stop the collapse of the global financial system**. New York: Business Plus, 2010.

PEARCE, Frank; TOMBS, Steve. Ideology, hegemony, and empiricism. **The British Journal of Criminology**, v. 30, n. 4, p. 423–443, 1990. Disponível em: <<https://academic.oup.com/bjc/article-lookup/doi/10.1093/oxfordjournals.bjc.a048049>>. Acesso em: 17 jan. 2022.

PEISER, Richard. Equity. *In*: CARSWELL, Andrew T. (Org.). **The encyclopedia of housing**. 2. ed. Thousand Oaks, Calif: SAGE Publications, 2012.

PETTIT, Philip. Jevons, William Stanley. *In*: DAVIS, John Bryan; HANDS, D. Wade; MÄKI, Uskali (Orgs.). **The handbook of economic methodology**. Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: E. Elgar, 1998.

PORPORA, Douglas V. **Reconstructing Sociology: The Critical Realist Approach**. 1. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2015.

POSNER, Richard A. **A failure of capitalism: the crisis of '08 and the descent into depression**. Cambridge, Mass: Harvard University Press, 2009.

PRATTEN, Stephen. Explanation. *In*: HARTWIG, Mervyn (Org.). **Dictionary of Critical Realism**. Oxon, UK: Routledge, 2007, p. 193–196.

PREDA, Alex. Socio-Technical Agency in Financial Markets: The Case of the Stock Ticker. **Social Studies of Science**, v. 36, n. 5, p. 753–782, 2006. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/25474473>>. Acesso em: 2 nov. 2022.

PREDA, Alex. The Rise of the Popular Investor: Financial Knowledge and Investing in England and France, 1840-1880. **The Sociological Quarterly**, v. 42, n. 2, p. 205–232, 2001. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/4120747>>. Acesso em: 2 nov. 2022.

PREDA, Alex. Where do Analysts Come from? The Case of Financial Chartism. **The Sociological Review**, v. 55, n. 2_suppl, p. 40–64, 2007. Disponível em:

<<http://journals.sagepub.com/doi/10.1111/j.1467-954X.2007.00729.x>>. Acesso em: 14 ago. 2022.

PRICE, David A; WALTER, John R. It's a Wonderful Loan: A Short History of Building and Loan Associations. **Economic Brief**, v. 19, n. 1, 2019. Disponível em: <https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/frbrich/econbrief/frbrich_eb_19-01.pdf>.

QUINN, Sarah. "The Miracles of Bookkeeping": How Budget Politics Link Fiscal Policies and Financial Markets. **American Journal of Sociology**, v. 123, n. 1, p. 48–85, 2017. Disponível em: <<https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/692461>>. Acesso em: 17 maio 2022.

QUINN, Sarah Lehman. **Government Policy, Housing, and the Origins of Securitization, 1780 - 1968**. UC Berkeley, 2010. Disponível em: <<https://escholarship.org/uc/item/7sq3f6xk>>. Acesso em: 2 nov. 2022.

RAJAN, Raghuram. **Fault lines: how hidden fractures still threaten the world economy**. Princeton: Princeton University Press, 2010.

RAKOVE, Jack N. **The Annotated U.S. Constitution and Declaration of Independence**. Cambridge: Harvard University Press, 2022.

RITHOLTZ, Barry; TASK, Aaron. **Bailout nation: how greed and easy money corrupted Wall Street and shook the world economy**. Hoboken, N.J: John Wiley & Sons, 2009.

ROBERTS, Harry V. Stock-Market "Patterns" and Financial Analysis: Methodological Suggestions. **The Journal of Finance**, v. 14, n. 1, p. 1, 1959. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/2976094?origin=crossref>>. Acesso em: 26 jul. 2022.

ROHE, William. Homeownership. In: CARSWELL, Andrew T. (Org.). **The encyclopedia of housing**. 2. ed. Thousand Oaks, Calif: SAGE Publications, 2012.

ROTHSTEIN, Richard. **The color of law: a forgotten history of how our government segregated America**. New York; London: W. W. Norton & Company, 2017.

ROTOLO, Thomas; WILSON, John; HUGHES, Mary Elizabeth. Homeownership and Volunteering: An Alternative Approach to Studying Social Inequality and Civic Engagement1: Homeownership and Volunteering. **Sociological Forum**, v. 25, n. 3, p. 570–

587, 2010. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1573-7861.2010.01196.x>>. Acesso em: 14 maio 2022.

ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen. **Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance**. [s.l.]: Penguin, 2010.

RUSCHE, G.; KIRCHHEIMER, O. **Punishment and social structure**. New York: Columbia Univ. Press, 1939.

SAMUELSON, Paul A. Proof That Properly Discounted Present Values of Assets Vibrate Randomly. **The Bell Journal of Economics and Management Science**, v. 4, n. 2, p. 369–374, 1973. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/3003046>>. Acesso em: 3 nov. 2022.

SAMUELSON, Paul A.; NORDHAUS, William D. **Economics**. 19. ed. Boston: McGraw-Hill Irwin, 2010.

SATZ, Debra. Market and Nonmarket Allocation. In: **International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences**. [s.l.]: Elsevier, 2015, p. 538–543. Disponível em: <<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/B9780080970868630489>>. Acesso em: 13 ago. 2022.

SAYER, Andrew. Abstraction: a realist interpretation. **Radical Philosophy**, v. 28, n. 2, p. 6–15, 1981.

SAYER, Andrew. **Method in Social Science**. 2. ed. London & New York: Routledge, 2003.

SAYER, Andrew. **Method in social science: a realist approach**. London; New York: Routledge, 1992.

SAYER, Andrew (Ed.). Some influential misadventures in the philosophy of science. In: **Method in social science: a realist approach**. London; New York: Routledge, 1992.

SCHERER, Joseph. **The Report of the President's Commission on Budget Concepts: A Review**. New York: Federal Reserve Bank of New York, 1967. Disponível em: <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/monthly_review/1967_pdf/12_3_67.pdf>. Acesso em: 23 maio 2022.

SCHWARTZ, Alex F. **Housing policy in the United States: an introduction**. New York: Routledge, 2006.

SCHWEBER, Libby. Wartime research and the quantification of American sociology. The view from « the American Soldier ». **Revue d'Histoire des Sciences Humaines**, v. 6, n. 1, p. 65, 2002. Disponível em: <<http://www.cairn.info/revue-histoire-des-sciences-humaines-2002-1-page-65.htm>>. Acesso em: 3 nov. 2022.

SHARPE, W. F. **Portfolio Theory and Capital Markets**. New York: McGraw-Hill, 1970. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=41rHAAAIAAJ>>.

SHARPE, William F. A Simplified Model for Portfolio Analysis. **Management Science**, v. 9, n. 2, p. 277–293, 1963. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/2627407>>. Acesso em: 3 nov. 2022.

SHARPE, William F. Capital Asset Prices: A Theory Of Market Equilibrium Under Conditions Of Risk. **The Journal of Finance**, v. 19, n. 3, p. 425–442, 1964. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>>. Acesso em: 26 out. 2022.

SHARPE, William F. **Investors and markets: portfolio choices, asset prices, and investment advice**. 3. ed. Princeton: Princeton Univ. Press, 2008.

SHARPE, William F. William F. Sharpe (lecture). *In*: BREIT, William; HIRSCH, Barry T. (Orgs.). **Lives of the laureates: eighteen Nobel economists**. 4. ed. Cambridge, Mass: MIT Press, 2004.

SHILLER, Robert J. **Irrational exuberance**. 3. ed. Princeton: Princeton University Press, 2015.

SIMON, Herbert Alexander. **Models of Bounded Rationality: Empirically grounded economic reason**. [s.l.]: MIT Press, 1997.

SINN, Hans-Werner. **Casino Capitalism: How the Financial Crisis Came about and What Needs to Be Done Now**. Oxford: Oxford University Press, 2010.

SLOAN, John W. President Johnson, The Council of Economic Advisers, and the Failure to Raise Taxes in 1966 and 1967. **Presidential Studies Quarterly**, v. 15, n. 1, p. 11, 1985. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/27550166>>. Acesso em: 19 maio 2022.

SMITH, Adam. **A riqueza das nações: investigação sobre sua natureza e suas causas**. 3. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

SMULLEN, John; HAND, Nicholas (Orgs.). Finance. *In: A dictionary of finance and banking*. 3. ed. Oxford; New York: Oxford University Press, 2005.

SONG, Jae; VON WACHTER, Till. Long-term nonemployment and job displacement. *In: Evaluating Labor Market Dynamics*. Kansas City: Federal Reserve Board, 2014, p. 315–388. Disponível em: <<https://www.kansascityfed.org/Jackson%20Hole/documents/4547/2014vonWachter.pdf>>. Acesso em: 1 nov. 2022.

SORKIN, Andrew Ross. **Too big to fail: the inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system from crisis--and themselves**. New York: Viking, 2009.

STANDARD & POOR'S. **Global CBO/CLO Criteria**. New York: Standard & Poor's, 1999. Disponível em: <<https://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/ABS/globalcboclo.pdf>>. Acesso em: 6 out. 2022.

STANTON, Thomas. Government-sponsored enterprises. *In: CARSWELL, Andrew T. (Org.). The encyclopedia of housing*. 2. ed. Thousand Oaks, Calif: SAGE Publications, 2012.

STANTON, Thomas H. **Government-sponsored enterprises: mercantilist companies in the modern world**. Washington, D.C: AEI Press, 2002. (AEI studies on financial market deregulation).

STIGLITZ, Joseph E. **Freefall: America, free markets, and the sinking of the world economy**. First edition. New York: W. W. Norton & Company, 2010.

STREECK, Wolfgang. **Tempo comprado: a crise adiada do capitalismo democrático**. 1ª edição. São Paulo, SP: Boitempo, 2018.

SUMMERS, Lawrence H. On Economics and Finance. **The Journal of Finance**, v. 40, n. 3, p. 633–635, 1985. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1985.tb04985.x>>. Acesso em: 14 ago. 2022.

TALEB, Nassim Nicholas. **The black swan: the impact of the highly improbable**. 2nd ed., Random trade pbk. ed. New York: Random House Trade Paperbacks, 2010.

TAPPAN, Paul. Who Is The Criminal? **American Sociological Review**, v. 12, n. 1, p. 96–102, 1947.

TAYLOR, Ian; WALTON, Paul; YOUNG, Jock. **The new criminology: For a social theory of deviance**. London: Routledge and Kegan Paul, 1973.

THOMPSON, Helen. The Limits of Blaming Neo-Liberalism: Fannie Mae and Freddie Mac, the American State and the Financial Crisis. **New Political Economy**, v. 17, n. 4, p. 399–419, 2012. Disponível em: <<http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13563467.2011.595481>>. Acesso em: 4 nov. 2022.

TIAN, Xing; HUBER, David E. Testing an associative account of semantic satiation. **Cognitive Psychology**, v. 60, n. 4, p. 267–290, 2010. Disponível em: <<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0010028510000046>>. Acesso em: 4 mar. 2022.

TOMBS, Steve. Crisis, What Crisis? Regulation and the Academic Orthodoxy. **The Howard Journal of Criminal Justice**, v. 54, n. 1, p. 57–72, 2015. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/hojo.12114>>. Acesso em: 4 out. 2022.

TOMBS, Steve; WHYTE, Dave. Unmasking the crimes of the powerful. **Critical Criminology**, v. 11, n. 3, p. 217–236, 2003.

TRUEBLOOD, Robert M; ASSOCIATION, Federal Government Accountants. Report of the President's Commission on Budget Concepts. **Publications of Accounting Associations, Societies, and Institutes**, v. 189, p. 42, 1968. Disponível em: <https://egrove.olemiss.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1188&context=acct_inst>.

VANE, Howard R.; MULHEARN, Chris. **The Nobel Memorial laureates in economics: an introduction to their careers and main published works**. Cheltenham: Elgar, 2005.

VASICEK, Oldrich. An equilibrium characterization of the term structure. **Journal of Financial Economics**, v. 5, n. 2, p. 177–188, 1977. Disponível em: <<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/0304405X77900162>>. Acesso em: 26 set. 2022.

VASSENDEN, Anders; LIE, Terje. Telling Others How You Live-Refining Goffman's Stigma Theory Through an Analysis of Housing Strugglers in a Homeowner Nation: Telling Others How You Live. **Symbolic Interaction**, v. 36, n. 1, p. 78–98, 2013. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/symb.48>>. Acesso em: 1 nov. 2022.

VIEREK, George Sylvester. A última longa entrevista de Sigmund Freud. **Revista Bula**, Trad. Claudia Rossi. 2015. Disponível em: <<https://www.revistabula.com/5071-a-ultima-longa-entrevista-de-sigmund-freud/>>. Acesso em: 6 nov. 2022.

VOLSCHO, Thomas. The Revenge of the Capitalist Class: Crisis, the Legitimacy of Capitalism and the Restoration of Finance from the 1970s to Present. **Critical Sociology**, v. 43, n. 2, p. 249–266, 2017. Disponível em: <<http://journals.sagepub.com/doi/10.1177/0896920515589003>>. Acesso em: 4 nov. 2022.

WACHTER, Susan M.; SMITH, Marvin M. (Orgs.). **The American mortgage system: crisis and reform**. 1. ed. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2011. (The city in the twenty-first century).

WALKER, Donald. Walras, León. In: DAVIS, John Bryan; HANDS, D. Wade; MÁKI, Uskali (Orgs.). **The handbook of economic methodology**. Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: E. Elgar, 1998.

WHITLEY, Richard. The transformation of business finance into financial economics: The roles of academic expansion and changes in U.S. capital markets. **Accounting, Organizations and Society**, v. 11, n. 2, p. 171–192, 1986. Disponível em: <<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/0361368286900292>>. Acesso em: 15 jul. 2022.

WIGGINS, Rosalind Z.; METRICK, Andrew. The Lehman Brothers Bankruptcy C: Managing the Balance Sheet Through the Use of Repo 105. **SSRN Electronic Journal**, 2014. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=2593079>>. Acesso em: 21 out. 2022.

WIGGINS, Rosalind Z.; PIONTEK, Thomas; METRICK, Andrew. The Lehman Brothers Bankruptcy A: Overview. **SSRN Electronic Journal**, 2014. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=2588531>>. Acesso em: 17 jan. 2022.

WILLIAMS, John Burr. **The Theory Of Investment Value**. 1. ed. Amsterdam: North Holland Publishing Company, 1938.

WILSON, James Q. **Thinking about crime**. New York: Basic Books, 1975.

WILSON, Linus. Troubled Asset Relief Program (TARP). *In*: PALGRAVE MACMILLAN (Org.). **The New Palgrave Dictionary of Economics**. London: Palgrave Macmillan UK, 2013, p. 1–12. Disponível em: <http://link.springer.com/10.1057/978-1-349-95121-5_2862-1>. Acesso em: 1 nov. 2022.

WORLD PRISON BRIEF. **Highest to Lowest: Prison Population Total**. Disponível em: <http://prisonstudies.org/highest-to-lowest/prison-population-total?field_region_taxonomy_tid=All%0Ahttp://www.prisonstudies.org/highest-to-lowest/prison-population-total>.

WRIGHT, John P. **Hume’s “A treatise of human nature”: an introduction**. Cambridge, UK ; New York: Cambridge University Press, 2009. (Cambridge introductions to key philosophical texts).

WYCKOFF, Richard. **How I Trade and Invest In Stocks and Bonds: Being Some Methods Evolved and Adopted During My Thirty-three Years Experience in Wall Street**. New York: The Magazine of Wall Street, 1925.

YORK, Richard; CLARK, Brett. Marxism, Positivism, and Scientific Sociology: Social Gravity and Historicity. **The Sociological Quarterly**, v. 47, n. 3, p. 425–450, 2006. Disponível em: <<https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1111/j.1533-8525.2006.00052.x>>. Acesso em: 2 nov. 2022.

YOUNG, Jock. The failure of criminology. *In: MATTHEWS, Roger; YOUNG, Jock (Eds.). **Confronting crime***. London and Beverly Hills, CA: Sage, 1986.

YOUNG, Jock. The Tasks Facing a Realist Criminology. **Contemporary Crisis**, v. 11, p. 337–356, 1987.

ZALOOM, Caitlin. Ambiguous Numbers: Trading Technologies and Interpretation in Financial Markets. **American Ethnologist**, v. 30, n. 2, p. 258–272, 2003. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/3805376>>. Acesso em: 3 nov. 2022.

ZANALDA, Giovanni. Financial Crises, History of. *In: **International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences***. 2. ed. Amsterdam; Paris: Elsevier, 2015, v. 9, p. 183–190. Disponível em: <<https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/B9780080970868710749>>. Acesso em: 8 jul. 2022.

Born of a Panic: Forming the Fed System | Federal Reserve Bank of Minneapolis. Disponível em: <<https://www.minneapolisfed.org/443/article/1988/born-of-a-panic-forming-the-fed-system>>. Acesso em: 4 nov. 2022.

Crisis. *In: **Merriam-Webster.com Dictionary***, [s.l.]: Merriam-Webster, [s.d.]. Disponível em: <<https://www.merriam-webster.com/dictionary/crisis>>. Acesso em: 9 out. 2022.

Dimension 20: The Unsleping City. Dropout. Disponível em: <<https://www.dropout.tv/dimension-20-the-unsleping-city>>. Acesso em: 1 nov. 2022.

Etiology. *In: **Cambridge Advanced Learner's Dictionary & Thesaurus***. Cambridge: Cambridge University Press, 2013. Disponível em: <<https://dictionary.cambridge.org/us/dictionary/english/etiology>>. Acesso em: 14 out. 2022.

Morissette v. United States. Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/342/246/>>. Acesso em: 29 out. 2022.

O que é hipoteca: veja como funciona a hipoteca de imóvel no Brasil | Exponencial. Creditas Exponencial. Disponível em: <<https://www.creditas.com/exponencial/o-que-e-hipoteca/>>. Acesso em: 1 nov. 2022.

Regulation Q. *In: Routledge Dictionary of Economics*. [s.l.: s.n.], 2002. Disponível em: <<https://www.taylorfrancis.com/books/e/9781134531202>>. Acesso em: 17 jan. 2022.

The Greatest Story Ever Told. *In: American Gods*. [s.l.]: Starz, 2019. Disponível em: <<https://www.imdb.com/title/tt7091316/>>. Acesso em: 13 out. 2022.

Why Did House Prices and Homeownership Rise So Much after WWII? Disponível em: <<https://www.stlouisfed.org/timely-topics/house-prices-homeownership-rise>>. Acesso em: 2 nov. 2022.