



Instituto de Estudos
Econômicos e Internacionais

ENSAIOS DO IEEI

Número 2

SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL - “*QUO VADIS?*”

LUIZ AFONSO SIMOENS DA SILVA

São Paulo, dezembro de 2009



**Instituto de Estudos
Econômicos e Internacionais**

O Instituto de Estudos Econômicos e Internacionais (IEEI-UNESP) é um centro multidisciplinar de análises e pesquisas sobre as questões econômicas e internacionais, congregando especialistas de diversas áreas para promover e enriquecer o debate dessas questões, produzir e divulgar trabalhos e promover parcerias com entidades públicas e privadas nas diversas atividades pertinentes ao seu objeto de atuação.

URL: <http://www.ieei-unesp.com.br>

ENSAIOS DO IEEI

Publicação que objetiva divulgar os resultados dos estudos realizados no Instituto de Estudos Econômicos e Internacionais.

Conselho Editorial

Andrés Serbin (CRIES/Argentina)
Carlos E. Lins da Silva (IEEI-UNESP)
Carlos Oliva Campos (UH/Cuba)
Clodoaldo Bueno (IEEI-UNESP)
Ignacio Medina Nuñez (UDG/México)
Gary Prevost (Stjohns/EUA)
Harry Vanden (USF/EUA)
Lenina Pomeranz (USP e IEEI-UNESP)
Luis Fernando Ayerbe (IEEI-UNESP)
Marcos Cordeiro (IEEI-UNESP)
Sandra Colombo (UNICEN/Argentina)
Tullo Vigevani (IEEI-UNESP)

As opiniões divulgadas nesta publicação são de inteira responsabilidade de seu(s) autor(es).

É permitida a reprodução, desde que seja citada a fonte.

ISSN 2176-8773

ENSAIOS DO IEEI

Número 2

SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL - “*QUO VADIS?*”¹

LUIZ AFONSO SIMOENS DA SILVA²

São Paulo, dezembro de 2009

¹ Resultado da pesquisa “Reforma do Sistema Monetário Internacional – O Debate Atual”, coordenada pelo autor junto ao IEEI-UNESP.

² Mestre em Finanças pela EAESP/FGV, Doutor em economia pelo Instituto de Economia da Unicamp. Professor convidado do Curso de Especialização em Negociações Internacionais da UNESP/PUC/UNICAMP e membro do Grupo de Conjuntura Internacional (GACINT) da USP.

Agradeço as oportunas observações feitas, ao longo do texto, por Amir Khair, José Luiz Conrado Vieira e Lenina Pomeranz.

ÍNDICE

Introdução	5
A ordem econômico-financeira do pós Segunda Guerra	6
1. Anos 40/50: a consolidação da “Pax Americana”	6
2. Anos 60/70: o “estreitamento do tempo”	9
3. Anos 80/90: a “financeirização” da riqueza	12
a. As inovações financeiras	15
b. A regulação bancária	16
c. Síntese macroeconômica e crise dos países emergentes	17
4. Anos 2000: os emergentes pedem passagem	22
A crise financeira atual	26
Algumas observações acerca dos impactos da crise no Brasil	39
Considerações finais	43
Anexo: sistemas financeiros comparados	46
Bibliografia	48

Introdução

A virulência da crise econômica internacional atual, que eclodiu no âmbito do sistema financeiro norte-americano e se espalhou rapidamente para a economia real, tem mobilizado instituições oficiais e privadas no sentido de elaborar estudos com propostas de superação dos problemas que se colocam diante do mundo.

Uma comissão internacional de especialistas internacionais, chefiada pelo prêmio Nobel de economia, Joseph Stiglitz, preparou para a presidência da Assembléia Geral da ONU uma série de recomendações para subsidiar os estudos que visam reformar o sistema monetário e financeiro internacional.

Para deixar clara a urgência dos problemas derivados da eclosão da crise financeira, o preâmbulo do documento menciona números da Organização Internacional do Trabalho. Suas estimativas falam de um aumento potencial de desemprego de mais de 50 milhões de pessoas em 2009, com relação a 2007, se as condições continuarem a deteriorar. Da mesma forma, cerca de 200 milhões de pessoas, particularmente nos países em desenvolvimento, podem ser empurradas para a pobreza (ONU, 19.03.09).

Suas recomendações de ação imediata passam pela necessidade de as nações desenvolvidas empreenderem ação coordenada para estimular suas economias, pelo aumento de recursos para os países em desenvolvimento, pela criação de novas linhas de crédito de organismos financeiros e por reformas na regulamentação do sistema, dentre outras.

O Fundo Monetário Internacional (FMI), em sua edição de abril de 2009 do “Global Financial Stability Report”, também tratou da questão da crise e das medidas de política necessárias a recuperar a confiança dos agentes econômicos no sistema financeiro global. Análises técnicas acuradas permitiram um dos mais atualizados quadros do montante de “ativos tóxicos”³, já contabilizados e ainda por contabilizar, que atravancam as engrenagens dos sistemas de crédito. Foi feito um esforço apreciável para quantificar o montante de recursos necessários para diminuir os índices de endividamento da banca internacional para níveis manejáveis.

Instituições privadas como o G-30, um grupo de especialistas em economia de vários países, sediado em Washington e presidido por Paul Volcker, ex-presidente do

³ Por ativos tóxicos, entendemos aqueles haveres resultantes de empréstimos feitos a pessoas com pouca ou nenhuma condição de pagá-los, no horizonte previsível, por falta de renda, trabalho ou posses.

“Federal Reserve”, também se reuniram para sugerir recomendações de reforma financeira, que deram grande importância às falhas de regulamentação do sistema.

Esses e outros estudos são exemplos da mobilização de críticos e analistas. O volume de material já despejado no mercado é de fazer inveja àqueles que, até pouco tempo atrás, só encontravam trabalhos burocráticos acerca de eventuais reengenharias para o sistema financeiro internacional.

Fui convidado a dar algumas aulas de abertura no curso de pós-graduação em Negociações Econômicas Internacionais do Programa San Tiago Dantas de Pós-Graduação em Relações Internacionais, da UNESP, em São Paulo, em abr/09. As notas de aula, que propiciaram debate rico com os alunos, me estimularam a transformá-las em texto e, quem sabe, contribuir para as discussões em andamento.

O documento obedece a seqüência de apresentação das aulas, que abordaram três pontos: (I) a ordem econômico-financeira do Pós-II Guerra; (II) a crise financeira internacional dos Anos 2000; e (III) seus impactos no Brasil.

A Ordem Econômico-Financeira do Pós-II Guerra

1. Anos 40/50 - A consolidação da “Pax Americana”

Ao final da II-Guerra Mundial, em 1944, as nações vencedoras se reuniram na cidade de Bretton Woods para discutir a nova ordem econômico-financeira internacional. Nela, foram definidos os objetivos, seus pilares básicos e a criação dos dois organismos financeiros internacionais necessários a sustentar tal estrutura.

Os objetivos buscados foram a retomada do comércio internacional, abalado pela I Guerra Mundial e pela Crise de 1929, o fortalecimento dos Estados Nacionais e o controle dos fluxos financeiros internacionais. Relações externas estáveis foram vistas como fundamentais à maximização do poder das políticas econômicas internas dos países-membros e os fluxos financeiros deveriam limitar-se às necessidades do comércio internacional. Para tanto, os dois pilares foram taxas fixas de câmbio e de juros.

Foram criados o Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) e o Fundo Monetário Internacional (FMI), de modo a torná-los as instituições supranacionais destinadas a dar coerência ao sistema em construção. O Banco Mundial

(BIRD) foi pensado como um instrumento necessário, ao lado do Plano Marshall, à reconstrução da Europa, que viu sua infra-estrutura e seu aparato produtivo dizimados durante a guerra.

O Fundo Monetário Internacional também nasceu naquele momento muito particular da História, mas já sob o signo de uma controvérsia que contrapôs as visões da Inglaterra e dos Estados Unidos. A Inglaterra apresentava fragilidade nas suas reservas e nos seus investimentos ao final da guerra. Por isso, a preocupação maior de Keynes estava em montar um mecanismo internacional de liquidez semelhante a um banco central. Sua função seria a de converter compulsoriamente as reservas de todos os países numa nova moeda – o Bancor -, que seria utilizada para redistribuir a liquidez. Os Estados Unidos preferiram apresentar o Plano White, que refletia melhor seus interesses de país altamente credor na órbita mundial e que, à época, tinha mais de metade do produto industrial do mundo. Não lhe era oportuno atribuir grande responsabilidade aos países credores, daí impondo ao FMI um papel muito menor do que o de um banco central: sua função restringiu-se à correção de desequilíbrios temporários de balanço de pagamentos dos países-membros. O Plano White saiu vitorioso das discussões (CAMPOS, 1994, p.65).

O funcionamento dos sistemas financeiros foi um tema mantido na esfera doméstica dos países. No caso norte-americano, sua organização foi feita pelo “*Glass-Steagall Act*”, de 1933, durante o “*New Deal*”, com a finalidade de buscar segurança após a crise de 1929. Essa lei veio em resposta à especulação dos bancos universais que operaram com depósitos e nos mercados de títulos, que redundaram em descasamentos de prazos e liquidez. A nova Lei impôs especialização das instituições financeiras e rígida segmentação ao mercado, seja por tipo de instituição, seja pela amplitude geográfica limitada de atuação.

Instituiu-se um sistema financeiro onde as necessidades de financiamento eram predominantemente baseadas nas relações de crédito. As relações jurídicas subjacentes aos atos de emprestar e tomar emprestado apontavam para bancos que assumiam riscos nas duas pontas do crédito: eles eram os responsáveis pela segurança dos recursos dos depositantes, bem como os tomadores de risco nos empréstimos concedidos.

O sistema financeiro norte-americano foi segmentado de forma a ser operado por instituições especializadas: bancos comerciais tomavam depósitos à vista para emprestar em prazos curtos (financiamento de capital de giro e empréstimos ao consumo, por exemplo); bancos de investimento tomavam depósitos a prazo remunerados para

emprestar em prazos médios e longos (como o crédito para investimento) e bancos hipotecários tomavam depósitos de poupança para financiamentos imobiliários⁴. Além disso, a “regulação Q” do Banco Central (FED) proibiu pagamento de juros sobre depósitos à vista, para impedir riscos derivados da concorrência.

A reestruturação dos sistemas financeiros domésticos e a posterior definição da nova ordem econômica internacional em Bretton Woods foram funcionais aos interesses dos Estados Unidos, que emergiram da guerra como a grande potência mundial, só ameaçada pela sua archi-rival União Soviética. E essa rivalidade, caracterizada por sistemas econômicos e políticos ideologicamente distintos e doutrinariamente contrapostos, levou-o a tomar decisões políticas que transcenderam em muito às esferas econômica, financeira e militar.

Para a superpotência norte-americana não bastava o domínio econômico: era necessário impor-se ao mundo – particularmente à decadente Europa e à União Soviética - como a potência cultural do “mundo livre”. Era preciso apresentar-se ao mundo como o “Império Benevolente”, no qual as formas de dominação se apresentassem como desejos amplamente partilhados. O mundo precisava gostar dos valores de sua sociedade: cinema, teatro, literatura, vestuário, música, comida, nada escapava a seu crivo.

A arte, por exemplo, foi colocada, como uma “questão de Estado”, com o Departamento de Estado estimulando os mecenas norte-americanos a colocar muito dinheiro em museus, como o Museu de Arte Moderna de Nova Iorque - MoMa. Clement Greenberg, um crítico norte-americano, reinterpretou a Arte Moderna, desde o final do Século XIX, com o objetivo de valorizar o Expressionismo Abstrato norte-americano ou “action painting”. Nova Iorque tornou-se a nova Meca das artes, ocupando o espaço até então indisputado de Paris. Nela, brilharam americanos, como Jackson Pollock, e europeus que fugiram da guerra na Europa: o russo Mark Rothko, os holandeses Piet Mondriaan e Willem De Kooning, e o húngaro Archile Gorki, dentre outros.

O traço marcante da Arte Moderna foi a busca do Novo, do Virginal. O filósofo francês Jean Baudrillard, falecido em 2007, buscou desnudar a cultura americana em

⁴ O sistema financeiro norte-americano contava com outros tipos de instituições, como Associações de Poupança e Empréstimo, Cooperativas de Crédito, Financeiras, Fundos de Pensão, Fundos Mútuos, Companhias de Investimento e Companhias de Seguros, mas aquelas eram as que conformavam o segmento bancário propriamente dito.

oposição à européia (América, 1986). Enquanto a Europa estaria fazendo palimpsestos, escrevendo textos sobre textos, cópias sem que houvesse originais, colocando signos sobre signos do passado - numa metáfora a seu aprisionamento a velhos valores - a América estaria marcada pelo exagero, pelo extravagante. Por isso, ela estava criando signos novos: na pintura, grandes telas, como consequência natural dos grandes espaços abertos do país. Era virginal, por isso: a arte refletiria a postura do habitante com relação à natureza infinita, que precisava ser conquistada.

Esta foi a sociedade norte-americana que emergiu da guerra: jovem e imatura, porém dinâmica, ambiciosa e dominadora. Estava implantada a *Pax Americana*, que já vinha se consolidando desde o início do Século XX e agora favorecida pela frágil condição em que a Europa e o Japão se encontravam.

2. Anos 60/70 – O “estreitamento do tempo”

Os Anos 60 apressaram o advento de uma nova consciência no Ocidente, com a eclosão de inúmeros movimentos libertários. Na contramão da História, particularmente insensível às derrotas francesas recentes, os Estados Unidos entraram pesadamente no atoleiro da Guerra do Vietnã, que lhe impôs desequilíbrio fiscal crescente e mais de 50.000 mortos. De outra parte, o predomínio econômico começou a ser confrontado pela Europa e pelo Japão, já reconstruídos, que tornaram suas indústrias mais modernas e competitivas que a norte-americana em vários setores. Japão e Alemanha começaram a ocupar posição estratégica na ordem econômica internacional.

Em 1969, após expressivas mudanças no cenário econômico internacional, associadas, dentre outros, à expansão das multinacionais e à criação do euromercado, já estava evidente a impossibilidade de manter a paridade do dólar com o ouro e, conseqüentemente, com as demais divisas internacionais. Por conta disso, num daqueles casos em que a consequência vem antes da causa, o FMI criou uma moeda escritural, o Direito Especial de Saque (DES), cujo valor derivava de uma cesta das principais moedas internacionais, antecipando em poucos meses a flutuação do dólar, que Nixon determinou no início de 1970. Isso equivalia a desvalorizar a moeda de referência e a abandonar o primeiro pilar de Bretton Woods: a taxa de câmbio fixa. A conta de capital do balanço de pagamentos norte-americana foi flexibilizada, uma outra forma de dizer que os Estados Unidos liberalizaram seus fluxos financeiros.

Numa época em que o petróleo quase nada valia – algo como US\$ 3/barril – uma perda de valor da moeda de referência representou um choque adicional para os países produtores de óleo. Sua capacidade política de unir-se em torno da OPEP resultou em dois “choques de petróleo”: 1973 e 1979.

Quanto ao mercado financeiro, Krugman (FSP, 28.03.09) afirmou que, mesmo durante o mercado altista da década de 1960, finanças e seguros representavam menos de 4% do PIB. “A relativa desimportância das finanças se refletia na lista de ações que formavam a Média Industrial Dow Jones, que até 1982 não continha uma única companhia financeira”. O sistema financeiro era aborrecido e primitivo, porque era todo segmentado e só captava recursos para empréstimos. Mesmo assim, ele “serviu a uma economia que duplicou os índices de padrão de vida no período de uma geração”.

A afirmação certamente vale para os Anos 60, mas não para os Anos 70. Os choques do petróleo fizeram surgir um novo conjunto de proprietários significativos do estoque de riqueza financeira no Oriente Médio. O desenvolvimento do mercado financeiro, que se internacionalizara na esteira da transnacionalização produtiva, levou a banca internacional a se adaptar ao estreitamento do tempo no prazo das aplicações desses novos investidores e ao aumento da quantidade e da complexidade das operações ativas, com descasamentos frequentes de prazos em relação aos recursos (“*fundings*”).

Conceição Tavares, em artigo fundamental para entender a retomada da hegemonia norte-americana (REP, abr-jun/85) dirá que o sistema bancário privado já começava a operar fora do controle dos bancos centrais, particularmente do FED. E foi então que começou a ruir o segundo pilar de Bretton Woods: as taxas de juros começaram a flutuar.

Os muros da segmentação do sistema financeiro norte-americano começaram a receber os primeiros petardos atirados pelo neoliberalismo emergente por essa época, quando se operava a passagem para um sistema de mercado. “Naquela década foram criados os fundos de mercado monetário (*Money Market Funds*), que, livres da pesada regulação que recaía sobre os bancos comerciais, puderam emitir substitutos dos depósitos, como as contas NOW (*negotiable order of withdrawal*) que nada mais eram que depósitos à vista remunerados” (CARDIM DE CARVALHO e OUTROS, 2007; ver anexo).

Uma pequena digressão pode ser interessante neste ponto: uma das características básicas da Modernidade foi o “Culto do Transitório”, que nos levou à questão da adaptação do Homem ao Tempo. Já no final do Século XIX, as inovações

tecnológicas derivadas da Segunda Revolução Industrial – a revolução do automóvel, que repercutiu nas principais indústrias (aço, vidro, borracha, petróleo, etc.) e na configuração das cidades americanas – “aceleraram” o Tempo. Isso ficou ainda mais evidente no último meio século, que presenciou uma das mais significativas revoluções tecnológicas da história. “O centro dessa revolução está na tecnologia da informação (microeletrônica, informática e telecomunicações), em torno da qual uma constelação de grandes descobertas e aplicações científicas (em biotecnologia, novos materiais, lasers, energia renovável, etc.) está transformando a base material de nosso mundo em menos de vinte anos” (CASTELLS, 1993, p.19).

A problemática do Homem Moderno talvez esteja, exatamente, na sua adaptação às mudanças no aspecto das cidades, nas formas de inserção no mercado de trabalho e nos valores sociais. Essa aceleração só fez aumentar, vertiginosamente, à medida que se chegava à Contemporaneidade. Harvey (1989, p.219/58) está na mesma chave ao falar em “compressão do tempo-espaço”. Ele usa a palavra “compressão” por haverem fortes indícios de que o capitalismo acelerou o ritmo da vida, ao mesmo tempo em que superou as barreiras espaciais. “À medida que o espaço parece encolher numa ‘aldeia global’ de telecomunicações e numa ‘espaçonave Terra’ de interdependências ecológicas e econômicas – para usar apenas duas imagens conhecidas e corriqueiras -, e que os horizontes temporais se reduzem a um ponto em que só existe o presente (o mundo do esquizofrênico), temos de aprender a lidar com um avassalador sentido de *compressão* dos nossos mundos espacial e temporal”. Essa compressão do tempo-espaço estaria impondo impactos disruptivos na política, na economia e na vida social e cultural. Uma consequência importante disso seria a de “acentuar a volatilidade e efemeridade de modas, produtos, técnicas de produção, processos de trabalho, idéias e ideologias, valores e práticas estabelecidas”.

Fredric Jameson (1991), crítico marxista de arte, também denunciou a “homogeneização cultural e idiotia promovidas pela lógica do mercado”. Foi ele que adaptou o diagnóstico de esquizofrenia usado por Harvey para o tempo atual. Esquizofrênico seria aquele indivíduo sem capacidade de conceber um tempo contínuo. Vivendo a instantaneidade do tempo presente, ele seria incapaz de relacioná-lo com o tempo passado e de fazer qualquer inferência com relação ao tempo futuro. Tal como o esquizofrênico, ele seria prisioneiro do presente, naufragado em imagens com

significado apenas imediato. A busca modernista do “eterno no efêmero” teria se perdido na Contemporaneidade⁵.

Baudrillard (Simulacros e Simulação, 1981) atacou a mesma questão perguntando se o eterno ainda seria possível, numa sociedade saturada de imagens, numa sociedade da visibilidade? Usou, para tanto, uma metáfora que divide as sociedades em erótica e pornográfica. Por tirar algo do real, por estar sempre um passo aquém do Realismo, a sociedade erótica era sedutora, velada. Nós a encontrávamos nas vanguardas modernistas do final do século XIX e início do século XX, ainda crentes no poder de transformação do Homem pela Arte, apesar do avanço do capitalismo industrial. A sociedade pornográfica, ao contrário, acrescenta algo ao real, está sempre um passo além do Realismo. Seu conceito de simulacro equivale ao de um signo que se apresenta mais real que a própria realidade: a uma hiper-realidade. Por isso, nada mais é escondido, tudo é mostrado.

3. Anos 80/90 – A “financeirização” da riqueza⁶

Antecedido em dois anos por Margaret Thatcher (1979/90), Ronald Reagan (1981/9) começou seu período presidencial embaralhando todas as cartas do jogo ao afirmar que “governo é ruim; mercado é bom!”. Coerente com essa visão, sua gestão foi marcada por uma política econômica de déficits fiscais elevados, associados à “guerra nas estrelas”, que teve como contrapartida uma política monetária de juros muito altos do FED, numa mistura heterodoxa que ficou conhecida como “keynesianismo bastardo”.

Por caminhos insuspeitados à época, essa mistura heterodoxa de políticas foi funcional aos interesses estratégicos dos Estados Unidos, porque acelerou o fim da União Soviética, do qual fez parte a queda do Muro de Berlim, em 1989, e porque controlou os países industrializados, inclusive os rebeldes Japão e Alemanha, que acabaram por também liberalizar seus fluxos financeiros. Essa política orientou o movimento do

⁵ A partir dos Anos Sessenta, por exemplo, tornou-se impossível fazer uma história linear da Arte, devido ao seu esgotamento. Para Adorno, esse esgotamento se manifestava na substituição da Arte pela Indústria da Arte - propaganda, distração, entretenimento -, uma vez que ela teria virado mercadoria. A “Pop-Art” é um bom exemplo disso.

⁶ Entenda-se pelo neologismo “financeirização” não apenas o crescimento da importância dos sistemas financeiros na geração de lucros, muito além da esfera do crédito, mas a difusão de uma ótica especulativa por todo o aparato produtivo da economia monetária contemporânea.

crédito interbancário para os Estados Unidos, permitindo que o sistema bancário internacionalizado ficasse sob “controle” do FED e se tornasse crescentemente funcional para o financiamento do déficit fiscal norte-americano. Os Estados Unidos reconquistaram a hegemonia econômica e puderam apregoar uma vitória acachapante do neoliberalismo.

O “choque dos juros”, imposto ao mundo no raiar da década de 80, que levou à crise da dívida dos países em desenvolvimento, também atendeu aos propósitos estratégicos norte-americanos. As portas dos mercados financeiros privados lhes foram fechadas e eles foram submetidos a um ciclo doloroso de renegociação de dívidas, que incluiu a aceitação de todo o receituário neoliberal. De novo, a mensagem: taxas de juros fixas não mais.

Vem dessa época a introdução de uma “macroeconomia da globalização”, na qual Bretton Woods foi substituída por uma espécie de síntese macroeconômica mais conhecida por Consenso de Washington. Em lugar do fortalecimento dos Estados Nacionais, caberia a estes quase que tão somente emitir sinais que permitissem a *conquista da confiança dos investidores no mercado*, abdicando substancialmente dos mecanismos de intervenção e regulação do processo econômico. Os principais instrumentos para tanto seriam a assunção de taxas flexíveis de câmbio, a introdução de metas inflacionárias nas políticas monetárias, a definição de políticas fiscais que assegurassem redução à relação percentual Dívida Líquida do Setor Público/PIB⁷ e liberdade para os fluxos financeiros internacionais.

A partir de 1982 e até o final daquela década, os mercados financeiros ficaram fechados para os países em desenvolvimento. Só com a renegociação de suas dívidas externas, esses mercados se reabriram para eles na virada dos Anos 90. A saga dos países em desenvolvimento parece nunca acabar, uma vez que, poucos anos depois, uma nova rodada de crises voltaria a envolvê-los. Essa questão voltará às nossas considerações.

⁷ A dívida líquida do setor público corresponde ao saldo líquido do endividamento do setor público não financeiro e do Banco Central com o sistema financeiro (público e privado), o setor privado não financeiro e o resto do mundo. A relação percentual DLSP/PIB é vista como um indicador síntese que mede a sustentabilidade fiscal dos governos. Na União Européia, o Tratado de Maastrich impôs um limite de 60% para a dívida bruta e de 3% para o déficit orçamentário (nominal).

A mensagem de “porteira aberta” de Reagan foi captada como mandatária por um segmento de profissionais que já é agressivo por natureza e que representava à perfeição o homem contemporâneo de Jameson e de Baudrillard: “esquizofrênico” ao visar benefícios imediatos - como as atuais bonificações elevadas, que são função do volume das operações e não da rentabilidade que aportam à empresa - e “pornográfico”, ao expandir para além de qualquer limite a realidade e o próprio conceito de inovações financeiras. Em síntese, esse novo predador - agressivo, imediatista, cínico e auto-suficiente - recebeu um beneplácito presidencial para aprofundar suas estripulias em um terreno que se mostrava fértil: mercados financeiros e de capitais em franca expansão e multiplicação de instrumentos para sua ação.

Sintetizando, até o início da Década de 70, sob a égide de Bretton Woods (taxas de juros e de câmbio fixas), as instituições financeiras tendiam a ser bastante conservadoras, no sentido de que estavam claramente subordinadas à ótica produtiva. O quadro se alterou quando, em momentos distintos, começaram a aparecer tensões inflacionárias, taxas de câmbio flutuantes, taxas de juros voláteis e movimentos crescentemente livres de capital, que levaram ao colapso de Bretton Woods e ao início de um período de grandes incertezas. Paralelamente a isso, iniciou-se uma revisão da ação reguladora do Estado, de cunho marcadamente ideológico, com fortes tendências liberalizantes e desregulamentadoras. Finalmente, o progresso tecnológico teve forte impacto no sistema financeiro através dos setores de comunicação e informática, que propiciaram o desenho de contratos complexos e o surgimento de instituições financeiras mundializadas, que passaram a funcionar diuturnamente.

Tavares e Fiori (2000, p.212/3) puderam, então, sustentar a tese de que a retomada da hegemonia americana e a financeirização capitalista são duas faces de um mesmo processo: “A partir dos anos 80, o dólar deixa de ser um padrão de valor no sentido tradicional dos regimes monetários internacionais anteriores (padrão ouro-libra e padrão ouro-dólar), mas cumpre, sobretudo, o papel mais importante de moeda financeira em um sistema desregulado onde não existem paridades cambiais fixas e onde o valor do dólar é fixado pela taxa de juros americana, que funciona como referência básica do sistema financeiro internacional em função da capacidade dos EUA em manterem sua dívida pública como o título de segurança máxima do sistema”.

Na seqüência, vamos abordar três questões que marcaram as décadas de 80/90: (a) as inovações financeiras, (b) a regulamentação e supervisão dos sistemas financeiros

e (c) as consequências da referida síntese macroeconômica aplicada aos países emergentes.

a) As inovações financeiras

No novo ambiente liberalizado, houve uma tendência clara de universalização dos bancos, entendida como a migração do regime de instituições especializadas para o de bancos múltiplos com diversas carteiras de operações, combinada com a internacionalização das atividades, ao tempo em que ocorria a emergência de companhias de investimento e de investidores institucionais: fundos de pensão e companhias de seguro. As instituições financeiras puderam diversificar suas operações e introduzir uma série de inovações de modo a melhor enfrentar as flutuações de juros e câmbio, que haviam tornado muito mais incerto o cálculo capitalista de gastar. A negociação com “futuros” em commodities foi adaptada para a negociação com “ativos financeiros”, levando ao surgimento dos derivativos, no início dos Anos 80. As principais inovações foram a securitização e os derivativos, particularmente os de crédito, fundamentais para entender a crise atual.

A **securitização** refere-se à transformação de uma obrigação financeira gerada em processo de oferta de crédito em um papel colocado diretamente no mercado. Nesse sentido, ela é um processo de desintermediação financeira, vale dizer, externo ao sistema tradicional de crédito bancário. Isso implicou a necessidade de contratos padronizados e sistemas de gerenciamento modernos e transparentes. Ela pode se apresentar como securitização primária, como a colocação de um instrumento de dívida (“*commercial paper*”, “*note*”, “*bond*”) por uma empresa junto a um investidor, ao invés de tomar crédito de curto prazo para capital de giro ou de longo prazo para investimento junto a um banco. Pode também, e isso é mais importante para os desenvolvimentos futuros do mercado, se apresentar como uma securitização secundária, onde ocorre a transformação, por um banco, de créditos concedidos anteriormente em “títulos” repassados a investidores (*empacotamento*), liberando os bancos para retomar o processo de concessão de crédito. Esse processo permitiu aos bancos dos Estados Unidos reduzirem expressivamente uma crise habitacional, repassando aos aplicadores o risco de crédito e de juros, mas está na origem da crise atual dos créditos “*subprime*” (FAHRI e CINTRA, 30.09.08 e CINTRA, nov.08).

Os **derivativos** são ativos cujo valor é derivado de outros. Eles oferecem a possibilidade de decompor e negociar em separado os riscos de uma transação

financeira. Por exemplo, permitem separar riscos de juros de riscos de câmbio; riscos de produção de riscos de variação de preços. Não são instrumentos de captação ou alocação de poupança; são instrumentos de diversificação, limitação e controle de risco. Eles permitem a realização de operações de “*hedging*” ou proteção e funcionam como instrumentos de combate às incertezas econômicas, que foram potenciadas após a ruptura de Bretton Woods. Por isso, há uma grande concentração de derivativos de juros e câmbio (FAHRI e CINTRA, *idem*).

Os números mostram o grande aumento no volume dos contratos negociados e a sua tendência de concentração em mercados não regulamentados e não transparentes de balcão. Em 1992, o valor dos contratos negociados (um valor virtual, que envolve duplas contagens) era de cerca de US\$ 10 trilhões, sendo de 46% a participação dos negócios em bolsas de valores e de 54% em mercado de balcão. Em 1997, o montante de contratos já havia se multiplicado por quatro e a concentração nos mercados já apontava para 30% em bolsas de valores e 70% em mercados de balcão.

b) A regulação bancária

Se olharmos para o passado, vamos encontrar quatro estágios de regulamentação. O mais antigo, típico da era de sistemas financeiros de crédito, era o da Regulação dos Balanços, adotado por décadas, que implicava controle direto sobre as operações domésticas, banimento de algumas delas e imposição de indicadores quantitativos objetivos para julgamento da adequação das operações permitidas, com ênfase para os indicadores de liquidez (MENDONÇA, jul.set/2004, p.27/37). Era uma regulamentação essencialmente doméstica, nacional, sem maiores preocupações em seguir padrões internacionais.

Em 1988, como reconhecimento de que a regulação doméstica não mais dava conta de um sistema financeiro internacionalizado, foi aprovado o Acordo de Basileia I (segundo estágio), que introduziu novidades como coeficientes de capital (capital mínimo) ponderados pelo risco. Os bancos internacionalizados deveriam consolidar suas posições, de forma a considerar todas as suas estruturas e operações realizadas no exterior. “A ponderação do capital exigido pelo tipo de ativo constante na carteira da instituição, bem como a mensuração das operações ‘*off-balance*’ foram as grandes novidades do acordo” (GAMBA, 2009, p.40).

Muito rapidamente, Basileia I foi substituída por Basileia II (terceiro estágio), que buscava definir melhores coeficientes de capital e tratar das inovações financeiras.

Houve um reconhecimento de que Basileia I não era suficiente para tratar o risco de crédito (risco de inadimplência), quando as instituições financeiras já diversificavam suas atividades para fugir das atividades reguladas. O sistema se tornou paradoxalmente mais frágil, expondo-se a outros tipos de risco, como os de mercado - ligados à volatilidade em indicadores macroeconômicos (taxas de juros, variações cambiais, derivativos ou risco político, por exemplo) - e de falta de liquidez.

O “Amendment” de 1996 ao acordo original de Basileia procurou captar esse risco de alterações nos mercados nos modelos de adequação de capital e, por isso, “aproximava a exposição do risco dos ativos bancários à realidade do potencial das perdas impetradas a estes”. Além disso, o Comitê de Basileia “permitiu o desenvolvimento de modelos internos de avaliação por parte das instituições financeiras [que, entretanto, ficavam] condicionados à aprovação das autoridades supervisoras domésticas e deveriam cumprir uma série de requisitos”, de forma a permitir a aferição de seus padrões qualitativos, particularmente quanto aos grupos de riscos captados pelo modelo e à apresentação de testes que explicitassem a margem de precisão e aplicação do modelo (GAMBA, 2009, p.43).

A supervisão ficou, portanto, muito mais complexa depois de Basileia II, quando, em meados dos Anos 90, firmou-se a posição de que a regulação prudencial teria que se voltar para as estratégias de investimento das instituições financeiras (quarto estágio). A complexidade prática para a supervisão abriu espaço para a auto-regulação, em que o banco definia sua estratégia de investimento e os controles ficavam com complexos modelos quantitativos de cálculo de risco, como o VAR (“*value at risk*”) e os testes de resistência (“*stress tests*”). O entusiasmo por essa abordagem de supervisão arrefeceu, no entanto, após a crise asiática de 1997/8, o *default* russo de 1998 e a quebra do *hedge Fund* LTCM (“*Long Term Capital Management*”), que contava com dois prêmios Nobel de Economia entre seus sócios. O assunto da regulação dos mercados só está voltando agora, com a crise, como é óbvio.

c) Síntese macroeconômica e crise dos países emergentes

Muito já se escreveu acerca da crise que envolveu os países emergentes nos Anos 90 e o papel que nela representou o FMI⁸. Não é nosso propósito retomar a

⁸ Ver meu trabalho acerca da inserção externa dos países emergentes publicado no Boletim do Centro de Estudos de Relações Internacionais (CERI/UNICAMP) nº.6, jul.set.2005.

questão, mas apresentar alguns números básicos e destacar dois pontos que ajudam a entender o que está ocorrendo hoje.

Tomemos apenas os números dos 18 países emergentes hoje acompanhados pelo “*Institute of International Finance – IIF*”, instituição privada criada em 1983, após a crise da dívida externa dos países em desenvolvimento, que congrega os banqueiros privados de mais de 60 países⁹. Em 1989, os países emergentes registravam um déficit agregado de US\$ 17 bilhões em conta corrente. O financiamento externo líquido – fruto de fluxos privados e oficiais – somou US\$ 49 bilhões. Abstraindo comentários acerca de empréstimos de residentes e outros, o fato de o financiamento externo líquido positivo superar o déficit em conta corrente permitiu acumulação de suas reservas internacionais em US\$ 15 bilhões. Naquele ano, como resultado do fechamento relativo dos mercados financeiros aos emergentes, havia certo equilíbrio entre fluxos privados (56% do total) e oficiais (44%), fossem estes de organismos financeiros ou bilaterais.

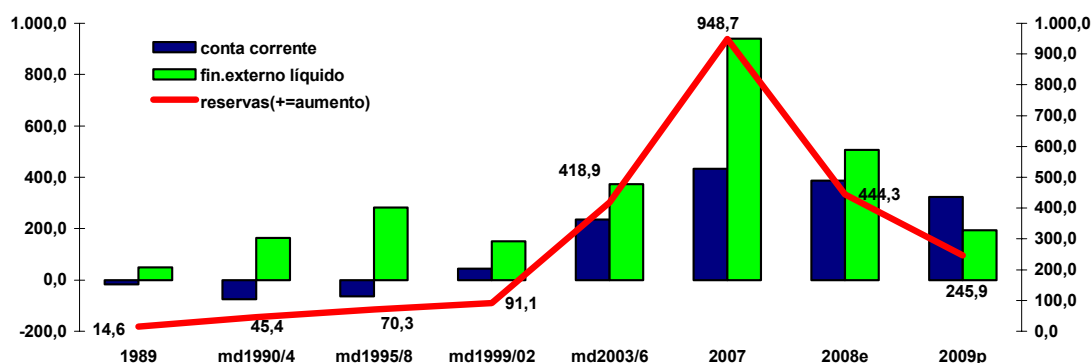
A tabela 1 e o gráfico a seguir mostram as principais tendências nas médias quadrianuais seguintes. No período médio 1990/4, por exemplo, o déficit em conta corrente se agravou, mas o financiamento externo líquido se multiplicou por algo próximo a quatro vezes, o que permitiu forte acúmulo nas reservas internacionais dos emergentes. O peso dos fluxos privados aumentou para 76% do total, caindo, consequentemente, para 24% o peso dos fluxos oficiais.

⁹ O conceito de emergente do IIF tem a ver com países com um tamanho relativamente significativo do mercado financeiro doméstico e com o grau de sua integração na órbita financeira mundial. É uma ótica de negócios, que não leva em conta a importância histórica das nações. Só assim se pode compreender a China, a Índia ou a Rússia, por exemplo, como “países emergentes”. Na Ásia Emergente, portanto, temos China, Índia, Indonésia, Malásia, Filipinas, Coreia do Sul e Tailândia. Na América Latina, Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru e Venezuela. Na Europa Emergente, Bulgária, República Tcheca, Hungria, Polônia, Romênia, Rússia, Turquia e Ucrânia. Na África e Oriente Médio, Argélia, Egito, Marrocos, África do Sul e Tunísia.

TABELA 1
FINANCIAMENTO EXTERNO DOS MERCADOS EMERGENTES
US\$ bilhões

	1989	md1990/4	md1995/8	md1999/02	md2003/6	2007	2008e	2009p
conta corrente	-17,0	-75,1	-63,8	45,0	236,0	434,0	387,4	322,8
fin.externo líquido	48,8	164,4	281,8	150,3	373,4	940,0	506,7	194,7
fluxos privados, liq	27,5	125,6	246,3	146,8	413,5	928,6	465,8	165,3
IDE + invest.portfolio	19,3	53,8	125,3	149,6	201,8	296,1	174,1	194,8
emprést.banc, liq	1,7	32,9	53,1	-25,7	114,1	410,3	166,6	-60,6
emprést.não banc, liq	6,5	38,9	67,9	22,9	97,7	222,2	125,1	31,1
fluxos oficiais	21,3	38,8	35,5	3,5	-40,1	11,4	40,9	29,4
empr residentes/outros	-23,9	-15,1	-99,7	-104,2	-190,5	-425,3	-449,8	-271,6
reservas(+=aumento)	14,6	45,4	70,3	91,1	418,9	948,7	444,3	245,9
fluxos privados/fin.ext.liq %	56	76	87	98	111	99	92	85
fluxos oficiais/fin.ext.liq %	44	24	13	2	-11	1	8	15

fonte:IIF, abr.00, mar.06 e 06.03.09



fonte: IIF

Essas mesmas tendências - grandes déficits em conta corrente contavam com financiamento externo líquido elevado, de que resultavam reservas internacionais crescentes - se apresentaram no período seguinte, 1995/8, quando os fluxos privados já representavam 87% do total. A diferença, que as médias não permitem mostrar, se deu na passagem de 1997 para 1998. Os financiamentos externos líquidos sofreram uma queda de cerca de US\$ 140 bilhões: menos US\$ 145 bilhões de financiamentos privados e mais cerca de US\$ 5 bilhões de financiamentos públicos. O ajuste se deu muito mais através da redução dos déficits em conta corrente (queda de US\$ 66 bilhões), que na diminuição das reservas internacionais (US\$ 7 bilhões) ou no aumento dos recursos de organismos (US\$ 6 bilhões).

Esse forte movimento no padrão de financiamento externo de um ano para o outro explicitou a magnitude da crise que atingiu os países emergentes, particularmente da Ásia e da América Latina, na segunda metade da Década de 90. Ela, com certeza, antecedeu a “mãe de todas as crises”, nos Anos 2000, que será comentada mais adiante.

À luz desses números, o primeiro ponto a destacar é a especificidade das novas crises. A ortodoxia sempre afirmou que, na prevalência de controles dos fluxos

financeiros internacionais, os déficits de balanço de pagamentos decorriam, basicamente, de desequilíbrios das contas correntes. Crises eram vistas, sempre, como fruto de irresponsabilidade fiscal e financeira. Para restaurar o equilíbrio eram necessárias políticas monetária e fiscal restritivas.

Com a tendência geral de abertura da conta de capital dos balanços de pagamento, esse quadro mudou. A macroeconomia deixou de ser entendida no plano concreto das relações comerciais e passou para o plano bem mais fluido e volátil dos fluxos de capitais e das expectativas de políticas amigáveis ao mercado. Mais do que os movimentos nas contas comercial e de serviços, o que passou a importar foram os movimentos na conta financeira do balanço de pagamentos. Seguindo os preceitos do Consenso de Washington, a restauração do equilíbrio deveria ter deixado, portanto, de ser resolvida com políticas tradicionais. A lógica deveria ter sido a de promover a retomada da confiança nos sempre voláteis mercados financeiros. Tais foram os casos de inúmeros países asiáticos, que primavam por boas práticas nas políticas internas, particularmente fiscais.

A consequência de uma crise que não decorria mais de políticas internas vistas como insustentáveis, mas que provinha de um processo de autonomização da finança internacional, deveria envolver algumas medidas urgentes. A principal era a definição de um prestador-de-última-instância: o próprio FMI, o Banco de Compensações Internacionais (BIS) ou alguma Organização Financeira Mundial. Esse organismo supranacional teria que contar com recursos disponíveis para empréstimos de emergência, sem envolver pré-condições de políticas macroeconômicas. Atenção também teria que ser dada às praças financeiras desregulamentadas (*“offshore”*) e aos fundos de investimento de tipo *“hedge”*, que, trabalhando altamente alavancados nos mercados mundiais, tinham poder de desestabilizar mercados emergentes mais frágeis e sujeitos à *“psicologia de manada”*.

O segundo ponto envolveria, portanto, as respostas que o FMI tinha que dar para questões como essas, durante as discussões que ficaram conhecidas como Reengenharia (ou Nova Arquitetura) do Sistema Financeiro Mundial, na Década de Noventa. Na prática, o fracasso do Organismo foi contundente. É bem verdade que o FMI coordenou inúmeros pacotes financeiros de ajuda, mas também é fato a excessiva manutenção da ênfase em códigos de boas práticas – fiscais, monetárias e financeiras -, e às condicionalidades nos programas de estabilização, ao tempo em que ruía a sustentabilidade macroeconômica dos países emergentes. O Fundo não conseguiu

envolver o setor privado na prevenção e solução das crises e praticamente não avançou no controle das praças “*offshore*” e dos “*hedge funds*”. Antecipando os problemas futuros que os levariam a uma posição de irrelevância no debate financeiro mundial, voltou-se para uma atuação de apoio a países de baixa renda, que incentivava redução e perdão de suas dívidas e combate à pobreza¹⁰.

Resumindo: nas Décadas de 80/90, Thatcher e Reagan deram a régua e o compasso. Uma síntese macroeconômica de caráter neoliberal substituiu a ótica de Bretton Woods, propugnando por abertura plena, produtiva e financeira para o exterior, notadamente por parte dos países em desenvolvimento. O enfraquecimento dos Estados Nacionais, combinado com a expansão e fortalecimento dos mercados financeiros e de capitais e das grandes corporações transnacionais, foi uma decorrência natural desse processo. No sistema financeiro internacional, foram introduzidas inovações financeiras, mas também modificações que estão mais para desvios legais que para inovações, como os inúmeros veículos específicos para acolher ativos tóxicos em praças financeiras desreguladas, e o volume de sua negociação aumentou dramaticamente. As principais inovações se deram no campo das securitizações e dos derivativos. Elas ocorreram em ambiente de emergência de companhias de investimento e de investidores institucionais (companhias de seguros e fundos de pensão). Houve uma tendência de os bancos múltiplos se tornarem dominantes e de prevalecer a desregulamentação dos mercados.

A agressiva política neoliberal fez vítimas pelo caminho: primeiro, ruiu o mundo socialista; depois, quebraram vários países emergentes, além de atingir o emprego e favorecer a concentração da renda, como se verá adiante. Dialeticamente, talvez se possa dizer que a crise dos “mais fracos” já apontava para um momento futuro em que ela chegaria ao “centro” do sistema: o mundo desenvolvido. Uma história que começou a ser contada nos Anos 2000.

Simetricamente, a quebra dos países emergentes foi um “momento de glória” para o FMI, mas, simultaneamente, o princípio de sua decadência. Nos dez anos seguintes, o Organismo que melhor representou o papel de voz dos interesses das

¹⁰ A crítica, no caso, não se deve à ajuda aos mais necessitados. Trata-se, isso sim, de criticar a fuga aos objetivos de seu estatuto. A crise refletia o estado das artes do capitalismo financeiro e afetava os países emergentes, de renda média, que tinham acabado de aderir ao manual neoliberal. Ela não incidia sobre os países cuja pobreza e marginalidade eram de outra natureza e que deveriam contar com organizações específicas para apoiar suas demandas.

nações industrializadas não fez senão definhir, chegando a um ponto muito próximo de tornar-se anacrônico. A crise nos países centrais o salvou da irrelevância.

4. Anos 2000 – Os emergentes pedem passagem

Alguns eventos marcam os anos que ora vivemos: (a) a reação dos emergentes às crises dos Anos 90, que foi facilitada pela emergência da China como poder global; (b) a expansão vigorosa no volume de negociações nos mercados de derivativos e (c) o papel do até então todo-poderoso FMI.

a) Os principais países emergentes, na virada para os Anos 2000, precisavam reagir à volatilidade dos fluxos financeiros sabendo que o FMI poderia não estar mais aparelhado para ajudá-los em caso de emergência. Eles foram beneficiados pelo advento da China, que, como grande fornecedora de produtos para os Estados Unidos, tornou-se forte demandante de produtos primários, catapultando seus preços para níveis historicamente elevados. Além disso, enquanto as economias avançadas cresceram 2,1% ao ano, na média 2001/8, os países emergentes e em desenvolvimento cresceram 6,4% ao ano, o que deu forte impulso à diversificação dos mercados consumidores. Os emergentes, consequentemente, puderam aumentar o resultado em conta corrente e as reservas internacionais.

Retomando os números da tabela 1, já no período 1999/02 a conta corrente dos países emergentes mostrava uma virada de sinal média anual de US\$ 109 bilhões, passando de déficit agregado de cerca de US\$ 64 bilhões, na média do período 1995/8, para um superávit de US\$ 45 bilhões. A pujança desses números foi de tal ordem que, mesmo com a forte queda no financiamento externo líquido, as reservas puderam aumentar para cerca de US\$ 90 bilhões. Já então, os fluxos privados representavam 98% do total ofertado aos emergentes. Os 2% restantes se explicavam pelos empréstimos concedidos durante a crise.

Daí para frente, o céu parecia ser o limite. O superávit em conta corrente dos países emergentes subiu para US\$ 236 bilhões, na média de 2003/6, e marcou US\$ 434 bilhões no auge do processo, em 2007, quando o financiamento externo líquido alcançou inacreditáveis US\$ 940 bilhões e as reservas internacionais cerca de US\$ 950 bilhões. Os empréstimos oficiais se tornaram residuais; os mercados privados dominavam a cena.

O que está evidente é que a rodada de gigantescos fluxos líquidos de capital chegou ao ápice em 2007. Ao final de 2008, seu financiamento externo líquido já havia regredido para US\$ 507 bilhões, uma queda de US\$ 433 bilhões com relação ao ano anterior. Para 2009, espera-se uma queda adicional de US\$ 312 bilhões, de modo que, em apenas dois anos, o acesso a recursos externos terá sofrido uma redução de US\$ 745 bilhões (82%).

Esses números estão muito influenciados pela China, cujos expressivos saldos positivos em conta corrente permitiram a acumulação de reservas internacionais, que passaram de US\$ 169 bilhões, no ano 2000, para US\$ 2.135 bilhões, em 2008, podendo chegar a US\$ 3.087 bilhões até 2010, segundo levantamentos do FMI (WEO, abr/09), apesar da forte diminuição dos fluxos líquidos de capital a partir de 2008. Tomando-se somente os BRICs, em 2000, suas reservas somadas representavam 33% do total dos países em desenvolvimento¹¹; em 2008, elas já respondiam por 58% do total, podendo chegar a 65% , até 2010. Só a China, em 2008, possuía 41% das reservas internacionais dos países em desenvolvimento.

Tabela 2

Reservas Internacionais dos Países em Desenvolvimento (PED)

US\$ bilhões

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	% tot.08	2009p	2010p
PED - total	801	877	1.040	1.356	1.805	2.295	3.050	4.329	5180	100	5.425	5.895
Brasil	32	36	38	49	53	53	85	180	193	4	169	157
Rússia	25	33	45	74	122	177	296	467	421	8	333	320
Índia	38	46	68	100	127	133	171	268	272	5	257	257
China	169	216	292	409	616	823	1.070	1.531	2135	41	2.653	3.087
BRICs	264	331	442	631	917	1.185	1.622	2.445	3.020	58	3.411	3.821
BRICs/PD %	33	38	43	47	51	52	53	56	58		63	65

fonte: World Economic Outlook - WEO/IMF, out.08 e abr.09

Não é por outro motivo que os organismos financeiros internacionais e os países industrializados estejam cobrando agora dos emergentes a queima de uma parte dessas reservas, atribuindo-lhes responsabilidade com a governança global pela manutenção de reservas tão elevadas. A questão não é tão simples, porém, na medida em que ela é, em grande parte, a manifestação de um desequilíbrio estrutural de poupança e investimento entre a China e os Estados Unidos, cuja relação assimétrica tem sido chamada ora de um acordo informal de tipo Bretton Woods II, ora de equilíbrio instável, por envolver o casamento de interesses entre o grande mercado consumidor norte-americano e a

¹¹ O FMI trabalha com o total dos países-membros. Seu conceito difere, portanto, daquele do IIF, que só considera um pequeno número de países definidos como emergentes.

obrigatoriedade de grande parte das reservas chinesas serem direcionadas ao financiamento da dívida norte-americana.

b) Outro marco dos anos recentes foram os valores registrados nos mercados de derivativos. Já falamos que, entre 1992/7, o volume dos contratos negociados em bolsas e balcão havia se multiplicado por quatro. Em 2007, dados do Banco de Compensações Internacionais (BIS) registraram cerca de US\$ 675 trilhões em valores de contratos, que representam uma nova multiplicação por dezesseis, com relação a 1997, sendo de 12% a participação de bolsas de valores e 88% de mercados de balcão.

Duas observações derivam desse desempenho. A primeira é que os mercados foram ficando crescentemente obscuros, uma vez que as operações de balcão se dão entre partes individuais, que não se obrigam a desvendar todas as informações inerentes às negociações efetuadas, ao contrário das operações em mercados organizados, como bolsas de valores, que estão sujeitas a abrir ao público em geral todas as informações disponíveis. A segunda é que, em 2007, a soma dos futuros e opções de juros transacionados em bolsas com os contratos de juros transacionados em balcão representou 69% do total das negociações com derivativos. A soma dos futuros e opções de câmbio transacionados em bolsa com os contratos de câmbio transacionados em balcão alcançou 8% do total. Em suma: 77% do total dos derivativos negociados em 2007 estavam relacionados com medidas de proteção e especulação com juros e câmbio.

O comportamento dos derivativos de crédito também mostrou grande crescimento, porque eles funcionam como uma espécie de seguro: não há securitização e eles têm sido chamados de “transferência de calote de crédito” (“*credit default swap*” - CDS) em que uma instituição financeira se compromete a comprar o crédito em poder do banco se houver quebra, ao custo de um prêmio. Os números são eloquentes: dados do Banco de Compensações Internacionais (BIS) mostram que, ao final de 2005, o valor dos contratos em aberto dos CDS transacionados em balcão somou cerca de US\$ 14 trilhões; em dezembro de 2007, já haviam atingido o montante de cerca de US\$ 58 trilhões ou quatro vezes mais no curto espaço de tempo de dois anos. É isso que está na raiz do forte envolvimento e da quebra das companhias de seguro, tipo AIG (CINTR, 2008).

c) O último ponto trata do papel do FMI, na virada dos Anos 2000, quando novas condições macroeconômicas alteraram a agenda dos países em desenvolvimento. A incapacidade de o FMI tratar das questões de interesse dos países de renda média (preservação e aprimoramento de alguns tipos de controles de capitais; necessidade de

aprofundamento da regulação – supervisão e fiscalização – de paraísos fiscais e “*hedge funds*”; estudo de formas concretas de tributação de fluxos financeiros internacionais de curto prazo e abertura de linhas de crédito de acesso rápido a países em crise) levou ao enfraquecimento do Consenso de Washington.

A falta de novos tomadores de recursos e com alguns países pré-pagando os empréstimos em aberto, como Brasil e Rússia, o FMI viu seus índices de liquidez, que relacionam recursos comprometidos com passivos líquidos, subirem fortemente. Como consequência, os juros e encargos recebidos das operações com países-membros caíram de DES 2.609 milhões, em 1999, para DES 484 milhões, em 2007. O próprio funcionamento interno de uma burocracia cara entrou em risco e, até pouco tempo atrás, era esperada uma rodada de demissões em seus quadros técnicos.

Enfim, a “autonomização” com relação aos mercados financeiros internacionais dos principais países emergentes, particularmente da Ásia, levou ao enfraquecimento do FMI de forma significativa. O único tema que lhe restou foi o da redistribuição de quotas entre países-membros, que já propiciou, entre jul/2005 e mar/2008, uma redução de 2,25 pontos percentuais no poder de voto do G7 (de 45,43% para 43,18%) em favor, basicamente, de China, Coréia, Índia, Brasil e México. Isso ainda não satisfaz aos países emergentes, que querem redistribuições adicionais. Seu comportamento na crise mostrará os limites da viabilidade de novos aumentos em seu poder de voto.

É possível, inclusive, que seu papel no mundo futuro deva ser matizado. A Imprensa já noticia a criação de um fundo de US\$ 120 bilhões na Ásia, para combater a crise. Japão e China entrariam com 32% cada e a Coréia com 16%, somando 80% do total. Os 20% restantes viriam dos demais membros da ASEAN, a Associação das Nações do Sudeste Asiático (FSP, 4.05.09, p. A13).

Qual a importância disso? Do ponto de vista do aporte de recursos, não é grande. É um sinal, contudo, da possibilidade de criação de um “FMI asiático”, que contribua para maior autonomia da região, apesar de seu histórico de grandes desavenças. Pode ser por canais como esse, que uma nova moeda regional comece a se impor.

A Crise Financeira Atual

Se nos fixarmos nos principais fatores que explicam a crise, podemos distinguir ao menos seis deles: três são estruturais, porque tiveram a ver com tendências que jogavam a favor de uma desestruturação do sistema, e três são específicos.

O primeiro fator desestruturante é a relação de “equilíbrio instável” que foi sendo construída ao longo dos anos entre os Estados Unidos e a Ásia. O fato de essa relação já durar vários anos e ainda vigorar mesmo depois da crise lhe dá um caráter mais de “desequilíbrio estável”, como prefere o Embaixador Rubens Ricupero. Ela pode ser resumida como a contraposição de elevados e crescentes déficits em conta corrente dos Estados Unidos com elevados e crescentes superávits em conta corrente na Ásia – particularmente, China e Japão -, mas também na Alemanha¹².

Isso só se tornou possível porque as estratégias dos países superavitários em capitais era a de sustentar seus modelos de crescimento com agressivas políticas comerciais. Para manter aberto o mercado norte-americano, era necessário dispor-se a adquirir os títulos da dívida pública do país deficitário. Os Estados Unidos, por seu turno, entendiam que essa relação podia ser perpetuada, à medida que ele é o emissor da moeda de referência. Enquanto qualquer país precisa manter um nível de poupança compatível, no longo prazo, com seus gastos em consumo e investimento, os Estados Unidos não sofrem dessa restrição.

O segundo fator é o desequilíbrio estrutural entre o crescimento da riqueza e da renda mundial. Dados levantados pela diretoria macroeconômica do Bradesco, no início de março/2008, com base em números do FED, mostram que a renda disponível – renda pessoal menos tributos – das famílias norte-americanas cresceu, em termos nominais, desde 1952, para cerca de US\$ 11 trilhões, ao final de 2008. No mesmo período, partindo de uma base superior, mas próxima, a riqueza das famílias – casas, ações, títulos e bens duráveis – alcançou cerca de US\$ 51 trilhões. Apesar de a distância entre riqueza e renda ter aumentado em todo o período, ela teria se acelerado a partir dos Anos 70.

¹² Paulo Tenani (Valor, 10.03.09, p. A12) cita estatísticas do FMI: “a partir de 1997, o déficit em conta corrente dos Estados Unidos quase triplicou, saltando de uma média de 1,6% do PIB entre 1987-1997, para uma média de 4,55% do PIB entre 1998-2008. [...] Já na Ásia e Alemanha, a dinâmica era exatamente oposta. A partir de 1997, o superávit em conta corrente da Ásia Emergente saltou de uma média de 3,13% do PIB, entre 1987-1997, para 5,53% do PIB, entre 1998-2008. Algo parecido acontecia no Japão e Alemanha, cujos superávits, nos mesmos períodos, aumentaram de uma média de 2,39% do PIB e 0,77% do PIB, para 3,32% do PIB e 2,84% do PIB, respectivamente”.

A metodologia envolvida nesses números não nos permite acurácia nos resultados. É melhor trilhar o caminho desenvolvido pelo “McKinsey Global Institute” (out/08), que mede, desde 1980, os ativos financeiros globais (AFG), representados por ações, títulos de dívida pública e privada e depósitos bancários. Essa riqueza financeira somava US\$ 12 trilhões, em 1980. Relativamente ao PIB mundial de US\$ 10,1 trilhões, ela equivalia a 119%. A essa relação percentual se dá o elegante nome de Profundidade Financeira. Em 2007, esse indicador já havia evoluído para 358%, com um estoque de riqueza financeira de US\$ 197 trilhões e um PIB mundial de US\$ 55 trilhões.

É inequívoco, portanto, que o pós-II Guerra tem sido um período de forte aumento da riqueza, particularmente acentuado após 1980, quando ela adquiriu as características de “financeirização”, favorecendo nesse processo, um maior nível de concentração. É questionável, portanto, o discurso de que a globalização *per se* é suficiente para aumentar a satisfação global das economias que a ela aderem.

O terceiro fator desestruturante é a instabilidade financeira inerente ao capitalismo. Cintra (FSP, 7.10.08) lembrou os escritos de Minsky, para quem, numa releitura de Martin Wolf, “um longo período de rápido crescimento, baixa inflação, taxas de juros baixas e estabilidade macroeconômica estimulou a complacência e uma maior disposição de assumir riscos. A estabilidade levou à instabilidade”.

No primeiro semestre de 2009, a crise já levou ao colapso financeiro uma série de instituições e de países do Leste Europeu e se espalhou para o lado real da economia mundial, afetando grandes empresas do setor produtivo e promovendo uma queda brutal no comércio mundial. É consensual, porém, a percepção de que a porta de entrada da crise foi o mercado hipotecário dos Estados Unidos¹³. Um passo importante para a explicitação da instabilidade típica do sistema é entender como as inovações financeiras chegaram às hipotecas imobiliárias.

As securitizações secundárias, como já referido, começaram nos Anos Oitenta. No mercado imobiliário, as hipotecas foram como que transformadas em “commodities”, o que permitiu o seu empacotamento e conseqüente distribuição por inúmeros investidores, institucionais ou não¹⁴. Tomadas em si mesmas, as securitizações são um processo válido para fazer “girar a roda do crédito”. Em princípio, portanto, nada de errado na transformação de créditos em títulos e no seu

¹³ Dentre os inúmeros textos que trataram da questão, enfatizo os elaborados por Marcos Antônio Macedo Cintra, singulares ou em dupla com Maryse Farhi, aqui amplamente utilizados.

¹⁴ A negociação futura implica, necessariamente, a uniformização e atomicidade do produto a ser negociado. A uniformização das hipotecas foi uma grande inovação, nesse sentido.

empacotamento posterior, juntando hipotecas imobiliárias, créditos de cartões de crédito, empréstimos ao consumidor, etc.

A questão central, que nos remete a Minsky, foi a crescente liberalidade na concessão de crédito, uma vez que o ambiente desregulamentado não impunha limites à capacidade de reempacotamento. Foi nesse sentido que as hipotecas de clientes “*subprime*” foram acolhidas pela “Ginnie Mae”, “Fannie Mae” e “Freddie Mac”, instituições semi-públicas, que acabaram por permitir que os bancos as originassem e distribuíssem, em detrimento da qualidade dos papéis. Começou a construção de uma grande “corrente da felicidade”, que às vésperas da eclosão da crise já mostrava algum tipo de fraude em cerca de 90% das operações de um mercado que girava em torno de US\$ 1,3 trilhão.

Outro passo importante foi o da criação dos CDO (“*Collateralized Debt Obligation*”). As hipotecas com risco ruim eram “reempacotadas” pelos bancos, junto com ativos melhores. Como elas representavam um percentual pequeno dos créditos recebíveis, melhorava a classificação da carteira como um todo e as “*subprime*”, o lixo tóxico, puderam se espalhar pelo mundo travestidas de “triple A”, com a conivência das agências de classificação de risco.

Em vários casos, porém, esse “lixo tóxico” era ruim demais para fazer parte de uma carteira de investimentos. Os bancos, nesses casos, os apartavam da carteira e os aportavam nos SIV (“*structured investment vehicles*”), que eram sociedades de propósito específico, geralmente sediadas em paraísos fiscais. Elas buscavam manter à tona uma estrutura de capital cujos ativos – “*subprimes*” com retornos improváveis de 20/30 anos de prazo – seriam sustentados por passivos representados por “commercial papers” vendidos no mercado de curtíssimo prazo (90 dias). Se vivo fosse, Minsky possivelmente denominaria essa estrutura de “Ponzi”, uma vez que passivos contratuais de curto prazo, juridicamente perfeitos, não tinham a menor possibilidade de serem honrados com retornos altamente incertos, de longo prazo. Tais estruturas envolvem, obviamente, empresas insolventes.

Não é difícil, portanto, imaginar que esse mercado de lixo tóxico entraria em colapso. Foi o que aconteceu entre jun-set/07. Quando começaram as inadimplências, não apenas as “*subprime*”, mas as carteiras como um todo que as continham, também derreteram. Um caso clássico de contágio. Em jun-jul/07, começou o processo de deflação de ativos e os mercados de ABCP (“*asset backed commercial papers*”) e CDO travaram. Na sequência, travou o mercado interbancário. Como o “*rating*” dos papéis,

em geral, começou a cair, os investidores institucionais começaram a vendê-los por obrigação legal. Acelerou-se o processo de deflação de ativos.

Outro passo é um complicador adicional: qual o papel das seguradoras nesse processo? Isso tem a ver com os derivativos de crédito. O derivativo de crédito é, em última análise, uma troca: o banco quer melhorar a classificação de um papel e, para isso, paga a uma seguradora para ter o seu “*rating*”. Em outras palavras, a seguradora, uma triple A, “empresta” seu “*rating*” para um papel, em troca de uma remuneração. Se o papel não for pago, a seguradora terá que fazê-lo. Na crise, a situação das seguradoras ficou tão periclitante que os bancos foram obrigados a capitalizá-las. Uma quebra nelas poderia levar a uma quebra geral.

As dificuldades do sistema financeiro mundial continuaram até set/08, quando a quebra de inúmeros bancos, inclusive do tradicional banco de investimentos Lehman Brothers, representou um ponto de inflexão da crise (MAZZUCHELLI, 2008). O pânico se instaurou e grandes discussões e alguns pacotes de resgate vieram à tona. Além dos fatores estruturais já mencionados, citaremos três pontos – complementares, não alternativos – aos quais se tem atribuído responsabilidade pela crise: a alta alavancagem do sistema, fruto de regulação assimétrica; a deflação de ativos e o papel do FED.

Em set/08, no governo Bush, quando Henri Paulson dirigia o Tesouro norte-americano, a primeira reação de resgate foi típica; refletindo os hábitos arraigados dos segmentos rentistas, a questão foi colocada em termos de liquidez, isto é, da necessidade de dar baixa dos ativos tóxicos na contabilidade dos bancos. Paulson pediu ao Congresso autorização para intervir discricionariamente no mercado, para comprar os ativos tóxicos que estariam atravancando os circuitos de crédito e estacioná-los em um fundo controlado pelo governo, de modo a que não fossem despejados no mercado a preços cada vez menores.

Após intensa discussão junto ao Congresso, foi aprovado o TARP (Programa de Alívio a Ativos Problemáticos, na sigla em inglês), no montante de US\$ 700 bilhões, que alterou os termos iniciais da proposta do Governo. Os parlamentares democratas impuseram punições às instituições financeiras que se beneficiassem do plano e os republicanos impuseram o requisito de que os títulos leiloados deveriam ser cobertos por apólices de seguro cujos prêmios seriam pagos pela empresa oferecedora (SOROS, FSP, 02.10.08).

Essa visão implica problemas sérios porque a ajuda governamental esbarrava em dois obstáculos. De um lado, não se tinha, como ainda não se tem, noção exata do montante dessas perdas potenciais. Só se sabe que uma hipoteca não foi paga quando de seus vencimentos e de seus reajustes contratuais periódicos, confrontados com os valores dos imóveis aos quais servem de colateral.

De outra parte, o valor desses ativos deixou de ser verificável, uma vez que os mercados pararam de negociá-los ou os negociavam a preços irrisórios. Como então aportar recursos públicos para limpar as carteiras dos bancos e permitir o reinício de suas operações normais de crédito? Se os preços fossem os de mercado, o aporte seria mínimo, mas não solucionaria o problema dos bancos, que os rejeitariam; se fossem acima desse mínimo, representariam a socialização das perdas privadas. Para evitar esse impasse, analistas e acadêmicos sugeriram uma abordagem em dois estágios: no primeiro, o governo adquiriria os ativos sem liquidez a um preço determinado por ofertas privadas; no segundo, recapitalizaria os bancos.

Ainda no mês de set/08, um conjunto de vozes significativas se levantou contra o que poderia vir a ser um grande assalto aos cofres públicos: Stiglitz e Krugman, além de alguns respeitados nomes da imprensa e do próprio mercado. Nouriel Roubini (FSP, 22.09.08) apontou para a baixa capitalização do sistema, que seria derivada de uma assimetria constatada na regulação do sistema financeiro: nos últimos vinte anos, uma parte do sistema – particularmente o segmento bancário – sofreu aumento na regulação e supervisão. Consequentemente, isso estimulou a criação de um sistema financeiro paralelo (o “shadow banking system”), sem regulação e altamente alavancado. “A Crise explicitou o papel complexo e obscuro de instituições financeiras, que funcionavam como bancos sem sê-lo”, disseram Fahri e Cintra (Valor, 30.09.08).

Para esses analistas, a questão não era de liquidez, mas de solvência, isto é, de capitalização. Nesse particular, a Inglaterra parece ter partido na frente. Sem estar submetida tão fortemente aos entraves ideológicos do liberalismo norte-americano, ela tomou a iniciativa de capitalizar seus bancos que estavam à beira da falência e, para tanto, usou recursos para a compra de ações ordinárias, com direito a voto. Partiu, portanto, para a estatização temporária de parte de seu sistema financeiro. Os Estados Unidos resistem a esse recurso, só admitindo uma capitalização pública através de ações preferenciais, sem direito a voto.

Outro ponto relevante é que, em momentos de crise aguda, há uma preferência total dos agentes econômicos pela riqueza líquida. Com o passar dos meses, o que se

tem visto é que o mercado caiu numa típica armadilha keynesiana de liquidez, na qual a preferência pela riqueza líquida é absoluta, não importando o nível a que possam atingir as taxas de juros. Qualquer ajuda governamental, por mais relevante que seja, tem sido usada para o pagamento de dívidas vencidas e não para recomeçar o circuito do crédito. Por conta disso, Nakano (Valor, 10.02.09) acredita que a saída da crise só poderá se dar se os programas de ajuda forem voltados ao perdão e ao alongamento e diminuição de dívidas¹⁵.

De tudo isso, o que ficou claro foi que o FED teve grande responsabilidade pela eclosão da crise. Soros (Le Monde/FSP, 20.09.08) viu um erro grave de Alan Greenspan ao reduzir e manter as taxas de juros sobre a dívida pública em níveis muito baixos, por tempo demais, além de dar liberdade excessiva para os promotores de inovações financeiras. Krugman (NYTimes, 21.09.08) também mostrou que as taxas de juros muito baixas tiraram poder à política monetária e, por isso, ao invés de comprar “ativos problemáticos”, talvez fosse necessária uma “nacionalização temporária” de parte do sistema.

A verdade é que Greenspan mostrou incapacidade de perceber que o aquecimento econômico mundial não estava se refletindo em inflação corrente, como quer a ortodoxia monetarista, mas em inflação de ativos, que provocava e, a seu tempo, desinflava uma série de bolhas especulativas, como as “ponto com”, as hipotecárias e as com “commodities”, apenas para exemplificar¹⁶.

Num mundo dominado por ícones, que atuam muitas vezes como representações falsas da realidade, não há estágios intermediários na passagem do *status* de gênio das finanças para o de incompetente. Tal foi a sina de Greenspan. Agora, não há quem não defenda a existência de uma Autoridade Monetária Mundial que expanda sua atividade para os mercados de ativos, pela simples e boa razão de que os mercados não respeitam mais fronteiras nacionais (GARTEN, FSP, 26.09.08).

O pacote de Obama/Geithner, de mar/09, parece ter retomado o diagnóstico de Paulson ajustado pelos defensores da abordagem de dois estágios. O Departamento do

¹⁵ Essa afirmação é lógica, mas esbarra numa crença profundamente arraigada na sociedade norte-americana, para a qual é inaceitável o não cumprimento de cláusulas contratuais, que signifiquem o envolvimento de recursos públicos.

¹⁶ Em palestra recente, André Lara Resende fez uma piada espirituosa a respeito do papel dos bancos centrais durante as crises. O banqueiro central seria aquele indivíduo chato que entraria na festa quando ela estivesse começando a esquentar, acenderia as luzes, retiraria todas as bebidas do recinto e daria a festa por encerrada. Greenspan, ao contrário, teria preferido deixar a festa rolar para, ao final, dar um engov para cada um.

Tesouro anunciou, em mar/09, um plano denominado de Programa de Investimento Público-Privado para retirar até US\$ 1 trilhão de ativos tóxicos do sistema bancário norte-americano, através de leilões entre investidores.

O “*Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC*”, agência que supervisiona o sistema bancário, será o responsável pelos leilões junto a investidores privados. Aquele que mais pagar pelos papéis, contará com financiamento generoso do FDIC, que pode chegar a 85% do valor pago pelo investidor. A parte restante, por sua vez, será dividida em duas, com o comprador pagando metade e o Tesouro a outra metade, com recursos do TARP. No total, o subsídio governamental passará de 90% da operação. Logo, se o ativo continuar se desvalorizando será, praticamente, o governo quem pagará a conta; se houver valorização futura, o que só pode ocorrer se os imóveis voltarem a se valorizar e os devedores em hipotecas voltarem a pagar suas dívidas, ganham o investidor e o governo (CANZIAN, FSP, 24.03.09).

A lógica subjacente a essa abordagem restaura a inquebrantável fé nos desígnios do mercado: um investidor privado estaria muito mais habilitado a chegar ao nível correto do preço do ativo tóxico que um agente do governo. Dificilmente essa lógica pode prevalecer, porém, dado que o comprador potencial do papel tem plena consciência do nível de subsídio envolvido no plano do governo, o que influencia sua disposição ao risco. Afinal, só uma parcela mínima de seu dinheiro está em jogo. Não foi por outro motivo que Krugman (NYTimes/FSP, 24.03.09) denominou o plano de troca de “dinheiro por lixo”. Contrariamente ao decidido, o correto seria o governo garantir as dívidas e assumir temporariamente o controle dos bancos insolventes, para limpar seus balanços.

O que Obama/Geithner terão que enfrentar, porém, é uma espécie de hidra de múltiplas cabeças, cujo melhor dimensionamento, no momento, foi dado pelo “Global Financial Stability Report”, de abr/09, do FMI. Ele mede os riscos sistêmicos e estima o esforço necessário de capitalização do sistema financeiro para baixar a alavancagem.

TABELA 3
ESTIMATIVAS DE POTENCIAIS CANCELAMENTOS - 2007-2010
posição em abril de 2009
US\$ bilhões

	em aberto	out.08	abr.09	bancos	segurad	outras ¹	% em aberto	% do tot
Estados Unidos								
empréstimos	13.507	425	1.068	601	53	414	7,9	
títulos	13.047	980	1.644	1.002	164	477	12,6	
subtotal1	26.554	1.405	2.712	1.603	217	891	10,2	67
Europa								
empréstimos	20.759	nd	888	551	44	292	4,3	
títulos	3.048	nd	305	186	31	89	10,0	
subtotal2	23.807	nd	1.193	737	75	381	5,0	29
Japão								
empréstimos	6.569	nd	131	118	7	7	2,0	
títulos	789	nd	18	12	2	5	2,3	
subtotal3	7.358	nd	149	130	9	12	2,0	4
total (1+2+3)	57.719	nd	4.054	2.470	301	1.284	7,0	100
Porcentagem do total de perdas				61	7	32		
estim. cancel. de bancos de merc. maduros				340				
em ativos de merc. emergentes								
potenciais cancel de bcos merc maduros				2.810				

^{1/} Fannie Mae, Freddie Mac, hedge funds, fundos de pensão e outras instituições financeiras não bancárias.
 fonte: Global Financial Stability Report, FMI, abril de 2009, p.28

A magnitude dos números expostos dá razão àqueles que vêem nessa crise uma característica inexorável: a realidade é sempre pior que a pior das expectativas. A prova dessa afirmação está em que a expectativa do Fundo, em abr/08, era de perdas totais de US\$ 945 bilhões nos empréstimos e securitizações dos Estados Unidos, no período 2007/10. Seis meses depois, em out/08, suas estimativas de cancelamentos resultantes dessas perdas subiram para US\$ 1.405 bilhões. Um ano depois, em abr/09, alcançou US\$ 2.712 bilhões. Até que ponto a retirada de US\$ 1 trilhão de ativos tóxicos do mercado, como quer o governo Obama, será suficiente para regularizar as operações de crédito é uma questão em aberto, particularmente porque os governos europeus não parecem dispostos a seguir a estratégia norte-americana.

Afora cancelamentos de US\$ 340 bilhões estimados para perdas de bancos em ativos de mercados emergentes, a última atualização do Fundo só incorporou os dados de Europa e Japão. Com isso, as perdas totais estimadas subiram para US\$ 4.054 bilhões, com os Estados Unidos respondendo por 67% delas, a Europa por 29% e o Japão por 4%.

Uma subdivisão por tipo da soma de empréstimos e securitizações mostra que as maiores perdas esperadas se concentram nas hipotecas residenciais (US\$ 1.808 bilhões), 79% das quais nos Estados Unidos e 21% na Europa. Não há registros para o Japão. O segundo maior segmento é o corporativo cujas perdas estimadas chegam a US\$ 994 bilhões, das quais 48% na Europa, 44% nos Estados Unidos e 8% no Japão. Na sequência, os empréstimos ao consumidor (US\$ 626 bilhões), com 59% nos Estados

Unidos, 31% na Europa e 10% no Japão. Finalmente, as hipotecas comerciais (US\$ 546 bilhões) com 75% nos Estados Unidos e 25% na Europa¹⁷.

Os bancos devem responder por perdas estimadas de US\$ 2.470 bilhões (61% do total); US\$ 1.284 bilhões (32%) para os “hedge funds”, fundos de pensão e outras instituições financeiras não-bancárias, como a Fannie Mae e a Freddie Mac; e US\$ 301 bilhões (7%) para as companhias seguradoras, sem contar com US\$ 340 bilhões de ativos tóxicos de mercados emergentes.

Do total de suas perdas, cerca de US\$ 2.810 bilhões (tabela 3), eles já haviam cancelado cerca de US\$ 844 bilhões ou 30%, ao final de 2008 (tabela 4). O aumento de capital de US\$ 792 bilhões não foi suficiente para compensar esses cancelamentos, reduzindo a capitalização dos bancos em US\$ 52 bilhões. Para o período 2009/10, são esperados novos cancelamentos de US\$ 1.625 bilhões e uma expectativa de lucros a serem retidos de US\$ 1.175 bilhões, o que trará nova descapitalização ao setor de mais US\$ 450 bilhões.

Por conta disso, o FMI estima que o capital extraordinário necessário para reduzir a alavancagem do sistema para 25 vezes, consistente com um capital próprio da ordem de 4% do total de ativos, exigiria uma injeção de US\$ 875 bilhões (43% na Europa, 31% nos Estados Unidos, 14% no Reino Unido e 11% em outros países europeus). Se a redução da alavancagem for para 17 vezes, com um capital próprio de cerca de 6% dos ativos, a capitalização adicional terá que ser de US\$ 1.475 bilhões (43% na Europa, 29% nos Estados Unidos, 15% no Reino Unido e 13% em outros países europeus). Os bancos europeus são os mais descapitalizados, muito provavelmente por seu forte envolvimento com os países da Europa do Leste.

¹⁷ Além disso, há um tipo de empréstimo municipal nos Estados Unidos, cujas perdas podem chegar a US\$ 80 bilhões.

TABELA 4
NECESSIDADE DE CAPITALIZAÇÃO DOS BANCOS
US\$ bilhões

	EUA	Euro area	R.Unido	Outros ¹	total
posição estimada de capital ao final de 2008:					
- cancelamentos informados	510	154	110	70	844
- aumentos de capital	391	243	110	48	792
- perdas líquidas de capital	119	-89	0	22	52
Cenário de cancelamentos futuros 2009/10:					
- cancelamentos esperados	550	750	200	125	1.625
- expectativa de lucros retidos	300	600	175	100	1.175
- perdas líquidas de capital	250	150	25	25	450
Exigências de capitalização					
- cap.neces.para reduzir alavanc.p/25 vezes	275	375	125	100	875
- cap.neces.para reduzir alavanc.p/17 vezes	500	725	250	225	1.700

^{1/} Dinamarca, Islândia, Noruega, Suécia e Suíça

fonte: Global Financial Stability Report, FMI, abril de 2009, p.34

Alguns pontos terão que ser enfrentados, portanto. O primeiro é o papel a ser reservado ao FMI. Pode ele ser a instituição supranacional capaz de trazer alguma estabilidade ao sistema financeiro mundial? A resposta é difícil, porque seu passado não é recomendável. Hector Torres (Valor 06.10.08), diretor executivo do FMI, lembra que, até pouco tempo, o FMI se congratulava porque estava ficando sem clientes. Isso seria sinal de que tudo estava correndo bem. Stein e Kedar (Valor, 17.03.09), professores na Universidade de Michigan, onde tratam de assuntos africanos, o primeiro, e latino-americanos, a segunda, denominam o FMI e o BIRD de “os Bourbon do mundo financeiro mundial”, isto é, aqueles que nada entenderam e nada aprenderam. Será, perguntam eles, que o FMI vai continuar com o cacoete de permitir que os países ricos usem expansão fiscal, mas exijam austeridade dos pobres? Davis e Walker (Wall Street Journal Americas/Valor, 28.01.09) defenderam a necessidade de um FMI com cara nova. “Nada das onerosas exigências que fizeram dele um monstro para países em desenvolvimento”.

O diretor brasileiro no FMI, Paulo Nogueira Batista Jr. (FSP, 26.03.09 e 27.04.09) acredita que a crise mudou o rumo dos debates internos na Instituição. O que antes implicava anos de discussões estéreis, como a possibilidade de o Fundo disponibilizar recursos para países vítimas de ataques especulativos, rapidamente se tornou realidade, com a recente aprovação de uma linha de crédito flexível (“*flexible credit line – FCL*”), sobre a qual não incidem condicionalidades macroeconômicas. Ele não se cansa de dizer, no entanto, que é preciso estar sempre atento para eventuais retrocessos. O Fundo sempre atendeu aos interesses das nações centrais, particularmente dos Estados Unidos, e o centro das questões hoje envolve um enfrentamento dessas nações, que estão fragilizadas pela crise, com uma parte do mundo emergente, que

crece rapidamente e quer ver suas prioridades fazerem parte dos rumos da economia mundial.

Outro ponto da nova agenda mundial, bastante conectado com o anterior, é a possível substituição das tradicionais reuniões do G-7 por um foro maior, o G-20. Na recente reunião do Grupo em Londres, em abr/09, o texto do comunicado final abrangeu uma gama ambiciosa de temas. O primeiro e mais importante foi o aporte anunciado de US\$ 750 bilhões ao FMI, distribuído em um aumento de US\$ 500 bilhões nos seus recursos disponíveis (que se juntarão aos US\$ 250 bilhões já registrados no Organismo) mais uma nova alocação de US\$ 250 bilhões em Direitos Especiais de Saque. Juntam-se a isso um montante adicional de US\$ 250 bilhões, que será destinado ao financiamento do comércio internacional, através das agências de crédito à exportação dos países-membros e dos bancos regionais e US\$ 100 bilhões adicionais, que serão destinados aos bancos multilaterais de desenvolvimento: Banco Mundial e bancos regionais de desenvolvimento. No total, um aporte de US\$ 1,1 trilhão (FSP, 03.04.09).

Alguns tópicos se referem ao compromisso de os países-membros usarem de todos os meios disponíveis para estimular o crescimento econômico, mas sem comprometer a “sustentabilidade fiscal no longo prazo e a estabilidade de preços”. Cabe-lhes, no plano fiscal, emitir pacotes substantivos de gastos. No plano monetário, os “bancos centrais se comprometeram a manter políticas expansionistas pelo período que for necessário e a usar toda a gama de instrumentos de política monetária” (idem). Dito de forma clara, há o compromisso de os bancos centrais manterem baixas suas taxas de juros.

Na esfera internacional, os países-membros não devem adotar protecionismo, nem usar de desvalorizações competitivas, que visam facilitar as exportações. Um dos focos mais importantes nesses quesitos é a recomendação de os países ricos não usarem de “protecionismo financeiro”, que envolve retirada de capital dos países em desenvolvimento sob a desculpa de haver necessidade de cobrir buracos nas sedes das empresas. O Brasil, aliás, foi um dos países que sofreu recentemente fortes retiradas a título de remessas de lucros e dividendos.

A questão da regulamentação do sistema financeiro ainda não passou do plano das intenções, mas o caminho é correto. Há uma consciência clara de que é necessária maior cooperação entre os países, mas verifica-se uma tendência de que a aplicação de medidas se restringirá ao plano nacional. Consistente com a ideia de que um sistema financeiro internacionalizado só pode ser supervisionado por uma entidade

supranacional, promoveu-se o fortalecimento do Fórum de Estabilização Financeira, composto pelos bancos centrais, que passou a constituir uma Diretoria de Estabilidade Financeira, integrada pelo G-20, Espanha e Comissão Europeia. Essa diretoria “colaborará com o FMI para prover aviso antecipado de riscos financeiros e macroeconômicos e as ações necessárias para enfrentá-los” (FSP, 03.04.09).

Pela primeira vez, foi afirmado que a regulação e supervisão abrangerão todas as instituições financeiras “sistemicamente importantes”, todos os instrumentos e todos os mercados. Com isso, pretende-se lançar o manto da presença pública sobre o “shadow banking system”, mais particularmente sobre os “hedge funds” e os paraísos fiscais. Também as agências de classificação de risco deverão ser supervisionadas, depois que fugiram a suas funções ao dar certificados de boa conduta a instituições e instrumentos financeiros carregados de lixo tóxico. Com isso, o G-20 parece incorporar tópicos do grupo de Stiglitz na ONU e a Proposta de Reforma dos especialistas do G-30.

Um terceiro ponto é o futuro do dólar como moeda de referência. Países como China e Rússia lançaram a idéia da criação de um sistema alternativo de reserva global. Para o grupo presidido por Stiglitz (ONU, 19.03.09, p.11), “os desequilíbrios globais, que jogaram um papel importante nessa crise, só podem ser enfrentados se houver um meio melhor de tratar dos riscos econômicos internacionais que os países enfrentam do que o sistema corrente de acumulação de reservas internacionais”. Seria preciso implantar um novo sistema de reserva global, porque “correntemente, os países pobres estão emprestando aos ricos suas reservas a baixas taxas de juros”. Esse sistema seria viável, não-inflacionário e demandaria pouco esforço para ser implantado.

As críticas são corretas, mas não se pode esquecer que moeda é poder e que os Estados Unidos não querem abrir mão de serem os emissores da moeda de referência. Numa apresentação em seminário, em abr/09, Carlos Eduardo Carvalho afirmou que as experiências passadas de transições monetárias são poucas. Tivemos o padrão-ouro, num período em que predominou a libra esterlina, e o dólar. A Libra cedeu passo ao dólar porque, em 1890, a Inglaterra já havia perdido sua hegemonia econômica, militar e monetária. Os Estados Unidos ainda estão longe de perder essas hegemonias.

Para ele, uma forma interessante de enfrentar o déficit orçamentário norte-americano é deixar a inflação se acelerar. Não seria a primeira vez que isso aconteceria. O que ocorre de diferente agora é que eles não poderiam aumentar os juros para combater a inflação, porque isso acabaria promovendo a quebra das empresas fragilizadas na crise. O grave problema que pode derivar daí é que haverá forte

desconfiança com relação à capacidade de os Estados Unidos manterem a moeda de referência.

Atenta para eventuais desvalorizações potenciais do dólar, quem deu um primeiro passo de contestação ao sistema atual foi a China, que se preocupa com o enorme volume de suas reservas em títulos do tesouro norte-americano. Sua prioridade, porém, sempre foi a de manter os mercados abertos para suas exportações. A pergunta que fica é: a China se sustenta sem exportações? Se o comércio com os Estados Unidos declinar, o caminho pode ser o comércio bilateral com outros países baseado nas respectivas moedas nacionais? Bem, ela já está ensaiando uma bilateralização comercial com a Argentina e procurando fazer o mesmo com o Brasil.

A despeito de considerar a abertura de alguns leques de oportunidades financeiras, Carlos Eduardo disse não acreditar nos acordos bilaterais em moedas nacionais, por falta de um garantidor de liquidez, além das próprias dificuldades relacionadas com as diferentes realidades econômicas de cada país. Este ponto fica relevante ao se considerar as perspectivas do acordo Brasil-China atualmente sendo anunciadas na mídia.

Os perigos evidentes de fortes oscilações no dólar, adicionais às que já vêm ocorrendo, podem, a nosso ver, trazer contestações crescentes ao padrão dólar. Tomemos, então, a definição funcional de moeda de Marx, para quem é moeda tudo aquilo que cumpre as determinações de medida de valor, meio de pagamento e reserva de valor. No momento, o dólar domina todas essas funções amplamente, mas de forma decrescente. Nas suas determinações de medida e reserva de valor, o Euro, por exemplo, já vem servindo de moeda alternativa na definição de inúmeros contratos. Não há, portanto, qualquer impedimento de se usar uma moeda escritural como o DES na fixação de valor de contratos, ainda que, por ora, ela esteja restrita ao FMI.

Um segundo passo seria a possibilidade de o FMI fazer uma grande emissão de DES. Quem daria credibilidade a essa emissão? Não é impossível pensarmos em um amplo acordo futuro dos bancos centrais do G-20, que representam países com mais de 80% do PIB mundial, no sentido de darem sustentação a essa operação.

Não é para já, é claro. Ninguém abre mão, espontaneamente, de seu poder, mas a crença na capacidade de o dólar se manter relativamente estável vem sendo corroída à luz dos enormes pacotes de ajuda financeira do governo, que colocam grande interrogação em sua posição fiscal futura. Se, além disso, os Estados Unidos continuarem a se enfraquecer economicamente frente a uma série de novos atores

globais, é possível que possamos evoluir para uma cesta de moedas representativa da melhor distribuição da riqueza no mundo.

Algumas observações acerca dos impactos da crise no Brasil

Até set/08, o Brasil vinha crescendo a uma taxa anualizada superior a 6%. Além de o investimento, a produção industrial e as exportações mostrarem pujança, o fortalecimento do salário mínimo e os programas de distribuição de renda se refletiam na queda do desemprego e no aumento da massa real de rendimentos do trabalhador brasileiro. Apesar do aumento da importância do setor externo da economia brasileira, o que mais contava para esse crescimento era o desempenho do mercado interno.

O impacto da crise, a partir do último trimestre do ano, inverteu todo esse quadro: o crescimento caiu para 5,1%, em dezembro, e o pânico instaurado afetou todos os indicadores econômicos relevantes: o investimento mostra tendência de queda; a produção industrial registra crescimento negativo; a taxa de desemprego aponta para tendência de alta, com forte concentração em São Paulo; e o emprego e renda tendem à estagnação.

As contas externas, que já mostravam deterioração desde o início de 2008, apontam para forte queda da corrente de comércio (soma das importações e exportações em percentagem do PIB), em 2009, que poderá diminuir em montante superior a US\$ 60 bilhões, com forte impacto no emprego dos setores afetados. As tendências da conta corrente e do investimento estrangeiro direto não são consensuais entre vários analistas: é possível que os investimentos superem o déficit em conta corrente, mas o contrário também pode ocorrer com perdas correspondentes e potencialmente importantes para as reservas internacionais. À medida que o ano avança, porém, tem havido alguma melhora na balança comercial, relativamente às estimativas do final do ano passado, em função do aumento nos preços das “commodities” exportadas e dos menores gastos com lucros e dividendos, fretes, seguros, viagens, etc.

A arrecadação de tributos despencou e os gastos do governo federal aumentaram, no início de 2009. Em fevereiro, o governo federal teve seu primeiro déficit primário em muitos anos. A taxa básica de juros está caindo, porém, o que compensa em parte o aumento das despesas não financeiras e traz algum alento para o nível da atividade econômica, abrindo possibilidade para menor perda de arrecadação e

menores indicadores de inadimplência. As previsões podem apontar para leve tendência de alta no endividamento público, mas isso está acontecendo no mundo todo e não é caso para preocupação porque não há descontrole no gasto público.

A pergunta conseqüente é: por que o impacto da crise no Brasil se mostrou tão forte? Mesmo abstraindo algumas teses pouco consistentes acerca de eventual descolamento da economia brasileira do resto do mundo, por que os agentes econômicos entraram em pânico ao final de 2008? A resposta pode ser procurada nas políticas monetária e creditícia.

Não parece haver dúvida quanto à porta de entrada da crise no Brasil: o crédito. Não houve choque de demanda, mas de oferta (NAKANO, Valor, 09.04.09). As fontes externas de financiamento, responsáveis por cerca de 20% do crédito total, secaram da noite para o dia.

O momento exigia resposta pronta e em níveis adequados. O Banco Central, que ainda estava aumentando as taxas de juros dias antes da quebra do Lehman Brothers, começou a reduzir os depósitos compulsórios e abriu linhas de crédito à exportação. O mal, porém, já estava feito e não parece incorreto dizer que ele agiu tarde e de forma insuficiente. Se nos lembrarmos que, àquela altura, a crise já estava comemorando seu primeiro aniversário, podemos dizer que seu conservadorismo com relação a todos os outros bancos centrais agravou o impacto no País além do necessário.

A Inflação, por sua vez, mostra tendência de queda abaixo da meta inflacionária, em linha com o que ocorre no mundo inteiro. Inflação abaixo da meta abre amplos espaços para a política monetária reduzir os juros, que ainda estão entre maiores do mundo em termos reais. O Banco Central já o vem fazendo, mas o COPOM já reduziu para 100 pontos-base a queda anterior de 150 pontos-base. Não são poucos os sinais que ele tem mandado ao mercado de que irá reduzir o ritmo de queda, em suas próximas reuniões, o que, se confirmado, apenas reafirmará seu tradicional viés excessivamente conservador e, de certo modo, anticrescimento.

No plano do sistema financeiro nacional, o impacto não foi tão forte porque ele ainda mantém razoável regulamentação, que impediu a aplicação de recursos internos, no exterior, por fundos de investimento e de pensão. Com isso, ele conseguiu não ser afetado pela crise dos “*subprimes*”. Seus problemas têm mais a ver com o crédito, que manifestou tendência de queda nos volumes concedidos, nos prazos para pessoas jurídicas, na inadimplência e, conseqüentemente, nos “*spreads*” cobrados.

Embora os volumes do crédito já estejam próximos do nível anterior à manifestação aguda da crise, há deterioração do perfil de seus tomadores. O fechamento do crédito externo redirecionou grandes empresas para o mercado interno, de forma que elas ocuparam o espaço antes destinado a empresas de pequeno e médio porte.

O quadro seria pior não fosse o comportamento do crédito concedido por instituições públicas, particularmente o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, além do BNDES, por determinação política do governo. Com isso, a participação dessas instituições no crédito total não tem feito senão subir: de 34,2%, em mar/08, para 37,6%, em mar/09. Nos mesmos períodos, o crédito das instituições estrangeiras caiu de 21,8% para 20,5%, mas o impacto maior se deu no segmento privado nacional, que representava 44%, em mar/08, e caiu para 41,9% do total, em março deste ano.

Num certo sentido, isso já deveria ser esperado. O passado do sistema financeiro nacional foi construído em cima mais de corretagem de papéis públicos que de concessão de crédito. Enquanto países desenvolvidos mantêm razões percentuais Empréstimos/PIB próximas ou superiores a 100%, o Brasil não ia além de 31%, em 2005, com base em dados do Banco Mundial, ficando aquém de China, Índia e Chile. Os avanços atuais, que levaram essa relação para 42,5%, em mar/09, são explicados, em boa medida, por créditos consignados, cujo risco de inadimplência é muito baixo.

Dizer que o sistema financeiro nacional é sólido porque está capitalizado, ao contrário do que ocorre nas economias centrais, não deixa de soar como ironia. Nessas, de fato, a alavancagem excessiva está na origem da crise. O FMI deixou isso claro ao fazer estudos técnicos do custo necessário a baixar para 25 ou para 17 vezes o grau de endividamento (quanto maior a queda neste indicador, maior o custo). Os bancos brasileiros, no entanto, têm baixa alavancagem, que é o pecado simétrico. Segundo dados do Banco Central do Brasil, o índice de Basileia, que mede o grau de capitalização do setor bancário brasileiro, passou de 14,8%, em 2001, para 18,6%, em 2006. Isso corresponde a uma alavancagem cadente de cerca de 7 vezes para pouco mais de 5 vezes o grau de endividamento. O patrimônio líquido do setor saltou de cerca de R\$ 135 bilhões para aproximadamente R\$ 240 bilhões no mesmo período. Corretos estão Gottshalck e Sodré (2006), portanto:

“Os bancos brasileiros são capitalizados, mas não emprestam. São muito sólidos, mas não alavancam. A taxa de juros é elevada e o risco de empréstimo também. Há entraves jurídicos no que se refere ao crédito; na dúvida, em prol do devedor. Estamos mais para a França do que para o mundo anglo-saxão”.

Como e quando sairemos da crise? É muito cedo para se falar disso. Algumas tendências mundiais nos levam a crer que as coisas ainda vão piorar antes de começar a melhorar. Por exemplo: o estoque de ativos tóxicos, estimado pelo FMI, para o período 2007/10, anda por volta de US\$ 4 trilhões. Outras consultorias falam em US\$ 10 trilhões. A crise bancária pode então se aprofundar, talvez mais fortemente na Europa, devido à fragilidade do Leste Europeu. Pode, também, ocorrer uma rodada de falências de grandes empresas. As instituições financeiras podem contar com o suporte de entidades governamentais, mas o mesmo pode não ocorrer com empresas do setor produtivo. Além disso, há uma queda brutal nos fluxos de capital para os países emergentes, da ordem de 82%, entre 2007 (US\$ 929 bilhões) e 2009 (estimados em R\$ 165 bilhões) e uma tendência de aumento do protecionismo comercial e no mercado de trabalho.

Estamos na fase de “deflação de ativos”, de modo que a profunda crise de confiança não será revertida antes da finalização do intenso processo de desendividamento em curso. Hoje, não há investimento e gasto corrente aumentado; o que há é, prioritariamente, pagamento de dívidas passadas. Por isso, para superar o mais rápido possível essa crise, é preciso fazer programas de diminuição, perdão ou reequacionamento das dívidas passadas. Os Estados Unidos já estariam fazendo isso para as hipotecas imobiliárias, embora isso bata de frente com a profunda crença norte-americana no liberalismo econômico. Como, porém, as crises representam momentos de ruptura, a extensão da reação dos Estados Unidos dependerá, exatamente, de sua capacidade de rever valores sociais e culturais consolidados.

Como o Brasil deve reagir a essas tendências? Algumas possibilidades envolvem o aumento do gasto fiscal. Melhor seria se aumentasse a qualidade desse gasto direcionando-o para investimento, para maior controle na contratação de serviços e para cobertura social e não tanto para custeio da máquina pública. Para que não haja uma queda no superávit primário, além da já comprometida pelo Governo, é imperiosa, porém, a queda dos juros. É importante, também, a sustentação das contas externas, cuja vulnerabilidade cresceu em 2008, e o enfrentamento do protecionismo que se manifesta em inúmeros países industrializados e mesmo da nossa região.

De outra parte, o canal de desaceleração econômica veio pelo estancamento do crédito externo. Como o País tem uma elevada taxa de juros, níveis relativamente baixos de abertura comercial e seu comércio é diversificado em produtos e países, há espaços para a prática de uma política creditícia expansionista e, ainda assim, manter

uma razoável regulamentação bancária e uma baixa alavancagem dos bancos, famílias e empresas.

Nas relações institucionais com o exterior, que tanta atenção tem despertado em nosso governo, é preciso não esquecer que, se o Brasil quiser aumentar seu peso político, terá que aumentar suas contribuições externas, particularmente porque paga pouco e atrasa muito suas quotas a organismos internacionais. Como esse quadro não vai mudar tão cedo, empenho deve ser atribuído às discussões que correm no FMI. Não basta aumentar nossas quotas; é fundamental enfrentar o poder de veto que os Estados Unidos mantêm na Instituição e a enorme participação do capital votante da Europa, incompatível com seu peso econômico no mundo.

Considerações finais

O desenvolvimento capitalista no pós-II Guerra mostrou uma face crescentemente liberalizada, à medida que foram sendo superados os entraves impostos pelos pilares macroeconômicos de Bretton Woods. A volatilidade das taxas de câmbio e de juros aumentou a incerteza do cálculo empresarial e serviu como plano de fundo para o ciclo de crises que se abriu a partir de então. Especificamente no que respeita aos graves distúrbios que assolam o mundo atualmente, pode-se dizer que eles têm sua origem na estruturação do sistema financeiro internacional e em seus desenvolvimentos a partir dos Anos 70, quando passaram de sistemas de crédito para sistemas de mercado e os Estados Nacionais recuaram de suas obrigações de supervisão, permitindo a criação e expansão de toda sorte de inovações financeiras.

Os problemas atuais não estão propriamente nas inovações financeiras de tipo securitizações e derivativos. Estas surgiram em resposta às necessidades de expandir o crédito, que deu suporte ao aumento nas taxas de crescimento do produto mundial, e de enfrentar o risco crescente de operar em ambiente de flutuações incontroladas de juros e câmbio. Os problemas derivam da instrumentalização dessas inovações na expansão desordenada de um crédito que não poderia ter sido concedido tão amplamente.

Não podem ser chamadas de inovações financeiras operações como as CDO (“*Collateralized Debt Obligation*”), que reempacotavam hipotecas com risco ruim junto com ativos melhores, e como os SIV (“*structured investment vehicles*”), que pretendiam

dar sobrevida a ativos de retornos de longo prazo mais que improváveis, financiando-os com passivos de curto prazo. Estas foram operações fraudulentas, tão somente.

Cometidos os pecados originais da lassidão do crédito e da omissão da Autoridade Monetária mundial, o FED, tudo o mais se explica pelo efeito contágio. Aberta a Caixa de Pandora, todas as desgraças se espalharam, desde a subcapitalização dos bancos até a deflação de ativos. Das hipotecas imobiliárias “*subprime*”, a desconfiança avançou para os vários “veículos” disponíveis e para o mercado interbancário, que travou, e com ele todos os circuitos do crédito. A próxima peça a cair foi o lado real da economia, onde produção e comércio desabaram. Menor crescimento, maior desemprego. Maior desemprego, maior impacto sobre o crédito empresarial e sobre os clientes até então “prime”. O contágio, que partiu do sistema financeiro, alcançou a esfera produtiva e retornou ampliado ao sistema financeiro ao envolver o crédito de boa qualidade, numa circularidade inescapável.

Visto como um emergente promissor, o Brasil poderia ter sofrido um impacto menor que o ocorrido no final do ano passado. Não porque ele fosse desconectado do resto do mundo, mas porque a regulamentação ainda mantém seu sistema financeiro razoavelmente protegido. O impacto na economia real, um dos maiores observados em todo mundo, se explica por sua política monetária e por suas práticas creditícias.

Passados quinze anos da relativa estabilização da economia, propiciada pelo Plano Real, alterações significativas na política monetária e no funcionamento do sistema financeiro ainda estão por vir. Quase sempre na dianteira dos maiores juros reais praticados e com um sistema bancário capitalizado, que pouco empresta - não só por falta de segurança jurídica -, é no mínimo duvidoso falar-se em solidez; mais correto é falar no poder do atraso de suas instituições.

Para finalizar, uma pergunta: Para onde vai o capitalismo? O mundo parece estar frente a algumas decisões cruciais. Podemos apontar aqui duas, que se posicionam em pólos opostos: a primeira seria o início de um processo de “desglobalização”; a segunda, um mergulho ainda mais profundo na globalização.

Findo o período de euforia, que acumulou taxas expressivas de crescimento econômico mundial, o que o mundo começa a observar é que esse desempenho foi altamente concentrador de renda e riqueza. Marcado pela crise, o futuro próximo aponta para tendências protecionistas no comércio de bens e para barreiras à movimentação de mão-de-obra. O que alguns parecem desejar, nesse caso, é um processo de desmanche dos avanços da globalização e um consequente retorno aos paradigmas de Bretton

Woods: economias financeiramente fechadas e peso importante para as políticas do Estado Nacional.

Alternativamente, há os que entendem que a globalização é irreversível. A produção se mundializou como fenômeno histórico. Finanças sempre acompanham a produção. Elas também se transnacionalizaram e se autonomizaram com relação às necessidades produtivas. Tratar-se-ia, portanto, de construir instituições supranacionais e de fortalecer as existentes, para permitir uma governança internacional em substituição aos Estados Nacionais, que fosse capaz de refletir relações mais justas entre as nações.

É óbvio que essas posições polares são meramente teóricas. O mundo do futuro se posicionará em algum ponto do intervalo marcado por elas e apresentará movimento ora numa ora noutra direção. Dani Rodrik segue essa trilha. Para ele, a globalização financeira demoliu as regras vigentes até agora, o que implica que regras novas precisam ser inventadas. Numa perspectiva de longo prazo, ele entende que o “capitalismo mínimo” de Adam Smith foi substituído por uma economia mista no pós-guerra, que foi operada na esfera de Nações-Estado, nos marcos do regime de Bretton Woods (Valor, 13.02.09).

Estaria na hora de superar a fase keynesiana de integração “superficial” da economia internacional, cheia de restrições aos fluxos internacionais de capitais, por algo que persiga “um melhor equilíbrio entre os mercados e as instituições que os sustentam na esfera global”? Em alguns casos, “isso exigirá estender as instituições além das Nações-Estado e fortalecer a governança global. Outras vezes, exigirá evitar que os mercados se expandam além de instituições que precisam continuar nacionais” (idem).

Enfim, depois de descrever um largo movimento no rumo das posições de mercado, o pêndulo chegou ao zênite e está recomeçando sua trajetória de volta a posições onde os Estados Nacionais serão mais atuantes. Por ora, nas esferas domésticas e internacionais, têm predominado soluções conjunturais, com ênfase em expansão fiscal, monetária e creditícia. Como o problema é fundamentalmente estrutural, ainda teremos que esperar por medidas concretas a serem tomadas no âmbito macroeconômico e de regulamentação dos sistemas financeiros. Elas precisarão impor limites à volatilidade das moedas centrais e à especulação financeira internacional, particularmente quanto à liberdade total de movimentação dos fluxos financeiros, à

capacidade de criar instrumentos ditos inovadores e ao funcionamento de centros financeiros desregulamentados. Vamos aguardar.

Anexo - Sistemas financeiros comparados¹⁸

Até os Anos 60, havia uma predominância de sistemas financeiros de crédito, segmentados por tipos e por regiões geográficas. Os exemplos mais flagrantes de segmentação eram os sistemas norte-americano e japonês.

O sistema norte-americano começou a ser liberalizado ainda nos Anos 70 com as contas NOW. A liberalização foi aprofundada com o DIDMCA (“Depositary Institutions Deregulation and Monetary Control Act”), de 1980, cujo objetivo foi estender as contas NOW para todo o país e igualar as condições de concorrência entre as instituições depositárias, ao mesmo tempo em que estendia uma rede de segurança para proteger os fundos do mercado monetário com os recursos de última instância do FED. O marco fundamental das mudanças, porém, foi a aprovação da Lei de Modernização Financeira, de 1999, que sepultou a Lei Glass-Steagal e eliminou restrições à formação de instituições bancárias diversificadas.

Nos Estados Unidos, também na Inglaterra, passaram a prevalecer os sistemas financeiros de mercado, que são mais sofisticados que os de crédito. As necessidades de financiamento não mais são cobertas por relações de crédito, mas satisfeitas através da colocação de papéis nos mercados monetários e de capitais. Paralelamente, os sistemas financeiros de banco universal ou múltiplo ganharam relevância, por serem bancos que operam em qualquer segmento do mercado, na busca de “economias de escopo”.

Dois sistemas importantes, Japão e Alemanha, receberam influência do sistema norte-americano, mas mantiveram características próprias. O japonês era idêntico ao norte-americano no que respeita à segmentação e especialização, mas continuou se baseando mais no crédito que nas operações de mercado de capitais (colocação de títulos). Embora coexistissem pelo menos sete tipos de bancos, o peso do crédito público era significativo, como reflexo de uma estrutura econômica peculiar, que

¹⁸ Segundo Cardim de Carvalho e Outros (2007).

subordinava empresas produtivas, empresas de comercialização (“tradings”) e bancos à orientação do todo poderoso Ministério da Indústria e Comércio (MIT).

Até 1975, houve um período de grande crescimento. Após 1975, a estagnação corroeu a segregação das instituições financeiras japonesas. “Na década de 1990, os bancos japoneses tiveram de lidar com os efeitos do fim da bolha especulativa que marcou os mercados de ações do país na década de 1980[...]”. Por conta disso, a década de noventa foi marcada por uma reestruturação ampla visando promover fusões, desregular mercados, aumentar a competitividade e a solidez de suas instituições.

Na Alemanha prevalece a estrutura de banco universal (Lei Bancária de 1961). Em 1988, por exemplo, 94% dos bancos eram universais, mas a sofisticação de seu mercado financeiro ainda era pequena, com poupadores preferindo depósitos bancários ou papéis emitidos pelos bancos.

Em síntese, talvez seja válido afirmar que na esfera anglo-saxônica prevalecem sistemas financeiros privados de mercado. No Japão e Alemanha, apesar da forte pressão dos Estados Unidos no sentido da liberalização, prevalecem ainda hoje sistemas financeiros de crédito: naquele, de base pública; neste, de base privada.

Bibliografia

Batista Jr., Paulo N. “A Linha de Crédito Flexível”. São Paulo: Folha de São Paulo, 26.03.09.

Baudrillard, Jean. *América*. Paris: Rocco, 1986.

_____. *Simulacros e Simulações*. Rio de Janeiro: Relógio D’água, 1981.

Campos, Roberto. *A Lanterna na Popa*. Rio de Janeiro: Topbooks, 1994.

Canzian, Fernando. “Plano dos EUA Subsidia Risco e Bolsa Dispara”. São Paulo: Folha de São Paulo, 24.03.09.

Cardim de Carvalho, F.J.; Souza, Francisco E.P.; Sicsú, J.; Paula, Luiz F.R. e Studart, R. *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. 2ª.edição. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

Carvalho, Carlos Eduardo de. “Seminário acerca da ordem monetária mundial”. São Paulo, 24.04.09.

Castells, Manuel. “The Informational Economy and the New International Division of Labor” in *The New Global Economy in the Information Age*. The Pennsylvania State University Press, 1993.

Cintra, Marcos A.M. e Farih, M, “A Crise Financeira e o Global Shadow Banking System”. São Paulo: Novos Estudos Cebrap nº. 82, nov.08.

Cintra, Marcos A.M. “Crise Ressuscita Minsky”. São Paulo: Folha de São Paulo, 05.08.08.

Davis, B. e Walker, M. “Crise Recupera Importância do FMI, que Adota uma Cara Nova”. São Paulo: Valor/Wall Street Journal Américas, 28.01.09.

Fahri, M. e Cintra, Marcos A.M. “Réquiem para o Shadow Banking System”. São Paulo: Valor, 30.09.08, p. A12.

Folha de São Paulo. “Ásia Cria Fundo de US\$ 120 bi para Combater a Crise”. São Paulo: Folha de São Paulo, 04.05.09, p. A13.

Fundo Monetário Internacional (FMI). *World Economic Outlook*. Washington, abril e outubro de 2008 e abril de 2009.

_____. *Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks*. Washington, abril de 2009.

G20. “Comunicado e É o fim da ‘Era do Segredo Bancário’”. São Paulo: Folha de São Paulo, 03.04.09.

Gamba, Thiago V.S. “Acordo da Basiléia: Implementação no Brasil, Impactos e Tendências”. Monografia do curso de negociações internacionais da UNESP. São Paulo, 2009.

Garten, Jeffrey. “Mundo Precisa de Autoridade Monetária”. São Paulo: Folha de São Paulo, 26.09.08.

Gottshalck, R. e Sodré, M.C. – “O Novo Acordo da Basiléia no Brasil: Impactos sobre Bancos Públicos e Privados”. Campinas: Unicamp, 2006.

Group of Thirty – “Financial Reform: A Framework for Financial Stability”. Washington, julho de 2008.

Harvey, David. *A Condição Pós-Moderna: Uma Pesquisa sobre as Origens da Mudança Cultural*. São Paulo: edições Loyola, 1989.

Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI). “A Crise Internacional e a Economia Brasileira: o Efeito-Contágio sobre o Mercado de Crédito em 2008”. São Paulo, nº. 356, 27.03.09.

Institute of International Finance (IIF). “Capital Flows to Emerging Market Economies”. Washington, 06.03.09.

Jameson, Fredrik. *Postmodernism, or, The Cultural Logic of Late Capitalism*. Durham: Duke University Press, 1991.

Khair, Amir. “Consumo Interno e Ativação da Economia”. Estado de S.Paulo, 30.3.09.

Krugman, Paul. “O Estágio Final da Crise”. São Paulo: Folha de São Paulo/ The New York Times, 20.09.08.

_____. “Desespero na Política Financeira”. São Paulo: Folha de São Paulo/ The New York Times, 24.03.09.

_____. “A Mística do Mercado”. São Paulo: Folha de São Paulo, 28.03.09.

McKinsey Global Institute. “5º relatório Anual”. São Francisco, Califórnia, out.2008.

Mazzucchelli, Frederico. *A Crise em Perspectiva: 1928 e 2008*. São Paulo: Novos Estudos Cebrap nº. 82, nov.08.

Mendonça, Ana Rosa R. “O Acordo de Basiléia de 2004: uma Revisão em Direção às Práticas de Mercado”. *Economia Política Internacional, Análise Estratégica* nº 2. Unicamp, jul/set/2004.

Nakano, Yoshiaki. “A Recessão da Deflação de Ativos”. São Paulo: Valor, 10.02.09, p. A9.

_____. “Entrevista especial para o Valor”. São Paulo: Valor, 09.04.09.

ONU - “Recommendations by the Commission of Experts of the President of the General Assembly on Reforms of the international Monetary and Financial System”. Draft. New York, 19.03.09.

Rodrik, Dani. “Crescimento Puxado por Exportações”. São Paulo: Valor, 25.09.08, p.A11.

_____. “Em breve: Capitalismo 3.0”. São Paulo: Valor, 13.01.09.

Roubini, Nouriel. “O Sistema Financeiro Paralelo se Desfaz”. Especial para o Financial Times/FSP, 22.09.08.

Simoens da Silva, Luiz A. “Inserção Externa dos Países Emergentes e Organismos Financeiros Internacionais”. Economia Política Internacional, Análise Estratégica. Boletim CERI/UNICAMP nº.6, jul.set.2005.

Soros, George. “Wall Street não está Afundando, Wall Street está em Crise”. São Paulo: Folha de São Paulo/Le Monde, 20.09.08.

_____. “Como Recapitalizar o Sistema Bancário”. Especial para o Financial Times/FSP, 02.10.08.

Stein, H. e Kedar, C. “Os Bourbon do Mundo Financeiro Mundial”. São Paulo: Valor, 17.03.09.

Tavares, Maria da Conceição. “A Retomada da Hegemonia Norte-Americana”. São Paulo: Revista de Economia Política, vol.5, nº. 2, abr.jun.1985.

Tavares, M.C. e Fiori, J.L. “A Hegemonia Americana”. São Paulo: Lua Nova nº. 50, 2000, p.207/35.

Tenani, Paulo. “Crescimento Mundial Pós-bolha e a Regra de Ouro”. São Paulo: Valor, 10.03.09, p. A12.

Torres, Hector. “Por que o FMI não está Emprestando?”. São Paulo: Valor, 06.10.08, p. A19.

Wolf, Martin. “Corrigir o Sistema é Apenas o Começo”. São Paulo: Valor, 29.04.09, p. A19.