



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

**“Crises financeiras e o paradigma da financeirização da riqueza
abstrata: os desafios para a superação do rentismo em suas
formas contemporâneas”**

Rodrigo Lepski Lopes

Dissertação de Mestrado apresentada ao
Instituto de Economia da UNICAMP para
obtenção do título de **Mestre em Ciências
Econômicas**, sob a orientação do **Prof. Dr.
José Carlos de Souza Braga**.

*Este exemplar corresponde ao original da tese
defendida por **Rodrigo Lepski Lopes**, em
10/02/2010 e orientada pela **Prof. Dr. José Carlos
de Souza Braga***

CPG, 10/02/2010.

José Carlos de Souza Braga.

Campinas, 2010

**Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca
do Instituto de Economia/UNICAMP**

Lopes, Rodrigo Lepski.

L881c

Crises financeiras e o paradigma da financeirização da riqueza abstrata: os desafios para a superação do rentismo em suas formas contemporâneas/ Rodrigo Lepski Lopes. – Campinas, SP : [s.n.], 2010.

Orientador : José Carlos de Souza Braga
Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas,
Instituto de Economia.

1. Crise financeira. 2. Mercado financeiro – Regulamentação. 3. Capital (Economia). I. Braga, José Carlos de Souza. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

10-007-BIE

Título em Inglês: Financial crises and the paradigm of financialization of abstrat wealth: the challenges to overcome the rentism in its contemporary forms

Keywords: Financial crisis ; Financial market – Regultion ; Capital

Area de Concentração: Economia Financeira

Titulação: Mestre em Ciências Econômicas

Banca examinadora: Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga
Profª Drª. Maria Alejandra Caporale Madi
Prof. Dr. Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho

Data da defesa: 10-02-2010

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

Dissertação de Mestrado

Aluno: **RODRIGO LEPSKI LOPES**

**“Crises financeiras e o paradigma da financeirização da riqueza
abstrata: os desafios para a superação do rentismo em suas
formas contemporâneas”**

Defendida em 10 / 02 / 2010

COMISSÃO JULGADORA


Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga
Instituto de Economia / UNICAMP


Prof. Dr. Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho
PUC / SP


Profª Drª Maria Alejandra Caporale Madi
Instituto de Economia / UNICAMP

AGRADECIMENTOS

O resultado deste trabalho de pesquisa não poderia ter sido obtido sem a inestimável contribuição de amigos, familiares e professores. Alguns ajudando com pertinentes observações sobre a evolução do estudo, outros com o apoio emocional e psicológico que um mestrando tanto necessita na consecução desta difícil tarefa de escrever uma dissertação.

Primeiramente, gostaria de agradecer o apoio do meu orientador, o professor José Carlos de Souza Braga, cujos trabalhos me serviram de inspiração. Também sou extremamente grato pela sua atenção e dedicação em relação ao meu projeto, com suas sugestões e críticas.

A maturidade e o conhecimento para o desenvolvimento desta dissertação provieram fundamentalmente das aulas freqüentadas no curso de mestrado dentre os anos de 2007 e 2008. Minha formação acadêmica é resultado direto do esforço dos professores que acompanharam minha turma: Antonio Carlos Macedo e Silva, David Dequech, Frederico Mazzucchelli, Mariano Francisco Laplane, Paulo Sérgio Fracalanza, Plínio Soares de Arruda Sampaio Jr., Rodolfo Hoffmann e Rosângela Ballini. Dentre eles, destaco os professores Fracalanza, Macedo e Plínio como referências pessoais e profissionais importantíssimas.

Um dos diferenciais da pós-graduação em Economia da Unicamp é, sem dúvida, o incentivo dado pelos professores ao trabalho em grupo. Proveitosas discussões moveram minha turma durante o curso, trazendo novas reflexões e idéias. Além disso, a amizade estabelecida entre os colegas ficará guardada para sempre na minha memória.

Aos meus pais e irmã, agradeço a compreensão nos momentos de estresse e o apoio dado nas horas difíceis. Da mesma forma, minha companheira Bruna responde com uma parcela importante de paciência e dedicação durante a construção deste projeto.

Agradeço as sugestões e críticas dos professores Pedro Paulo Zahluth Bastos, Maria Alejandra Caporale Madi e Carlos Eduardo de Carvalho durante a qualificação e defesa da minha dissertação. Não poderia deixar de mencionar a professora Carla Cristiane Lopes Corte, que contribuiu em muito com a minha formação e impulsionou minha carreira profissional.

Participações indiretas, entretanto essenciais, devem ser mencionadas. A atenção e dedicação dos profissionais que trabalham no Instituto de Economia devem ser ressaltadas nesta dedicatória: secretaria de pós-graduação, CEDOC e Xerox.

Espero que as expectativas de todos que confiaram em mim tenham sido atendidas através deste texto. Nunca me esquecerei daqueles que, sem nenhum interesse individual, me auxiliaram nos meus objetivos. A vocês, minha gratidão será eterna. De coração, muito obrigado.

RESUMO

A crise de 29 evidenciou os riscos impostos por um regime financeiro predominantemente influenciado pelo comportamento especulativo. As mazelas da Grande Depressão impulsionaram o desenvolvimento de um arcabouço institucional, consagrado em Bretton Woods, que atenuou a instabilidade do sistema financeiro internacional. Entretanto o rompimento dessa ordem deflagraria o surgimento de um novo paradigma no modo de ser da riqueza, pautado pela lógica de **financeirização**. Tal perspectiva está no âmago das principais crises das últimas décadas, desafiando a capacidade das autoridades governamentais em estabelecer alguma ordem nos mercados financeiros mundo afora. Particularmente, a última crise sistêmica global, originada em 2007 a partir da inadimplência de hipotecas *subprime* nos Estados Unidos, exige que o tema seja retomado e debatido com mais afinco, sendo esta a proposta fundamental desta dissertação.

Palavras-Chaves: crises financeiras, instabilidade no capitalismo financeiro; financeirização da riqueza; regulação dos mercados financeiros.

Summary

The crisis of 29 showed the risks posed by a financial arrangement predominantly influenced by speculative behavior. The ills of the Great Depression spurred the development of an institutional framework, as set out in Bretton Woods, which diminished the instability of the international financial system. However the disruption of that order had sparked the emergence of a new paradigm in the way of being of wealth, guided by the logic of **financialization**. This perspective is at the heart of the major crises in decades, challenging the ability of government authorities to establish some order in financial markets around the world. Particularly the last global systemic crisis, which originated in 2007 as defaults on subprime mortgages in the United States, requires that the issue be taken up and discussed more deeply, which is the fundamental proposition of this dissertation. .

Keywords: financial crises, instability in financial capitalism, financialization of wealth, financial market regulation.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	1
CAPÍTULO I – AS PRINCIPAIS CRISES FINANCEIRAS DOS ÚLTIMOS 100 ANOS .	5
O momento de bonança pré-crise de 29	5
A deflagração da crise	10
O estabelecimento de Bretton Woods	14
O surgimento do euromercado	19
O Rompimento de Bretton Woods e seus desdobramentos	20
O impacto do rompimento de Bretton Woods nos países em desenvolvimento ..	23
A Crise da Dívida Mexicana	24
Crise da Bolsa de Nova Iorque em 1987	26
A ascensão das <i>Saving & Loans</i> e a moda dos <i>junk bonds</i>	29
Crise Japonesa	31
Novamente o México	36
Crise Asiática de 97	38
A Vez da Rússia	43
A Crise Sistêmica Global originada a partir do setor de hipotecas <i>subprime</i> norte-americano	44
CAPÍTULO II – INSTABILIDADE CRÔNICA NO CONTEXTO DA RIQUEZA	
FINANCEIRIZADA	51
Um perfil geral das crises financeiras.....	51
O rompimento de Breton Woods e a ascensão da financeirização.....	56
Os novos participantes do mercado financeiro.....	61
A evolução do setor bancário desde os anos 70.....	67
A evolução dos derivativos.....	72
A evolução dos meios de comunicação e os mercados financeiros	75
O papel das empresas produtivas no jogo financeiro.....	78
A economia real e a lógica da financeirização	85

CAPÍTULO III – OS DESAFIOS IMPOSTOS AO REGULADOR PELA	
FINANCEIRIZAÇÃO.....	91
As lições do passado.....	91
O arcabouço regulatório constituído após a Grande Depressão.....	92
Os acordos da Basiléia.....	94
Os desafios na regulação da riqueza financeirizada	100
Para além da auto-regulação supervisionada	103
Um breve debate sobre controlos de capitais	105
Uma avaliação da função do emprestador em última instância.....	110
CONSIDERAÇÕES FINAIS	113
BIBLIOGRAFIA	117

INTRODUÇÃO

A crise econômica que teve início em 2007, deflagrada após a revelação dos fundamentos irreais nos quais os financiamentos ao setor imobiliário americano se baseavam, põe em cheque o atual paradigma no qual é tangida a condução das transações financeiras. A sinalização do enfraquecimento do modelo liberal é visível, entretanto, tais críticas podem vir a se consubstanciar em mudanças efetivas na regulamentação dos mercados financeiros? Quais alterações são necessárias a fim de estabelecer alguma ordem nos mercados financeiros? Como estabelecer um novo arcabouço institucional que previna ou ao menos minimize os efeitos danosos das crises financeiras?

Os defensores dos “mercados eficientes” carecem cada vez mais de fundamentação em seus argumentos. A recorrência com que o mundo vem enfrentando distúrbios causados pelos mercados financeiros nos últimos 40 anos indica a falência de tal tese. Definitivamente as ações individuais dos agentes privados não têm conduzido a economia mundial a qualquer tipo de “equilíbrio”. Após o rompimento da estrutura criada em Bretton Woods e a ascensão da desregulamentação financeira, a instabilidade instaurou-se definitivamente no seio das economias capitalistas. As crises financeiras deixaram de ser exceção, em períodos extraordinários, para ser a regra no jogo financeiro.

O primeiro capítulo desta dissertação terá como objetivo principal estudar cronologicamente as principais crises do século XX e a mais recente, já no século XXI. Para tanto, serão feitas considerações sobre as principais causas de cada uma delas, suas conseqüências e as medidas tomadas pelas autoridades governamentais no intuito de contê-las. Apesar de dotadas de singularidades históricas, algumas comparações podem ser estabelecidas entre elas a partir de suas interpretações teóricas, com o objetivo de identificar alguns padrões de convergência.

O segundo capítulo buscará justamente identificar estas relações, indicando as principais características dos períodos de crise. Uma ênfase particular será dada aos últimos 40 anos, os quais mostram o surgimento e a consagração da financeirização da riqueza como lógica de acumulação preponderante (Braga, 1997; Aglietta, 1998; Guttman, 2008). As conexões entre tal modelo de desenvolvimento das finanças e a economia real serão

estudadas neste contexto, com o intuito de mostrar suas conseqüências para os Estados nacionais, empresas produtivas, instituições financeiras e trabalhadores.

A gradativa liberalização dos mercados financeiros iniciada nos anos 60, aliada a um contínuo movimento de desregulamentação da estrutura prevista em Bretton Woods durante os anos 70, intensificou os movimentos dos fluxos de capitais e, conseqüentemente amplificou a volatilidade dos preços dos ativos. O aumento das oportunidades de arbitragens entre os diversos mercados existentes propiciou a proliferação dos “especuladores profissionais” representados principalmente pelos variados fundos de investimentos.

Ancorados por uma regulamentação incipiente, tais agentes impulsionaram o desenvolvimento dos mercados de capitais, buscando através de inovações financeiras variadas extrair os ganhos advindos da instabilidade instaurada nas finanças. Surge neste contexto a expressão *global shadow banking system*¹, cunhada com o propósito de identificar as transações realizadas por estas perigosas instituições financeiras. Perigosas pelo fato de não estarem sujeitas às normas tradicionais de supervisão bancária, consagradas principalmente na determinação de requerimentos mínimos de capital próprio. Não raramente estas instituições financeiras gozam desta prerrogativa para alavancar excessivamente seu capital, expondo o sistema financeiro a elevados riscos.

A visão estritamente financeira destes agentes não lhes é exclusiva. A orientação para os lucros nos mercados de capitais paulatinamente tornou-se o foco também do setor bancário e do setor produtivo. As conseqüências desastrosas deste acontecimento para a economia real são sentidas com a redução do nível de emprego, queda no crescimento econômico mundial e diminuição dos investimentos produtivos. Em contrapartida, a

¹ O *global shadow banking system* “inclui todos os agentes envolvidos em empréstimos alavancados que não têm (ou não tinham, pela norma vigente antes da eclosão da crise) acesso aos seguros de depósitos e/ou às operações de redesconto dos bancos centrais. Esses agentes tampouco estão sujeitos às normas prudenciais dos Acordos de Basiléia. Nessa definição, enquadram-se os grandes bancos de investimentos independentes (*brokers-dealers*), os *hedge funds*, os fundos de investimentos, os fundos *private equity*, os diferentes veículos especiais de investimento, os fundos de pensão e as seguradoras. Nos Estados Unidos, ainda se somam os bancos regionais especializados em crédito hipotecário (que não têm acesso ao redesconto) e as agências quase-públicas (Fannie Mae e Freddie Mac), criadas com o propósito de prover liquidez ao mercado imobiliário americano” (MCCULLEY *apud* CINTRA & FARHI, 2008: 37).

riqueza financeira é alimentada através da perspectiva de ganhos futuros por parte dos investidores, inflando progressivamente a “bolha” especulativa através de uma perspectiva convencional (Aglietta, 2004a; Aglietta, 2004b).

Contudo, a euforia generalizada é constantemente abalada por algum fator desestabilizador, resultando em períodos de deflação dos ativos financeiros envolvidos. A origem das últimas principais crises está justamente neste aspecto. Estes problemas individuais freqüentemente impactam negativamente outros mercados e instituições financeiras pelo efeito de contágio, gerando instabilidade em todo o sistema financeiro. Estes momentos de intensificação da incerteza aumentam a preferência pela liquidez por parte dos investidores, que se refugiam na segurança dos títulos públicos. No setor real, novos projetos de investimento são “engavetados”, as empresas reduzem suas atividades e, não raramente, o desemprego aumenta.

Por estes motivos os distúrbios financeiros são encarados pelas autoridades governamentais como nocivos ao bom funcionamento da economia. Nestes momentos sua intervenção faz-se necessária para evitar impactos ainda maiores com o desenvolvimento da crise.

Momentos de crise suscitam alterações nas medidas de regulação e supervisão existentes. O movimento normativo é, em geral reativo: novas regras são estabelecidas em função de novos condicionantes no ambiente financeiro. Esta perspectiva é condizente com a constituição da estrutura de Bretton Woods e dos Acordos de Basiléia. Entretanto, a capacidade dos agentes privados em se desviarem das normas que lhes são impostas é grande, impondo grande dificuldade aos reguladores.

O terceiro capítulo desta dissertação terá como objetivo entender esta complexa relação existente entre regulador e instituições financeiras, colocando as principais questões em aberto após a ocorrência da crise sistêmica recente. Entre elas, destacam-se a função desempenhada pelos Bancos Centrais de “emprestador de última instância” e a adoção de controles sobre os movimentos de capitais.

Por fim, as considerações finais apresentam uma conexão entre a evolução histórica das finanças, que culminou na mais recente crise, e sua relação com os sistemas de regulação e supervisão financeira. A posição defendida neste trabalho é a de que as atuais condições impostas pela riqueza financeirizada produzem problemas crônicos que devem

ser considerados criticamente. Alterações vigorosas no atual arcabouço institucional são demandadas, com o intuito de atenuar os desequilíbrios gerados pelo capitalismo financeiro. O objetivo principal aqui é alimentar este debate, expondo questões pertinentes a este contexto.

CAPÍTULO I

AS PRINCIPAIS CRISES FINANCEIRAS DOS ÚLTIMOS 100 ANOS

O momento de bonança pré-crise de 29

As crises financeiras não são fruto do capitalismo moderno. Edward Chancellor (2001)² apresenta uma diversidade enorme de ocasiões em que sérias turbulências ameaçaram os sistemas financeiros de outrora. E, em geral, quase sempre tais abalos estavam fortemente ligados a esquemas de corrupção e excesso da atividade especulativa por parte dos investidores, aliados logicamente a uma incipiente regulamentação das atividades relacionadas à compra e venda de ativos financeiros³.

Entretanto, nenhuma destas crises pode ser comparada à Crise de 29, devido à sua abrangência e intensidade. O ano ficará gravado na história para sempre, marcado pela explosão da bolha especulativa do mercado acionário americano, ou simplesmente *Crash* da Bolsa de Nova Iorque. O período que se seguiu, conhecido como a Segunda Grande Depressão (ou simplesmente Grande Depressão), foi um dos mais tenebrosos para a população mundial em termos econômicos e sociais.

A “quebradeira” generalizada de muitos investidores e a falência de diversas empresas norte-americanas e européias a partir da quebra da bolsa, desencadeou uma onda fortíssima de desemprego em todos os mais desenvolvidos países capitalistas, retração do PIB destes e grande diminuição da produção industrial. Os países da periferia, por sua vez, sofreram com a queda dos preços das matérias-primas exportáveis e com a incapacidade de pagamento de suas dívidas externas.

² CHANCELLOR, Edward. Salve-se quem puder. Uma história da especulação financeira, 2001. Editora Companhia das Letras.

³ No seu livro, Chancellor explica detalhadamente como se deram os esquemas fraudulentos e como atuavam os especuladores profissionais. O autor focou os casos que ficaram clássicos, como o das empresas Mississippi e South Sea (por volta de 1720), as empreitadas no “Novo Mundo” da década de 1820, a mania das ferrovias em 1845 e a “Era Dourada” norte-americana.

Contudo, para se discutir os determinantes da Crise de 29, é preciso analisar os acontecimentos predecessores à mesma e o contexto histórico e político em que o mundo se encontrava à época. Sem uma perspectiva histórica é impossível entender os condicionantes que determinaram tal complicado período.

A eclosão da Segunda Revolução Industrial (aproximadamente no terceiro quartil do século XIX) e a ascensão de novas potências industriais como Alemanha e Estados Unidos determinaram a necessidade de expansão dos projetos de investimento dos países participantes da mesma numa escala global, bem como o aumento dos fluxos comerciais entre os mesmos e também para o mundo subdesenvolvido. Desta maneira, a integração econômica mundial tornava-se um componente de acumulação acelerada para dar sustentabilidade ao desenvolvimento das indústrias nos países europeus e nos Estados Unidos.

Após um período difícil para as economias americana e europeia durante a Primeira Grande Depressão (1873-1896), em que os investimentos reduziram-se drasticamente em comparação aos níveis observados durante a Segunda Revolução Industrial, os anos compreendidos entre 1896 e 1914 foram, talvez, os mais espetaculares em termos de crescimento econômico na Europa e nos Estados Unidos.

Entretanto a Primeira Guerra Mundial afetou sensivelmente os países europeus, que reorientaram seus esforços industriais para o financiamento da guerra. Isso deu grande margem para o desenvolvimento da indústria norte-americana, a grande beneficiada com o acontecimento. Os fluxos de produtos manufaturados oriundos dos Estados Unidos para a Europa cresceram muito, consagrando a indústria local e incentivando novos entrantes.

A indústria norte-americana, além de impulsionada pelo incentivo externo, obtinha permanentemente ganhos de produtividade relacionados à gestão mais eficiente dos recursos, baseados no conceito de “administração científica” proposto originalmente por Frederick Winslow Taylor, gozava de facilidades crescentes no crédito (devido a diversas fusões de bancos norte-americanos⁴) e de uma infra-estrutura de transportes e de serviços públicos continuamente melhorados.

⁴ Segundo Chancellor (2001), estas fusões foram incentivadas pelo afrouxamento de leis antitruste durante a presidência de Calvin Coolidge (1923-1929). O presidente Coolidge, ferrenho defensor do liberalismo econômico, contava com o apoio maciço dos investidores da época devido à sua tendência “de não

Paralelamente, os mercados financeiros se desenvolviam rapidamente, com destaque para os mercados em bolsa. A onda de otimismo se espalhava principalmente por todo território norte-americano e a Bolsa de Nova Iorque mantinha seguidos dias de alta. Ao contrário de outros períodos precedentes, em que o frenesi pelos investimentos em ações fora retraído após a iminência de um estouro na bolha especulativa, na década de 20 quase não havia quem premeditasse uma reversão na tendência favorável dos negócios.

Tais condicionantes determinavam a euforia em que empresários, investidores e o público norte-americano se encontravam na década de 20. O otimismo se espalhava por todas as partes do território, caracterizando o período que foi popularmente denominado “*New Age*”. Uma exuberância impressionante, que modificou radicalmente os hábitos dos norte-americanos.

Andrew Mellon, secretário do Tesouro americano na época, ratificava a euforia em 1928 afirmando que não havia motivos para preocupação, pois a maré enchente de prosperidade continuaria nos anos seguintes (MELLON *apud* GALBRAITH, 1972: 52). Em outubro de 1929, poucos dias antes do *crash*, o notável economista Irving Fisher, declarou que “os preços das ações atingiram o que parece ser um platô permanentemente elevado” (FISHER *apud* CHANCELLOR, 2001: 228).

E esta parecia ser a crença dominante na época, tendo em vista o furor com o qual os investidores compravam ações da bolsa americana. Muitos, inclusive, alavancavam seu capital em várias vezes, mediante o generoso crédito que as corretoras disponibilizavam para seus clientes. A compra de ações a termo, mediante os empréstimos fornecidos pelos corretores, rapidamente se popularizou no final da década de 20, triplicando entre 1926 e 1928⁵ (Galbraith, 1972). Os recursos afluíam vigorosamente para Wall Street, oriundos do

interferência nos rumos dos negócios privados”. Sua atuação priorizava a redução das alíquotas de impostos, notadamente a tributação sobre os ganhos de capital. Em 4 de Dezembro de 1928, menos de um ano antes do *crash*, Coolidge enaltecia a prosperidade vivenciada pelo país e enfatizava a desnecessidade de intervenção governamental na economia: “Nenhum congresso dos Estados Unidos já reunido até hoje, para apreciar o estado da União, viu-se diante de uma perspectiva mais agradável do que a que se apresenta no momento atual (...) [Os legisladores podem] olhar o presente com satisfação e aguardar o futuro com otimismo” (COOLIDGE *apud* GALBRAITH, 1972: 37).

⁵ O ciclo de endividamento tratava-se da seguinte maneira: bancos forneciam fundos aos corretores, que os emprestavam aos especuladores. Estes deixavam como garantia do empréstimo os títulos de ações adquiridos,

público, das empresas e até de estrangeiros, interessados no bom retorno oferecido pela Bolsa de Valores norte-americana.

John Moody, fundador do prestigiado departamento de avaliação de crédito Moody's, respaldava este tipo de operações e mantinha um otimismo impressionante em relação à economia norte-americana discursando em 1927 que “ninguém pode examinar o panorama dos negócios e finanças nos Estados Unidos durante os últimos seis anos sem perceber que estamos vivendo em uma *nova era*” (MOODY *apud* CHANCELLOR, 2001: 230 e 31).

Outra novidade especulativa da época foi a criação dos consórcios de investimentos, aprovada pelas autoridades em 1929. Tratavam-se de instituições assemelhadas aos atuais fundos de investimento, constituídas a fim de investir no mercado acionário mediante a venda de títulos próprios ao público e cotação de suas próprias ações na Bolsa de Nova Iorque. Os consórcios obtiveram grande sucesso, conseguindo obter vultosas quantias para a aplicação no mercado acionário e conseqüentemente alimentando sobremaneira o *boom* especulativo.

O crédito facilitado não era exclusividade dos mercados acionários. Os consumidores expandiam seus gastos de forma impressionante, respaldados pelas esperanças de rendimentos futuros advindos da venda de seus títulos financeiros. Desta forma o endividamento dos norte-americanos aumentava gradativamente (configurando o chamado “efeito-riqueza”⁶).

A exuberância de capital disponível fomentou também a criação de diversas empresas, bem como a fusão entre algumas já existentes. Surgiram neste período a United States Steel Corporation, a International Harvester, a International Nickel, a American Tobacco, dentre outras (Galbraith, 1972).

Como é comum nos momentos de extremo otimismo, o intervencionismo do Estado e a regulamentação dos mercados afrouxam-se. E, logicamente, aumenta-se a

além de uma margem para proteção em relação a eventuais quedas nos preços dos ativos em carteira (Galbraith, 1972). Por este motivo também eram denominados de “empréstimos de margem”.

⁶ O efeito-riqueza consiste na expansão do endividamento pelos detentores de títulos financeiros nos períodos de grande valorização dos mesmos. A perspectiva de aumento da riqueza faz com que as pessoas impulsionem seu consumo, confortados pela expectativa de ganhos patrimoniais obtidos através da venda futura dos ativos que possuem.

vulnerabilidade do sistema como um todo. Tal vulnerabilidade foi intensificada na década de 20 pela existência de um sistema bancário extremamente capilarizado e a ausência de separação entre as atividades características dos bancos comerciais e de investimento, como indica Mazzucchelli (2008):

“Nos Estados Unidos — o epicentro do terremoto de 1929-1933 — era destacada a proliferação de bancos de pequeno e médio porte, muitos deles fora da área de supervisão do Federal Reserve. Ao mesmo tempo, a inexistência de um “muro de contenção” entre os bancos comerciais e os bancos de investimento permitiu que os primeiros se envolvessem em operações de alto risco, comprometendo de modo temerário os recursos dos depositantes” (MAZZUCCHELLI, 2008: 61).

É necessário ressaltar que a principal causa do *Crash de 29* está fundamentalmente no excesso de atividade especulativa. Aspectos institucionais mencionados por Mazzucchelli (2008), como a capilarização do sistema bancário e a ausência de separação entre as atividades realizadas pelos bancos comerciais e bancos de investimento apenas **acentuaram** a instabilidade observada no período ao facilitar demasiadamente a especulação.

Considerá-las causas primordiais da crise é desviar o foco da verdadeira origem do problema: a atuação de banqueiros, investidores, economistas e jornalistas na alimentação do ilusório *boom* especulativo⁷. Na verdade, “ninguém foi responsável pelo grande craque de Wall Street. Ninguém engendrou a especulação que o precedeu. As duas coisas resultaram da livre escolha e decisão de milhares de indivíduos” (GALBRAITH, 1972: 34).

A despeito da predominância liberal no pensamento da época, a criação do Federal Reserve System, em 1913, foi vista com bons olhos pelos investidores. Ou seja, além do otimismo em relação à estabilidade nos negócios, havia também a crença de que o FED agiria ativamente no caso de eventuais problemas nos mercados financeiros, impedindo a ocorrência de grandes prejuízos às instituições envolvidas. Através do cumprimento de sua

⁷ Países como França e Alemanha, por exemplo, historicamente possuíram um setor bancário formado predominantemente por bancos universais, no entanto sem sofrer problemas de semelhantes proporções ao norte-americano da década de 20. A virtuosa articulação existente entre capital produtivo e capital financeiro nestes países reduziu, no passado, as possibilidades de ocorrência de fenômenos como os observados em 29.

função de *lender of last resort*⁸, estava presumido o socorro governamental e potencializada a perspectiva de “socialização das perdas”.

A deflagração da crise

O momento extremamente otimista da economia norte-americana esbarrou na gradativa recuperação da Europa. Os países europeus foram se reerguendo após a destruição da Primeira Guerra e deixando de importar os produtos norte-americanos. Consequentemente, a indústria dos Estados Unidos perdeu espaço, a despeito da continuidade dos investimentos produtivos e do crescimento do valor das empresas cotadas na Bolsa de Valores.

O crescimento econômico da época foi alimentado, em grande parte, pela avidez dos investidores, otimistas em relação à continuidade da evolução positiva dos preços das ações, comportamento conhecido freqüentemente como “convencional”. Para o especulador “o importante é que os valores do mercado subam amanhã ou na próxima semana – como aconteceu na semana passada – e se possa fazer lucro” (GALBRAITH, 1972: 55).

Muitos investidores seguem apenas uma convenção, sem fundamentos reais que baseiem suas opções de investimento. Norteiam suas decisões a partir do comportamento dos outros participantes do mercado⁹. Keynes contextualizou o comportamento convencional dos investidores em bolsa na Teoria Geral:

“Na prática, concordamos, geralmente, em recorrer a um método que é, na verdade, uma convenção. A essência desta convenção – embora ela nem sempre

⁸ Sobre uma visão mais detalhada do papel do *lender of last resort* como garantidor da estabilidade do sistema financeiro e administrador das crises, observar o terceiro capítulo desta dissertação.

⁹ Estes investidores chamados “seguidores” levam em consideração a opinião da maioria dos outros agentes econômicos, ou eventualmente os considerados mais qualificados. Agências de *rating*, jornais especializados em finanças ou corretoras tradicionais podem nortear as decisões dos investidores, gozando da credibilidade a eles conferida. LIMA (2003) faz menção também à influência de “gurus” do mercado financeiro no processo de decisão. A fé inabalável em Michael Milken, por exemplo, alavancaria espetacularmente o mercado de *junk bonds* da década de 80, mesmo tendo em consideração o grau de risco envolvido neste tipo de operação. Detalhes sobre este caso serão fornecidos em outra parte deste trabalho, a seguir.

funcione de uma forma tão simples – reside em se supor que a situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões concretas para esperar uma mudança¹⁰” (KEYNES, 1992: 126).

Entretanto, no dia 24 de Outubro de 1929, a crença dos chamados “ganhos futuros” foi desmistificada. Aliás, já vinha sendo observada há algum tempo. Paul Warburg, banqueiro reconhecido da época indicou, em março daquele ano, seu receio no *Commercial and Financial Chronicle*:

“A história, que tem o doloroso costume de se repetir, ensinou à humanidade que o excesso de expansão especulativa invariavelmente termina em excesso de contração e dificuldades (...) Se for permitido que as orgias especulativas se disseminem demais, porém, o colapso final certamente não apenas afetará os especuladores, mas também acarretará uma depressão geral envolvendo todo o país” (WARBURG *apud* CHANCELLOR, 2001: 250).

Outro consultor de investimentos, Roger Babson, alertou os participantes da Conferência Nacional das Empresas sobre a probabilidade iminente de um *crash* na Bolsa de Nova Iorque. Tal conferência foi realizada em setembro, um mês antes da famosa “Quinta-feira Negra”, que marcou o início da ruptura da bolha especulativa (Galbraith, 1972).

Entretanto, analistas como Warburg e Babson pouco influenciaram a opinião pública, sendo marginalizados e considerados meros “profetas do apocalipse”. Baixas temporárias, como as evidenciadas em junho e dezembro de 1928 e fevereiro e março de 1929 foram pequenas exceções em relação à tendência altista.

Os pregões de setembro e outubro de 1929 alternaram bons e maus dias, com um alto volume de negócios, contudo sem conter a euforia especulativa. Em 19 e 21 de outubro, particularmente, o mercado obteve resultados muito ruins, com perdas expressivas. Entretanto, o pregão do dia 22 encerrou-se com uma pequena valorização em relação ao dia

¹⁰ O conceito de “convenção”, introduzido por Keynes, é detalhadamente trabalhado por David Dequech no artigo publicado no *Journal of Post Keynesian Economics* em 2003, intitulado *Conventional and unconventional behavior under uncertainty*..

anterior. O otimismo não foi verificado em 23 de outubro, quando grandes quedas nos valores das ações ocorreram. Mas o pior ainda estava por vir.

O dia 24 de outubro de 1929 demonstraria o ledão engano no qual as autoridades governamentais, banqueiros e investidores incorreram ao negligenciar as precedentes críticas e sinalizações dadas pelo mercado. A data marca a quebra (ou o *crash*) da Bolsa de Nova Iorque, quando diversas empresas tiveram os valores de suas ações sensivelmente reduzidos durante as negociações matutinas. Banqueiros e especuladores se reuniram para tentar frear a queda, conseguindo no mínimo aliviar os prejuízos dos investidores ao final do dia.

As altas e baixas verificadas nos dias seguintes estariam sujeitas a tal condição: a crença (ou descrença) no poder de mercado dos principais banqueiros e especuladores. Contudo, não mais esperanças sobraram após o dia 29, quando as perdas foram ainda maiores que no dia 24. A partir de então o mercado acionário norte-americano viveu um longo e sombrio período, atingindo o fundo do poço em junho de 1932, quando o índice Dow Jones chegou a 41,22¹¹.

Com a deflagração da crise os escândalos financeiros vieram à tona. Falcatrúas envolvendo importantes bancos (Chase National e o National City), o presidente da Bolsa de Valores (Richard Whitney) e vários especuladores (entre eles Arthur W. Cutten, Percy A. Rockefeller e M. J. Meehan) foram descobertas. Tratavam-se de diversas ações, como manipulações de mercado, *lobby* de mercado e operações fraudulentas (Galbraith, 1972).

Os Estados Unidos, epicentro da crise, vivenciaram um período marcado pelo fechamento de várias empresas, grande aumento do desemprego e falência de milhares de estabelecimentos bancários, além de uma forte retração do crédito. Ou seja, após um período de exuberância nos mercados acionários, movimentados basicamente pelos especuladores, o *crash* afetou profundamente e, sobretudo, negativamente as expectativas dos investidores. Estes, ancorados numa crescente onda de pessimismo, reduziram seus investimentos produtivos¹².

¹¹ O índice Dow Jones, calculado pelo *The Wall Street Journal*, valia 381,17 pontos em 03 de setembro e fechou em 41,22 em 08 de julho de 1932 (www.economagic.com).

¹² O valor, em dólares, da produção interna igualou-se a 1929 apenas em 1941 (Galbraith, 1972).

Numa tentativa de apaziguar o péssimo momento no qual os norte-americanos estavam passando, Roosevelt, sucessor em 1933 de Hoover (que não obteve êxito na tentativa de conter o avanço da Grande Depressão) tomou algumas providências para recuperar a economia e desestimular o comportamento especulativo.

Roosevelt previa como indispensável a criação de instituições que conferissem estabilidade ao mundo financeiro. Em seu governo foram implementadas importantes reformas, com destaque para o advento da Lei Glass-Steagal de 1933 e da Lei de Mercado de Capitais, que entrou em vigor no ano seguinte. Também data do período a criação da Securities and Exchange Commission (o nosso equivalente à CVM), instituição responsável pelo policiamento das atividades ligadas ao mercado de capitais norte-americano, além do Federal Deposit Insurance Corporation e do Federal Saving and Loan Insurance Corporation¹³.

A Lei Glass-Steagal determinou a total separação entre as atividades executadas pelos bancos de investimento e pelos bancos comerciais. Enquanto os primeiros deveriam ater-se às emissões e distribuições de títulos e ações, os segundos estariam limitados à captação de depósitos e fornecimento de crédito comercial via empréstimos. Uma mesma instituição não poderia, desta forma, realizar as duas funções acima descritas.

Como forma de atenuar os efeitos da crise, estabeleceu-se o fim do padrão-ouro através do Emergency Banking Act de 9 de março de 1933, proibindo a exportação de ouro e a Thomas Amendment de 19 de abril, que autorizara a flutuação do valor do dólar em relação ao ouro e, conseqüentemente, do dólar em relação às demais moedas (Mazzucchelli, 2008).

Para conter a euforia especulativa, foram determinados o fim dos *pools* de mercado acionário (prática comum que consistia na reunião de investidores a fim de “trocar experiências”, normalmente ligada à manipulação de preços de títulos) e operações com informações privilegiadas. A divulgação completa das condições de lançamento de novos títulos passou a ser obrigatória e as negociações privadas (*inter pars*) e vendas a descoberto foram proibidas. O FED também estabeleceu um limite de 50% do valor colateral das ações

¹³ Cintra (1997) apresenta com detalhes as principais alterações em termos de regulação nos Estados Unidos da década de 30. Também são colocadas as implicações de tais mudanças no funcionamento do mercado financeiro norte-americano a partir de então.

para os empréstimos de margem, limitando a extensão desta atividade outrora recorrente (Chancellor, 2001).

Estas medidas eram saudadas como importantes reformas necessárias para a reorientação do horizonte de investimento do curto para o longo prazo, reduzindo as aplicações de capital especulativas. Na perspectiva dos democratas, capitaneados por Roosevelt, tais mudanças refletiriam em uma saída mais rápida e menos dolorosa da crise.

Este diagnóstico da crise de 29, que pressupõe o excesso de atividade especulativa como um dos principais fatores da sua deflagração, não é consenso entre os estudiosos. Em torno do debate há, logicamente, um alto teor político envolvido. Os republicanos alegam que os democratas intensificaram o medo e a desconfiança do público durante a campanha eleitoral de 1932 e não cooperaram com as medidas de ajuda implementadas pelo governo Hoover (Chancellor, 2001).

Outros indicam a surpreendente posição de que o presidente Hoover foi diretamente responsável pela crise por adotar medidas restritivas à liberdade de capitais existente à época, que redefiniria um sistema financeiro mais saudável e equilibrado no nível eficiente, eliminando os “maus” investidores, algo como uma espécie de darwinismo econômico.

Os monetaristas, representados fundamentalmente pela figura de Milton Friedman, preferiram culpar o Federal Reserve por seguir uma política monetária excessivamente restritiva, que levou ao declínio de um terço do estoque de dinheiro entre agosto de 1929 e março de 1933 (Friedman, 1984).

A despeito das controvérsias envolvendo a Crise de 29 e suas conseqüências em relação à Grande Depressão, o fim da Segunda Grande Guerra estabelece um novo marco para a condução das finanças internacionais, onde o paradigma liberal é estremecido, com o advento de Bretton Woods. A partir de então, um novo contexto se configuraria no sistema financeiro mundial.

O estabelecimento de Bretton Woods

Nesse contexto de instabilidade, os principais países capitalistas se reuniram em 1944 para reformar o sistema financeiro mundial. Os países do Eixo (Alemanha, Itália e Japão) estavam aliados deste processo de reestruturação das finanças internacionais, no

qual os protagonistas eram Estados Unidos e Grã-Bretanha. O foco dos participantes do acordo estaria na construção de um novo padrão financeiro internacional, em que estabilidade e crescimento seriam as principais prioridades (Roberts, 2000).

Novas regras deveriam ser adotadas para orientar os mercados financeiros. É nesse momento que é retomada a utilização do lastro (agora em dólares/ ouro) e são criadas instituições multilaterais (Gatt, FMI, Banco Mundial) para garantir a sustentabilidade da nova ordem financeira mundial. Nas palavras de Belluzzo, “a idéia principal dos reformadores de Bretton Woods sublinhava a necessidade de criação de regras monetárias capazes de garantir o ajustamento dos balanços de pagamentos, ou seja, o adequado abastecimento de liquidez para a cobertura de déficits, de forma a evitar a propagação das forças deflacionárias. Tratava-se, também, de erigir um ambiente econômico internacional destinado a propiciar um amplo raio de manobra para as políticas nacionais de desenvolvimento, industrialização e progresso social” (BELLUZZO, 2009, versão eletrônica).

Outro objetivo, como afirma Fernando Cardim de Carvalho (2004a), era o restabelecimento dos fluxos comerciais, drasticamente reduzidos pela Grande Depressão e pela Segunda Guerra. A intenção era por fim na cultura conhecida como *beggar my neighbor*, ou seja, “empobrece meu vizinho”, estratégia de desvalorizar a taxa de câmbio para obter ganhos na relação comercial com os outros países¹⁴.

Havia na época um claro embate político entre Estados Unidos e Grã-Bretanha sobre quais seriam os novos parâmetros de finanças e comércio internacional. Os britânicos eram capitaneados por Keynes, cuja notoriedade cresceu significativamente após a repercussão da *Teoria Geral*. Em contrapartida, Harry Dexter White, secretário do Tesouro norte-americano, era o líder da proposta ianque para as negociações de Bretton Woods.

“Keynes propôs a *Clearing Union*, uma espécie de Banco Central dos bancos centrais. A *Clearing Union* emitiria uma moeda bancária, o *bancor*, destinada exclusivamente a liquidar posições entre os bancos centrais. Os negócios privados

¹⁴ Segundo Carvalho (2004a), essa foi a estratégia adotada pela maioria dos países no período da Grande Depressão. Tal ciclo vicioso limitou fortemente o comércio internacional e criou maior instabilidade política entre as nações.

seriam realizados nas moedas nacionais que, por sua vez, estariam referidas ao *bancor* mediante um sistema de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis. Os déficits e superávits dos países corresponderiam a reduções ou aumentos das contas dos bancos centrais nacionais (em *bancor*) junto à *Clearing Union*” (BELLUZZO, 2005: 226).

O *bancor* seria apenas uma moeda escriturária, que registraria as transações entre os bancos centrais dos países na *Clearing Union*. Tal esquema desvincularia do ouro a liquidez demandada pelo comércio internacional e criaria um mecanismo de ajuste dos balanços de pagamentos, no qual a demanda dos produtos e serviços entre os países superavitários e deficitários seria equilibrada através da sua expansão, para os primeiros e da sua contração, no caso dos segundos.

O sistema funcionaria como operam os bancos comerciais: os países saldariam suas posições entre si através de uma conta controlada pela *Clearing Union*. Segundo Carvalho (2004a), esta instituição teria função correspondente ao banco central nacional, para o caso dos bancos comerciais.

Entretanto, sua proposta de criação do *bancor* e da *Clearing Union* foi voto vencido, tendo o poder político norte-americano se sobressaído com a escolha do dólar e a criação do FMI. O fundo foi o indicado como responsável por prover recursos de curto prazo no intuito de ajustar os possíveis desequilíbrios entre os países com relação aos seus balanços de pagamentos.

“O plano (de Keynes) – uma utopia monetária – não só era excessivamente avançado para o conservadorismo dos banqueiros privados, mas também inconveniente para a posição amplamente credora dos EUA, pois anularia o poder de *seigniorage* do dólar como moeda reserva. A faculdade de usar sua moeda como meio de pagamento universal conferiu e ainda vem conferindo aos EUA grande flexibilidade na gestão da política monetária e na administração dos balanços de pagamentos” (BELLUZZO, 2009, versão eletrônica).

Os Estados Unidos eram, na época, detentores de cerca de 70% do total das reservas em ouro, que passaria a ancorar o valor do dólar. Os norte-americanos seriam responsáveis por manter a paridade fixa de sua moeda perante o metal, mais precisamente US\$ 35,00 por

onça de ouro. As demais moedas ficariam ancoradas ao dólar, com uma banda de flutuação de 1%. Uma valorização ou desvalorização mais substancial seria permitida apenas em virtude de algum problema persistente no balanço de pagamentos (Roberts, 2000).

Desta forma, tal decisão concedeu aos Estados Unidos um importante trunfo: sua moeda seria a referência do sistema financeiro internacional. Esta prerrogativa ratificou o país como a principal potência econômica e política do pós-guerra, uma vez que o mesmo tornava-se o grande *player* da economia mundial, nas esferas produtiva e financeira.

O FMI foi criado em 1947 no intuito de supervisionar o funcionamento do sistema financeiro desenvolvido em Bretton Woods. “O papel que lhe foi destinado foi o de ser o marco institucional para estimular o comércio mundial e o crescimento econômico por meio da regulação, da promoção da estabilidade e da cooperação para as questões monetárias internacionais” (ROBERTS, 2000: 101). O órgão também executou (e ainda o faz) um importante papel como consultor, através de estudos técnicos relacionados à economia e finanças.

A criação do FMI teve, além dos objetivos supracitados, a intenção de mediar a relação comercial e financeira entre os países, auxiliando no equilíbrio do balanço de pagamentos dos mesmos. Na eventualidade de existência de déficits temporários, o fundo forneceria empréstimos para apoiar políticas de ajuste e reformas.

Entretanto, alguns problemas de funcionamento são evidenciados a partir da sua estrutura. Primeiro, ele não poderia exercer o papel de provedor de liquidez. Segundo, sua forma de atuação criaria discrepâncias entre países superavitários e deficitários relacionadas à política econômica:

“Este Fundo de Estabilização não apenas não *criaria* liquidez, como também não teria autoridade para exercer a segunda função proposta no Plano Keynes, o de promover o ajuste expansionista. O Fundo não teria qualquer controle sobre as reservas dos países membros, não tendo assim nem a autoridade, nem os meios para coagir países superavitários a expandir sua demanda. Repetidas vezes nos quarenta anos de sua existência, o Fundo Monetário Internacional, que será criado para exercer as funções desse fundo de estabilização, *exortará* seus membros superavitários a gastar mais para facilitar o ajuste de economias deficitárias (...), mas este será o limite de sua eficácia. Por isso, o FMI será sempre identificado com a adoção de políticas

contracionistas. O FMI só pode mesmo agir sobre os países deficitários, porque serão estes que lhe pedirão ajuda. Países com superávit podem se dar ao luxo de desprezar as recomendações do FMI, como sempre fizeram nesses quarenta anos” (CARVALHO, 2004a: 9 e 10).

Outra instituição que surgiu no contexto de Bretton Woods foi o Banco Mundial, na tentativa principalmente de reerguer as arrasadas economias européias (pelo menos inicialmente). Suas funções primordiais seriam de reconstrução e desenvolvimento, que não ficariam restritas aos países europeus.

Posteriormente, o Banco Mundial seria a instituição responsável por prover financiamentos destinados a projetos economicamente viáveis, principalmente relacionados à melhoria da infra-estrutura nos países em desenvolvimento. Seu capital é formado pelos países credores, proporcionalmente ao montante de suas capacidades e as taxas de juros oferecidas são, comparativamente, reduzidas (Roberts, 2000).

O GATT (General Agreement on Tariffs and Trade¹⁵) foi criado em 1947 para impulsionar o comércio exterior, reduzido sensivelmente após a Grande Depressão. Sua função seria de mediador das decisões entre os países a respeito das relações comerciais, a fim de regulá-las e diminuir o protecionismo. As reuniões entre os países participantes aconteceriam periodicamente, para discutir as questões envolvendo o comércio internacional. O GATT é o embrião da OMC, Organização Mundial do Comércio, órgão criado em 1995 com poder de decisão institucionalizado e efetivo.

Mudanças significativas ficavam propostas com o acontecimento de Bretton Woods. Sua implementação deu maior espaço à economia regulada e ao intervencionismo dos Estados. A intenção principal era conferir estabilidade ao sistema financeiro internacional, evitando novos períodos de crises prolongadas como a Grande Depressão. Esse foi o grande motivo para a volta do lastro e para a criação destas instituições financeiras multilaterais.

Os anos compreendidos entre 1945 e 1966 foram, de fato, menos suscetíveis às oscilações dos mercados financeiros. Nenhuma crise de grande porte foi observada no período, evidenciando a relativa eficácia da nova estrutura financeira mundial. As variáveis econômicas reais também foram afetadas positivamente, como indica Cunha (2009), com

¹⁵ Acordo Geral de Tarifas e Comércio.

reduzidos índices de inflação e desemprego, crescimento econômico vigoroso e convergência dos níveis de renda *per capita*. Bretton Woods foi definitivamente um interregno de estabilidade em um século marcado por diversos distúrbios financeiros.

Quem saiu perdendo foram os especuladores, que viram no novo sistema menos brechas para investimentos mais arriscados. Entretanto, a evolução das telecomunicações e dos transportes, a introdução de diversas inovações financeiras e o aumento da concorrência (com a maciça entrada dos países periféricos no seio do capitalismo) foram gradativamente minando a estabilidade alcançada e a pressão por uma nova liberalização cresceu intensamente nos anos 60 e 70. A partir de então, os anos 80 e 90 foram marcados pelo processo de desregulamentação financeira nos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Esta nova perspectiva revolucionaria a história das finanças internacionais, configurando um novo período do capitalismo financeiro.

O surgimento do euromercado

O euromercado surgiu na década de 60 tendo como pano de fundo a busca dos bancos norte-americanos em se desviarem das restrições impostas pela regulamentação local. As operações sob o escopo da legislação ianque envolviam altos custos relativos às reservas obrigatórias e gastos com seguro bancário. Tal condição também não era interessante às empresas que captavam recursos junto a estas instituições financeiras, em virtude do encarecimento do crédito.

Como alternativa, os bancos estabeleceram filiais nos países europeus a fim de viabilizar empréstimos mais vantajosos aos seus clientes. Surgem neste contexto os Certificados de Depósitos, opções rentáveis de aplicações disponibilizadas aos clientes da matriz. Este acontecimento configuraria o contexto para o desenvolvimento de um mercado financeiro internacional:

“O surgimento do euromercado de moedas nos anos 60 foi o embrião da movimentação do dinheiro como capital a juros em crescente autonomização mundo afora, em escapada crescente aos controles dos bancos centrais. Está aí a gênese da globalização financeira que antecedeu as demais formas de globalização. É o início da fuga dos capitais por valorizar-se libertos dos marcos regulatórios posteriores aos anos

30 e aos acordos de Bretton-Woods que moldaram a "golden age". De fato, tal fuga é já uma resposta dos capitais bancários e industriais, de origem norte-americana, inicialmente, às barreiras que aqueles marcos regulatórios impunham, emblematizadas nos limites às taxas de juros e nas paridades cambiais relativamente fixas. A instabilização americana marcada pela inflação emergente, pela estagnação econômica relativa e a ocupação dos mercados nacionais internacionalizáveis, em países do centro e da periferia, adicionaram-se ao movimento anterior para detonar uma concorrência industrial e financeira generalizada por parte das multinacionais” (BRAGA, 1996, versão eletrônica).

A desregulamentação em trâmite nos anos 60 e a retomada da especulação em uma perspectiva relevante gerariam, segundo Minsky (2008), a instabilidade que pautaria as relações financeiras a partir de então. O *credit crunch* de 1966 estaria, portanto, intimamente ligado a este novo contexto, significando uma prévia do que seriam as décadas posteriores quanto às crises financeiras.

Nos anos 70, o mercado de eurodólares seria superaquecido a partir da conjuntura internacional observada conjuntura internacional observada. Os países da OPEP aplicaram boa parte dos recursos oriundos das exportações do petróleo (os petrodólares) neste mercado. A liquidez abundante teria como destino principal os países do Terceiro Mundo. Estes fatos estariam intrinsecamente conectados à crise vivenciada durante a década de 80.

O Rompimento de Bretton Woods e seus desdobramentos

O fim da convertibilidade do dólar, determinado pelo presidente norte-americano Richard Nixon em 1971, foi considerado o marco da derrocada do Sistema de Bretton Woods. Posteriormente, entre 71 e 73, os principais países europeus também permitiriam a flutuação de suas moedas.

O FMI historicamente preconizou o conservadorismo dos Estados na condução da política macroeconômica. Suas orientações aos países indicavam a necessidade de equilíbrio do balanço de pagamentos e, corriqueiramente, isto significava a adoção de políticas contracionistas. Há de se observar que, no período subsequente à conferência de

Bretton Woods, havia uma grande necessidade de financiamento não só da reconstrução dos países mais seriamente atingidos pela Segunda Grande Guerra, como também da indústria nascente dos países em desenvolvimento. Estes mantinham uma grande necessidade de crédito para impulsionar a industrialização local.

O único país que se descolava dos tais “princípios conservadores” eram os Estados Unidos, salvaguardados pelos privilégios que o dólar lhes conferiam. Durante a década de 60, impuseram um crescimento forçado da sua economia, estabelecendo crescentes déficits no seu balanço de pagamentos. Também a Guerra do Vietnã contribuiu sensivelmente para agravar ainda mais a situação financeira norte-americana.

Deflagrava-se, desta maneira, uma contestação da funcionalidade do dólar como reserva de valor, o “Paradoxo de Triffin”:

“(…) o mundo todo precisava de dólares para poder acomodar a expansão do comércio internacional, mas dólares se tornavam disponíveis para outros países quando os Estados Unidos tinham déficits em suas operações externas e pagavam pela diferença enviando dólares ao exterior, aumentando a liquidez internacional; esse aumento de liquidez, contudo, ao ser gerado por déficits nos pagamentos dos Estados Unidos, contribuía para enfraquecer a confiança no próprio dólar. Quanto mais liquidez fosse criada, maior seria a desconfiança no valor da moeda americana” (CARVALHO, 2004a: 11 e 12).

Ou seja, uma das principais prerrogativas do sistema de Bretton Woods (a credibilidade do dólar e sua estabilidade) era arranhada pela política fortemente expansionista norte-americana, criando uma grande desconfiança por parte dos analistas da época e, conseqüentemente, gerando instabilidade em todo o sistema. Ataques especulativos contra o dólar tornaram-se freqüentes.

Em relação ao ajustamento dos balanços de pagamentos, havia uma relutância dos países superavitários em valorizar suas moedas, reduzindo conseqüentemente a competitividade de suas exportações (casos de Alemanha, Suíça e Japão, por exemplo). Os países deficitários, por sua vez, resistiam à desvalorização de suas moedas, com receio de que tal decisão incorreria em ônus político. Em geral, desvalorizações eram associadas com problemas na condução da política econômica pelos governos (Roberts, 2000).

Como alternativa ao sistema em crise, adotam-se medidas liberalizantes, como o fim da paridade fixa em relação ao ouro e a adoção de taxas de câmbio flutuantes (a partir de 1971). Contudo, havia ainda grande influência dos bancos centrais no controle da flutuação. Os países em desenvolvimento, por exemplo, ancoravam suas taxas de câmbio em alguma moeda internacional (em geral, o dólar) e a Comunidade Econômica Européia estabeleceu acordos para restringir as variações de suas taxas de câmbio.

É na década de 80 que os ideais liberais, renovados principalmente pelo professor Milton Friedman¹⁶, são retomados mais intensamente. Influenciados pelo prestigiado economista norte-americano, Reagan e Thatcher capitaneariam uma “revolução liberal”, estabelecendo reduções de impostos, medidas que enfraqueceriam os sindicatos dos trabalhadores e, principalmente, desregulamentando a estrutura vigente nos mercados financeiros.

O governo Reagan foi marcado pelo afrouxamento das condições impostas pela lei Glass-Steagal, cortes no orçamento da Comissão de Valores Mobiliários e redução da intervenção estatal em relação às transações financeiras. Já Thatcher protagonizou a onda de privatizações de empresas de capital aberto do Estado britânico, e o liderou o Big Bang em 1986, a desregulamentação da Bolsa de Valores de Londres. Tal reforma pôs fim à cobrança de comissões mínimas fixas e reavaliou “as regras relacionadas à propriedade de empresas de corretagem de forma a permitir a combinação de negócios de corretagem, de títulos e ações, de *market makers* e bancários” (ROBERTS, 2000: 37). Outra importante mudança foi a introdução do pregão eletrônico na bolsa londrina, significando maior dinamismo nas negociações.

A onda das finanças desregulamentadas, aliada a um ambiente econômico profundamente instável, gerou infinitas oportunidades para os “novos” especuladores. Mais além, institucionalizava-se a partir de então o rentismo como norteador das decisões individuais. “Dali por diante, todos os valores em moeda seriam um reflexo de valores futuros percebidos: o presente seria tão determinado pelo futuro quanto o futuro pelo

¹⁶ Segundo Chancellor (2001), Friedman via com ceticismo as reformas de mercado de Roosevelt e defendia uma limitação maior para o papel do governo como regulador. Em sua opinião, a regulamentação dos mercados financeiros americanos pela Comissão de Valores Imobiliários era ineficaz, tendendo à maximização da burocracia.

presente. E o grande arbitrador deste confuso novo sistema era o especulador” (CHANCELLOR, 2001: 280).

O impacto do rompimento de Bretton Woods nos países em desenvolvimento

Com a supervalorização do preço do petróleo, determinada em 1973 pelo cartel da OPEP em resposta à desvalorização da moeda americana¹⁷, qualquer perspectiva de retorno ao câmbio fixo foi descartada. Como resultado, houve um grande desajuste nos balanços de pagamentos dos países importadores de petróleo, em contrapartida aos superávits dos países participantes da OPEP. A situação pioraria ainda mais a partir da nova subida do preço do barril de petróleo de US\$13 a US\$32, em 79.

A Europa e o Estados Unidos experimentaram maus momentos com os altos preços do petróleo, vivenciando um período turbulento na década de 70, às sombras da recessão. O segundo choque, em particular, culminou em importantes alterações nos rumos da política econômica européia e norte-americana.

A reação ao momento adverso veio rapidamente: os países da OCDE adotaram políticas restritivas e os EUA aumentaram sua taxa de juros de 9,5% para 16,6%. O chamado **“Choque de Juros Norte-Americano”** deflagrou uma sensível queda nas exportações dos países em desenvolvimento, ocasionada pela recessão nos desenvolvidos, e grande desvalorização das moedas locais em relação ao dólar.

“Volcker aduziu que o FMI poderia propor o que desejasse, mas os EUA não permitiriam que o dólar continuasse desvalorizado tal como vinha ocorrendo desde 1971 e em particular depois de 1973 com a ruptura do Smithsonian Agreement. A partir desta reviravolta, Volcker subiu violentamente a taxa de juros interna e declarou que o dólar manteria sua situação de padrão internacional e que a hegemonia da

¹⁷ Em dezembro de 1971 os ministros das finanças do Grupo dos Dez estabeleceram um acordo no Smithsonian Institute em Washington que previa a alteração da relação dólar / ouro de US\$ 35,00 para US\$ 38,00, gerando conseqüentemente uma desvalorização da moeda norte-americana comparativamente às outras moedas. O intuito era tentar conter o avanço do déficit do balanço de pagamentos dos Estados Unidos. Em 1973, com a taxa de câmbio flutuando livremente, um ataque especulativo contra o dólar forçaria outra desvalorização, de 11%.

moeda norte-americana iria ser restaurada. Esta diplomacia do dólar forte custou aos EUA mergulhar a si mesmos e a economia mundial numa recessão contínua por três anos” (TAVARES, 1997: 33).

Os países em desenvolvimento, que haviam se aproveitado dos “petrodólares” (como ficaram conhecidos os recursos oriundos da exportação do petróleo) para viabilizar o financiamento de seu desenvolvimento, sofreram graves consequências. A conjuntura externa de valorização do dólar e aumento das taxas de juros ocasionou grandes perdas com os encargos da dívida, na sua maior parte pós-fixada.

Os fluxos de capitais, abundantes nos anos anteriores, tornam-se escassos a partir de então devido à preferência dos investidores pelos títulos do Tesouro norte-americano, impondo um fim à exuberância observada anos antes. Outro problema foi a aceleração do processo inflacionário, em virtude da desorganização das finanças públicas.

Os efeitos das condições desfavoráveis de financiamento e de renegociação das dívidas externas implicaram em uma negativa perspectiva para os países em desenvolvimento. O resultado é uma década de 80 sombria para os mesmos, com total desajuste de suas economias. Num mundo de finanças globalizadas, as crises financeiras dificilmente ficam circunscritas a alguns países, apenas.

A Crise da Dívida Mexicana

A primeira grande vítima do “novo capitalismo liberal” foi o México. A dificuldade em arcar com os serviços da dívida, ocasionada pelo choque de juros norte-americano, fez com que o mesmo declarasse moratória em 1982. O país era, na época, o segundo maior devedor entre os países em desenvolvimento.

O movimento mexicano trouxe apreensão ao mercado financeiro internacional, visto que colocou em voga a exposição dos países em desenvolvimento. Muitos dos bancos internacionais, notadamente os norte-americanos, haviam aproveitado a onda de expansão deliberada de investimentos e alavancaram seus investimentos muito acima do seu capital disponível. Boa parte de suas aplicações havia sido destinada justamente a este grupo de países.

A crise da economia mexicana iniciou um movimento de contenção da euforia generalizada que tomara conta dos mercados financeiros da época. Como em outros períodos de incerteza, a cautela prevalece sobre as aventuras financeiras e os investidores acenam para ativos mais líquidos e seguros.

A percepção equivocada de risco levou a economia global pós-Bretton Woods ao seu primeiro momento de questionamento: a exposição dos países em desenvolvimento ameaçava a solidez do sistema bancário do Ocidente. Os governos dos países desenvolvidos intervieram a fim de sanear as finanças internacionais, os bancos buscaram reestruturar seus balanços e os países em desenvolvimento adotaram medidas restritivas com a intenção de fornecer a austeridade demandada pelos credores internacionais (Roberts, 2000).

Neste contexto, são propostos os Planos Backer (1985) e Brady (1989) com o intuito de reestruturar as dívidas dos países em desenvolvimento e estabilizar a economia mundial. O primeiro buscou atenuar o problema através da injeção de US\$30 bilhões (US\$20 bilhões de bancos comerciais e US\$10 bilhões de instituições multilaterais) nos principais países em desenvolvimento. Os empréstimos seriam concedidos mediante a adoção de medidas liberalizantes, como privatizações, abertura comercial e corte nas despesas de governo (Roberts, 2000). Não obteve grande êxito, tanto pela ausência dos recursos demandados quanto pela má gestão administrativa dos países em desenvolvimento.

O segundo (também intermediado pelo governo norte-americano) além de contemplar as perspectivas do Plano Backer, focava a troca da dívida “suja” por títulos reestruturados denominados popularmente de “Bradies”. O plano obteve resultados mais expressivos que o anterior, atenuando a crise de credibilidade pela qual passavam principalmente os países latino-americanos.

Contudo, o custo da reestruturação da dívida foi alto, ocasionando grande recessão e desemprego nos países envolvidos. Outra consequência foi a intensificação da reversão do fluxo de investimentos para os países desenvolvidos, agravando ainda mais a situação dos primeiros. Boa parte dos investimentos destinou-se às bolsas européias e americana (o Dow Jones subiu de 882,52 em 1 de janeiro de 1982 para 2722,42 pontos em 25 de agosto de 1987¹⁸, pouco antes do *crash* de 87).

¹⁸ Série histórica do índice disponibilizada em www.economagic.com.

Crise da Bolsa de Nova Iorque em 1987

Os Estados Unidos canalizaram boa parte dos recursos outrora aplicados nos países em desenvolvimento. O bom retorno oferecido pelos títulos do Tesouro americano atraía uma grande quantidade de investidores, notadamente os japoneses. Entretanto, os investimentos não se limitaram à renda fixa, a Bolsa de Nova Iorque também teve aumentado sensivelmente seu volume de negócios.

A liberalização dos mercados veio numa fase em que o avanço tecnológico era impressionante. Máquinas como a Telerate, que disponibilizava aos investidores os detalhes das transações bancárias com títulos, e serviços como o Monitor de Taxas Monetárias, fornecido pela Reuters, inegavelmente impunham cada vez menos restrições à circulação das informações.

Os defensores da “Hipótese dos Mercados Eficientes” alegaram que tal fato traria muitos benefícios, por facilitar o acesso e a disseminação das informações entre os investidores, pressupondo-os racionais. Teoricamente, informações perfeitas e rápidas permitiriam a obtenção dos melhores investimentos e o atingimento de um equilíbrio de mercado eficiente. Revivia-se a idéia do *Homo economicus* maximizador¹⁹.

Outra característica dos anos 70 e 80 foi o intenso processo de inovações financeiras, sem precedentes na história. Na ausência de rígidos critérios de controles dos capitais, a criatividade dos analistas de investimento foi além da imaginação. Derivativos²⁰ surgiram como instrumentos para lidar com a nova realidade dos negócios, extremamente mais

¹⁹ A Hipótese dos Mercados Eficientes tornou-se ainda mais elaborada após trabalhos como o Modelo de Determinação de Preços de Ativos de Capital (CAPM, em inglês) e o Modelo de Black and Scholes para determinação de preços de opções. Tais desdobramentos permitiam fornecer ao investidor estimativas supostamente confiáveis de taxas de retorno e preços de ativos financeiros.

²⁰ “Derivativos é a denominação genérica para um conjunto de instrumentos financeiros “derivados” de vários produtos. Os derivativos são utilizados para fazer hedge contra riscos financeiros ou para apostar em variações de preços, de moedas e de taxas de juros” (ROBERTS, 2000: 57). O mercado de derivativos tem seu impulso com a criação do primeiro contrato futuro financeiro, da Chicago Mercantile Exchange (CME), em 1972. A crescente volatilidade criada nos mercados pela liberalização das taxas de câmbio e pela flutuação das taxas de juros foram os principais determinantes para o desenvolvimento destes novos produtos financeiros. Os principais tipos são os futuros, as opções e os *swaps*, subdivididos em uma infinidade de tipos.

instável que no período de vigência de Bretton Woods. Mais do que isso, com o passar do tempo estes serviços financeiros tornaram-se extremamente complexos e variados, fornecendo uma grande margem para a ação dos especuladores.

Além dos tradicionais contratos futuros e opções, uma infinidade de novos produtos foram criados: notas negociáveis a juros flutuantes, *warrants* geradoras de renda, obrigações com opção de venda, *butterfly swaps*, *swaps* de moedas estrangeiras, *floor-ceiling swaps*, *swaps* de taxas de juros, *swaptations*, *sythetic equity*, *sythetic cash* e *zero coupon bonds* (Chancellor, 2001)²¹.

Outra atividade que tornou-se muito importante foi a “securitização”, ou seja, adaptar um crédito bancário para transformá-lo em um título negociável. Esta inovação estaria no centro do processo de desintermediação financeira perpetrado pelos bancos e demais instituições financeiras durante os últimos 40 anos. Desta maneira, as condições institucionais fizeram-se adjacentes aos interesses de banqueiros e especuladores de impulsionar ao máximo as aplicações de capitais.

Aproveitando-se do momento propício para a diversificação das atividades financeiras, os analistas financeiros criaram diversos novos fundos de investimento, em geral bem alavancados. O período marca a entrada maciça no mercado dos chamados investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos e seguradoras). Tais novos participantes do jogo financeiro costumam operar de forma mais “agressiva” que os bancos comerciais, uma vez que estão à margem de atuação dos órgãos responsáveis pela regulação dos mercados financeiros.

Os mercados também tornaram-se cada vez mais interligados e os limites à circulação de capital tornaram-se praticamente inexistentes. Plihon (1998) indica que dentre 1980 e 1992 as transações financeiras internacionais cresceram de 10% do PIB para impressionantes 100%, nos países industrializados.

²¹ O termo *swap* significa, em inglês, “troca”. Os produtos financeiros denominados de *swaps* indicam uma troca de compromissos entre duas partes negociantes. Por exemplo, um empresário locado no Brasil possui uma dívida em dólares, mas não quer sofrer os riscos de uma sobrevalorização da moeda norte-americana. Ele pode “trocar” sua dívida, digamos assim, com um investidor estrangeiro que possua uma dívida em reais e quer trocá-la por uma em dólares, proporcionalmente. Esta “troca” configura um *swap* de moedas real-dólar. A estratégia é interessante tanto para o empresário brasileiro, que deseja “hedgear” sua posição quanto para o estrangeiro, que da mesma forma se protege da variação cambial.

As novidades do mercado financeiro norte-americano entusiasmavam cada vez mais os investidores, que influenciados pelas indicações dos corretores, aumentavam gradativamente sua participação no mercado acionário e nos milhares de fundos que proliferavam à época. Em agosto de 1987, estima-se que as ações das empresas ianques estavam sobreavaliadas em cerca de 23 vezes o rendimento, segundo Chancellor (2001).

Entretanto, esse movimento foi revertido em outubro de 87, quando novamente a assimetria entre os fundamentos econômicos e a precificação das ações foi evidenciada. Os índices de produtividade da economia americana não comprovaram as extremamente otimistas perspectivas dos investidores, criando uma sensação de que a “bolha” especulativa logo estouraria. Paralelamente, ameaças do secretário do Tesouro norte-americano James Baker em deixar o valor do dólar entrar em queda livre e os boatos sobre as possíveis restrições planejadas pelo Congresso em relação às operações alavancadas contribuíam para o aumento da apreensão nos mercados financeiros.

Um déficit comercial maior que o esperado, anunciado em 14 de outubro, minou ainda mais as esperanças dos investidores. A pressão inflacionária induzia o aumento dos rendimentos das obrigações dos Estados Unidos, o dólar se desvalorizava em relação ao iene e os investidores japoneses gradativamente perdiam a confiança na economia norte-americana.

Na semana seguinte, dia 19 de outubro, as bolsas de valores asiáticas prenunciavam o iminente desastre, indicando quedas vertiginosas. Da mesma forma, as bolsas européias seguiram a tendência das primeiras. Já na abertura da Bolsa de Nova Iorque o tamanho da queda estava anunciado: simplesmente não existiam lances de compra para a maioria das ações relevantes. Em meia hora de pregão, apenas 25 das quinhentas ações do índice Standard & Poor’s 500 possuíam algum negócio realizado (Chancellor, 2001).

O *crash* foi potencializado pela possibilidade de negociação eletrônica, que facilitava em muito a venda das ações. Uma enxurrada de ordens de venda liquidou os preços das mesmas. Os mercados de futuros e de derivativos foram igualmente afetados, configurando um expressivo contágio nestes mercados.

“Essa instabilidade é inerente ao contexto de crescente internacionalização e integração das finanças e predominância das operações com títulos negociáveis, no

qual os choques são facilmente transmissíveis através das fronteiras – e, assim, manifestam-se nos mercados cambiais – e de um mercado a outro – mercados de capitais e de crédito – resultando em fortes flutuações nos preços dos ativos e das taxas de câmbio. Os protagonistas nesses mercados são os fundos mútuos e de pensão, os grandes bancos e a tesouraria das grandes empresas. Em condições de incerteza radical, esses agentes são obrigados a formular estratégias com base numa avaliação convencionada sobre o comportamento dos preços e são os formadores de convenções. Suas estratégias são mimetizadas pelos demais investidores com menor porte e informação, implicando a formação de bolhas especulativas e posteriores colapsos de preços” (CUNHA & PRATES, 2001: 6).

O receio era de que as proporções fossem semelhantes à queda da bolsa americana em 29. Efetivamente, algumas corretoras quebraram no período subsequente à crise. Entretanto os impactos foram limitados pela atuação do FED, que através de uma generosa injeção de liquidez nos mercados financeiros impediu a progressão do abalo financeiro e acalmou os investidores.

A salvaguarda do governo norte-americano configurou o contexto apropriado para a intensificação da especulação financeira nos anos 90, criando condições para a atuação inescrupulosa dos analistas e investidores financeiros. O socorro governamental atenua apenas momentaneamente os problemas crônicos inerentes a um sistema excessivamente liberalizado e desregulamentado, além de aumentar a possibilidade de ocorrência do risco moral.

A ascensão das *Saving & Loans* e a moda dos *junk bonds*

Outro fator desestabilizador da década de 80 e início dos anos 90 foi a disseminação dos títulos financeiros chamados *junk bonds*. Segundo Kindleberger (2000), os *junk bonds* são “títulos de péssima qualidade com classificação de crédito inferior, se medidos conforme a relação entre débito e patrimônio líquido e entre débito e dinheiro em caixa, lançados para financiar a conquista do controle acionário de uma empresa” (KINDLEBERGER, 2000: 72).

Tratava-se de adquirir uma companhia de capital aberto através do lançamento de títulos de dívida, os *junk bonds*. Posteriormente, após o pagamento dos generosos juros prometidos, a empresa era novamente vendida ou suas ações eram recolocadas no mercado, configurando o que convencionou-se chamar de “aquisições alavancadas (no original, *leveraged buyout* ou simplesmente LBO)”.

Prosseguindo com a política de desregulamentação em curso desde a década de 70, os *junk bonds* foram impulsionados fundamentalmente nos Estados Unidos após a lei Garn-Saint Germain, aprovada em 1982 pelo presidente Reagan, que permitia às chamadas Saving & Loans (ou Instituições financeiras de poupança) investir em praticamente qualquer ativo financeiro. Todas as restrições para empréstimos às S&L foram abolidas, configurando uma grande liberdade para sua atuação.

Foram alteradas também as regras da contabilidade das S&L, dentre elas a autorização para a liquidação de empréstimos de recebimento duvidoso sem abatê-los imediatamente, a permissão para declarar rendimentos antecipados sobre investimentos em imóveis e a autorização para a concessão de empréstimos imobiliários de até 100% do valor avaliado.

O perfil “arrojado” destas instituições financeiras, que investem em títulos de alto risco e gozam de frouxos critérios na sua apuração contábil, foi festejado por muitos investidores da época e as S&L viraram moda nos Estados Unidos. Os operadores expandiam suas atividades de forma impressionante, muitos deles abusando dos investimentos em *junk bonds*. São notórias nesse contexto as figuras de Michael Milken, Robert Campeau e Ivan Boesky, principais articuladores desse tipo de aplicação.

Após o *crash* de 87 e, fundamentalmente, pelas recorrentes falências das empresas obtidas por aquisição alavancada, a febre das *junk bonds* começou a entrar em cheque. Entretanto, os operadores lançavam outros títulos, como as obrigações *pay-in-kind-zero*²² para postergar o efeito das perdas no caixa das instituições financeiras, num processo de “reestruturação” do passivo (Chancellor, 2001).

Porém, com a denúncia em 1988 de que Milken, o maior ícone da combinação “aquisição alavancada/ *junk bonds*” operava mediante diversas irregularidades gerou

²² Segundo Chancellor (2001), estas obrigações pagavam juros com papéis de empresas em vez de dinheiro, retardando o impacto inicial dos débitos de juros no fluxo de caixa da empresa.

instabilidade no mercado. Em 1989, propostas de aquisição alavancada falharam, como a da United Airlines, deflagrando o pedido de concordata de empresas como a Campeau Corporation e a Integrated Resources, que atuavam principalmente através deste tipo de operações. Também o Drexel Burnham Lambert, banco de investimento onde Milken atuava, tornou-se insolvente, vindo a falir em 1990, fazendo ruir de vez a credibilidade do negócio.

Desta maneira, o prestígio adquirido por Milken junto à comunidade financeira foi destruído, junto com o apetite dos investidores pelas operações alavancadas e pelos *junk bonds*. Como era de se esperar, as Saving & Loans, grandes mantenedoras destes tipos de títulos em suas carteiras, sofreram grandes perdas a partir do fracasso do “esquema”. Conseqüentemente, investidores que mantinham suas poupanças neste tipo de instituição também obtiveram prejuízos expressivos.

A aquisições hostis implementadas por Milken e sua trupe atraíam grande atenção da mídia, criavam notícias nos principais jornais e geravam, principalmente, vultosas receitas para os bancos de investimento que estavam por trás das mesmas, através de comissões. Seu prestígio chegou a ser quase incontestável junto à comunidade financeira. O elo mais frágil da cadeia eram os investidores, que negligenciaram os riscos de suas decisões em favor do alto retorno esperado.

Tal episódio evidencia os riscos da desregulamentação, indicando a exposição do sistema financeiro à atuação de financistas oportunistas, como Milken. A ausência de regras norteadoras das operações financeiras e critérios coerentes na contabilidade aumenta a irresponsabilidade dos agentes privados e facilita as fraudes. O impacto também é sentido nas empresas envolvidas no mercado de capitais. Neste caso, algumas se desestruturaram financeiramente e administrativamente, perdendo poder de mercado e deixando muitos trabalhadores sem seus empregos.

Crise Japonesa

O Japão manteve-se numa estrutura praticamente feudal até o século XIX, quando houve mudanças significativas no sistema econômico durante a Era *Meiji*. Entretanto, a perspectiva de hierarquia, característica marcante da cultura japonesa, prosseguiu como

norteadora do estabelecimento das novas instituições no país. Surgiram os *zaibatsu* (grandes conglomerados industriais) e após a Segunda Grande Guerra os *keiretsu* (com participação acionária estritamente **japonesa**), sempre orientados por um Estado forte.

O Japão inseriu-se ativamente no capitalismo financeiro apenas no século XX. Na década de 20, após o fomento do desenvolvimento do mercado financeiro doméstico, o país sofreu com uma quebradeira generalizada de bancos e um colapso na sua bolsa de valores, enraizando junto aos japoneses um sentimento de aversão à especulação.

Nos anos 80, talvez contaminado pelo “liberalismo frenético” da época e pelo otimismo devido ao vigoroso crescimento econômico da década anterior, o país reorientou sua visão para os mercados financeiros. Tal interesse pelos ativos ocidentais, notadamente os norte-americanos, crescia conforme a renda japonesa. Títulos financeiros, obrigações do governo dos Estados Unidos e até bens imóveis deste país eram adquiridos pelos investidores orientais, muitas vezes a preços exorbitantes. O país virou efetivamente o credor do resto do mundo, devido à inexistência de grandes oportunidades de investimentos financeiros domésticos.

Tal crescimento da renda japonesa pressionou fortemente a liberalização do mercado financeiro local, em função da avidez dos investidores em buscar novas oportunidades de aplicação de capital. A alta taxa de poupança e os crescentes superávits comerciais indicavam a necessidade de diversificação dos investimentos.

“Na primavera de 1984, as autoridades japonesas concordaram em permitir que os bancos estrangeiros negociassem obrigações do governo japonês e entrassem no mercado de *trust banking* (atividades bancárias, negócios fiduciários e poupança). Ao mesmo tempo foram eliminados os controles sobre as transações com moeda estrangeira. Pela primeira vez os bancos japoneses foram autorizados a determinar suas próprias taxas de juros sobre grandes contas de depósito (...). Os derivativos financeiros também chegaram a Tóquio, com a abertura dos mercados futuros para índices de obrigações e ações japonesas” (CHANCELLOR, 2001: 342).

Uma outra inovação financeira importante foi o advento das contas *tokkin*. Estas contas permitiam às empresas negociar valores mobiliários com isenção fiscal para os lucros obtidos. Também lhes foi liberado o lançamento das *warrants bonds*, obrigações

vinculadas a opções de compra, que pagavam juros baixos em consequência da tendência altista das ações japonesas. Os recursos obtidos por estas obrigações eram aplicados nas contas *tokkin* ou remetidos diretamente ao mercado acionário. A grande vantagem destas contas era a garantia geralmente oferecida pelas corretoras de retorno superior à taxa de juros vigente.

Ou seja, tornava-se mais interessante às empresas japonesas tomar recursos emprestados para reaplicá-los no mercado financeiro do que investir em bens de capital produtivos. Segundo Chancellor (2001), uma empresa siderúrgica, a Hanwa levantou cerca de 30 bilhões de dólares no fim da década de 80, conseguindo com os lucros especulativos superar em incríveis vinte vezes as receitas das atividades comerciais. Apesar disso, a abundância de recursos era tal que o setor produtivo manteve-se aquecido durante o período. O crescimento econômico prosseguia, sustentado por uma altíssima taxa de investimento²³.

Também gigantesca era a valorização dos imóveis japoneses, crescente desde a década de 50. Tal fato derivava do período de restrição às aplicações de capital outrora existente no país, aliada à natureza geográfica do território (marcado pela escassez de espaço físico). Conseqüentemente, boa parte da riqueza obtida pelos japoneses (e principalmente pelas empresas) era investida no mercado imobiliário, inflacionando-o.

Como é característico dos momentos de bonança nos mercados em bolsa, não parecia haver limite para a espiral de ascensão dos preços dos ativos financeiros e imobiliários no Japão. Tal movimento se acentuou com a entrada maciça do público em geral no mercado acionário (durante a segunda metade da década de 80, mais de 8 milhões de pessoas ingressaram na bolsa japonesa, totalizando 22 milhões de investidores, segundo Chancellor).

Outra recorrente característica dos períodos altistas é a expansão da utilização das contas de margem, que permitem alavancar o capital do investidor. Da mesma forma que os investidores norte-americanos abusaram deste recurso na década de 20, os japoneses se entusiasmaram com a possibilidade de tomar recursos emprestados para aplicar na bolsa.

²³ Entre 1983 e 1991 a taxa média de crescimento anual do PNB japonês foi de 4,4%, maior que Estados Unidos (3%), Reino Unido (2,4%), Alemanha (3,1%) e França (1,9%) (Torres, 2000).

O *crash* de outubro de 87 na bolsa de Nova Iorque apenas balançou a bolsa de Tóquio. Através de generosas garantias contra perdas oferecidas pelas principais corretoras japonesas²⁴ aos clientes, a tendência altista foi mantida e o índice Nikkei (indicador que mede a variação no preço das principais ações cotadas na bolsa de Tóquio) permaneceu em ascensão.

O crédito era expandido mediante a contínua valorização das ações das empresas japonesas. O efeito riqueza associado à “perspectiva de rendimentos futuros”, também observado na década de 20, repetiu-se. Os japoneses expandiam seus gastos em consumo de maneira elevada, quebrando o paradigma tradicional de comedimento dos seus ancestrais. Fortunas eram gastas com clubes de golfe, restaurantes franceses e pinturas famosas dos principais artistas ocidentais, como Monet, Renoir e Picasso.

Como em outros momentos de reversão na tendência dos negócios, uma notícia ruim para os mercados financeiros causou apreensão nos investidores. A nomeação de Yasushi Mieno para a presidência do Banco do Japão traria uma perspectiva de contenção da euforia generalizada, em virtude do seu histórico de atuação como conservador funcionário de carreira do banco central.

E, de fato, a restrição da política monetária foi evidenciada. No natal de 1989, aumentou-se a taxa de desconto oficial, entretanto sem causar significativo impacto na bolsa. A partir de então, Mieno conduziu um progressivo aumento das taxas de juros a fim de conter o avanço da bolha especulativa no mercado acionário.

Há de se ressaltar os efeitos da política monetária contracionista norte-americana da década de 80 que, com o intuito de desvalorizar o dólar em relação ao iene, reduzia os expressivos superávits comerciais japoneses. Tal efeito era sentido nas empresas exportadoras nipônicas, contudo sem alterar o cego otimismo dos ávidos investidores da bolsa de Tóquio.

A política de Mieno surtiu efeito. O índice Nikkei²⁵ foi gradativamente caindo durante os primeiros anos da década de 90, até atingir 14309 pontos em agosto de 1992²⁶. O

²⁴ As chamadas “Quatro Grandes”, Nomura, Yamaichi, Daiwa e Nikko Securities.

²⁵ Em 1988 índice estava em 30.000 pontos (Torres, 2000).

²⁶ Após verificar a possível catástrofe que se aproximava, as autoridades japonesas tentaram, em vão, controlar a queda do índice Nikkei, diminuindo a exigência da margem em ações, limitando a emissão de

período também foi marcado por vários escândalos de corrupção, incluindo importantes bancos como o Fuji Bank e o Sumitomo e corretoras, como a Nomura, Nikko e Daiwa. Como é de costume, a reversão da tendência altista deflagra os esquemas de corrupção negligenciados durante a fase auspiciosa. E no caso japonês não foram poucos, muitos deles envolvendo relações escusas de banqueiros, corretores e investidores inclusive com a máfia local, a *Yakuza*.

Com o desmoronamento da bolsa de Tóquio, os outros alicerces da estrutura econômica japonesa também ruíram. A persistente alta nos preços dos imóveis japoneses cessou e a tendência de alta foi drasticamente revertida (em 1992 havia uma deflação de 60% nos preços). Também o setor produtivo foi sensivelmente afetado, uma vez que o consumo declinou, resultado do fim do “efeito riqueza” da bolha especulativa. Muitas empresas enfrentaram sérias dificuldades e, conseqüentemente, os bancos que lhes tinham financiado também²⁷.

O abalo da Bolsa de Tóquio e a falência de bancos e corretoras minaram a confiança nos fundamentos da economia japonesa. Como conseqüência, houve uma sensível redução no dinamismo econômico apresentado pelo país desde a década de 70. O país mergulharia numa grande recessão com base nas expectativas negativas trazidas pela crise financeira. Um trauma que os japoneses não esquecerão tão cedo.

A partir de então a política monetária japonesa se tornaria totalmente ineficaz, com as taxas de juros deixando de produzir qualquer efeito na renda. Neste caso, qualquer oferta de moeda é entesourada pelo público. Tal situação é conhecida como a “armadilha de liquidez keynesiana”. O governo japonês, ciente da situação, tentou restabelecer o crescimento econômico através de uma política fiscal ativa, mediante um endividamento excessivo²⁸.

novos *warrants bonds* e lançamento de ações. Entretanto as medidas não atenuaram os problemas criados a partir do “estouro da bolha”.

²⁷ Segundo Torres (2000), o crescimento médio anual do PNB japonês entre 1992 e 1999 foi de apenas 1% e a produção manufatureira reduziu-se em 10% entre 1991 e 1993.

²⁸ Entre 1992 e 1995 foram cinco pacotes fiscais expansionistas e um corte nas alíquotas do imposto de renda, em 1994. Tais medidas geraram em 1999 um déficit de 7,7% em relação ao PIB. Já a dívida pública, que correspondia a 62,3% do PIB em 1992, atingiu 106,1% em 1999 (Torres, 2000).

Ainda sim, durante o restante da década de 90 e nos anos 2000 não haveria indicações de uma plena recuperação da economia local.

A recente desastrosa trajetória financeira do Japão traz uma importante questão, a ser ressaltada no capítulo 2 desta dissertação: o papel das autoridades governamentais em relação à valorização do capital financeiro existente. O “estouro” da bolha japonesa mostrou-se, à luz das conseqüências observadas, uma estratégia equivocada, impondo um elevado ônus na forma de recessão e desemprego para toda a sociedade.

Novamente o México

O começo dos anos 90 se configura com perspectivas de prosperidade para os países em desenvolvimento. Após a retomada da confiança nas economias locais, os fluxos de investimentos retornam para os mesmos de forma substancial, com destaque para a Ásia e América Latina. Estes países foram denominados, a partir de então, “**mercados emergentes**”.

De uma forma geral, o otimismo dos investidores em relação ao funcionamento geral do sistema financeiro determina a orientação das suas aplicações de capitais. Eles são tentados a se aventurar em mercados menos estáveis quando há uma certa tranquilidade no ambiente econômico dos mesmos. Entretanto, eventuais sinais negativos que afetem a confiança geral da comunidade financeira a respeito da economia local levam a uma iminente saída de recursos, reorientados a mercados mais maduros e consolidados, porém com menos oportunidades para a arbitragem financeira.

Tal fenômeno é facilmente observado a partir da crise mexicana de 82 e a conseqüente reversão dos fluxos financeiros para a Europa, Japão e Estados Unidos. Contudo, os investidores retornam aos mercados mais arriscados quando a percepção de instabilidade se dissipa. A década de 90 comprovaria este fenômeno. Num mundo de finanças globalizadas, as preferências dos agentes estão em contínua mutação, e conseqüentemente o capital torna-se extremamente volátil.

Dentre os chamados mercados emergentes, mais uma vez o México se destacava como rota dos investimentos estrangeiros. A despeito da moratória em 82, as reformas implantadas no começo da década de 90 e as baixas taxas de juros praticadas nos EUA

influenciaram muito positivamente os títulos e ações mexicanas que tiveram seus valores inflacionados, determinando um ambiente um pouco mais estável nos anos seguintes.

Segundo dados do Banco Mundial, em 1995 30% dos investimentos diretos estrangeiros foram destinados ao México, Brasil e Argentina. Os países foram juntos responsáveis pela emissão de 59 bilhões de dólares em debêntures e 12 bilhões em ações, segundo Leal e Bocater (1995). Estes recursos colocaram estes países numa condição muito importante na esfera financeira global, pelo fluxo de negócios que passaram a ter.

Dentre os principais condicionantes da recuperação do México, Brasil e Argentina podem ser considerados, segundo Páncera e Carcanholo (2002), a redução das taxas de juros nos principais países desenvolvidos, em virtude principalmente da internacionalização financeira, o relativo sucesso do Plano Brady na renegociação das dívidas destes países poucos anos antes e a adequação do marco regulatório local às premissas das finanças globais, ou seja, a abertura aos mercados financeiros internacionais. A atração dos investimentos no México era conduzida pelo governo do presidente Carlos Salinas através de uma política de juros atrativos e câmbio valorizado artificialmente.

Entretanto, a alta inflação deteriorava os termos de troca entre a economia mexicana e a norte-americana. Paralelamente, em 1994, os Estados Unidos aumentaram a taxa de juros de 3% para 5,5%, em virtude do receio de uma espiral inflacionária na economia deste país. Como resultado, os déficits comerciais do México se agravaram, seus títulos tornaram-se menos atrativos e a produção interna foi sensivelmente afetada pela concorrência das importações. O mal resultado era camuflado parcialmente pela redução das reservas cambiais.

O presidente Ernesto Zedillo, sucessor de Carlos Salinas, herdou uma situação caótica. Numa tentativa de atenuar os problemas financeiros, o Ministério da Fazenda aumentou a banda cambial de variação do peso. Esta perspectiva instável do país levou os investidores a recluir uma nova moratória mexicana, resultando em uma considerável saída de recursos do país.

Como consequência, “em dezembro de 1994, o México adotou o regime de taxas flutuantes pressionado pelo baixo nível das reservas internacionais (inferior a um mês de importações) e pela forte desvalorização da moeda iniciada no ano anterior. A situação do México marcou o início de uma nova fase na atuação do FMI para impedir que a crise

mexicana contagiasse outros países da América Latina e acabasse abalando o sistema financeiro dos países desenvolvidos, especialmente o setor bancário dos EUA. Este risco levou os governos dos países desenvolvidos, principalmente Estados Unidos, Grã-Bretanha e Alemanha, a intervirem ativamente no processo de reescalonamento da dívida dos países em desenvolvimento. A assistência financeira ao programa de ajuste exigiu cofinanciamento de US\$ 51 bilhões” (ASSIS, 2001: 2). Estes recursos posteriormente atenuariam os efeitos da crise no México, apoiados pelo crescimento econômico verificado no período subsequente.

Tal empréstimo junto ao FMI foi obtido, segundo Rattner (1995), mediante o compromisso dos governantes mexicanos em adotar políticas econômicas mais conservadoras como o incentivo às exportações, a abertura às importações e o aumento da taxa de juros. Estas políticas visariam o retorno dos investidores estrangeiros, entretanto impondo o agravamento do problema da inflação e a redução dos investimentos produtivos.

As outras economias latino-americanas não passaram ilesas, entretanto o receio de contaminação foi atenuado pela relativa estabilidade destes mercados financeiros após as reformas realizadas depois da crise da dívida. Em 1997, antes da eclosão da crise asiática, países como o Brasil, Argentina, Venezuela, Panamá e inclusive o México estavam relativamente reabilitados, podendo renegociar seus títulos Brady de forma vantajosa e aliviar sua situação devedora (Roberts, 2000).

Crise Asiática de 97

Também denominados mercados emergentes, os países do leste asiático tornaram-se outro importante destino dos investimentos estrangeiros nos anos 90. O crescimento econômico verificado mundialmente entre os anos de 1990 e 1995 teve como grande responsável o conjunto de países que, popularmente, foi designado de “**Tigres Asiáticos**”. Formavam o grupo a Coreia do Sul, Taiwan, Malásia, Cingapura, Filipinas, Indonésia e Tailândia.

Segundo o relatório de 1996 das Nações Unidas, entre os anos de 1990 e 96, o maior incremento do PIB (Produto Interno Bruto) foi da China (86,2%), seguido pelo Sudeste da Ásia (42,7%), que contrastam com a expansão muito menor nos países desenvolvidos

(10,1%) e na América Latina (17,2%), sem falar no encolhimento do PIB nas economias em transição da Europa Central e Oriental (-31,7%) (Nações Unidas, 1996).

Considerável parte dos recursos que possibilitaram a expansão das economias do leste asiático foram oriundos do sistema bancário internacional e dos mercados financeiros globais. Desta forma, assim como os países latino-americanos da década de 70, houve grande endividamento externo por parte dos mesmos a fim de viabilizar a industrialização dos Tigres.

E a história observada pelos países da América Latina na década de 70, a combinação de crescimento econômico mediante elevado endividamento externo, trouxe sérios problemas para os países asiáticos em meados dos anos 90, culminando em uma grave crise financeira que se espalharia posteriormente para o resto do mundo.

Alguns fatores determinaram o questionamento deste modelo de desenvolvimento implementado pelos mesmos. Primeiramente, como qualquer momento de exuberante liquidez, os empréstimos foram tomados principalmente pelo setor privado dos países, de forma irresponsável e descolada de critérios, principalmente pela configuração do perfil da dívida (majoritariamente de curto prazo). Paralelamente, os mercados financeiros destes não eram maduros suficientemente para comportar a magnitude de negócios observada. Conseqüentemente, tornaram-se suscetíveis a ataques especulativos contra os ativos domésticos.

As economias dos países asiáticos eram baseadas na manutenção de taxas de câmbio fixas (perante o dólar), administradas pelos respectivos bancos centrais via controle das reservas externas. Tal aspecto conferia certa estabilidade ao ambiente de negócios, um importante atrativo para o capital internacional.

Entretanto, os balanços de pagamentos destes países foram gradativamente pressionados por esta política cambial, trazendo receios da comunidade financeira em relação à manutenção das taxas de câmbio. Esta desconfiança resultou na venda dos ativos financeiros baseados nas moedas locais por parte dos investidores internacionais. Conseqüentemente, as reservas externas evaporaram rapidamente, pressionando a iminente desvalorização²⁹.

²⁹ Na verdade, segundo Canuto (2000), apenas a Tailândia sofria desequilíbrios mais intensos no seu balanço de pagamentos, com um déficit de 8% do PIB no período predecessor à crise. Os outros países alcançavam

O estopim da crise deu-se na Tailândia com a desistência da manutenção da taxa de câmbio, no dia 2 de Julho de 1997. A moeda local (o *baht*) sofreu, segundo Canuto (2000), uma desvalorização imediata de 15%. Rapidamente, Filipinas, Indonésia e Malásia também não resistiram e foram forçadas a liberalizar suas taxas de câmbio e suas moedas seguiram a mesma tendência da tailandesa.

“A crise financeira do Leste asiático teve início em julho, quando a Tailândia, que tinha praticamente exaurido suas reservas em moeda estrangeira, deixou o *baht* flutuar. A moeda tailandesa despencou, desencadeando um “crack” no mercado de ações e o colapso do preço de outros ativos financeiros. Logo Malásia, Indonésia e Filipinas registravam problemas semelhantes. Em Hong Kong, o mercado acionário caiu 30% em uma única semana de outubro de 1997, embora sua moeda se mantivesse firme, pois a ancoragem ao dólar estava sustentada por ampla cobertura cambial e pelo respaldo da China Continental. Em novembro do mesmo ano, a crise espalhou-se para a Coreia do Sul, cuja moeda e mercado de ações colapsaram” (ROBERTS, 2000: 30).

O efeito contágio não se estendeu apenas aos Tigres Asiáticos como também o Japão foi intensamente afetado pela crise. Mesmo tendo um mercado financeiro consideravelmente mais sólido, o país não escapou das falências bancárias e de corretoras de títulos e valores. A onda afetou inclusive o décimo maior banco japonês (Hokkaido Tokai-Mitsubishi), a Sanyo Securities e a Yamaichi Securities.

Stiglitz (2000) acrescenta ao rol de fatores determinantes da crise asiática o excesso de especulação observado nos mercados financeiros dos Tigres. Segundo o autor, a rápida e desregulamentada abertura financeira implementada pelos governos locais expôs os mercados financeiros locais a um alto risco, tendo em consideração que uma importante parte dos recursos destinaram-se apenas às atividades especulativas, notadamente ao mercado imobiliário.

déficits entre 3% e 6%, apenas. Este aspecto reforça a importância do estado de confiança da comunidade financeira em relação a uma determinada economia na deflagração de crises financeiras. O comportamento dos agentes não é influenciado somente pelos condicionantes macroeconômicos, como também pelas expectativas dos mesmos em relação ao futuro do ambiente de negócios.

“No início dos anos 90, os países do Leste Asiático haviam liberalizado seus mercados financeiros e de capital -não porque precisassem atrair mais recursos (as taxas de poupança já estavam em 30% ou mais), mas por causa da pressão internacional, incluindo alguma pressão originária do Departamento do Tesouro norte-americano. Essas mudanças provocaram um fluxo de capital de curto prazo -isto é, o capital que busca o maior retorno possível no dia seguinte, na semana seguinte ou no mês seguinte, diferentemente do investimento de longo prazo que vai para fábricas, por exemplo. Na Tailândia, esse capital de curto prazo funcionou como combustível para um insustentável boom no setor imobiliário. E, como as pessoas em todo o mundo (incluindo os Estados Unidos) descobriram dolorosamente, toda bolha criada no mercado imobiliário acaba estourando, freqüentemente com conseqüências desastrosas. O capital que apareceu subitamente vai embora com a mesma velocidade. E, quando todo mundo fugir com o dinheiro ao mesmo tempo, temos um problema econômico. Um grande problema econômico” (STIGLITZ, 2000: 1)

O primeiro ministro da Malásia, Mahathir Mohamad, com alguma razão e bastante oportunismo culpou exatamente os especuladores estrangeiros que, segundo ele, eram responsáveis por “manipular os mercados e se unirem para empobrecer os países pobres” (ROBERTS, 2000: 31). Entretanto, tal comportamento por parte dos especuladores não é novidade, considerando os casos de bolhas especulativas indicados anteriormente.

O resultado desta perniciosa inserção no mundo das finanças globalizadas foi a queda vertiginosa dos seus mercados acionários e imobiliários, de forma semelhante ao antecessor caso japonês, e a grande desvalorização de suas moedas. Cessou-se o fluxo de investimentos e o crédito evaporou.

Como ocorre normalmente, a crise financeira não se restringiu à esfera monetária, trazendo impactos significativos no setor produtivo dos Tigres. Numa perspectiva minskyana, os bancos funcionam como “alavancas” do progresso econômico e do crescimento através da expansão do crédito no ciclo altista e como verdadeiras “âncoras” durante a reversão do mesmo. Os bancos outrora mais arrojados encontram dificuldades de solvência, impactando negativamente as empresas e os investidores. O crédito naturalmente torna-se escasso, inviabilizando novos projetos de investimento e a economia sinaliza uma iminente recessão.

Para tentar conter a crise, o FMI destinou mais de US\$100 bilhões aos países asiáticos (US\$17 bi para a Tailândia, US\$42 bi para a Indonésia e US\$58 bi para a Coreia do Sul). Contudo, a medida foi apenas um paliativo, que não impediu a disseminação mundial da crise. Ainda em 1999 os reflexos eram observados, contudo o foco voltou-se para outros países como a Rússia e a América Latina.

Segundo Canuto (2000), apesar dos recursos financeiros do FMI, os efeitos foram drásticos no setor produtivo do leste asiático:

“O PIB tailandês, depois de atingir um pico em meados de 1997, diminuiu em mais de 10%, até atingir seu piso na segunda metade do ano seguinte. Na Malásia, a queda do produto foi também próxima de 10% entre os terceiros trimestres de 1997 e 1998. As Filipinas enfrentaram uma redução mais modesta, de 3%, enquanto a Coreia, a última grande economia asiática a entrar na crise, teve seu PIB reduzido em 8% entre o final de 1997 e a primeira metade de 1998. A Indonésia foi a mais intensamente afetada, com um declínio acima de 15% do PIB no período” (CANUTO, 2000: 28).

Seria irresponsável delimitar uma razão clara para a turbulência nos mercados asiáticos em 1997 sem esmiuçar as peculiaridades existentes em cada país diretamente envolvido. Taxar os governos locais de irresponsáveis é uma resposta muito simplista para tamanho problema. Mais uma vez a opção pela irrestrita liberalização dos mercados financeiros, bem como a ausência de regras claras para a aplicação do capital, potencializa o comportamento inerentemente curto-prazista dos agentes econômicos. Os problemas financeiros gerados se estendem para o setor produtivo e, no caso, para além das fronteiras dos responsáveis pelo efeito de contágio.

Tal ótica condiz perfeitamente com a lógica de financeirização e desregulamentação intensificada na década de 80. O processo de mundialização financeira sob a perspectiva liberal, estende seus braços para os países emergentes e os novos mercados do leste europeu, que não hesitam em abraçá-lo. No primeiro momento de instabilidade, as consequências passam a ser sentidas por todos.

A Vez da Rússia

O período que compreende as décadas de 80 e 90 do século XX envolveu grandes mudanças na geopolítica mundial. Primeiramente, tem-se o fim do comunismo e a conseqüente transição das economias comunistas para o capitalismo. Na Rússia foram criados um sistema bancário privado e um mercado acionário, numa tentativa de inserção da economia russa na esfera capitalista.

A crise que se alastrou pelo leste asiático trouxe sérias conseqüências para os outros mercados emergentes. A Rússia, que sofria com a corrupção e o caos político foi extremamente afetada em 1998. O rublo foi profundamente desvalorizado e os preços das ações despencaram. As autoridades russas defenderam a moeda elevando as taxas de juros de curto prazo para 50%. Contudo, esta medida não foi suficiente para controlar a crise e o FMI interveio fornecendo um empréstimo de US\$23 bilhões, a fim de tranquilizar os investidores (Roberts, 2000).

Ainda assim o mercado financeiro russo não encontrou a estabilidade pretendida e o rublo continuou se desvalorizando, mesmo com a impressionante taxa de juros de 150%, no curto prazo. O choque externo (a Crise Asiática), desta forma, foi o estopim para uma crise que se alimentava a partir de um sistema fiscal fraco e uma arriscada política de atração de capital externo. O governo russo não conseguia resgatar os títulos da sua dívida pública, piorando as perspectivas dos investidores. Em agosto de 1998, a Rússia declara moratória de 90 dias para o pagamento das dívidas do setor bancário e a suspensão do pagamento dos títulos.

A crise continuou vitimando outros mercados emergentes nos meses seguintes, sendo os países da América Latina novamente os próximos alvos. Os EUA e os países europeus contribuíram com a tentativa de amenizar a crise através da redução de suas taxas de juros, além dos empréstimos via FMI. Desta forma, foi evitado um colapso financeiro que, possivelmente, teria as mesmas proporções da Grande Depressão de 70 anos antes. Em 1999 os mercados emergentes já conseguiam gozar de certo equilíbrio nas suas finanças e retomavam gradativamente a trilha do crescimento econômico.

Mais uma vez a adoção de medidas paliativas, notadamente de socorro financeiro e instrumentos de política monetária, apenas retardou uma crise sistêmica de maiores

proporções. A liberalização dos mercados financeiros e sua desregulamentação prosseguiram como égide do capitalismo moderno, sem questionamento. Naturalmente, os críticos deste modelo de finanças internacionais apenas aguardaram o próximo capítulo (ou próxima crise) desta história.

A Crise Sistêmica Global originada a partir do setor de hipotecas *subprime* norte-americano

Após um período de relativa bonança para a economia mundial, uma nova crise surgiu bem no seio do capitalismo financeiro: os Estados Unidos. Basicamente o epicentro da crise foi o crescimento da inadimplência no setor de hipotecas *subprime* norte-americano, que deteriorou o balanço dos bancos e fundos de investimentos possuidores de títulos securitizados baseados nas mesmas.

Num processo semelhante à difusão dos *junk bonds* na década de 80, progressivamente os débitos hipotecários foram “adaptados” para tornarem-se títulos negociáveis, o já mencionado processo de securitização. Desta maneira, o crédito imobiliário se expandiu sobremaneira, na medida em que os riscos eram pretensamente dissipados pelos mercados financeiros. Os analistas buscavam estruturar esta nova modalidade de investimento de forma a criar liquidez para estes tipos de títulos, os chamados “derivativos de crédito” e facilitar o crescimento do mercado imobiliário nos Estados Unidos.

Aliás, como afirmam Cintra e Freitas (2008), a euforia vivenciada pelo mercado imobiliário norte-americano (os preços dos imóveis cresceram cerca de 183% entre o primeiro trimestre de 2002 e o quarto de 2007 - no período precedente à crise³⁰) ofereceu uma oportunidade interessante para os criativos financistas de Wall Street, reforçada pela política monetária implementada pelo FED através da redução das taxas de juros básicas e expansão da liquidez.

³⁰ FERRARI, Fernando (2008). “Crise financeira mundial: marco teórico e o que fazer”. Apresentação em Powerpoint. Curso de Extensão “Crise Econômica: Fatos, Explicações e Soluções (UFRGS).

O ciclo altista foi alimentado também pelo vigoroso aumento do crédito destinado ao consumo. Com os preços dos imóveis em ascensão, a geração de hipotecas tornou-se um negócio rentável para os bancos e vantajoso para as famílias norte-americanas. Estas lograram impulsionar seus anseios consumistas a partir do endividamento garantido pela valorização patrimonial de suas casas.

Através desta conexão entre consumidores, bancos comerciais (ofertavam o crédito imobiliário) e bancos e fundos de investimento (que viabilizavam a transformação dos débitos em títulos negociáveis) a bolha se sustentava. “Inspirados no modelo de transformação das hipotecas em ativos negociáveis (*mortgage backed securities*) da Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) e das empresas patrocinadas pelo governo — Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) e Federal Home Loan Mortgage Corp (Freddie Mac) —, os bancos desenvolveram novos instrumentos financeiros, os chamados produtos financeiros estruturados, que viabilizaram a constituição de um amplo mercado secundário para os empréstimos” (CINTRA & FREITAS, 2008: 416).

Inicialmente as hipotecas escolhidas no processo de securitização eram as mais seguras, de clientes com perfil de risco menor. Entretanto, a introdução de novos produtos financeiros e novas modalidades de seguros impulsionou os participantes a permitirem a introdução das hipotecas *subprime* no “esquema” arquitetado pelos seus participantes. Como os empréstimos eram potencialmente mais arriscados, exigiam taxas de retorno maiores. Conseqüentemente, os títulos securitizados a partir dos mesmos possuíam rendimentos mais elevados, agradando os investidores que os adquiriam.

A venda dos títulos originados dos empréstimos hipotecários para seguradoras e *hedge funds* permitia que os bancos comerciais aumentassem a oferta de crédito imobiliário, possibilitando o acesso do público de baixa renda a este tipo de mercado. Essa “terceirização” dos riscos trazia segurança ao emprestador, porém sem eliminar o inerente risco destes tipos de operações.

As agências de *rating* conferiam aos novos títulos a confiabilidade necessária para que os mesmos se disseminassem pelos mercados financeiros mundo afora³¹.

³¹ Talvez as agências fossem influenciadas em sua análise de crédito pelas generosas comissões pagas pelos bancos pelo serviço (Tett, 2009).

Conseqüentemente, perfis cada vez mais arriscados de devedores foram sendo aceitos pelos bancos comerciais, amparados pela aparente eliminação do risco de crédito. A facilidade em converter hipotecas altamente arriscadas em títulos securitizados não impunha limites ao ciclo que se configurou entre os participantes desta interconexão.

A competição acirrada entre os bancos pela liderança do mercado gradativamente reduziu as margens, em contrapartida à diminuição do conservadorismo nos empréstimos. “Banks and other lenders were issuing more and more mortgages, which were riskier and riskier, so that those loans could be repackaged into more and more CDOs in order to make up for the declining profit margins” (TETT, 2009: 126).

É possível observar que tal estrutura não poderia ser mantida por um longo período de tempo sem que a lógica que pressupõe seu funcionamento fosse questionada. Quando o mercado imobiliário norte-americano mostrou sinais de desaquecimento em 2006, as fragilidades do sistema de securitização das hipotecas foram também evidenciadas pelo público, principalmente através da inadimplência das famílias *subprime*.

A descrença em relação aos títulos vinculados às hipotecas fez com que seus valores se reduzissem drasticamente, na medida em que eram vendidos pelos seus detentores, principalmente os investidores institucionais. Como é comum nas crises financeiras, o mercado afetado se deteriora rapidamente, configurando uma fuga de recursos para os títulos do governo e sua garantida liquidez. Foi o que ocorreu com estes ativos.

O Bear Stearns, gestor de dois fundos que operavam fortemente títulos securitizados de hipotecas (muitas delas *subprime*) foi o primeiro grande banco a sinalizar problemas financeiros graves, em março de 2008, após sofrer uma corrida bancária significativa. A comunidade financeira ficou apreensiva com a possibilidade de contágio implícita na possível falência do Bear. O FED intermediou sua compra pelo JP Morgan Chase, atenuando o desespero de seus acionistas (Tett, 2009). O Lehman Borthers em setembro de 2008 pediu concordata, após declarar vultosas perdas originadas na crise do *subprime*, gerando pânico generalizado nos mercados financeiros ao redor do mundo.

Considerando o processo de globalização financeira observado a partir dos anos 60 e intensificado nos anos 80 e 90, os títulos derivados das hipotecas *subprime* não ficaram restritos ao território norte-americano. Tal modalidade espalhou-se pela Europa e Japão, onde os estragos da crise também foram sentidos.

Outros bancos que transacionavam este tipo de operações passaram a sofrer os efeitos do colapso deste mercado. Segundo Cintra e Freitas (2008), foram afetados num grau importante o UBS, Deutsche Bank, Bank of America, JP Morgan Chase, HSBC, Morgan Stanley, Wachovia, Barclays, Crédit Suisse, Citibank, Royal Bank of Scotland e o japonês Nomura Securities. Também as agências Freddie Mac e Fannie Mae patrocinadas pelo governo norte-americano e responsáveis pela maior parte dos empréstimos imobiliários registraram respectivamente perdas de US\$ 2 bilhões e US\$ 1,4 bilhão.

Como alternativa à crise, o Banco Central Europeu e o FED destinaram vultosos recursos aos mercados europeu e norte-americano, a fim de salvar as mais importantes instituições financeiras afetadas e procurar estabilizar a situação caótica que se configurara. De acordo com Cintra e Freitas (2008), o FED e o Banco Central Europeu (BCE) disponibilizaram impressionantes US\$ 3,2 trilhões nos mercados monetários entre os dias 27 de julho e 12 de setembro de 2007. As ações das autoridades incluíam injeções de liquidez, salvamento de instituições financeiras e até estatizações (como o banco inglês Northern Rock).

A estrutura financeira desenvolvida com a profunda desregulamentação implementada desde o fim de Bretton Woods criou as condições que determinaram a mais recente crise sistêmica global. O contexto de flexibilidade para movimentação de capitais e ausência de regras no jogo financeiro, aliados com a profusão da tecnologia da informação e comunicação facilitou demasiadamente a difusão de inovações como a securitização de créditos hipotecários, os *junk bonds* e toda a gama de exóticos derivativos. Inevitavelmente estas condições geram instabilidade sistêmica, exacerbada nos momentos de euforia como os que precederam a atual crise sistêmica global, dentre outras colocadas anteriormente.

Também as conexões entre os participantes dos mercados financeiros se tornam difusas, principalmente tendo em consideração a proliferação de novas instituições como os *hedge funds*, fundos de pensão, seguradoras, dentre outros. Conseqüentemente, há uma grande dificuldade de se ajustar os balanços destes novos agentes, tanto quanto fiscalizar as suas atividades. “Na atual configuração dos sistemas financeiros, os derivativos de crédito e os produtos estruturados lastreados em diferentes operações de crédito replicaram e multiplicaram tais prejuízos por um fator desconhecido e redistribuíram, globalmente, os

riscos deles decorrentes para uma grande variedade de instituições financeiras” (CINTRA & FARHI, 2008: 36).

As variadas instituições que formaram este instável cenário configuraram o *global shadow system*, definido na Introdução desta dissertação. Para desviarem-se das regras impostas pelos Acordos de Basiléia, os analistas financeiros formaram uma estrutura “às sombras” do arcabouço bancário oficial, buscando aproveitar as oportunidades oferecidas “finanças securitizadas”.

De forma relativamente análoga, os bancos comerciais desenvolveram meios de ampliar sua participação como intermediadores de recursos, a fim de aumentarem suas receitas com comissões. Também passaram a administrar fundos de investimentos e oferecer outros serviços de gestão, reduzindo a importância do crédito tradicional como principal negócio.

Os títulos de risco mais elevado, que conseqüentemente ofereciam maiores rendimentos, eram geralmente adquiridos pelas SIV (*Special Investment Vehicles*), patrocinadas por instituições garantidoras³². “Não podendo criar moeda ao conceder crédito diretamente, eles utilizaram esses recursos de curto prazo para assumir a contraparte das operações dos bancos, seja no mercado de derivativos, vendendo proteção contra riscos de crédito, seja nos produtos estruturados, adquirindo os títulos emitidos pelos bancos com rentabilidade vinculada ao reembolso dos créditos que esses concederam. Tornaram-se, dessa forma, participantes do mercado de crédito, obtendo recursos de curto prazo com os

³² “Inspirados no modelo de transformação das hipotecas em ativos negociáveis (*mortgage backed securities*) da Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) e das empresas patrocinadas pelo governo — Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) e Federal Home Loan Mortgage Corp (Freddie Mac) — os bancos desenvolveram novos instrumentos financeiros, os chamados produtos financeiros estruturados, que viabilizaram a constituição de um amplo mercado secundário para os empréstimos. Ao mesmo tempo, essas instituições passaram a priorizar operações não-registradas no balanço (garantias de crédito, por exemplo) e a criar diferentes tipos de empresas de propósitos especiais (SPV na sigla em inglês), como os veículos de investimento estruturados (SIV na sigla em inglês) e condutores externos (*conduits*). Os bancos transferiam parte de suas carteiras de crédito para esses veículos, em geral localizados em paraísos fiscais, de forma a reduzir as exigências de capital e liberar recursos para novos negócios” (CINTRA & FREITAS, 2008: 416).

quais financiavam créditos de longo prazo (hipotecas de trinta anos, por exemplo), atuando como quase-bancos” (CINTRA & FARHI, 2008: 39).

Percebe-se a pirâmide financeira criada a partir do simples crédito imobiliário. Bancos comerciais afrouxam suas políticas de empréstimos criando títulos negociáveis a partir das hipotecas. Os SIV são criados para adquiri-los, mediante a emissão de títulos de curto prazo, sendo estes comprados e mantidos pelos bancos de investimento. Fica patente a susceptibilidade deste esquema à inadimplência dos tomadores iniciais do crédito imobiliário fornecido pelos bancos comerciais.

Entretanto, quais seriam as razões principais que levaram as instituições financeiras a tomarem posições tão alavancadas? A primeira delas é, talvez, a mais óbvia. A globalização financeira reduziu as oportunidades de arbitragem, fazendo com que a rentabilidade dos diversos tipos de investimentos de risco semelhante convergissem. Paralelamente, a possibilidade do estabelecimento de um mercado secundário destes títulos, mesmo que baseado em um frívolo mercado de balcão, dá uma falsa sensação de segurança aos detentores daqueles. Contudo, em momentos adversos a esperada liquidez não se verifica e seu valor derrete rapidamente.

Braga (2009) propõe uma explicação mais elaborada para o comportamento dos agentes tão propensos ao risco. Segundo o autor, a perspectiva de socorro governamental em caso de instabilidade impulsionou a atuação irresponsável das instituições financeiras. A percepção da gravidade de uma eventual crise sistêmica e a conseqüente e prevista ajuda estatal levaram-nas a adotar um perfil extremamente agressivo na condução dos negócios, ancorados pela total ausência de limites às suas atividades.

Tal prerrogativa traz um importante questionamento à ideologia liberal implícita no seio do capitalismo financeiro. A defesa da irrestrita liberdade de atuação dos agentes e da necessidade de não intervencionismo do Estado nas decisões dos mesmos vale apenas para os momentos de bonança. Contudo, ao menor sinal de enfraquecimento do *boom* financeiro especulativo, torna-se inevitável a presença estatal para impedir o colapso da superestrutura de valorização fictícia do capital e os conseqüentes efeitos no setor real.

Fica evidente que a atual crise sistêmica global era uma profecia auto-realizável, tendo em vista a combinação de desregulamentação dos mercados financeiros e a valorização contínua e irreal dos diversos ativos neles existentes a partir de um sistema

irresponsável de classificação de risco de crédito. “Na “alta”, insistamos nesse ponto, só há o mercado; na “baixa”, todos os “entendidos” querem o Estado. Nesse processo, a discussão do *moral hazard*, ou seja, o risco de que os gestores privados de riqueza operem de maneira indisciplinada financeiramente ao terem como certa a intervenção pública para evitar um *crash* financeiro beira a hipocrisia, já que nas atuais condições não há alternativa” (BRAGA, 2009: 95).

Os fatores geradores de instabilidade prosseguem existindo e a necessidade de um novo marco regulatório que inclua o *global shadow system* prossegue. Mais além, demandam-se reformas que limitem alguns aspectos perniciosos da concorrência financeira e crie disciplina financeira internacional. E estas mudanças estão muito além das propostas derivadas de Basiléia (Braga, 2009).

Desta maneira a última crise sistêmica global, bem como outras crises financeiras recentes, é reflexo das condições impostas nos últimos 40 anos pelo desenvolvimento das finanças. A “institucionalização” do comportamento especulativo como paradigma predominante na gestão da riqueza traz diversas conseqüências negativas para a sociedade, que serão trabalhadas no próximo capítulo.

CAPÍTULO II

INSTABILIDADE CRÔNICA NO CONTEXTO DA RIQUEZA FINANCEIRIZADA

Um perfil geral das crises financeiras

A perspectiva ortodoxa, encampada principalmente pela vertente neoclássica, considera as crises financeiras anomalias temporárias de restrita importância para o estudo da teoria econômica. Mais além, os defensores de tal premissa crêem que os problemas financeiros são, quase sempre, resultados de políticas econômicas ineficientes (uma vez que a moeda seria neutra). A hipótese de eficiência dos mercados é a base da argumentação proposta pelos mesmos (Fama, 1970).

Como foi retratado no capítulo anterior desta dissertação, uma observação crítica da história nos permite verificar uma vasta quantidade de crises financeiras que, de forma muito intensa ou não, determinaram períodos de dificuldades para empresas e trabalhadores em geral. Considerá-las meras “anomalias” ou “pequenos desvios” causadas por governos irresponsáveis parece um contra-senso. Negligenciar os períodos de crise é algo no mínimo questionável, tanto pelos efeitos devastadores que as mesmas produzem na economia real quanto pela tangível possibilidade de estudo de suas características recorrentes, a fim de preveni-las ou pelo menos atenuá-las.

As crises financeiras estão, na verdade, intimamente relacionadas com períodos precedentes de progresso econômico e estado de confiança otimista por parte dos empresários, investidores e consumidores. Este otimismo é evidenciado nos mercados financeiros, que vivem momentos de euforia na crença de permanência do momento de bonança. Numa perspectiva convencional, os preços dos ativos se valorizam continuamente e se autonomizam de seus valores reais, fundamentais.

Esta é, basicamente, a premissa da configuração das **bolhas** ou **manias financeiras**. Ao contrário do que os liberais supõem, “as bolhas de ativos e as crises financeiras constituem então um padrão recorrente ao longo da história, com equívocos que se

repetem” (DYMSKI, 1998: 74). E estas bolhas surgem e explodem de forma relativamente imprevisível, segundo Aglietta (2004a).

É, portanto, que “nesta perspectiva, a história do capitalismo pode ser contada através da alternância entre fases de otimismo e prosperidade, seguidas de desalento e declínio do ritmo de atividade. Esta alternância não raro se apresenta sob a forma exacerbada: períodos de euforia especulativa sucedidos por crises financeiras. Este comportamento cíclico tem assumido, no entanto, diversas configurações e diferentes graus de severidade, de acordo com as regras e instituições que presidem cada uma das etapas da economia capitalista” (BELLUZZO, 1997: 152).

O aquecimento dos mercados financeiros oferece maior espaço para a atuação de especuladores, que passam a ditar o ritmo do ciclo altista³³. Outros indivíduos entram no mercado na esteira dos primeiros (as “verdureiras e as criadas”, os “engraxates garçons” ou ainda, o “pintor de paredes e a *office girl*”³⁴). Neste momento todos os participantes do jogo financeiro ganham: investidores, que vêem sua riqueza financeira aumentar constantemente; instituições financeiras, que aumentam seus lucros a partir das comissões; as empresas, que passam a gozar de maior acesso aos mercados de capitais; e até mesmo os consumidores, que conseguem melhores condições de crédito para financiar seus anseios consumistas.

O sistema bancário possui um papel vital no desenvolvimento capitalista, uma vez que “as decisões de gasto da classe capitalista só podem ser viabilizadas, em cada momento, através da oferta de recursos líquidos “criada” pelos bancos. Os empréstimos (...) criam a moeda necessária para sancionar a aposta dos detentores de riqueza, que pretendem ampliar seu patrimônio e sua renda” (BELLUZZO, 1997: 158).

Numa perspectiva minskyana, “durante a fase ascendente do ciclo, as oportunidades de lucro estimulam a demanda de créditos e empréstimos bancários e levam à expansão do

³³ Kindleberger (2000) define dois tipos principais de especuladores, os *insiders* e os *outsiders*. Os primeiros seriam os pioneiros, aqueles que primeiro percebem o movimento de valorização dos títulos financeiros e sustentam a alta continuada dos mesmos. Os *outsiders*, percebendo que alguns investidores estão obtendo ganhos vultosos no mercado financeiro, resolvem entrar no jogo. Enquanto os *insiders* saem do mercado no auge, os *outsiders* abandonam-no apenas quando os outros já o fizeram, intensificando o movimento baixista.

³⁴ Expressões vulgares citadas por Kindleberger (2000) para a entrada dos investidores inexperientes no mercado, em geral quando o mercado já está perto do auge e a bolha está prestes a estourar.

investimento, financiado pelo endividamento” (CHESNAIS, 1998: 254). Portanto, os bancos reagem pró-cíclicamente, alimentando o *boom* através da expansão do crédito. Instituições financeiras, como as corretoras de valores, costumam fazer o mesmo a fim de obter ganhos com os serviços de corretagem, intensificando a alta dos títulos.

Os períodos de ascensão dos preços dos ativos vêm combinados com a profusão de novos serviços financeiros que buscam explorar todas as possibilidades de aplicações de capital. Analistas e especuladores usam toda sua criatividade para inventar instrumentos que lhes permitam aproveitar ao máximo o momento favorável. “Nos períodos que registram uma liberação da inovação e um crescimento rápido da circulação financeira, observa-se que a frequência das crises aumenta” (BOYER; DEHOVE & PLIHON, 2006, 235). Neste contexto podemos citar como exemplos a febre dos *junk bonds* norte-americanos da década de 80 e a criação das contas especulativas *tokkin* no Japão, já abordados neste trabalho.

A alavancagem torna-se ilimitada e os seus riscos são desprezados. “Novas oportunidades de lucros são aproveitadas até ao exagero, de uma forma tão próxima à irracionalidade que se transforma em mania (...). Na fase maníaca, pessoas ricas ou com crédito transformam seus bens em dinheiro ou tomam empréstimos para comprar ativos financeiros reais ou ilíquidos” (KINDLEBERGER, 2000: 3 e 4).

Logicamente, a pressão pela desregulamentação aumenta, uma vez que a interferência governamental tende a ser um empecilho à valorização forçada do capital. As principais manias especulativas estiveram estritamente relacionadas a uma liberalização extrema dos mercados financeiros envolvidos e à ausência de um marco regulatório que os norteara.

Outra característica comum das bolhas financeiras é sua extensão ao mercado imobiliário. Os preços dos imóveis acompanham a valorização dos títulos financeiros, aquecendo os setores da economia relacionados à construção civil. O crédito imobiliário também é expandido sobremaneira, alimentando a bolha. A euforia em um mercado financeiro específico facilmente é estendida para outros (notadamente o imobiliário), numa onda generalizada de otimismo.

Chesnais (1998) identifica a ocorrência de tal efeito com maior intensidade a partir dos anos 80, principalmente no Japão e nos Estados Unidos, devido à relação mais extensiva entre mercados financeiro e imobiliário estabelecida a partir desta década:

“Na euforia nascida da prosperidade, bastante artificial, que se seguiu à abertura e à desregulamentação financeira e ao boom das fusões/ aquisições intertríade, a construção e a locação de imóveis, tanto residenciais quanto principalmente comerciais, estiveram entre os setores de crescimento mais rápido” (CHESNAIS, 1998: 278).

O crescimento do endividamento das famílias não se restringe à aquisição de imóveis. O consumo também é afetado positivamente, na perspectiva da obtenção de rendimentos futuros com a venda dos títulos financeiros (o chamado efeito-riqueza, já apresentado neste trabalho). Costumeiramente orgias consumistas passam a ser recorrentes nas sociedades que vivenciam o frenesi da valorização extrapolada do capital financeiro³⁵.

Também corriqueiras tornam-se as fraudes, manipulações de mercado, utilização de informações privilegiadas e o *lobby* político, dentre outras ações ilegais. O enriquecimento torna-se o objetivo único de muitos, que passam a não medir esforços para obtê-lo. “Em um *boom*, fortunas são amealhadas, os indivíduos tornam-se gananciosos e fraudadores surgem para explorar essa ganância” (KINDLEBERGER, 2000: 97). Os limites éticos previstos no jogo das finanças são solapados, mediante a vista grossa de políticos e reguladores, muitos particularmente interessados nos resultados desta ciranda. A imprensa também faz o seu papel, ora através de bajulações a determinados títulos ou empresas ora negligenciando os desvios de conduta de investidores e analistas. Não são raras na história conexões deste tipo entre jornalistas e participantes da comunidade financeira³⁶.

Entretanto, os ciclos altistas são extremamente sujeitos a uma reversão inesperada, em virtude da frivolidade de sua sustentação. A verificação do desaquecimento da

³⁵ No ápice da “Era Dourada” norte-americana da década de 1870, “em festas da alta sociedade enrolavam-se cigarros em notas de cem dólares, inseriam-se pérolas negras nas ostras dos convidados e enfeitavam-se cães com coleiras incrustadas de diamantes” (Chancellor, 2001).

³⁶ Chancellor (2001) indica os sórdidos esquemas de corrupção por trás de alguns dos principais períodos de êxtase especulativo nos mercados financeiros.

economia, uma repentina mudança de política monetária ou simplesmente uma notícia desagradável aos mercados pode acarretar uma revisão das expectativas dos investidores e analistas, mudando o estado de confiança observado até então. Contudo, é tarefa um tanto quanto complicada identificar o pico do movimento ascendente e prever o início do período deflacionário.

Nestes casos, inicia-se uma fuga para a liquidez dos títulos públicos que deteriora os diversos mercados financeiros. “A corrida para se livrarem de ativos financeiros reais ou de longo prazo e transformá-los em dinheiro pode vir a ser algo como o estouro de uma boiada” (KINDLEBERGER, 2000: 21). As convenções financeiras são mutáveis, calcadas nas estratégias de operadores que, não raramente, são reavaliadas de acordo com as condições apresentadas. Uma perspectiva negativa em relação ao futuro significa uma reversão das expectativas dos agentes econômicos.

Desta maneira, a mesma lógica convencional que impulsiona os mercados financeiros pode derrubá-los. Crises súbitas são originadas a partir do comportamento de manada dos investidores, assustados com o declínio do preço de seus ativos. Os agentes econômicos que outrora expandiram seus investimentos tendo em vista o sucesso dos “pioneiros do mercado” revêem suas estratégias, na medida em que as circunstâncias mudam. “Os operadores individuais deixam de agir como calculadores isolados para tornarem-se sensíveis ao que fazem os outros investidores, a ponto de segui-los nos seus temores e nas suas manias menos racionais” (ORLEAN *apud* CHESNAIS, 1998: 271).

Resultam destas crises falências de instituições financeiras que se excederam na alavancagem, investidores que, da mesma forma, apostaram demais na continuidade do ciclo altista e até de empresas produtivas que adotaram estratégias equivocadas de financiamento.

O crédito, outrora farto, passa a ser racionado pelos bancos, que assim como os investidores também se voltam aos títulos do governo. A deterioração das condições de crédito aflige consumidores e empresas sobreendividados, além de restringir novos gastos em investimentos e consumo. Ou seja, a alteração das expectativas ocasionará uma oscilação do volume de crédito (tanto quanto mais voláteis estiverem as expectativas) e

alterará a disponibilidade dos financiamentos. Conseqüentemente, as decisões do lado real da economia e os níveis de produção e emprego serão igualmente afetadas (Minsky, 2008).

A crise financeira, portanto, espraia-se para o setor real da economia, afetando a renda e o emprego. A recuperação pode ser dolorosa, levando anos para a retomada do crescimento econômico, a exemplo do *crash* de 29 e a Grande Depressão. Em geral, o socorro governamental tem sido a tônica para evitar catástrofes semelhantes à ocorrida na década de 30. O *crash* de 87, as crises nos mercados emergentes da década de 90 e a última crise sistêmica global são evidências desta tendência.

O rompimento de Breton Woods e a ascensão da financeirização

O primeiro capítulo desta dissertação identificou os principais momentos de instabilidade financeira dos séculos passado e atual. Não por coincidência, a partir do rompimento do sistema de Bretton Woods a incidência de crises tornou-se freqüente, criando um novo padrão de finanças internacionais baseado na desregulamentação, na liberalização dos mercados financeiros, na securitização de débitos bancários e na plena mobilidade do capital.

O primeiro passo rumo ao “novo padrão” é dado na década de 60 com a mudança de política monetária norte-americana, liberando as transações privadas dólar-ouro e a cessão da conversibilidade libra-dólar por parte da Grã-Bretanha. A conseqüente liquidez criada minou qualquer possibilidade de controle por parte das autoridades monetárias e de ajuste dos balanços de pagamentos, intensificando a especulação em moedas. Paralelamente, o crescimento do euromercado e o fortalecimento da economia japonesa puseram em cheque a soberania do dólar (Tavares, 1997).

Em 1971 os Estados Unidos rompem definitivamente a conversibilidade dólar-ouro. A iminente desvalorização da moeda norte-americana em relação às outras moedas, destacadamente o iene, o marco e a libra, gerou uma forte pressão especulativa contra o dólar. A organização das finanças internacionais, que já apresentava sinais de profunda desestabilização, sofre um golpe violento com o primeiro choque do petróleo, em 1973 orquestrado pelo Cartel da OPEP. Tal fato criou sérias dificuldades para os sobreendividados países do Terceiro Mundo (cuja situação piorou ainda mais após o

segundo choque, em 1979). O risco de *default* dos mesmos criou apreensão aos credores, impondo a necessidade de uma intervenção institucional (através do FMI, fundamentalmente) para evitar o colapso da estrutura financeira vigente.

O ano de 1979 determina o contragolpe norte-americano em relação à desordem observada e a contestação do dólar junto à comunidade financeira, através da drástica subida da taxa de juros interna pelo presidente do FED, Paul Volcker. A decisão reafirmaria a supremacia do dólar como moeda de máxima liquidez³⁷. Nas palavras de Duménil & Lévy (2003), ação foi “um processo consciente, deliberado, cuidadosamente orquestrado, e não um resultado de um mecanismo de mercado qualquer” (DUMÉNIL & LÉVY, 2003: 33).

Uma valorização forçada que retomaria “o controle dos seus próprios bancos e do resto do sistema bancário privado internacional e articularia em seu proveito os interesses do rebanho disperso” (TAVARES, 1997: 34). A reorientação dos fluxos financeiros para a economia norte-americana, após a ameaça européia e japonesa, trouxe algumas implicações importantes para o cenário internacional.

Primeiramente, os países do Terceiro Mundo tiveram sua posição deteriorada sensivelmente com a subida dos juros norte-americanos. As sérias dificuldades enfrentadas nos anos 80 para lidar com a piora das condições de endividamento seria evidenciada pela moratória mexicana de 82³⁸. Tal situação forçou a desvalorização das moedas locais a fim de estimular a obtenção de superávits comerciais que atenuassem os problemas das finanças domésticas e a subida das suas taxas de juros referenciais.

³⁷ Segundo Braga (1997) “esse processo está ancorado na aceitabilidade dos títulos do Tesouro americano como lastro básico da securitização globalizada; no poder do Federal Reserve e do Tesouro em manter a dominância do dólar a partir da política monetária e cambial intervencionista, com as quais vêm sustentando as vantagens financeiras, de liquidez e de segurança dessa moeda financeira; do papel dos bancos e dos investidores institucionais americanos operando em escala global com ampla autonomia, de acordo com estratégias quase automáticas, comandadas por programas de computadores que monitoram as variações dos preços dos ativos” (BRAGA *apud* CINTRA, 1997: 13). Ou seja, a decisão norte-americana de subir as taxas de juros envolve a emergência de uma superestrutura financeira totalmente nova, porém com a reafirmação do dólar como a moeda comandante do jogo financeiro.

³⁸ Os detalhes sobre a dívida dos países do Terceiro Mundo são indicados no primeiro capítulo da dissertação.

Outra nova perspectiva para o mundo das finanças foi determinada pelas idas e vindas da política monetária do FED, que no intervalo de 10 anos (entre 1979 e 1989) promoveu oscilações na taxa de juros básica de um teto de 20% a um piso de 4,5%. Tal fato criou um clima generalizado de instabilidade nos mercados financeiros, propiciando a intensificação dos movimentos especulativos (Tavares, 1997). A ausência de um patamar conhecido pelo público aumentou o clima de insegurança prevalecente à época.

Aliás, a livre flutuação das moedas nacionais após o fim da conversibilidade propiciou a inclusão do mercado câmbio no jogo financeiro através das expectativas dos agentes de valorização ou desvalorização das moedas nacionais, conforme nos atesta Belluzzo (1997):

“Os mercados cambiais, com elevados volumes de negócios (...) oferecem aos detentores de riqueza renovadas oportunidades de especulação quanto ao curso futuro das moedas e ensejam espaços importantes de arbitragem entre taxas de juros dos ativos emitidos em moedas distintas” (BELLUZZO, 1997: 182).

Tal possibilidade aumentou significativamente a vulnerabilidade dos países em relação a variações bruscas no valor de suas moedas, sujeitas a ataques por parte de grandes especuladores. Este aspecto ficaria evidenciado a partir da Crise Asiática em 97, quando a desvalorização forçada das moedas da região gerou sérios distúrbios financeiros com graves conseqüências para as economias locais.

O clima de incerteza propiciou a difusão de diversas inovações financeiras que visassem a proteção contra perdas patrimoniais, por parte de alguns investidores mais conservadores, bem como a alavancagem desejada pelos investidores mais arrojados (ou simplesmente especuladores).

Os anos 80, sob a primazia norte-americana, também viriam a presenciar uma onda de desregulamentação nos principais mercados financeiros (Nova Iorque, Londres e Tóquio, fundamentalmente) que facilitaria o processo de “criação” das instituições financeiras. É neste contexto que amplifica-se a securitização de ativos e a proliferação de derivativos dos mais variados tipos. Este movimento de liberalização se estenderia nos anos 90 ao restante dos países desenvolvidos e com grande intensidade nos mercados emergentes da América Latina e do Leste Asiático.

Neste contexto, novos participantes surgiriam nos mercados financeiros a fim de explorar as novas oportunidades de investimento. Intensifica-se o processo de desintermediação bancária e os mercados de capitais são fortalecidos ao redor do mundo. “A novidade nestes mercados de finanças securitizadas³⁹ é participação crescente das famílias, como ofertantes de fundos e detentoras de papéis, através dos investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos e seguradoras) (BELLUZZO, 1997: 175 e 176).

A orientação voltada ao crédito bancário, característica dos tempos de Bretton Woods, gradativamente perde espaço para as novas fontes de financiamento. Uma nova inserção das empresas produtivas se iniciaria a partir de então, voltada à captação de recursos através dos mercados de capitais em crescimento.

A ascensão dos investidores institucionais é vital neste processo de mudança. A entrada maciça das famílias nos mercados de títulos, como contumazes compradores, modificou sobremaneira as relações entre investidores e empresas, segundo Aglietta (2004a):

“A desregulamentação das finanças abriu novas perspectivas para a poupança, que saiu de seus refúgios tradicionais, nos bancos e nas cadernetas de poupança, rumo a mercados de títulos e a aquisições imobiliárias. Esse redirecionamento foi canalizado pelos investidores institucionais (companhias de seguro e fundos de pensão) que foram forçados pela concorrência a realizar administrações mais dinâmicas das carteiras que lhes eram confiadas. A atração das famílias foi garantida pelas esperanças de ganhos de capital suscitados pelos mercados abertos, desregulamentados e vitaminados por incentivos fiscais” (AGLIETTA, 2004a: 25).

³⁹ Segundo Braga (1997), “a securitização é, num sentido amplo, o processo pelo qual empresas produtivas, bancos, demais empresas financeiras e governos emitem títulos de dívida, com inúmeras finalidades, envolvendo e interligando, desta forma, os chamados mercados creditício, de capitais, de derivativos (*swaps*, opções e futuro). Ela é uma modalidade financeira que torna os títulos negociáveis, flexibiliza prazos e taxas de rendimento, adaptável a múltiplos agentes, funcional à administração de riscos, substituta dos empréstimos bancários e, ao mesmo tempo, propícia aos bancos na captação de fundos. Como tal, é peça-chave do padrão de riqueza em questão, disseminando-se nas operações nacionais e transnacionais, nos regimes monetário-financeiro e cambial” (BRAGA, 1997: 198)

Essa “administração dinâmica” das carteiras envolve uma constante reavaliação das posições por parte dos analistas responsáveis pela gestão dos fundos de investimento. A especulação passa a ser definitivamente a tônica do capitalismo moderno e a perspectiva de curto-prazo torna-se o padrão. “O problema é que nestes mercados dominados pela lógica dos estoques a especulação não é estabilizadora nem autocorretiva, ao contrário do que procuram afirmar os monetaristas clássicos e os partidários das expectativas racionais, porquanto a coexistência entre incerteza, assimetria (de poder e de informação) e mimetismo freqüentemente dá origem a processos auto-referenciais, instáveis e desgarrados dos fundamentos” (BELLUZZO, 1997: 177).

Em contrapartida, o investimento produtivo torna-se comprometido, em virtude da crescente aversão dos agentes à iliquidez. Projetos com prazos de maturação mais longos passam a ter menores chances de financiamento e a criação de capacidade produtiva é substituída por uma intensificação das aquisições, fusões e incorporações de empresas (Belluzzo, 1997). Esta é a consequência direta da globalização financeira em relação à economia real.

Aumenta, portanto, a discrepância entre a valorização mobiliária e o crescimento econômico. Enquanto o primeiro processo se fortalece gradativamente, o segundo é restringido pelas condições impostas pelas finanças globalizadas. Os fundamentos econômicos se distanciam dos preços dos ativos numa espiral inflacionária sem precedente na história.

Os impactos são sentidos na redução dos índices de produtividade, no aumento do desemprego e no gradativo declínio dos salários reais. “O desenvolvimento dos mercados de ativos financeiros e a institucionalização da poupança, favoreceu o enriquecimento privado em detrimento do crescimento da renda para toda a sociedade” (AGLIETTA, 2004a: 29).

Obviamente, as bolhas especulativas e as conseqüentes crises financeiras viram rotina, deixando de ser “movimentos anômalos de instabilidade”. Mais que uma bolha ou uma mania isolada, instaura-se uma **tendência permanente de valorização artificial do capital financeiro**, fortalecida pela ausência de regras para sua movimentação e limites

para sua criatividade. Emerge um novo padrão de riqueza, sob a ótica da **financeirização**⁴⁰:

“Os fatores pertinentes a esse padrão de riqueza advêm das transformações dos sistemas monetário-financeiros relacionadas às alterações na natureza do dinheiro, do crédito e do patrimônio; da gestão dos bancos centrais sobre a liquidez e as taxas de juros; da emergência das corporações produtivas com finanças que são um objetivo em si mesmo; da circulação internacional ampliada dos capitais sob o regime de taxas de câmbio flexíveis; da interação desses movimentos com as restrições impostas às finanças públicas; da desregulamentação financeira; da condução das políticas de globalização pela hegemonia dos Estados Unidos” (TAVARES & MELIN *apud* BRAGA, 1997: 197 e 198).

Os novos participantes do mercado financeiro

A década de 60 marca a ascensão da taxa de juros norte-americana e o conseqüente crescimento do processo de desintermediação financeira, devido ao crédito mais caro. Popularizam-se também os chamados CDs (Certificados de Depósitos), alternativa rentável de aplicação no euromercado oferecida pelos bancos norte-americanos no exterior. Esta nova perspectiva desafiou o monopólio das contas de depósito a prazo das instituições de depósito, predominantes nas décadas de 30, 40 e 50 (Cintra, 1997). Desta forma, os bancos comerciais foram afetados negativamente, na medida em que opções de investimento mais interessantes (porém mais arriscadas) surgiam.

Esta orientação para os mercados monetários culminou na introdução de novos participantes que mudariam profundamente os mercados financeiros. Os fundos mútuos⁴¹

⁴⁰ É importante ressaltar que as expressões mundialização do capital, globalização financeira e financeirização estão intimamente ligadas, mas possuem distinções importantes no tratamento metodológico, conforme indica Braga (1997). “As noções de globalização financeira (Aglietta & Coudert, 1990) e mundialização do capital (Chesnais, 1998) embora estejam consideradas, analiticamente, no interior de nossa formulação, não são sinônimas, não se confundem, com a financeirização, na medida em que, com este conceito, o que buscamos é aprender o *modo de ser* da riqueza contemporânea, sua gestão e aspectos de sua dinâmica sistêmica, no âmbito destes movimentos internacionais do capitalismo” (BRAGA, 1997: 197).

(ou *money market mutual funds*), pioneiros da “era da securitização”, surgiram neste contexto. O ciclo de negócios se dava da seguinte maneira: as empresas produtivas emitiam títulos de dívida, *commercial papers*, através de companhias financeiras, sendo estes comprados pelos fundos mútuos. Os quotistas assumiam os riscos da operação, sem garantia de resgate do seu principal. Simplificadamente, esta é a lógica da securitização e da criação dos fundos mútuos.

Esta estratégia, implementada inicialmente pelas empresas com melhor classificação de risco, estendeu-se a outras, mais endividadas. O mercado evoluiu rapidamente, principalmente após o desenvolvimento do mercado secundário das *securities* nos anos 80. Cabe também ressaltar a importância das agências de classificação de risco neste ponto, que costumeiramente conferem uma questionável credibilidade a títulos de algumas empresas em condições de saúde financeira duvidosa (a alusão aos *junk bonds* de Milken ou às hipotecas *subprime* deve ser realizada novamente aqui⁴²).

Entretanto, é evidente que o alto risco destas operações é negligenciado por parte dos subscritores (os bancos de investimento) e, principalmente, pelos quotistas. Enquanto todos estão ganhando, os primeiros com os serviços de “engenharia financeira” e os segundos com os altos retornos, não há questionamento em relação ao funcionamento do novo “esquema” de financiamento.

O crédito bancário tradicional foi, desta forma, sendo gradativamente substituído pela finança direta: “a morte lenta das operações de banco comercial tradicional”, nas palavras de Guttman (1994). Segundo Farnetti (1998), “os investidores institucionais estão

⁴¹ Segundo Cintra (1997), “os fundos mútuos são, portanto, meios de pagamentos que garantem aos investidores o recebimento de juros em aplicações de curto prazo. Suas características podem ser resumidas da seguinte forma; a) estrutura de passivos restrita a depósitos, na verdade quotas vendidas dos fundos; b) pagamento de taxa de juros do mercado monetário, creditado mensalmente; c) ativos constituídos de *securities* diversas – *commercial papers*, aceites bancários, contratos de recompra, títulos públicos, certificados de depósitos; d) ausência de obrigatoriedade de manutenção de reservas junto à autoridade monetária; e) ausência de seguros de depósitos para as quotas; f) atuação mediante pequena margem de lucro, resultante de diferenças entre taxas de ativos e passivo; etc” (CINTRA, 1997: 21). O autor também indica uma tabela classificadora dos diversos tipos de fundos mútuos, para efeito de ilustração.

⁴² Data do mesmo período o surgimento e proliferação dos títulos securitizados baseados em hipotecas residenciais, que posteriormente deflagrariam a crise do *subprime*.

induzindo uma revolução financeira que afeta profundamente o sistema bancário. A aparição do “banco-dividendo” seria, portanto, o produto direto do aumento da força dos investidores institucionais superpoderosos, que são os *mutual funds*” (FARNETTI, 1998: 193).

Além dos fundos mútuos, outros investidores institucionais emergiram neste contexto: diversos outros fundos de investimento, fundos de pensão e seguradoras. A existência de um mercado secundário para os títulos que eles negociavam propiciou seu fortalecimento e intensificou o processo de securitização de dívidas. “A diversificação das aplicações é dinâmica, no sentido de que a composição das carteiras é modificada em função da percepção dos rendimentos relativos futuros das aplicações e das correlações entre as volatilidades. Por isso, a liquidez dos mercados secundários de títulos é uma qualidade preponderante para esses agentes” (AGLIETTA, 2004a: 35).

Estes novos instrumentos de investimento contaram, como dito anteriormente, com as famílias e as empresas para se desenvolverem. Eles passaram a participar mais diretamente dos mercados financeiros, configurando o que Cintra (1997) denomina de “institucionalização das poupanças”. Pode-se dizer que a securitização tem um caráter dual: os credores líquidos procuram evitar os tradicionais investimentos bancários, enquanto os devedores buscam os mercados de capitais como alternativa mais barata de endividamento e capitalização.

O desenvolvimento dos derivativos durante as décadas de 70 e 80, intrinsecamente ligado à crescente instabilidade nos mercados de câmbio, commodities e ações, bem como o aumento da volatilidade das taxas de juros dos títulos governamentais, propiciou o surgimento de fundos de investimentos baseados nos instrumentos de *hedge* existentes: os *hedge funds* ou fundos *hedge*.

A visão curto-prazista que norteia as decisões de investimento fez com que os fundos *hedge* se transformassem, com o passar do tempo, em fundos de alta alavancagem, em função do seu perfil de ativos alvos. Como é sabido, os derivativos são utilizados tanto pelos *hedgers* quanto pelos especuladores. Os segundos passaram a determinar o padrão das carteiras dos fundos *hedge*.

Resumidamente, estes fundos funcionam através da seguinte maneira: “seus gestores contraem, junto aos bancos e outras instituições financeiras, empréstimos que são

múltiplos dos recursos de seus cotistas e os aplicam em mercados de renda variável e de derivativos na expectativa de que os lucros obtidos sejam superiores aos juros pagos” (CINTRA, 1997: 55).

E, diferentemente do que ocorre nos fundos mútuos convencionais, os fundos *hedge* remuneram seus administradores de acordo com sua performance, não pela cobrança de prêmios fixos. Logicamente, o perfil dos mesmos torna-se mais arrojado, uma vez que eles ganham pelo resultado obtido sem responder com seus recursos. Nos períodos altistas sua exposição aumenta ainda mais, uma vez que os grandes rendimentos obtidos permitem a intensificação da especulação nos diversos mercados, de moedas estrangeiras, commodities, ações e obrigações.

Estes fundos extremamente arriscados são capazes de desestabilizar os mercados financeiros sobremaneira, visto que uma eventual queda no valor dos ativos cai faz com que a alavancagem suba, podendo inclusive exceder o limite estabelecido pelo financiador. Este poderá exigir sua diminuição pela venda dos ativos ou através do aumento da margem (Cintra & Freitas, 2008). A perspicácia de seus gestores em alavancar o capital em várias vezes é impressionante, porém sua capacidade de se defender no caso de uma súbita desvalorização os títulos em carteira nem tanto.

As dificuldades individuais podem gerar grandes problemas para os mercados, uma vez que “as vendas compulsórias para se readequar às regras do financiamento da alavancagem, conduzem ao aumento da volatilidade que é retransmitido para outros mercados. A desvalorização dos preços força outros fundos a reconhecerem perdas porque (são) obrigados a registrar o valor dos ativos no nível das negociações que ocorrem no mercado, por meio da marcação a mercado, incentivando outros investidores a também resgatarem suas cotas. Isto pode levar a círculos viciosos de vendas forçadas de ativos, bem como de aumento de taxas de juros em vários mercados (para viabilizar as chamadas de margens)” (CINTRA & FREITAS, 2008: 422).

O nível exagerado das atividades especulativas traz insegurança até nos investidores mais tradicionais, como coloca Farnetti (1998). Os mercados tornam-se auto-destrutivos e prejudicam a esfera produtiva. Até os gurus das finanças modernas, como George Soros, demonstram preocupação com a evolução atual dos mercados financeiros. Quando os fundos *hedge* se popularizaram na década de 90 (passando de menos de 200 em 90 para

1200 em 98), o financista questionou a assimetria de riscos e recompensas na atividade de gestor e argumentou em favor da regulamentação destes fundos (Chancellor, 2001)⁴³.

Um importante exemplo da magnitude do risco sistêmico imputado pela presença de tais fundos é o caso da falência do LTCM (Long-Term Capital Management) em 98. Gerido por figurões da comunidade financeira (John Meriwether, ex vice-presidente do Salomon Brothers, David Mullins, ex vice-presidente do Federal Reserve, Myron Scholes e Robert Merton, ganhadores do Prêmio Nobel de Economia em 97), o fundo foi saudado no seu lançamento, em 1994, como uma revolução na administração financeira, por utilizar “avançados” métodos científicos na precificação dos ativos em carteira (um aperfeiçoamento da Teoria dos Mercados Eficientes).

Através de generosos empréstimos obtidos junto aos bancos de investimento norte-americano (inclusive muitos sem qualquer garantia) e vultosas aplicações em derivativos, o fundo chegou a construir uma posição no mercado de impressionantes 1,4 trilhão de dólares. Sua alavancagem excedia cem dólares de dívida para cada dólar de capital social (Chancellor, 2001). Entretanto, em 1998 expressivas perdas de capital levaram-no ao seu fim, mediante o socorro dos bancos de investimento e do FED para que a crise não se alastrasse ainda mais.

Outros fundos *hedge* também sofreram com a derrocada do LTCM, contudo sem colapsar o mercado. A “correria rumo à liquidez”, conforme indica Aglietta (2004a) afeta não apenas o fundo falido como outros de características semelhantes. Os títulos de alto rendimento são subitamente substituídos nas carteiras pelas obrigações de Estado, notadamente as norte-americanas.

“A falência de uma instituição financeira traz consigo um possível aumento do grau de desconfiança com relação a instituições semelhantes que pode levar o público a esperar a repetição de problemas semelhantes e, por conseguinte, a se precaver, liquidando seus negócios com a instituição ameaçada e, com isso, efetivamente condenando-a a desaparecer” (CARVALHO, 2004b: 2).

⁴³ Warren Buffett, outro atual financista prestigiado, disse certa vez que a comunidade financeira “observando, corretamente, que o mercado *com frequência* era eficiente, concluíram incorretamente que o mercado era *sempre* eficiente” (BUFFETT *apud* CHANCELLOR, 2001: 287).

Também os fundos de pensão são participantes importantes no atual cenário das finanças internacionais. Os bônus e as ações são os principais ativos mantidos em carteira, entretanto sem limitar-se apenas aos mesmos. Nos períodos precedentes às crises asiática e mexicana os fundos de pensão detinham vultosas quantias em títulos originários destes países, assim como os fundos mútuos e *hedge*. Da mesma forma, derivativos e moedas também encontram-se freqüentemente presentes nos portfólios de tais investidores institucionais.

Os anos 60 e 70 observaram um considerável crescimento dos fundos de pensão, principalmente nos países com mercados de capitais desenvolvidos, casos do Reino Unido e Estados Unidos. O desenvolvimento dos mesmos foi, segundo Farnetti (1998), um dos fatores de pressão pela liberalização, na busca da diversificação da alocação de capital.

As décadas seguintes apenas ratificariam a importância dos fundos de pensão e dos outros investidores institucionais, beneficiados pela contínua desregulamentação dos mercados financeiros. Seu crescimento é concomitante com a intensificação da instabilidade financeira observada nos últimos 40 anos. Mais do que crises financeiras pontuais, sua evolução pautada pelo comportamento cada vez mais propenso ao risco suscita uma **vulnerabilidade permanente**, que torna o Estado e as autoridades monetárias **reféns** das suas ações. O processo de financeirização **aprisiona** a sociedade nos interesses rentistas dos grupos financeiros dominantes.

Facilitada pela intensificação do processo de securitização, a prospecção de novos negócios e a alocação em carteira dos ativos por parte dos seus gestores caracteriza-se por ser meramente especulativa, voltada essencialmente para a obtenção de lucros de curto prazo, sejam eles através de arbitragem entre taxas de câmbio, mercados de commodities, nos títulos governamentais, ações, obrigações, derivativos ou qualquer outro ativo que ofereça um padrão de remuneração satisfatório, mediante um padrão de liquidez interessante.

O *global shadow system* (ou *parallell banking system*), mencionado anteriormente, engloba estes novos participantes do jogo financeiro. “Às sombras” porque, ao contrário da atividade bancária convencional, limitada por uma regulação mais apurada e critérios de risco de crédito mais difundidos, estes intermediários atuam à margem da supervisão

governamental. Sem limites para sua atuação, estes agentes geram a instabilidade supracitada, a partir de seu comportamento arrojado:

“As instituições não-bancárias ficavam restritas a parcelas específicas do mercado de crédito e à colocação de ações e títulos de longo prazo no mercado de capitais. No período recente, houve uma modificação do papel tradicional dos bancos e um aumento dos intermediários financeiros não-bancários no processo de gestão da riqueza, de criação creditícia e monitoramento dos meios de pagamento na economia norte-americana. Conseqüentemente, ocorreu um avanço crescente dos mercados de capitais, à margem da ação direta do Federal Reserve e da regulamentação bancária, sendo que a dinâmica dos mercados de capitais está associada a uma intensa utilização de mecanismos que visam essencialmente ao encurtamento do prazo e a cobertura de riscos, aproximando-se cada vez mais das características de funcionamento dos mercados monetários (com elevado teor especulativo)” (CINTRA, 1997: 36).

A evolução do setor bancário desde os anos 70

Para não perder seu espaço na nova conjuntura, o setor bancário também reorientou sua atenção para os mercados de capitais. Sujeitos a uma regulamentação rígida consolidada durante a década de 30⁴⁴, os bancos comerciais buscaram conciliar suas atividades convencionais de crédito e estenderam sua esfera de atuação às atividades de gestão de portfólio, na esteira das inovações financeiras dos últimos 40 anos⁴⁵.

⁴⁴ Devido à quebra generalizada dos bancos norte-americanos após o *crash* de 29, diversos controles foram colocados à sua atuação, conforme nos indica Cintra (1997), dentre eles a exigência de capital mínimo, proibição de determinados tipos de empréstimos, limites para a concessão de crédito para determinados tomadores, proibição de participarem nas atividades de subscrição de ações, bônus e seguros, bem como possuírem tais ativos em carteira. Segundo a Lei Glass Steagal, apenas as sociedades corretoras de valores mobiliários e os bancos de investimento teriam permissão para a subscrição destes papéis, enquanto que os bancos comerciais poderiam subscrever e negociar os títulos públicos, somente.

⁴⁵ É necessário ressaltar que existem peculiaridades em relação às características dos sistemas bancários nacionais. Não há uma convergência irrestrita entre, por exemplo, os modelos alemão, japonês e anglo-saxão, apesar do reconhecimento de que todos foram afetados em algum grau pela globalização financeira e responderam de forma relativamente semelhante ao novo contexto. Para um estudo mais apurado das

Durante a vigência de Bretton Woods, a estabilidade do sistema capitalista e os baixos juros praticados no mercado (norteados pela política do FED) permitiam aos bancos captar recursos de forma relativamente tranqüila, considerando a liquidez abundante. O crédito era expandido em condições favoráveis aos devedores, com taxas e prazos vantajosos.

Entretanto, o processo de desintermediação financeira, mediante a difusão da securitização, forçou uma readaptação dos bancos à nova realidade das finanças liberalizadas. Particularmente as dificuldades na captação dos recursos, após o choque de juros em 79 e a competição dos fundos de investimento, tornaram-se crescentes. Em relação aos clientes, o maior acesso das empresas à finança direta também reduziu a participação do crédito bancário, principalmente das grandes corporações. Estas possuem um amplo acesso ao mercado de capitais, o que diminuiu sua dependência em relação às linhas de crédito tradicionais.

“As inovações financeiras colocaram os bancos em uma situação desconfortável. A sua função tradicional de intermediário, de dar crédito e angariar depósitos, foi atacada pelas duas pontas. Financiamentos de mercado menos onerosos fizeram-no perder bons clientes entre as grandes empresas. Instrumentos de aplicação mais rentáveis desviaram a poupança das famílias, que abandonaram parcialmente os depósitos. Para resistir a essa pressão concorrencial, os bancos tiveram que comprimir suas margens e desenvolver atividades em novos domínios abertos pela inovação financeira” (AGLIETTA, 2004a: 75).

Os bancos comerciais passaram a procurar brechas na legislação que permitissem diversificar sua atuação. “Nesse momento, ocorreu uma intensa flexibilização dos ativos das instituições bancárias, isto é, sua transformação em instrumentos negociáveis, como reação à crescente instabilidade e ao risco de crédito associado a ativos de médio e longo prazo. Em muitos casos, as operações financeiras continuaram a ser planejadas, arquitetadas, custodiadas e comercializadas pelo setor bancário” (CINTRA, 1997: 25). Sua

especificidades da inserção dos bancos oriundos de Estados Unidos, Alemanha e Japão no processo financeirização da riqueza, observar Aglietta (2004a e 2004b).

participação no mercado financeiro como administrador de títulos negociáveis nos mercados de capitais cresceu, buscando aumentar sua lucratividade através das comissões.

Por outro lado, a escassez de depósitos convencionais levou os bancos a assumirem mais riscos na prospecção de clientes. Empresas com perfil mais arriscado passaram a ter maior acesso ao crédito bancário tradicional. No entanto, aumentaram tanto as taxas de endividamento máximo de seus devedores como as perdas prováveis, negligenciando o risco sistêmico imputado pelo cálculo isolado de seus riscos individuais.

Tal aspecto determina a crescente fragilidade a qual os bancos europeus, norte-americanos e japoneses estiveram sujeitos nas décadas de 80 e 90 (Chesnais, 1998). Seus balanços se degradaram com a competição das demais instituições financeiras e a conseqüente redução nos critérios de concessão de crédito. Mercados potencialmente mais arriscados, como os de derivativos, passaram a integrar seu rol de operações. A vulnerabilidade dos bancos torna-se mais um fator de risco sistêmico no atual estágio de financeirização observado.

Ainda em consonância com a estratégia de diversificação de atividades, o setor bancário esteve intimamente ligado à explosão do crédito imobiliário verificado nos anos 80⁴⁶. “Na euforia (...) que se seguiu à abertura e à desregulamentação financeiras (...), a construção e a locação de imóveis, tanto residenciais quanto principalmente comerciais, estiveram entre os setores de crescimento mais rápido. Com a especulação tirando partido da escassez de imóveis de prestígio nas grandes metrópoles, os preços subiram vertiginosamente. Os promotores, entusiasmados pelos ganhos fáceis, montaram operações mais e mais consideráveis e lançaram mão de financiamentos bancários cada vez mais importantes” (CHESNAIS, 1998: 278).

Fusões e aquisições entre bancos, corretoras de valores e outras instituições financeiras tornaram-se a tônica da competição interbancária pós-Bretton Woods, a fim de aproveitar as oportunidades de operação nos mercados liberalizados. Os envolvidos neste processo tendem a ganhar a partir de economias de escopo. Emergem deste contexto os chamados “supermercados financeiros”, que disponibilizam diversos tipos de serviços para seus clientes, muitos deles customizados em função de suas necessidades.

⁴⁶ Um exemplo evidente deste processo foi o *boom* especulativo no mercado imobiliário japonês, já mencionado neste trabalho.

Desta maneira, a desintermediação não determinou a derrocada dos bancos. Eles se adaptaram à nova conjuntura imposta pelo processo de securitização. “Dos anos 70 ao presente, eles atuaram nos empréstimos imobiliário e aos consumidores, na área de seguros, na subscrição de bônus e ações. Ultimamente, passaram a constituir bancos nacionais, via rede física e captação de depósitos, derrubando, na prática, legislação impeditiva. Ao mesmo tempo, contornavam as exigências de capitalização e reservas, operando em *swaps*, futuro e opções – os derivativos – auferindo, assim, ganhos de arbitragem, que ficavam ocultos dos balanços (*off balance sheet*), e conseqüentemente “livres” da regulamentação e supervisão das autoridades monetárias” (BRAGA, 1997: 205).

Os bancos, desta forma, passam a atuar em praticamente todos os mercados possíveis. A separação existente entre bancos comerciais e de investimento torna-se irrisória com a ascensão dos bancos múltiplos. A desregulamentação bancária permitiu que os bancos comerciais se envolvessem em atividades até então restritas aos bancos de investimento. Contudo, a concorrência dentre estes últimos é feroz, segundo indica Aglietta (2004b).

Desta forma, os bancos comerciais se enveredaram por uma seara até então desconhecida pelos mesmos e viveram momentos difíceis nos anos 80. Devido à pressão competitiva, envolveram-se demasiadamente com mercados de títulos muito arriscados e deflagraram, principalmente nos Estados Unidos, na Europa e no Japão, graves crises bancárias no final da década de 1980 e começo dos anos 90.

A proliferação dos novos mercados de títulos aparenta fortalecer o sistema financeiro, por permitir uma maior diversificação dos riscos pelos investidores. Contudo, algumas contrapartidas são observadas. A primeira delas é a necessidade da manutenção da liquidez do novo mercado. “Um mercado líquido é um mercado no qual os compradores potenciais dos instrumentos colocados à venda julgam que os preços dos títulos são pouco sensíveis às vendas marginais resultantes das demandas de conversão em fundos líquidos imediatos” (AGLIETTA, 2004b: 17).

A perda da liquidez de um mercado significa praticamente sua derrocada. Quando ele desmorona, os investidores (bancos, fundos mútuos, entre outros) que detêm uma carteira recheada de títulos relacionados ao mesmo encontram sérias dificuldades em se

desvencilhar deles. A pretensa liquidez existente evapora rapidamente, criando dificuldades para seus detentores.

Em segundo lugar, novos mercados são seriamente sujeitos à ocorrência de falcaturas. Como, em geral, eles não estão organizados suficientemente, as possibilidades de manipulações nos preços e outros tipos de fraudes tornam-se recorrentes e colocam em dúvida a credibilidade do mercado.

A opção dos bancos em aventurarem-se nestes novos mercados não resultou necessariamente em uma recuperação da rentabilidade perdida, segundo Aglietta (2004a). Em alguns países, como a França e o Japão, a inexistência de intervenção governamental aprofundou as crises bancárias locais. Em contrapartida, os Estados Unidos e o Reino Unido conduziram políticas econômicas ativas e reestruturações drásticas em seus setores bancários, atenuando os efeitos negativos.

Há ainda, contudo, a necessidade de melhorar a qualidade da composição dos seus ativos, a fim de evitar novas turbulências. Entretanto, “a transformação do banco em uma empresa de alto crescimento presume uma atitude geral de subavaliação dos riscos (...) Os lucros excepcionais só podem ser exibidos ao se roerem as reservas para o risco, portanto deteriorando a qualidade dos ativos e reduzindo os fundos próprios em relação ao tamanho dos balanços (...). A lucratividade elevada é sustentada por uma alavancagem generalizada” (AGLIETTA, 2004b: 27).

Os bancos estão nada mais que seguindo a lógica da financeirização da riqueza que move investidores institucionais, empresas produtivas e outros agentes econômicos. A pressão imputada pelos acionistas leva os bancos a assumir riscos cada vez maiores, em busca de rendimentos mais elevados para seus donos. O fato de serem companhias de capital aberto, em sua esmagadora maioria, influencia decisivamente este comportamento. “Em vez de sócios cautelosos com capital limitado e responsabilidade ilimitada, esses bancos passaram a ter maiores recursos de capital e prestar contas a acionistas anônimos. A especulação institucionalizada (...) tornou-se um caminho atrativo para os lucros rápidos e gordos dividendos” (CHANCELLOR, 2001: 298).

A evolução dos derivativos

Os derivativos⁴⁷ se consolidaram a partir da década de 70, em um ambiente onde a incerteza passou a prevalecer. A instabilidade das taxas de câmbio, juros e inflação verificada após o rompimento do padrão monetário vigente impulsionaram o desenvolvimento destes tipos de contrato. São assim denominados porque são derivados de outros ativos como moedas, ações, commodities, entre outros (Cintra, 1997).

Segundo Farhi (1998), “os mercados futuros constituem o mecanismo de base dos derivativos financeiros, tanto do ponto de vista cronológico quando do ponto de vista da sequência lógica de sua expansão, de seu aprofundamento e de sua complexidade crescente” (FARHI, 1998: 7). Sua origem remonta ao século XIX e é relacionada à negociação nos mercados futuros de commodities. O impulso para sua disseminação nos tempos modernos se dá a partir da criação dos contratos futuros de câmbio na Chicago Mercantile Exchange, em 1972.

Os derivativos permitem a neutralização da variação nos preços dos ativos em que fazem referência, sendo virtuosos no objetivo de afetar positivamente o investimento, uma vez que trazem novos meios de aplicar a poupança, auxiliam na redução do custo de capital e facilitam a diversificação dos riscos (Aglietta, 2004a). Num ambiente de extrema incerteza, auxiliam o setor produtivo protegendo-o das oscilações dos mercados.

Sua premissa básica é a de “hedgear” uma posição, ou seja, garantir a estabilidade financeira necessária para conduzir os negócios sem a interferência de alterações nos preços dos ativos. No caso de um produtor de milho, por exemplo, sua intenção é garantir um retorno plausível para sua safra sem sujeitar seus ganhos à possibilidade futura de queda no preço da commodity. Da mesma forma, um exportador prefere facilitar seu cálculo contábil a partir de uma taxa de câmbio determinada e evitar que variações indesejadas compliquem sua situação financeira.

Entretanto, os riscos não são eliminados do sistema, são apenas dispersados. “Os derivativos redistribuem os riscos dos agentes que não querem assumi-los para outros que

⁴⁷ Para um estudo detalhado dos diversos tipos de derivativos, consultar a tese de doutorado de Maryse Farhi, defendida em 1998 no Instituto de Economia da Unicamp: “O futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros”.

aceitam fazê-lo. Pode-se dizer, portanto, que os derivativos permitem elevar o nível de risco que uma sociedade assume e assim aumentar o nível da produção” (AGLIETTA, 2004a: 67).

Em contrapartida ao investidor “hedgeado” existe o especulador, aquele que aposta na subida ou queda dos preços dos ativos. Aliás, derivativos costumam ser usados pelos fundos de investimento com frequência apenas como forma de valorização de suas carteiras, sem qualquer interesse na negociação do ativo que o origina. É justamente na exacerbação da especulação que se intensificam os riscos dos mercados de derivativos.

Existe, segundo Farhi (1998), uma grande polêmica em torno da influência dos derivativos nas variações dos preços dos ativos em que são referenciados. Segundo a autora, muitos estudiosos defendem a hipótese de que sua introdução reduziu as oscilações principalmente dos mercados organizados (as bolsas de valores). Também são responsáveis por ampliar a liquidez do mercado e permitirem um ajuste mais rápido do preço a novas informações.

Outros, contudo, afirmam que a volatilidade extrema dos derivativos amplifica a instabilidade dos mercados de capitais, principalmente daqueles negociados em mercados de balcão. Há ainda o aumento das possibilidades dos especuladores baixistas atuarem no sentido de deprimir os preços dos ativos financeiros através de seu poder de mercado, inclusive contribuindo para deflagrar uma queda generalizada dos mesmos⁴⁸. Nos períodos de tensão a instabilidade de curto-prazo nos preços é intensificada, aumentando as chances de um colapso sistêmico.

Seu funcionamento também acentua a incerteza dos mercados nos momentos de tensão. “Em períodos de forte instabilidade, os ajustes diários e os aumentos dos depósitos de garantia, costumeiramente exigidos pelas câmaras de compensação ou pelas contrapartes nos mercados de balcão, elevam-se bruscamente. Eles podem levar diversos agentes a liquidar posições tanto nos mercados de derivativos e de seus ativos subjacentes quanto em outros mercados não diretamente relacionados. A necessidade de obter recursos monetários, decorrente de prejuízos inesperados, é um dos mecanismos apontados para a transmissão de uma crise originalmente localizada para o conjunto da economia, esta necessidade pode

⁴⁸ Numa referência à disputa entre “bulls” (especuladores altistas) e “bears” (especuladores baixistas) consagrada na literatura sobre Wall Street (Chancellor, 2001).

tornar-se muito aguda nos mercados de derivativos. Devido à sua forte alavancagem, esses mercados podem acentuar a instabilidade e constituir correias de transmissão de uma crise” (FARHI, 1998: 268).

Um outro fator que intensifica a volatilidade gerada pelos derivativos é a predominância de sua negociação entre partes, através justamente dos mercados de balcão, como são popularmente denominados. Particularmente nestes mercados que se encontram potencializados os maiores riscos. Segundo Steinherr (2000), “três causas principais determinam esta vulnerabilidade: a implicação muito pesada dos bancos como líderes de mercado; os riscos consideráveis de contágio vinculados à estrutura desses mercados; as carências de regulamentação e da supervisão” (STEINHERR *apud* AGLIETTA, 2004a: 68).

A reorientação do setor bancário para a gestão de carteiras de investimento relaciona-se também com a profusão dos derivativos. Os bancos passam a intermediar a relação entre seus clientes nas negociações dos contratos, gozando de economias de escala nestas atividades. Os mercados de balcão são movimentados principalmente desta maneira, segundo Aglietta (2004a). Não há transparência nestas negociações e existe uma assimetria muito grande de informações entre os participantes, uma vez que o mercado não é suficientemente organizado. Os montantes elevados de transações interbancárias intensificam a possibilidade de um “efeito dominó”, nos termos de Aglietta (2004a), no caso de falha de um deles.

Os derivativos não são considerados nos balanços das instituições financeiras, o que dificulta a possibilidade de regulação e supervisão por parte das autoridades governamentais. A aferição de lucros ou prejuízos apenas é possível após a liquidação dos contratos, com a possibilidade constante de desonra do mesmo por uma das partes envolvidas. Desta maneira, torna-se um grande desafio estabelecer uma perspectiva da saúde financeira dos agentes envolvidos em negócios com derivativos. O exemplo do LCTM comprova esta argumentação.

Um tipo particular de derivativo merece nossa atenção, os chamados derivativos de crédito. Os mesmos estariam no âmago da crise sistêmica global recente:

“Os derivativos de crédito são uma variedade recente de instrumentos e técnicas destinadas a separar e, então, transferir o risco de crédito (o perigo de um tomador não pagar os juros ou o principal de seu empréstimo) de instrumento de débito, tais como empréstimos bancários, títulos de dívida, e outros. A hipótese subjacente desses contratos é a capacidade potencial de pagamento, isto é, sua probabilidade de inadimplência, definida a partir dos conceitos atribuídos a partir das Agências de Classificação de Risco” (CINTRA, 1997: 33).

Percebe-se novamente o importante papel prestado pelas Agências de Classificação de Risco no atual estágio de desenvolvimento das finanças. A “qualidade” do mercado de derivativos de crédito está intrinsecamente relacionado com a eficiência dos critérios das mesmas na avaliação do risco de inadimplência dos débitos relacionados⁴⁹. “Ao segregar o risco do não pagamento associado aos diversos ativos financeiros disponíveis, os derivativos de crédito aperfeiçoam a gestão da incerteza em relação aos retornos de portfólio e criam novos mercados, em que a qualidade de crédito das empresas será avaliada e negociada independentemente, através de uma nova classe de ativos com relevante valor agregado a ser explorado” (CINTRA, 1997: 33).

O objetivo dos bancos é tornar, desta forma, suas carteiras de empréstimos mais líquidas e terceirizar o risco de crédito. Trata-se de mais uma forma de adaptação do setor bancário à “onda” das finanças securitizadas. Contudo, há de se ressaltar a fragilidade deste sistema nos eventuais momentos de dificuldades das empresas que tomaram inicialmente o crédito. A possibilidade de um encadeamento de falências (bancos, investidores, etc) a partir da inadimplência inicial das mesmas é considerável.

A evolução dos meios de comunicação e os mercados financeiros

O atual estágio de desenvolvimento da tecnologia de informação tem importância significativa na evolução das finanças. O presidente do Citicorp, Walter Wriston, afirmou em 1986 que “o padrão da informação substituiu o padrão-ouro como base das finanças

⁴⁹ Cintra & Farhi (2003) também imputam responsabilidade às agências de classificação de crédito na alimentação da euforia de investimentos no leste asiático no período pré-crise, em mais um exemplo da sua importância durante os *booms* especulativos.

mundiais. As informações sobre dinheiro tornaram-se quase tão importantes quanto o próprio dinheiro” (WRISTON *apud* CHANCELLOR, 2001: 280). E, de fato, é o que se observa atualmente.

Esta revolução dos meios de comunicação tem seus primórdios com a introdução da Telerate, em 1969, que forneceria a partir de então os detalhes sobre as transações bancárias com títulos, tornando-se o mercado eletrônico das obrigações do Tesouro americano. Em 1973, a agência Reuters introduzia seu Monitor de Taxas Monetárias, ferramenta que permitiria o acompanhamento dos valores das moedas estrangeiras por 24 horas diárias. Ainda na esteira destas evoluções na tecnologia da informação está a introdução das negociações automáticas na Nasdaq (1970), o estabelecimento do serviço eletrônico de informações sobre títulos de Bloomberg (1980) e a criação do Clearing Houses Automated Payments (CHAPS)⁵⁰, sistema para liquidar os pagamentos monetários entre bancos.

A introdução destas inovações tecnológicas permitiria um acesso maior (e melhor) às informações sobre os mercados e ativos financeiros, facilitando o processo de decisão por parte do investidor. A premissa dos economistas liberais era de que esta difusão de novas tecnologias permitiria que os mercados funcionassem mais eficientemente, reduzindo a possibilidade de descolamento dos preços dos ativos em relação aos seus valores ditos “fundamentais”.

Particularmente a Internet provocou uma verdadeira revolução na negociação de ativos financeiros e aumentou sobremaneira a rapidez da disseminação de informações. Facilitou o acesso das pessoas “comuns” aos mercados financeiros, o que fez com que aumentassem muito o número de transações financeiras. O equilíbrio nos mercados, entretanto, esteve longe de ser alcançado, como previam os defensores do liberalismo.

O *crash* da Bolsa de Nova Iorque em 87 deveu-se, em parte, pela ampla utilização das vendas através do chamado “seguro de portfólio”. A premissa de tal ferramenta era a compra de ações durante a fase de ascensão dos preços e sua venda a partir do rompimento de um pré-determinado valor. Quando os preços das ações começaram a cair, em outubro de 1987, a enxurrada de ordens de venda cadastradas previamente (conhecidas como *stop loss*) pelos investidores auxiliaram no completo desabamento do mercado acionário norte-americano.

⁵⁰ Ou Sistema de Pagamentos Automatizados de Câmaras de Compensação.

A volatilidade nos mercados cresceu, na medida em que as barreiras tecnológicas para operar no mercado financeiro foram solapadas. “Telefones móveis, aparelhos portáteis para efetuar as transações e contas de corretagem on-line possibilitaram aos investidores negociar de qualquer parte do mundo. Isto acarretou o surgimento de hordas de *day traders*⁵¹, especuladores amadores que operam principalmente de suas casas, usando seus computadores para acessar os serviços baratos de negociação prestados por corretoras on-line” (CHANCELLOR, 2001: 282).

A Internet permite a divulgação de melhores informações, mas também facilita a difusão de boatos infundados, dos golpes cibernéticos e de *lobby* de analistas oportunistas. A possibilidade de esconder a identidade atrás das telas dos computadores também intensifica a ocorrência de fraudes. Os *traders* são capazes de movimentar milhões de dólares em apenas um clique, apostam alto nos diferentes mercados financeiros e, não raramente, geram vultosas perdas para os bancos em que trabalham. Como exemplos recentes podemos citar Yasuo Hamanaka da Sumitomo Corporation, Toshihide Iguchi do Daiwa Bank e Nick Leeson do Barings (Roberts, 2000).

Também algumas crises cambiais auto-realizáveis tornaram-se comuns durante a década de 1990. O efeito do comportamento de manada é fortemente intensificado quando informações (procedentes ou não) circulam com extrema facilidade, derrubando o valor de uma moeda (bem como de outros ativos) em questão de horas ou até minutos.

Desta maneira, observa-se que a revolução tecnológica vivenciada nos últimos 40 anos trouxe vantagens consideráveis na obtenção de informações sobre os mercados financeiros, bem como facilitou o processo de negociação. Contudo, as ferramentas criadas trouxeram também um significativo aumento da volatilidade nos preços dos ativos, gerando risco sistêmico considerável.

A hipótese de que o maior acesso dos investidores às informações (tendo a Internet um papel chave neste processo) evidenciaria a tese preconizada pela corrente liberal de “eficiência dos mercados” não foi verificada. “A maior rapidez nas comunicações criou condições para um maior *feedback* e mais acompanhamento de tendências nos mercados

⁵¹ Os *day traders* são investidores que zeram sua posição ao final do dia, buscando lucros financeiros através de investimentos de curtíssimo prazo (compra e vendas de ativos num período de um dia, apenas).

financeiros, o que compensa (contrabalança) os avanços na eficiência operacional dos mercados” (CHANCELLOR, 2001: 284).

Na verdade, o comportamento convencional por parte dos agentes parece ter sido reforçado. Nos ciclos altistas, notícias otimistas são disseminadas por analistas financeiros, agências de risco e pela mídia dita “especializada” em economia e finanças, influenciando positivamente o estado de confiança dos investidores. Entretanto, a reversão do ciclo torna-se extremamente drástica, mediante o anúncio de alguma informação negativa sobre o mercado.

Em questão de minutos toda a comunidade financeira fica ciente dos acontecimentos, adotando medidas que visem proteger seu patrimônio. Eventualmente a notícia nem mesmo é verídica ou reflete uma importância muito grande, mas a reação traz conseqüências irreversíveis para o mercado. “Uma avaliação convencional, fruto da psicologia de massa de grande número de indivíduos ignorantes, está sujeita a modificações violentas em conseqüência de repentinas mudanças na opinião suscitada por certos fatores que na realidade pouco significam para a renda provável, já que essa avaliação carece de raízes profundas que permitam sua sustentação (KEYNES, 1992: 128)”.

O papel das empresas produtivas no jogo financeiro

Talvez um dos aspectos mais importantes da financeirização é a orientação das empresas produtivas para a esfera financeira. Não apenas como tomadores de recursos via mercado de capitais para o financiamento dos seus novos projetos, mas através de sua atuação destacada como negociador nos diversos mercados existentes. A figura do *trader* passa a ter papel fundamental dentro das grandes corporações.

“A mundialização financeira elevou consideravelmente o grau de liquidez e a mobilidade de recursos centralizados por eles (os grandes grupos industriais). Ela também, provocou a explosão das atividades financeiras dos grupos, como demonstra o grande crescimento de seus serviços e seus departamentos financeiros, assim como a importância de suas operações nos mercados de câmbio (...). Essa presença ativa dos grupos predominantemente industriais no seio do sistema financeiro mundializado (...) modificou profundamente suas decisões estratégicas no que se refere ao modo de valorização de seu capital” (SERFATI, 1998: 142).

A ampla gama de investimentos disponibilizada a partir da liberalização financeira pressionou as empresas produtivas a aumentar sua rentabilidade, para satisfazer os interesses dos seus acionistas cada vez mais rigorosos, num processo análogo ao ocorrido com os bancos de capital aberto anteriormente citados. Como consequência, a assunção de maiores riscos por parte dos administradores na busca de lucros extraordinários tornou-se freqüente.

Neste sentido, os *traders* das empresas atualmente usufruem pesadamente da possibilidade de investirem no mercado financeiro através da aquisição de títulos governamentais, ações, derivativos e outros ativos variados. Muitas vezes os ganhos obtidos na esfera financeira tornam-se mais compensadores do que através das receitas operacionais.

O desafio é, a partir da década de 60, conciliar as atividades produtiva e financeira de modo a maximizar o retorno ao acionista. Segundo Braga (1997), “a evidência é que as corporações industriais começaram a adotar práticas financeiras mais arriscadas e inéditas, tanto no modo de bancar seus investimentos produtivos quanto na procura de uma *rentabilidade geral*, operacional e não operacional” (BRAGA, 1997: 206).

Desta maneira, percebe-se um desvirtuamento do capital produtivo para o financeiro. Ao invés de viabilizar novos projetos, as empresas passam também a alimentar a massa financeira já existente, apenas inflacionando os valores dos ativos correntes. O rentismo limita, desta forma, a expansão do setor real da economia, num jogo em que todos os participantes, empresas, acionistas, investidores de todos os tipos e instituições financeiras objetivam fundamentalmente o crescimento da riqueza financeira previamente constituída.

A contínua valorização das ações (e conseqüentemente da riqueza dos acionistas) é grande atribuição, portanto, dos administradores e os preços delas são o termômetro da avaliação de seu trabalho. A sujeição a uma aquisição hostil, como os *raiders* da década de 80 faziam, pressiona os resultados.

“Levar em consideração essa ameaça incita os administradores a fazer da maximização do valor das ações o seu objetivo. Esse tipo de controle produz uma administração muito diferente da precedente. Ele privilegia o crescimento externo em vez do crescimento interno. Ele (pode) utiliza(r) o lucro para a compra de ações para

aumentar artificialmente o seu valor de mercado, em vez de acumular capital produtivo e assim maximizar o rendimento econômico” (AGLIETTA, 2004a: 35).

Além da valorização do preço das ações da própria empresa, os *traders* passam a atuar de maneira praticamente igual a outros investidores, se aventurando nos mercados financeiros a fim de obter lucros não-operacionais que confortem os acionistas. A visão de curto prazo dos especuladores profissionais se estendeu às estratégias corporativas. Particularmente os mercados de câmbio e de derivativos fornecem uma ótima opção para a atuação dos *traders* empresariais.

O gigantismo de alguns grupos determina, inclusive, alterações substanciais nos mercados. O poder de influência deles é semelhante ao dos principais bancos, o que os incita a desenvolver formas de lucrar através de seu poderio econômico. Algumas empresas encontram-se na vanguarda das inovações financeiras introduzindo novos serviços constantemente a fim de gozar os privilégios de seu acesso aos mercados financeiros⁵².

É evidente que esta lógica de acumulação de capital gera um descolamento definitivo dos valores financeiros em relação aos reais. Os ganhos de capital são reaplicados nos próprios mercados financeiros, realimentando o processo de valorização. “É uma massa de riqueza a circular, nacional e internacionalmente, em magnitudes desproporcionais às necessidades de financiamento da produção e circulação de bens e serviços; com vigência em períodos prolongados, não apenas conjunturalmente, com o que se revela um traço estrutural, característica da financeirização como padrão sistêmico de riqueza” (BRAGA, 1997: 206).

De tal processo emergem as megacorporações que ditam as regras tanto da produção, quanto do jogo financeiro. Com efeito, eles se transformam cada vez mais claramente em grupos financeiros. Apesar de possuírem uma preponderância industrial, suas decisões relativas às atividades de produção são definidas a partir das contradições e oportunidades criadas pelas *finanças globais*”, contextualizadas a partir de um ambiente permeado de incerteza (Serfati, 1998).

⁵² Serfati (1998) cita os exemplos da Merck e da Intel como empresas que possuem departamentos financeiros altamente engajados em trabalhar sua inserção nos mercados financeiros, principalmente através do investimento em pesquisa e desenvolvimento de serviços derivativos.

A associação entre empresas produtivas e corretoras ou bancos torna-se estreita, inclusive mediante a criação de instituições financeiras próprias para operar nos mercados⁵³. “Nos Estados Unidos as empresas comerciais e industriais – vinculadas às corporações empresariais – criam companhias financeiras emissoras de variados tipos de títulos e efetuam empréstimos comerciais e ao consumidor, bem como, até mesmo ao investimento de menor monta. É o caso de corporações que desenvolvem seus negócios financeiros ao ponto de tornarem-se *non-bank-banks* cujo paradigma é o grupo japonês Toyota” (BRAGA, 1997: 221).

Estas megacorporações estendem suas atividades por todo o mundo, prospectando novos mercados consumidores, mão de obra qualificada e barata, opções interessantes de financiamento ou qualquer vantagem comparativa possível. A liberalização do comércio e das finanças, bem como a flexibilização das leis trabalhistas são requisitos para a consecução de suas estratégias corporativas.

“Essas corporações, sobretudo as pertencentes à tríade dominante, estão implementando a rede do mercado mundial em produção, comércio, tecnologia, dinheiro e finanças. Neste sentido são as empresas que fornecem a base material para uma efetiva globalização dos negócios. Vale dizer, enquanto agentes da produção que simultaneamente operam com grandes massas monetárias líquidas, estão sendo capazes de redefinir a *territorialidade econômica* a partir dos seus interesses no mundo dos negócios. Evidente que o fazem a partir de suas bases nacionais, porém suas estratégias técnico-produtivas e financeiras são mundiais. Portanto, o plano nacional é apenas a “rampa de lançamento”, enquanto que seu espaço lucrativo é o planeta, isto é, a parte dele economicamente “explorável”, o que pode significar apenas segmentos geográficos de um determinado país e não este como um todo” (BRAGA, 1997: 218).

A vigorosa concorrência intercapitalista reforça este processo, configurando-o como a estratégia dominante por parte das empresas. Particularmente ela reforça a onda de fusões e aquisições observada atualmente. Esta tendência à oligopolização tem efeitos

⁵³ Denominados por Serfati (1998) de “bancos de grupo”. São bancos criados ou adquiridos pelas corporações industriais para viabilizar sua atuação nos mercados financeiros.

devastadores sobre o setor real da economia. Elas não contribuem com quase nada para o crescimento global do investimento produtivo, segundo atesta Serfati (1998).

O desemprego tende a aumentar, na medida em que as estruturas organizacionais outrora separadas tornam-se redundantes quando reunidas sob uma mesma direção. Naturalmente, um grande número de demissões acompanha os processos de fusão. Muitas vezes os próprios funcionários das empresas fundidas (principalmente quando sua empresa foi adquirida por outra) são pressionados a procurar novos empregos, receosos do iminente corte de pessoal.

Aliás, demissões são atualmente justificadas a partir das “novas teorias administrativas” baseadas na “reengenharia⁵⁴” e no “*downsizing*”⁵⁵, numa tentativa de justificar as reduções do nível de emprego e, conseqüentemente, engordar os dividendos oferecidos aos acionistas. Os empregados mantidos são “aconselhados” a manterem altos níveis de produtividade, pressionados pelos resultados requeridos pela diretoria. Eles formam o elo fraco da estrutura econômica financeirizada. Quanto mais flexíveis as leis trabalhistas, mais facilmente as empresas obtêm seu objetivo de reduzir os custos de produção vinculados ao trabalho.

Um padrão de convergência de comportamento entre as diversas corporações existentes no mundo surge dessa perspectiva, gerando estagnação do desenvolvimento técnico-industrial, minando a capacidade de competição internacional e intensificando os processos de fusões ou “*joint-ventures*”. A conseqüência direta é a diminuição da performance macroeconômica dos países em virtude do declínio do produtivismo (Braga, 1997).

As fusões e aquisições escondem uma lógica financeira complexa e intrinsecamente conectada com a financeirização, intensificando sua evolução:

⁵⁴ O termo Reengenharia foi originalmente cunhado por Michael Hammer para designar uma reestruturação na empresa baseada na reavaliação das tarefas orientando-as aos processos principais da cadeia produtiva. Hammer argumentou que o foco nos processos geraria uma importante redução dos custos operacionais, conferindo uma importante vantagem para as empresas que a implementasse (Hammer, 1994).

⁵⁵ *Downsizing* é um termo criado pelos gurus da administração para designar processos de reestruturação implementados nas empresas visando reduzir a burocracia empresarial e torná-la, conseqüentemente, mais eficiente.

“As ondas de fusões se produzem em condições bem definidas. É preciso haver uma cultura das ações que se desenvolva sobre os escombros do controle bancário. Também é necessário um mercado de bolsas de valores eufórico para realizar trocas de títulos e atrair os elevadíssimos investimentos para financiar as aquisições” (AGLIETTA, 2004a: 73).

Particularmente as aquisições hostis são interessantes opções nesse contexto. Segundo Aglietta (2004a), por trás da maioria das fusões reside o único interesse na sua revenda futura. A esperança reside na valorização provocada pelos momentos de euforia vivenciados pelas bolsas de valores quando ocorre o sucesso das negociações.

Em resumo, “o *money manager capitalism* aumentou a incerteza nas empresas, sobretudo nas gerências de nível médio. Há uma quase crônica necessidade por *downsizing* e por uma redução nos custos variáveis. Além disso, o barateamento dos custos de transporte e de comunicação diminuiu as barreiras protecionistas às produções locais, ampliando as facilidades por operações no exterior. Esses fatores debilitaram a segurança na continuidade do emprego dos trabalhadores das fábricas, dos colarinhos brancos e dos gerentes de nível médio” (MINSKY *apud* CINTRA, 1997: 11).

Entretanto, nem sempre as aventuras das empresas produtivas nos mercados financeiros produzem resultados positivos. Serfati (1998) indica uma série de trapalhadas investidas das mesmas em derivativos sobre moedas (caso da japonesa Showa Shell Sekiyu), derivativos de petróleo (como a alemã Metallgesellschaft) e derivativos sobre taxas de juros (Procter & Gamble). Especulações malsucedidas atrapalham os negócios produtivos, eventualmente criando instabilidades severas para as mesmas⁵⁶.

⁵⁶ Recentemente, a Sadia vivenciou uma situação semelhante às citadas por Serfati (1998). A empresa anunciou em 2008 que perdeu expressivos R\$ 544,5 milhões em operações com derivativos e R\$ 108,7 milhões devido à alienação de notas estruturadas no terceiro semestre de 2008, totalizando um prejuízo de R\$ 653,2 milhões. Tal desventura propiciada pelo seu diretor financeiro acarretou uma forte queda nos papéis da empresa e o rebaixamento do rating de crédito corporativo de longo prazo, fazendo com que a Sadia balançasse na corda bamba por bastante tempo. Evidenciando mais uma característica da economia financeirizada e reforçando a perspectiva proposta por esta dissertação, a empresa fundiu-se com a Perdigão, criando a maior companhia de processamento de carnes e frangos do mundo, em maio de 2009, se aprovada pelo Cade (Portal Exame, acesso em 21/10/2009).

A possibilidade de financiamento próprio, aliada à participação crescente das empresas nos mercados de ativos, reproduz claramente uma lógica de valorização puramente artificial do capital investido. Segundo Serfati (1998), “a demanda de títulos, amplamente estimulada pelo recurso ao endividamento, fez subir as cotações, o que permitiu aos grupos compradores, segundo o caso, revendê-los com generosas mais-valias, ou utilizá-los como colaterais para obter novos créditos ou emitir novas ações e obrigações. Uma pequena parte somente desses recursos coletados foram transformados em capital produtivo” (SERFATI, 1998: 166).

Uma política generosa de distribuição de dividendos e a manutenção do esquema de valorização progressiva das ações da empresa garantem a aceitação de tal ciclo de finanças autoperpetuadoras por parte dos acionistas. Os proprietários se desincumbiram da gestão, restando-lhes, entretanto, a possibilidade de impor as regras de funcionamento próprias ao capitalismo: a maximização da taxa de lucro e a transformação dos lucros das empresas em rendas dos mesmos, através dos dividendos (Duménil & Lévy, 2003).

Logicamente, toda e qualquer estratégia empresarial criada atualmente passa pelo crivo decisivo dos detentores das ações, que são o fio da navalha do processo decisório dentro das empresas produtivas, pautadas sempre pelo rentismo disfarçado pelo conceito de *corporate governance*⁵⁷. Chesnais (2003) indica uma crescente pressão impessoal dos mercados financeiros em cima dos grupos industriais encarnadas neste contexto⁵⁸.

Inegavelmente, a esfera real da economia sente os efeitos do desvirtuamento financeiro encampado pelas empresas produtivas, pelos investidores institucionais e pelas instituições financeiras. O investimento é negligenciado em favor das fusões e aquisições (ao invés da criação de nova capacidade produtiva) ou das aplicações de capital e os

⁵⁷ Segundo Plihon (1998), os fundos de investimento “impõem seus critérios de gestão às empresas cujos capitais e dívidas eles controlam: é o sistema do *corporate governance* ou “governo de empresa” (Albert *et alli*, 1994), que consagra a supremacia da lógica financeira nas empresas e nos bancos. Nesse sistema, que se desenvolveu a partir dos Estados Unidos, o poder na empresa pertence aos administradores dos fundos de investimento, que são levados a representar seus acionistas. (...) A empresa deve ser gerida segundo critérios puramente financeiros: ele deve satisfazer os objetivos de rentabilidade financeira, a curto prazo, dos organismos de gestão coletiva da poupança” (PLIHON, 1998: 125).

⁵⁸ Apesar da autonomia gozada pelos CEOs das grandes corporações, o sucesso de seu trabalho está intimamente ligado ao sucesso na manutenção da valorização dos preços das ações.

projetos de longo prazo sofrem restrições crescentes (Belluzzo, 1997). É o cume do processo de financeirização: a subjugação da economia real pela financeira.

A economia real e a lógica da financeirização

Devido aos motivos anteriormente citados (instabilidade nos preços dos ativos financeiros e nas taxas de juros, liberalização e desregulamentação financeira, emergência do *global shadow system*, orientação de curto-prazo de acionistas e administradores, etc) a esfera financeira atualmente se autonomizou definitivamente em relação à economia real⁵⁹.

Neste contexto, além dos tradicionais especuladores profissionais (muitos deles com perfil “institucionalizado”), os próprios grupos industriais amplificam fortemente sua participação nas finanças. Muito além, inclusive, das suas necessidades de proteção contra variações cambiais ou aplicações de capitais excedentes de caixa. “A especulação é definida como um comportamento de preferência pela liquidez e de proteção contra a incerteza. Quando a incerteza no futuro é grande, a economia de empresa recua em proveito do espírito especulativo. A circulação financeira torna-se, então, mais ativa que a circulação industrial” (PLIHON, 1998: 124).

O comportamento da maioria dos investidores baseia-se estritamente no curto-prazo, passando a valorizar as “tendências” do mercado mais do que seus fundamentos, intensificando a volatilidade do mesmo. A lógica de financeirização transcende a práxis de algum setor ou segmento (o capital bancário, os rentistas tradicionais ou as empresas produtivas), todos os agentes privados relevantes estabelecem suas estratégias a partir dela (Braga, 1997).

Uma contínua valorização nos preços dos títulos financeiros não é acompanhada pelo crescimento dos investimentos produtivos. Braga (1997) analisa indicadores que evidenciam este fenômeno como a subida da relação entre ativos financeiros e ativos reais

⁵⁹ Há de se ressaltar que a inserção dos países no sistema capitalista financeirizado não é rigorosamente igual, apesar de possuir um padrão de convergência significativo. Conforme indica Aglietta (2004a e 2004b), algumas peculiaridades caracterizam os mercados financeiros nacionais, principalmente em relação à sua orientação predominante (a dicotomia *market-based versus bank-based*). Entretanto, tal dicotomia cada vez mais perde o sentido, considerando o atual desenvolvimento do setor bancário ao redor do mundo.

(em valor), a elevação das operações cambiais totais sobre as relativas ao comércio internacional, a superioridade das taxas de crescimento da riqueza financeira em relação ao crescimento produto e do estoque de capital, a escalada das transações transnacionais com títulos financeiros como percentual do PIB dos países avançados e a expressiva participação dos lucros financeiros nos lucros totais das corporações industriais. Uma das conseqüências principais deste descolamento dos fundamentos econômicos é a ocorrência de seguidas crises financeiras, como o primeiro capítulo desta dissertação colocou.

Na verdade, pode-se dizer que nos últimos anos a iminência de um colapso financeiro das proporções de 29 coloca as autoridades em uma situação delicada, uma vez que tal acontecimento colocaria todo o atual sistema capitalista na berlinda. A falta de um marco regulatório adequado acentua o risco sistêmico no atual estágio de desenvolvimento das finanças internacionais. “O regime de acumulação mundial predominantemente financeiro se caracteriza pela ausência de instâncias ou de mecanismos endógenos de regulação. Os únicos elementos que marcam presença são a política monetária norte-americana e as funções de prestador em última instância ocupadas simultaneamente pelo FMI, pelo BIS, mas também, freqüentemente, pelas instituições monetárias americanas, encabeçadas pelo FED” (CHESNAIS, 1998: 259).

Essas instituições mencionadas por Chesnais (estendendo-se ainda aos bancos centrais nacionais⁶⁰) são praticamente cooptadas a manter a valorização do capital financeiro existente, através da prerrogativa de socorro financeiro em caso de dificuldades apresentadas em algum mercado ou em alguma importante instituição financeira (*too big to fail*)⁶¹. “As políticas monetárias nos países centrais movem-se, portanto, num cobertor

⁶⁰ Estes estiveram historicamente ligados à redução da incerteza e dos riscos inerentes ao funcionamento do sistema bancário, através do estabelecimento de regras prudenciais e sanções, bem como as normas gerais de acesso dos bancos à liquidez na moeda central (Belluzzo, 1997). Este papel, contudo, foi duramente afetado pelo desenvolvimento das finanças, conforme esta dissertação demonstrou. Sua margem de ação no objetivo de estabilização do sistema financeiro reduziu-se extremamente, colocando-os à mercê do jogo especulativo dos agentes. Reforçam-se mutuamente sua função de prestador de última instância e a intensificação do risco moral, num perverso ciclo vicioso (Braga, 2009). “As intervenções destinadas a conter crises sistêmicas criam inevitavelmente riscos morais” (BELLUZZO, 1997: 178).

⁶¹ Para piorar, o FED não tem meios de exercer controle direto sobre as instituições financeiras privadas, que estendem suas atividades muito além do mercado financeiro norte-americano (os circuitos *offshore*). A

estreito entre a obrigação de prevenir as deflações agudas, através de repetidas intervenções de última instância (sempre acompanhadas de risco moral) e a necessidade de regular a estabilidade da economia, evitando sobretudo a formação de bolhas especulativas que, nas condições atuais, acarretam, quase sempre, situações de fragilidade e miopia financeira” (BELLUZZO, 1997: 181). Tal submissão da política monetária⁶² aos mercados financeiros atrapalha o exercício de suas funções como orientador do crescimento econômico.

Aliás, as pífias taxas de crescimento ao redor do mundo são, pelo menos em parte, explicadas pela redução vertiginosa dos investimentos produtivos, cujo custo de oportunidade atinge níveis muito altos comparativamente aos retornos obtidos nos mercados financeiros. As constantes variações nas taxas de juros, bem como a subida de seu patamar referencial, agem negativamente sobre o endividamento das empresas, como atesta Plihon (1998):

“O nível persistentemente elevado das taxas de juros reais é um fenômeno novo que corresponde à emergência de um novo modo de regulação financeira internacional. De um lado, passou-se de um regime dentro do qual as tensões macroeconômicas eram reabsorvidas em escala nacional pela emissão monetária e inflação, para um regime onde os ajustes passam, de preferência, pelas taxas de juros, cujo nível e oscilação, a partir de então, aumentaram. (PLIHON, 1998: 102).

Autores como Fitoussi (1995) chegam a afirmar que tal política monetária, que almeja preservar a riqueza financeira dos credores e garantir uma remuneração satisfatória aos mesmos, configura a “ditadura dos credores”. A fim de manter um prêmio sobre o risco condizente com o crescimento da instabilidade nos mercados, os credores (ou detentores da

supervisão dessas operações não é passível de ser feita, colocando sob questão o funcionamento do FED como banco central tradicional. As recorrentes inovações financeiras implementadas pelas instituições financeiras impõem sucessivos desafios em termos de regulação. Sua função, na verdade, tem uma conotação política fundamental: a gestão da moeda de referência do sistema financeiro internacional (e detentora do *status* de máxima liquidez) e a garantia da saúde do sistema financeiro mundial, através da atuação como emprestador em última instância (Tavares, 1997 e Braga, 1997).

⁶² Braga (1997) indica que a atuação dos bancos centrais sobre a expansão monetária, a liquidez e a taxa de juros de curto prazo passam a produzir resultados temporários em relação à valorização fictícia da riqueza. “Uma reversão completa exigiria uma mudança no próprio padrão de riqueza” (BRAGA, 1997: 236).

riqueza financeira) impõem a necessidade de estabilidade monetária (Plihon, 1998) e da manutenção dos seus patamares de rentabilidade.

Desta forma, a elevação do déficit público causada pelos juros excessivos também compromete as políticas fiscais, importantes durante a vigência de Bretton Woods. O Estado retira-se gradativamente da posição de condutor do dinamismo da economia para tornar-se um mero garantidor da valorização do capital financeiro. A margem de ação dos governos reduz-se sensivelmente, configurando a vitória dos rentistas.

“É dentro desse contexto que se desenvolve o capital fictício, isto é, os ativos financeiros negociáveis, cujo valor depende da situação do mercado e se encontra dissociado das vicissitudes do risco industrial. Como esses ativos são negociáveis no mercado, eles são mais líquidos do que os créditos correspondentes aos do capital emprestado (os créditos dos bancos para com as empresas). Essas propriedades encorajam que sejam assumidas posições especulativas cujo objetivo é, como já se viu, a realização de mais-valias nas operações que não têm como objetivo o financiamento do capital produtivo” (PLIHON, 1998: 123).

Este “capital fictício” tem como destino básico os mercados de capitais ao redor do mundo. O mercado de capitais, mundialmente integrado e composto por ações, bônus e títulos financeiros em geral, públicos e privados determina os parâmetros de circulação do dinheiro, a partir da identificação de quaisquer oportunidades de lucros na negociação de ativos financeiros dos mais diversos possíveis. Esta orientação dos agentes privados determinará as grandes oscilações nos valores das moedas e nas taxas de juros dos títulos financeiros, estabelecendo os critérios de valorização e desvalorização da riqueza.

Os títulos negociados nos mercados de capitais são sujeitos a uma grande volatilidade, visto que uma reversão das expectativas usualmente determina vendas generalizadas dos mesmos, tornando-os ilíquidos. Seus detentores incorrem, a partir de então, em problemas financeiros que causarão instabilidade em todo o sistema. As autoridades monetárias são responsáveis, neste momento, em evitar que o pânico se alastre (Braga, 1997, 2009). Com a atual ausência de controle destas atividades financeiras, tal tônica consagra-se recorrente, configurando um importante aspecto na gestão da riqueza financeirizada.

O jogo e a especulação se tornaram sistêmicos e o desvirtuamento das finanças em relação aos valores reais é definitivo. Bolhas especulativas são picos exacerbados da manifestação da financeirização, apenas a superfície de um movimento estrutural (Braga, 1997). Elas deixaram de ser “uma aberração local, um desvio transitório, um parêntese no curso de uma dinâmica financeira, para se tornar um caráter permanente do regime de acumulação financeirizado” (LORDON *apud* CHESNAIS, 2003: 57).

Desta forma, a lógica da financeirização se desenvolve a mais ou menos quarenta anos. A iminência de um colapso do sistema financeiro é contida pela atuação dos bancos centrais e das instituições multilaterais, cuja atuação prioriza a manutenção da valorização do capital financeiro. O Estado tem o compromisso de evitar a quebra do sistema, uma vez que os impactos sobre toda a sociedade seriam devastadores⁶³.

A ditadura das finanças se configura desta maneira, impondo um grande ônus à coletividade. “Dominada pela procura do lucro, reduzido ele próprio ao “valor para o acionista”, “a economia” apregoa sua pretensão de representar a atividade mais importante da sociedade contemporânea, aquela cuja legitimidade particular lhe permitiria impor sua lei a todas as outras. Esta arrogância decorre, certamente, da importância tomada pelos mercados financeiros, artefatos sociais de um tipo particular, que ajudam em muito as finanças a se colocar como uma potência “autônoma” frente à sociedade” (CHESNAIS, 2000: 8 e 9).

⁶³ A crise japonesa configura um exemplo do alto risco incorrido pelo Estado ao negligenciar este compromisso.

CAPÍTULO III

OS DESAFIOS IMPOSTOS AO REGULADOR PELA FINANCEIRIZAÇÃO

As lições do passado

Graves crises financeiras tiveram como importante agravante a ausência de normas condizentes com a estrutura financeira existente à época, conforme observamos anteriormente. “A política e as regras de supervisão, historicamente, sempre evoluíram como consequência e como resposta às crises, voltadas sempre para trás, para ontem, raramente para hoje e nunca para o futuro” (DEANE & PRINGLE *apud* CORAZZA, 2000: 87).

Em geral, a ocorrência de um distúrbio financeiro de grande magnitude é acompanhada pela reação das autoridades no sentido de adequar o funcionamento dos mercados a uma lógica estabilizadora. Esta tem sido a tônica da regulação nos últimos 100 anos, reativa em relação ao contexto apresentado. Os esforços para a melhoria dos procedimentos e salvaguardas serão tanto maiores quanto a intensidade da crise, a fim de evitar novas crises (Deane & Pringle *apud* Corazza, 2000).

Kane (1987) resume esta interação entre reguladores e instituições financeiras da seguinte maneira:

“A dialética regulatória vê as ações de regulação e reação (inovação) como forças indissociáveis, como os pedais de uma bicicleta. (...) A dialética regulatória descreve a regulação financeira como um jogo sem fim de uma estratégia em que dois times de jogadores (reguladores e regulados) fazem movimentos alternativos. Mudanças no ambiente econômico e tecnológico e no sistema competitivo da regulação alteram o potencial de movimento de ambos os times a cada turno. A liberdade e velocidade com que os diferentes jogadores formulam e executam seus movimentos constituem sua eficiência adaptativa. A eficiência adaptativa média dos jogadores pode ser ordenada como segue: 1) jogadores menos regulados se movem

mais rapidamente e mais livremente que outros mais regulados; 2) jogadores privados se movem mais rápida e livremente do que os jogadores governamentais; 3) jogadores regulados se movem mais rápida e livremente do que seus reguladores; 4) agências regulatórias internacionais se movem menos rápida e livremente do que outros participantes” (KANE *apud* CORAZZA, 2000: 88 e 89).

Nesta perspectiva de avaliação, Bretton Woods nasceu das vicissitudes da Crise de 29 e da Grande Depressão e os Acordos de Basiléia respondem às crises observadas nos anos 70 e 80. O principal problema é que as crises financeiras, além de recorrentes nas últimas décadas, tornaram-se gradativamente mais ameaçadoras à economia mundial. Sem as seguidas intervenções estatais na história recente, uma catástrofe financeira já poderia ter eclodido.

A intensidade com que a última crise afetou a economia global em 2007 e 2008 coloca como questão a necessidade de um novo marco institucional condizente com o atual estágio de desenvolvimento do sistema financeiro internacional. Este é o principal desafio atual das autoridades governamentais, das organizações multilaterais de gestão financeira e das comunidades financeira e acadêmica.

Um simples reforma da estrutura vigente não seria o ideal, como advogam alguns economistas e financistas. Faz-se necessário intervir no processo contínuo de valorização artificial do capital constituído através de medidas que coíbam a perpetuação das atividades meramente especulativas. Uma radical alteração no comportamento dos agentes deve ocorrer para evitar as mazelas advindas da atuação dos mesmos em relação à condução de seus investimentos.

O arcabouço regulatório constituído após a Grande Depressão

A partir do desenvolvimento desta dissertação foi possível identificar os principais determinantes da instabilidade apresentada pelos mercados financeiros ao longo dos séculos XX e XXI. A Crise de 29 foi, particularmente, um divisor de águas na historiografia das finanças internacionais, uma vez que determinou o surgimento do primeiro marco regulatório propriamente dito (após uma larga preponderância dos “mercados liberalizados”), com o advento da estrutura de Bretton Woods.

Os Estados Unidos, estopim da crise, reorganizou seu sistema financeiro local a fim de evitar futuras catástrofes semelhantes. Tal orientação baseou-se em três princípios básicos: restrição à competição entre instituições financeiras; proteção estatal através de seguros de depósitos e supervisão; e busca pela transparência na gestão dos negócios (Cintra, 1997).

A confiança junto à comunidade financeira foi restaurada através da criação do Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) e do Federal Saving and Loan Corporation em 1933 e 1934, respectivamente. O Federal Reserve System, criado em 1913, expandiu sua atuação na regulamentação, supervisão das instituições financeiras e coordenação da negociação de títulos públicos, através do Federal Reserve Board e do Federal Open Market Committee (Cintra, 1997). No mesmo sentido foram estabelecidas as já mencionadas Lei Glass-Steagall e Lei de Mercado de Capitais, assim como a criação da Securities and Exchange Commission (SEC). As alterações visavam estabelecer um controle estatal mais rígido, partindo da perspectiva que a irrestrita liberdade dada aos investidores e instituições financeiras no período *pré-crash* de 29 foi fundamental na deflagração da crise.

Enquanto tal estrutura perdurou, poucas crises importantes ocorreram nos Estados Unidos, bem como nos outros países, que também haviam adotado estruturas semelhantes (guardadas as devidas proporções da dimensão dos mercados financeiros em cada um deles). Segundo David Harvey (2009), nos últimos 40 anos ocorreram 397 crises financeiras⁶⁴ no mundo, um número absurdamente maior que as 56 contabilizadas pelo autor entre 1945 e 1970.

A atividade bancária foi, durante o período de vigência de Bretton Woods, relativamente conservadora, comparativamente aos anos posteriores. “Durante grande parte do século XX, bancos depositários captaram recursos principalmente através de depósitos à vista, e aplicaram-nos em empréstimos de maturidades curtas e, no máximo, médias. O envolvimento destas instituições com mercados de capitais era limitado, seja por força de regulação, como no caso dos Estados Unidos a partir da grande depressão dos anos 1930,

⁶⁴ É uma tarefa um tanto quanto complexa calcular um número exato de crises financeiras ocorridas no passado. Há distinções importantes entre os economistas sobre o que pode ser considerada uma crise propriamente dita. O número apresentado pelo geógrafo David Harvey é apenas uma estimativa que exemplifica o argumento da intensificação da instabilidade financeira nos últimos 40 anos.

seja pela inexistência de mercados de títulos significativos, como no caso da Europa ocidental e do Japão” (CARVALHO, 2004b: 8). Tal estrutura, aliada às condições de estabilidade nas variáveis reais e financeiras, impossibilitou a ocorrência de grandes crises.

Os anos 70 marcariam o início da ruptura deste arcabouço regulatório e a ascensão dos mercados de capitais sedimentados pela Tese dos Mercados Eficientes de Fama (1970), assim como seus posteriores desenvolvimentos. A crescente pressão pela liberalização consagraria o fim do modelo de regulação criado nos anos 30 e adaptado ao redor do mundo. O contexto no qual as finanças internacionais se desenvolveriam tornaria a regulação precedente limitada na função de garantir o bom funcionamento dos mercados financeiros e sua estabilidade.

Os acordos da Basiléia

A cooperação internacional no sentido de estabelecer uma convergência nas regras que norteiam os mercados financeiros surgiu em 1974, com a criação do Comitê de Supervisão Bancária da Basiléia, formado pelos representantes dos bancos centrais dos países membros do G-10 (Bélgica, Canadá, França, Itália, Alemanha, Japão, Reino Unido, Holanda, Suécia e Estados Unidos) e de Luxemburgo e Suíça.

O Comitê era um apêndice do BIS e servia como um fórum de debates entre os participantes em relação à regulação da atividade bancária. O órgão, no entanto, possuía caráter consultivo, sem autoridade para definir regras ou estratégias próprias. O fato de reunir as autoridades do grupo de países mais avançados conferia credibilidade às suas recomendações, indicando uma alta probabilidade de serem absorvidas pelos sistemas domésticos de regulação e supervisão financeiras (Carvalho, 2004b).

O primeiro Acordo da Basiléia foi idealizado conjuntamente pelo Federal Reserve e pelo Banco da Inglaterra apenas em 1987, com dois objetivos básicos: garantir a estabilidade do sistema bancário e diminuir a desigualdade entre bancos para promover a concorrência. Ele foi firmado em 1988, ratificado inicialmente pelos países do G-10 e,

posteriormente, adotado por mais de cem países. O foco do acordo foi o **risco de crédito**⁶⁵ e como uma extensão deste, o risco de transferência internacional (Chianamea, 2004)⁶⁶.

Nas palavras do próprio Paul Volcker, “ele foi desenvolvido para atender vários objetivos parcialmente conflitantes. Eles incluíam a necessidade de resolver os desafios do rápido crescimento de operações fora do balanço, a criação de um sistema de medidas que evitaria a determinação do governo em decisões de alocação de recursos, o desejo de promover convergência regulatória, e o esforço de estabelecer um padrão de competitividade que todos os bancos internacionais deveriam atender” (VOLCKER *apud* CHIANAMEA, 2004:8). O discurso de Volcker dá uma indicação da dificuldade envolvida no processo de constituição do Acordo de Basiléia.

Por sinal, a arbitrariedade na definição da classificação de risco dos empréstimos e dos percentuais mínimos de capital requeridos, além da negligência em relação ao risco de iliquidez envolvendo cada classe de ativo são exemplos de ressalvas que podem ser feitas sobre o acordo (Corazza, 2000). Embora tenha sido um avanço no sentido de construir parâmetros gerais para um melhor funcionamento dos mercados financeiros, totalmente desorientados com a desregulamentação ocorrida nos anos 70 e 80, os modestos objetivos

⁶⁵ Diversos são os riscos envolvidos na atividade financeira. Dentre eles, destacam-se os riscos de mercado, de crédito, de taxa de juros, cambial, operacional e de liquidez. “Basicamente, os ativos, expostos a risco, das instituições financeiras são constituídos por títulos (ações, títulos de governos, opções, contratos de *swaps*, etc), moedas (nacional e estrangeiras) e contratos de crédito. As oscilações dos preços dos títulos nos mercados financeiros compõem o que é denominado de risco de mercado. Já o risco de crédito é aquele associado ao não pagamento dos contratos de crédito. Risco de taxas de juros refere-se à perda que a instituição pode sofrer pela influência de uma alta ou baixa repentina das taxas de juros. Há ainda definições de riscos soberanos (não recebimento de dívida por alteração de leis estrangeira), riscos cambiais (perdas devidas a variações de preços de moedas), riscos operacionais (falhas de sistemas de computador, fraudes), riscos de imagem (notícias que acarretem perda de credibilidade na instituição) e risco de liquidez (risco da instituição não ter moeda para pagamento de suas obrigações em alguma data)” (CHIANAMEA, 2004: 71). Estes riscos podem, inclusive, estarem interconectados. Muitas vezes uma mesma instituição está seriamente sujeita a vários deles reunidos.

⁶⁶ O Acordo, na prática, funcionaria da seguinte maneira, segundo Chianamea (2004): “após a instituição financeira determinar o risco a que estão expostos seus ativos, ela deve manter uma quantidade de capital próprio proporcional à variação de valor que esses ativos podem sofrer. O capital próprio que o Acordo exige das instituições financeiras foi dividido em dois níveis: ações ordinárias e preferenciais mais as reservas de lucros – nível 1; outros elementos de capital – nível 2. Estes outros elementos de capital são constituídos por reservas não publicadas, reservas de reavaliação, provisões gerais (as provisões específicas, que são feitas para cobrir perdas esperadas, não fazem parte do capital, que é usado para cobrir perdas inesperadas), instrumentos híbridos entre capital e dívida e dívidas subordinadas com prazo de vencimento maior que cinco anos” (CHIANAMEA, 2004: 43).

do Primeiro Acordo da Basileia não apresentaram alterações realmente significativas que pudessem fornecer a estabilidade requerida.

“O Acordo da Basileia de 1988, na verdade, foi um resultado mais da globalização nascente do que da percepção da necessidade de uma reorientação estratégica dos métodos de regulação financeira. (...) O acordo resultou mais da percepção, portanto, de que a competição era injusta do que da percepção de que os sistemas até então usados de regulação prudencial tinham perdido sua eficiência” (CARVALHO, 2004b: 16 e 17).

Outro ponto importante foi o impulso que o acordo deu para a intensificação do processo de securitização e para o desenvolvimento dos mercados de títulos pelos bancos. Como apenas o risco de crédito estava incorporado por Basileia I, através das exigências de coeficiente de capital, os bancos intensificaram seus esforços no sentido de expandir suas participações nos mercados de capitais, cujas obrigações de natureza regulatória eram muito menos severas. Os custos operacionais bancários seriam conseqüentemente reduzidos mediante a expansão dos processos de securitização.

Entretanto, apesar de suas limitações, o acordo teve repercussão acima do esperado, sendo incorporado não apenas pelos países do G-10, como praticamente todos os demais países desenvolvidos e muitos emergentes, inclusive. A prerrogativa de aplicar suas recomendações somente aos bancos internacionalmente ativos também foi descartada, tendo o mesmo passado a orientar todo o sistema bancário.

“Na verdade, a adesão ampla ao acordo de 1988 não foi acidental. Como visto, há muito tempo alimentava-se uma certa ansiedade com relação à crescente inadequação da estratégia regulatória anterior às novas condições de operação dos bancos. Por outro lado, o estabelecimento de coeficientes de capital, princípio central do acordo de 1988, parecia se constituir numa alternativa capaz de resolver os piores problemas gerados pela estratégia anterior. Esta nova opção parecia satisfazer tanto aqueles que estavam preocupados apenas com o estabelecimento de condições competitivas equânimes entre grandes bancos quanto aqueles que julgavam que a estratégia regulatória anterior estava alimentando mais que controlando os riscos sistêmicos gerados pelos mercados financeiros” (CARVALHO, 2004b: 18).

Em Julho de 1996, um aditamento é realizado em relação ao primeiro acordo visando principalmente incorporar o **risco de mercado** no escopo regulatório. Na verdade, tal acontecimento é perfeitamente inteligível, considerando a vigorosa ascensão das atividades ligadas ao mercado de capitais em comparação aos empréstimos bancários. As principais críticas em relação ao acordo anterior fundamentavam-se justamente na ausência do risco de mercado como parâmetro de avaliação por parte do supervisor. Também o **risco operacional** passa a ser incorporado no acordo, além de algumas correções envolvendo os parâmetros de capital requerido como reserva (Chianamea, 2004).

A perspectiva de incluir o risco de mercado atende à necessidade de estabelecer premissas em relação ao “risco de perda de valor de títulos de dívidas e ações, taxa de câmbio, risco de variação de preço de commodities e derivativos. Os ativos considerados neste tipo de risco são apenas aqueles mantidos, no balanço ou fora do balanço, para ganhos no curto-prazo ou hedge de outras operações da instituição financeira – exclui-se os títulos mantidos por longo-prazo” (CHIANAMEA, 2004: 43).

Em relação ao tratamento interno dado pelas instituições financeiras, esses ativos deveriam ser marcados a mercado e a análise ser feita com dados consolidados do grupo financeiro. Esse aditamento permitiu às instituições financeiras o uso de modelos de risco de mercado desenvolvidos internamente, desde que seguissem critérios qualitativos e quantitativos, e a consideração de correlações entre as várias classes de risco – o que incentiva a diversificação para diminuir o risco avaliado e o capital exigido.

Houve, portanto, uma orientação dos reguladores em descentralizar a supervisão dos bancos, delegando aos mesmos o controle de suas operações⁶⁷:

“Entre as novas emendas propostas pelo Comitê a partir de 1995 estão a aceitação de mecanismos de auto-regulação de riscos pelas próprias instituições do mercado, ou seja, em vez de tentarem supervisionar diretamente as complexas e mutantes posições de risco dos bancos, as autoridades passaram a admitir ser mais eficaz se os reguladores e os supervisores monitorassem os procedimentos adotados

⁶⁷ As exigências do Comitê relacionavam-se apenas ao “value at risk” – VaR - , que deveria ser calculado diariamente dentro de um intervalo em uma curva normal, mono-caudal com 99% de confiança e com dados coletados dentro de um período de ao menos um ano (Chianamea, 2004).

pelas próprias instituições em seus cálculos, estimativas e métodos de gestão de riscos e requisitos de capital. Dessa forma, além dos incentivos via mercado para aprimorar práticas internas de medida e gestão de risco, haveria ganhos de eficiência e redução de custos de supervisão” (CORAZZA, 2000: 91).

A crença existente à época era que os modelos desenvolvidos individualmente pelos bancos pudessem reduzir o risco sistêmico⁶⁸. O papel do regulador seria o de validar tais modelos e seus métodos de administração de riscos. Emergia a partir de então uma nova relação entre regulador e regulado, pautado pela confiança do primeiro em relação à responsabilidade do segundo em dimensionar os riscos envolvidos em suas operações financeiras (Carvalho, 2004b).

O cálculo do risco de crédito também passou a ser responsabilidade dos gestores dos bancos, incluído nos modelos dos mesmos. Tal aspecto incorre em um sério problema: “Há enormes dificuldades em adaptar o tratamento dado ao risco de mercado ao risco de crédito, a começar pela inexistência de dados adequados ao cálculo das probabilidades efetivas de *default* que permitam avaliar o valor-em-risco resultante de cada estratégia de administração de riscos selecionada pelo banco” (CARVALHO, 2004b: 23).

Uma outra premissa importante do novo acordo era que as inovações financeiras não mudariam significativamente os parâmetros na qual o mesmo baseava-se. Previa-se que os bancos incorporariam as eventuais alterações em seus modelos, anulando seus efeitos em relação aos riscos tradicionalmente calculados. Assim sendo, não haveria a necessidade dos reguladores reformularem as normas recorrentemente.

O excesso de confiança dos reguladores na “autogestão” dos bancos foi pautado novamente pelas benesses da governança corporativa, que orientaria a eficiente condução dos mesmos na administração dos riscos. “Esse princípio pode ser expresso da seguinte forma: a governança corporativa e a gestão de riscos dos bancos evoluíram a tal ponto que suas decisões podem ser consideradas as mais próprias e eficientes para evitar a ocorrência de episódios que possam desembocar em risco sistêmico” (FARHI *et alli*, 2009: 135).

⁶⁸ Segundo Carvalho (2004b), a definição de risco sistêmico “refere-se à possibilidade de que um choque localizado em algum ponto do sistema financeiro possa se transmitir ao sistema como um todo e, eventualmente, levar a um colapso da própria economia” (CARVALHO, 2004: 1).

Seguindo as prerrogativas da autoregulação, em 2004 foi estabelecido o segundo acordo da Basiléia, popularmente denominado Basiléia II. Nele, as notas das agências de *rating* passaram a ser critérios alternativos para a classificação dos riscos de crédito (Farhi *et alli*, 2009). Como vimos anteriormente, acreditar piamente na capacidade das instituições financeiras de conduzir suas operações prudentemente e na qualidade e isonomia das avaliações das agências de *rating* pode resultar em sérios distúrbios para os mercados financeiros em que os mesmos estejam envolvidos.

A estrutura do segundo acordo de Basiléia foi constituída por três pilares: requerimento de capital (Pilar 1), processo de revisão de supervisão bancária (Pilar 2) e disciplina de mercado (Pilar 3). O primeiro pilar é uma extensão de Basiléia I, com as adaptações necessárias, o segundo refere-se à supervisão da capacidade dos bancos em monitorar seus riscos e o terceiro preconiza a ênfase na disciplina de mercado e na transparência das informações (Moura Neto & Ribeiro, 2006).

A perspectiva de Basiléia II, através do uso de avaliações de risco feitas por instituições privadas, sejam elas agências externas ou os próprios bancos é trazer a lógica dos agentes de mercado para dentro da estrutura regulatória, justificada por uma percepção mais apurada das instituições financeiras em entender e administrar seus riscos e decidindo individualmente qual o montante de capital a ser mantido como reserva. A lógica que permeia esses Acordos, em especial Basiléia II, é que a gestão dos riscos em nível micro, ou seja, realizada por cada uma das instituições, leva à estabilidade do sistema. Tal fenômeno configura a **auto-regulação supervisionada**, mencionada por Mendonça (2009).

O VaR foi saudado como a ferramenta que permitiria aos banqueiros medir o risco com uma capacidade de previsão nunca antes vista. Os possíveis perigos envolvendo as transações financeiras seriam expressos por um único número, resultado de rigorosos cálculos econométricos (Tett, 2009).

E os resultados desta escolha não se mostraram muito bons, conforme a história recente verificou. “À luz da atual desordem vivenciada pelos mercados financeiros, ocorrida em um mundo marcado pela ampla adesão à Basiléia I, importante movimento de transição para Basiléia II e disseminado uso de modelos internos de avaliação de risco, a percepção é de que tal arcabouço não é ou não foi capaz de evitar problemas da natureza e grandeza dos correntemente observados” (MENDONÇA, 2009: 141).

Segundo Farhi & Cintra (2009), a atual crise sistêmica global significa a verdadeira derrocada da autoregulação prevista pelos acordos de Basileia. A julgar pela conexão que envolveu os bancos, os fundos de investimento e as agências, as premissas que envolveram a concepção do acordo devem ser profundamente reavaliadas, principalmente ao considerar a ocorrência de *moral hazard*.

Retoma-se a discussão colocada em Braga (2009) a respeito do papel das autoridades governamentais na gestão da economia financeirizada. Devido à ineficiência dos modelos de gestão de riscos ou através da alavancagem propositadamente exagerada⁶⁹, a alta incidência de problemas nas instituições financeiras indica a falibilidade da autoregulação supervisionada:

“O atual arcabouço regulatório, construído a partir da visão de que a gestão individual dos riscos garantiria a estabilidade sistêmica, não foi capaz de cumprir seu principal papel, garantir a saúde e solidez do sistema. E se percebeu mais uma vez que, em momentos de exacerbação da incerteza e ocorrência de rupturas financeiras, a atuação *ad hoc*, rápida e incisiva do prestador em última instância, é imprescindível para a garantia da saúde e solidez do sistema” (MENDONÇA, 2009: 142).

Os desafios na regulação da riqueza financeirizada

Segundo Canuto & Lima (1999), a regulação das finanças nas economias avançadas envolvem dois itens básicos: as redes de segurança financeira, através dos seguros de depósitos e de outras aplicações e empréstimos em última instância; e os sistemas de supervisão e regulação. “As redes de segurança financeira existem em função do risco sistêmico de que situações reversíveis de iliquidez patrimonial se transformem em problemas irreversíveis de insolvência e quebra. Por seu turno, a supervisão e regulação tem como principal objetivo contrarrestar as assimetrias de informação intrínsecas às atividades financeiras e os decorrentes problemas associados à seleção adversa e ao risco

⁶⁹ Segundo Belluzzo, “Equações e letras gregas são mera retórica pseudocientífica para justificar as trapalhadas financeiras” (BELLUZZO *apud* FARHI & CINTRA, 2009: 285).

moral (*moral hazard*), inclusive a potencialização destes pela própria presença das redes de segurança financeira” (CANUTO & LIMA, 1999: 2 e 3).

Dentre os principais instrumentos de supervisão e regulação das instituições financeiras estão as regras sobre retenção de ativos em carteira, as exigências mínimas de capital em relação aos ativos, requisitos de *disclosure*⁷⁰, credenciamento e exames periódicos, mecanismos de proteção a aplicadores e até mesmo restrições à concorrência⁷¹, quando necessário (Canuto & Lima, 1999).

Considerada a principal ferramenta de gestão de riscos, a exigência mínima de capital em relação aos ativos é a base da regulação bancária convencional prevista por Basiléia. A difusão das inovações financeiras através principalmente do processo de securitização e da proliferação dos derivativos tem imposto grandes dificuldades ao sucesso deste mecanismo de controle. As operações financeiras tornaram-se muito mais complexas do que o sistema de crédito bancário tradicional.

Também a emergência de instituições financeiras não sujeitas à regulação tradicional (o já mencionado *global shadow banking system*) configura um grande desafio às autoridades governamentais. A alavancagem excessiva dos fundos de investimento e a expansão deliberada das atividades dos bancos na intermediação de recursos financeiros imputam um risco crescente de implosão do sistema financeiro mundial, como observamos no Capítulo 2 desta dissertação.

Outro importante empecilho à regulação dos mercados financeiros é o espetacular crescimento das transações internacionais, principalmente envolvendo os chamados “paraísos fiscais”. Regras diferentes norteiam as operações financeiras ao redor do mundo, trazendo diversas implicações:

“A existência de brechas, em termos de transações não sujeitas ao alcance de algum sistema regulatório, tende a elevar os riscos sistêmicos e os problemas de risco moral, criando novas demandas em termos de redes de segurança financeira em níveis

⁷⁰ Os requisitos de *disclosure* relacionam-se à transparência nas informações fornecidas pelas instituições financeiras quanto às suas operações e seus balanços financeiros.

⁷¹ Um exemplo clássico deste tipo de regulação é a separação entre as atividades de bancos comerciais e de investimento imposta pela Lei Glass Steagall, cujo sentido perdeu-se totalmente a partir da intensificação do processo de liberalização financeira.

nacional ou internacional. Adicionalmente, riscos sistêmicos podem ser criados mediante contágios de desordem financeira originados em centros financeiros com regulação mais frouxa, além da exposição diante de riscos jurídicos externos sobre os quais o sistema regulatório doméstico não pode monitorar. A coexistência entre sistemas regulatórios diferenciados e mercados globais pode ainda suscitar vantagens concorrenciais entre instituições financeiras de países distintos” (CANUTO & LIMA, 1999: 11).

Canuto & Lima (1999) apresentam evidências de que a livre concorrência entre os diversos modelos de sistemas financeiros ao redor do mundo traz conseqüências negativas para a saúde das finanças globais, pois “aumentam as possibilidades de superexposição das instituições financeiras aos elos mais fracos do sistema global e o conseqüente contágio para outras áreas” (CANUTO & LIMA, 1999: 11). As crises das economias emergentes da década de 90 evidenciaram esta hipótese.

Desta maneira, os condicionantes colocados pela liberalização financeira, securitização de ativos, difusão dos mercados de derivativos, internacionalização das operações financeiras, etc, dificultam radicalmente a atuação das autoridades governamentais na condução de seus objetivos de estabelecer diretrizes para o bom funcionamento dos mercados e supervisioná-los da maneira mais prudente. Entretanto, a irrestrita liberdade dada aos agentes através da premissa de autoregulação por parte dos agentes privados não se apresentou como alternativa viável, tendo em vista as conseqüências já observadas. Este é o impasse vivenciado pelo regulador atualmente.

Dois condicionantes inviabilizam o atual arcabouço regulatório proposto pelos Acordos de Basiléia. “Em primeiro lugar, os bancos submetidos à regulação buscaram retirar riscos de seus balanços – de forma a não ter de manter parcelas elevadas de capitais próprios em reserva, como requerem os Acordos de Basiléia II – e aumentaram extraordinariamente sua alavancagem. Em segundo lugar, uma grande variedade de instituições evoluiu no sentido de desempenhar um papel semelhante ao dos bancos tradicionais sem estarem incluídas na estrutura regulatória existente e, portanto, sem dispor das requeridas reservas em capital” (FARHI & CINTRA, 2009: 284).

Os bancos verdadeiramente driblaram as exigências previstas em Basiléia através das SIV (*Special Investment Vehicles*), entidades jurídicas criadas pelos bancos a fim de

captar recursos com a finalidade de investir nos mercados de capitais, principalmente através da aquisição de hipotecas securitizadas (Farhi & Cintra, 2009; Cintra & Freitas, 2008)⁷². Justamente a incapacidade dos Acordos da Basileia em lidar com esta situação esteve no cerne da atual crise sistêmica global, avaliada no primeiro capítulo.

A reforma do atual arcabouço regulatório faz-se necessária. Entretanto, novamente não há um consenso entre os economistas sobre quais seriam as mudanças necessárias para reduzir os riscos envolvendo as operações financeiras. Antigos, porém importantes debates voltam à tona nestes momentos, como a função do prestador em última instância e a adoção de controles de capitais.

Para além da auto-regulação supervisionada

Após os abalos na economia causados pela última grande crise financeira, atenuada apenas após a vigorosa intervenção dos Bancos Centrais pelo mundo afora, a readaptação dos esquemas de regulação e supervisão à atual conjuntura das finanças internacionais é algo de importância inestimável. A utilização da prerrogativa do prestador em última instância não pode ser tão recorrente como as últimas décadas têm se mostrado.

O reconhecimento do grau elevado de dificuldade na construção de um arcabouço regulatório pertinente às condições atuais dos mercados financeiros não deve ser justificativa para a defesa das teses defensoras da auto-regulação. Mesmo considerando que o ritmo das inovações financeiras é sempre maior do que a readequação dos sistemas de supervisão e regulação, um grande esforço deve ser feito no sentido de reduzir este *delay*.

Primeiramente, a adoção de regras que norteiem apenas as decisões individuais configura-se como um grave equívoco. As complexas relações existentes entre as diversas instituições financeiras demandam uma visão macro do regulador. Esta foi a posição

⁷² De acordo com FMI (2007, p. 18), esses veículos especiais tendem a se diferenciar pelo tamanho e composição do ativo e passivo. Em geral, os *conduits* tendem a ser maiores e menos arriscados, com ativos de até US\$ 1,4 trilhão; os SIV, intermediários, com ativos em torno de US\$ 400 bilhões; e os SIV-*lites*, com ativos menores, cerca de US\$ 12 bilhões, mas de elevado risco. A carteira de ativos das SIV-*lites*, que opera com alta alavancagem (40 a 70 vezes dependendo do colateral), tende a ser composta por 96% de hipotecas residenciais securitizadas (RMBS) e 4% de CDO. Todos têm algum mecanismo de liquidez total ou parcial garantido pelas instituições patrocinadoras (FARHI & CINTRA, 2009: 283).

defendida por Bernanke em 2008 no seminário do FED em Jackson Hole. Segundo ele “os reguladores geralmente se focalizam nas condições financeiras de instituições isoladas, enquanto seria necessário analisar suas interconexões e considerar potenciais riscos sistêmicos e pontos de fragilidade” (BERNANKE *apud* FARHI & CINTRA, 2009: 292).

Contudo tal tarefa é extremamente complicada. “Dada a interpenetração internacional de ativos e passivos dos bancos e instituições do *global shadow banking system*, os reguladores teriam de realizar a unificação, inclusive acima das fronteiras nacionais, dos organismos encarregados de sua implementação e execução, de forma a aplicar as mesmas regras para todas as instituições financeiras e ser capaz de avaliar o conjunto dos riscos presentes no sistema” (FARHI & CINTRA, 2009: 292).

Outra importante mudança refere-se à organização e padronização das negociações de derivativos de balcão. Estes serviços financeiros estão no epicentro da instabilidade verificada ultimamente. Isto se deve a alguns motivos específicos. Sua negociação envolve uma grande volatilidade nos preços e grandes riscos assumidos por seus participantes. “Sua característica de instrumento virtual que espelha, por diversos mecanismos, os riscos e retornos de um ativo financeiro permite que, através das atividades de especulação e arbitragem, esses riscos e retornos sejam replicados inúmeras vezes. No que concerne à sua utilização como instrumento de cobertura de riscos, ela é eficiente no nível microeconômico. Mas, no tocante à economia como um todo, é necessário considerar que a quantidade de riscos presentes no sistema não se reduz com a utilização dos derivativos financeiros para efeitos de cobertura de riscos (hedge)” (FARHI & CINTRA, 2009: 291).

Ainda nesta linha de raciocínio, todos os participantes do jogo financeiro (inclusive e, principalmente, as instituições financeiras que formam o *global shadow system*) devem estar sujeitos à transparência preconizada pelo terceiro pilar de Basiléia II. Não apenas os bancos devem estar sujeitos a rigorosas exigências em relação à qualidade das informações disponibilizadas para os reguladores e clientes como também os fundos de investimento, de pensão, seguradoras, etc.

A importante participação destes agentes nos mercados de capitais demanda uma atenção mais apurada através de uma supervisão mais abrangente, a fim de evitar problemas como os decorrentes da quebra do LCTM em 1998. “Uma classificação mais explícita dos fundos de investimentos por natureza e grau de risco, que poderia ser

supervisionada por autoridades de tutela, seria então útil. Coloca-se também a questão do regime de responsabilidade dos gestores de fundos e, por extensão, de todos os interventores do ramo da informação financeira” (DEHOVE; BOYER & PLIHON, 2006, 238).

Uma importante zona de conflito de interesses emerge da relação entre bancos, agências de *rating* e clientes. Não são raras as vezes em que tal característica da estrutura financeira acarretou distúrbios nos mercados por causa do conflito de interesses envolvendo seus participantes. Desta maneira, dada a relevância imputada às agências de *rating* no jogo financeiro, com sua inclusão no escopo regulatório de Basiléia II, faz-se necessária a normatização de suas atividades condizente com a importância que lhes foi conferida. Estimular a entrada de novos participantes neste setor também seria vital para seu amadurecimento, segundo atesta Dehove, Boyer & Plihon (2006).

A regulação deve, inclusive, se estender às corporações produtivas e comerciais. Estas, como identificado anteriormente, aprofundaram demasiadamente sua relação com os mercados financeiros, através da sua reorientação para a “rentabilidade global”. Na medida em que se tornaram importantes participantes do jogo financeiro, através de seus desenvolvidos departamentos financeiros, intensificou-se também seu efeito potencialmente desestabilizador.

Além de voltar às atenções dos reguladores para todas as instituições envolvidas na esfera financeira, um importante debate deve ser retomado. Os controles de capitais, assunto polêmico e envolvido num maniqueísmo um tanto quanto preconceituoso, devem ser avaliados sob um novo prisma a partir da atual conjuntura. Experiências empíricas recentes mostraram que sua adoção, mediante algumas condições, podem tornar os mercados financeiros mais saudáveis.

Um breve debate sobre controles de capitais

A analogia entre controles de capitais e restrições ao livre comércio são recorrentes. Uma considerável parte das justificativas contra os primeiros está relacionada à perda de eficiência dos mercados financeiros sujeitos a este método de intervenção estatal, assim como os mercados de bens e serviços estariam no caso dos últimos. Segundo os defensores

desta hipótese, a criação de obstáculos à livre movimentação de capitais gera distorções na alocação de recursos, fazendo com que eles sejam mal utilizados. Mesmo os capitais de curto prazo, que buscam apenas oportunidades de arbitragem, são benéficos, uma vez que aumentam a eficiência da economia (Carvalho & Sicsú, 2004).

Outros críticos simplesmente contestam a eficácia dos controles, considerando-os inócuos em relação ao alto poder de inovação dos agentes privados. O custo em implementá-los simplesmente não compensa os retornos que eles trazem. Haveria um dispêndio de energia e recursos que traria resultados estritamente no curto prazo.

“Os defensores da liberalização se apóiam, na verdade, na sabedoria convencional corrente da comunidade de economistas (e, sob sua influência, dos tomadores de decisão) que reconhece nos mecanismos de mercado eficiência superior em promover bem-estar à de qualquer mecanismo alternativo, especialmente aqueles que envolvem alguma intervenção do Estado” (CARVALHO & SICSÚ, 2004: 170 e 171). Logicamente tal hipótese *a priori* revela uma subestimação do potencial destrutivo que a irrestrita liberdade dos fluxos de capitais possui, evidenciado pelas diversas crises já exploradas nesta dissertação e suas desastrosas conseqüências para toda a sociedade.

Há ainda aqueles que acreditam que a adoção de controles de capitais não é vista com bons olhos pela comunidade financeira, principalmente quando são adotados em países em desenvolvimento. Segundo os defensores desta vertente, políticas deste tipo reduziriam os influxos de capitais para os países que as propusessem, dificultando o financiamento de novos investimentos.

Entretanto, a histórica rejeição da comunidade financeira em relação aos controles de capitais está sendo gradativamente deixada de lado. Revistas notadamente defensoras do liberalismo econômico, como a *The Economist* tem arrefecido suas críticas em relação aos mesmos (Dehove, Boyer & Plihon, 2006). O BIS também passou a reconhecer a possibilidade de sua adoção como alternativas circunstanciais: “A história recente mostra que, em alguns casos, se são corretamente concebidos e aplicados, eles (os controles de capital) podem permitir sustentar as outras políticas ou proteger a economia contra os aspectos desequilibrantes dos fluxos de capital” (BIS *apud* DEHOVE; BOYER & PLIHON, 2006, 265). Até o FMI reviu recentemente sua posição radicalmente contra os controles (Rogoff *apud* Carvalho & Sicsú, 2004).

Um primeiro aspecto a ser ressaltado é que os investimentos devem ser classificados conforme suas características. Investimentos diretos estrangeiros são, em geral, positivos para as economias locais. Em contrapartida, investimentos em carteira e capitais bancários, de caráter estritamente financeiro, deveriam receber restrições maiores em função de sua volatilidade extrema e conseqüentemente do potencial desestabilizador que possuem. Particularmente nos países emergentes tal situação foi freqüentemente evidenciada nos anos 90.

A identificação de qual o tipo de capital que demanda algum tipo de controle é, talvez, a questão fundamental dos debates em torno do tema. Impor restrições à entrada, por exemplo, de capitais produtivos via investimentos externos diretos não se configura como uma política aceitável. Não se trata deste tipo de fluxo de capital que deve ser alvo de intervenção estatal. É importante que o foco dos reguladores esteja nos capitais de curto prazo, de caráter meramente especulativo:

“Uma vez que se reconheça que os fluxos de capitais de curto prazo podem aumentar a instabilidade econômica, existe um verdadeiro caso para intervenção: a instabilidade associada com o movimento de capitais de curto prazo resulta em uma clara discrepância entre riscos e retornos privado e social. Os fluxos de capitais impõem uma enorme externalidade negativa. De fato, deveria ser óbvio que a crise que resultou desses fluxos voláteis tem afetado muitos outros além dos tomadores e emprestadores” (STIGLITZ *apud* DE PAULA, OREIRO & DA SILVA, 2003: 74).

Os objetivos principais dos controles geralmente estão ligados à manutenção da estabilidade da taxa de câmbio, a fim de reduzir as pressões sobre a mesma, à implementação de políticas monetárias domésticas autônomas ou à preservação da estabilidade monetária e financeira, quando os fluxos de capitais são muito intensos (de Paula, Oreiro & da Silva, 2003).

É nos países emergentes que a adoção de controles mostrou-se freqüente, a exemplo de Chile, República Tcheca, Malásia, Indonésia, Filipinas e Tailândia. Como principais tipos de controle temos a imposição de depósitos compulsórios sobre entradas de capitais, impostos sobre entradas e/ou saídas de recursos financeiros e a imposição de restrições de natureza quantitativa sobre fluxos de capital, incluindo-se neste último item a irrestrita

proibição de certos tipos de transação (Carvalho & Sicsú, 2004). A decisão por este tipo de instrumento pode ser tomada *ex ante* ou *ex post*, dependendo das condições particulares de cada economia. Em geral as medidas *ex post* estão ligadas a medidas de urgência após a deflagração de alguma crise.

As situações devem ser estudadas, portanto, caso a caso. Considerá-los inoperantes *a priori* é um equívoco, conforme experiências empíricas exitosas demonstraram. Contudo, o uso dos controles não é necessariamente uma receita de sucesso. A experiência recente da Tailândia, por exemplo, mostra isso. As políticas implementadas com o intuito de conter a especulação cambial no contexto da crise asiática não foram bem sucedidas, sendo descartadas rapidamente neste país.

No caso tailandês as medidas envolviam a criação de um mercado de câmbio duplo segmentado em um mercado *onshore* e outro *offshore*, a suspensão das transações dos bancos tailandeses com não residentes e a proibição dos investidores estrangeiros em repatriar seus fundos em *bank*. Contudo, tais medidas não atenuaram o caos financeiro tailandês, fracassando na tentativa de conter a especulação sobre a moeda local, segundo atestam de Paula, Oreiro & da Silva (2003).

Em contrapartida o Chile vem sendo citado como um caso em que a adoção de controles resultou em um cenário positivo para a economia local. A combinação de taxação indireta via requerimentos de reserva, controles administrativos sobre a permanência do capital estrangeiro e medidas regulatórias conduziram o país a conquistar seus objetivos de reduzir a entrada de capitais especulativos de curto prazo e aumentar a autonomia da política monetária:

“Ainda que não haja evidências conclusivas de que houve uma redução na magnitude do influxo de capitais no Chile, e que, conseqüentemente, tenha tido efeito sobre a taxa de câmbio real, há consenso de que o controle de capitais ajudou a alongar a maturidade média desses fluxos, e também permitiu, por meio dos requerimentos de reserva não remunerados, aumentar, em algum grau, a autonomia da política monetária, ao ajudar a manter uma separação entre as condições monetárias doméstica e internacional. Adiciona-se que os controles de capitais não foram evadidos no Chile, onde a capacidade de coletar impostos sobre fluxos de capitais foi crescente com o tempo, com as autoridades fechando as brechas e utilizando controles

seletivos de capitais que desencorajaram significativamente alguns tipos particulares de créditos de curto prazo” (DE PAULA, OREIRO & DA SILVA, 2003: 81).

Na tentativa de controlar a especulação contra o *ringgit*, sua moeda local, a Malásia criou imposições sobre a saída de capital do país. As medidas adotadas envolviam a liquidação compulsória de contas *offshore* em *ringgit* por residentes e não residentes, a exclusividade aos residentes na provisão de facilidades de crédito e a proibição à repatriação do capital de portfólio retido pelos não residentes por doze meses, além do impedimento de transferências de capital por residentes.

As políticas implementadas pelo governo malaio obtiveram sucesso, conforme atestam Kaplan e Rodrik (2001). Segundo os autores, a Malásia conseguiu melhores resultados do que países que recorreram a vultosos empréstimos junto ao FMI, casos de Tailândia e Coréia do Sul. No setor real da economia, a recuperação econômica foi mais rápida e menos dolorosa, com menor número de empregos perdidos e pequena queda no valor dos salários reais. No setor financeiro verificou-se uma melhor reação dos mercados de capitais, queda nas taxas de juros e estabilização da inflação. Os resultados estiveram intrinsecamente ligados à revitalização da demanda a partir de uma política fiscal e monetária mais autônoma (Kaplan & Rodrik, 2001).

A principal conclusão de Dehove, Boyer & Plihon (2006) sobre o assunto é que os controles de capitais reduzem justamente o peso dos movimentos de capitais de curto prazo. Entretanto, os efeitos de sua medida são gradativamente atenuados pelo aprendizado dos agentes em driblá-los, exigindo uma reavaliação contínua. Sua eficácia está estritamente relacionada às políticas de estabilização monetária, prudenciais e de reformas estruturais.

Os controles de capitais “podem, portanto, ser usados como um instrumento de viabilização de políticas econômicas mais autônomas e de geração de maior estabilidade no mercado cambial, ou mesmo, em casos excepcionais, como um instrumento temporário em momentos de crises agudas de balanço de pagamentos, mas não devem ser usados como instrumento permanente para “cobrir” políticas econômicas inconsistentes. Nesse caso, devem ser acompanhados por mudanças da política econômica e/ ou por introdução de reformas (por exemplo, aprimoramento da supervisão bancária), como mostra os casos bem-sucedidos da Malásia e do Chile” (DE PAULA, OREIRO & DA SILVA, 2003: 85).

Uma avaliação da função do prestador em última instância

A atuação do FED e do Banco Central Europeu durante a última crise sistêmica global retomou um importante debate em relação à atuação das autoridades governamentais nos momentos de extrema instabilidade financeira: a função do prestador em última instância.

Kindleberger (2000) enumera três questões principais envolvendo esta discussão. A primeira dela refere-se a quem deve exercer tal papel. Atualmente praticamente todo o mundo consagra no Banco Central a função de socorrer as instituições que ameacem a ordem do sistema financeiro nacional. Entretanto, tal consenso não existia na Inglaterra do século XIX, por exemplo. Tal responsabilidade não era plenamente definida em torno do Banco da Inglaterra ou do Tesouro nacional. Também o período que precedeu a criação do FED nos Estados Unidos foi marcado pela iniciativa privada, através da ação conjunta dos principais bancos do país em garantir a solidez do sistema como um todo (Kindleberger, 2000).

A segunda questão refere-se ao *timing* da intervenção. Segundo Kindleberger (2000), é necessário refrear o *boom* especulativo, contudo sem precipitar o pânico. Se o *crash* já tiver ocorrido, a decisão é extremamente mais difícil e envolve uma considerável dose de discricionariedade.

A terceira questão trata-se de quais instituições financeiras devem ser resguardadas pelo poder público. Os Bancos Centrais historicamente priorizaram o salvamento de bancos de depósitos. Entretanto, outros *players* das “finanças modernas” apresentam grau de importância e potencial desestabilizador que não podem ser desconsiderados pelas autoridades, conforme os capítulos anteriores demonstraram.

Considerando as adversidades envolvendo os instrumentos de regulação prudencial, o papel dos Bancos Centrais deve ser reavaliado. As freqüentes intervenções estatais no caso de crises financeiras colocaram sob questão sua função de prestador de última instância. Conseqüentemente, o fenômeno do risco moral institucionalizou-se nos mercados financeiros atualmente:

“Os decisores privados se lançam velozmente aos ganhos especulativos, e, apoiados na premissa *too big to fail* (grande demais para desaparecer), a grande maioria acaba exitosa, contando, em último caso, com o resgate público do mercado. O risco microeconômico obviamente não desaparece, é uma questão privada; já o “risco sistêmico” é questão pública enfrentada, entretanto, precipuamente do ângulo dos detentores da riqueza e apenas marginalmente do ângulo da maioria da população, para a qual, se tanto, caberão os programas de renda mínima, de seguro-desemprego, de assistência social, quando vitimizada pelas intempéries da atividade econômica” (BRAGA, 2009: 93).

Desta forma, algo deve ser feito para evitar que os Bancos Centrais sejam meros mantenedores dos patamares de riqueza demandados pelos agentes privados. A premissa de socorro governamental não pode fazer parte dos cálculos de “modernos” modelos econométricos utilizados pelas instituições financeiras, como o atual contexto parece indicar. A supervisão das atividades financeiras deve ser aumentada e as sanções para o descumprimento das normas suficientemente inibidoras.

Particularmente a interconexão existente entre os mercados financeiros mundo afora e a ausência uma legislação financeira mundial impõem a necessidade de debater a criação de um fornecedor internacional de empréstimo em último recurso. Kindleberger (2000) crê que os organismos multilaterais criados em Bretton Woods, como o Banco Mundial e o FMI não possuam os meios para exercer com eficiência esta função. A lentidão no processo decisório não é, segundo o autor, condizente com as rápidas ações demandadas em períodos de crise. Além disso os fundos que dispõem não são suficientes para conter os distúrbios financeiros, dada a atual magnitude dos valores circulantes nos mercados.

Dehove, Boyer & Plihon (2006) sugerem uma reforma do FMI que viabilize as mudanças necessárias para lidar com os malefícios da financeirização, como uma organização internacional representativa e legítima. Dentre as medidas destacam-se a estruturação de um novo sistema de salvamento financeiro, a adoção de cláusulas de ação coletiva em relação ao endividamento internacional e a coordenação das tarefas com os Bancos Centrais nacionais.

Entretanto, indiscutível é a necessidade de avançar em tal discussão, a fim de estabelecer um padrão de atuação das autoridades governamentais nos casos de socorro

financeiro. Definir os parâmetros que envolvem sua utilização podem sancionar, ou ao menos atenuar, problemas relacionados ao risco moral e amenizar os efeitos danosos das crises.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O comportamento especulativo nunca é definitivamente extinguido. Nunca será. Afinal, “não há nada tão perturbador para o bem-estar e a auto-estima de alguém quanto ver um amigo enriquecer” (STEWART *apud* KINDLEBERGER, 2000: 18). Principalmente se os ganhos auferidos por ele advirem da “multiplicação do dinheiro” através dos mercados financeiros e não do trabalho. Entretanto, a magnitude de sua influência na sociedade deve suscitar a atenção de reguladores, financistas e estudiosos.

O sistema financeiro, liberalizado com a prerrogativa de assegurar o equilíbrio nos balanços de pagamentos e fortalecer o comércio internacional, tornou-se uma “locomotiva sem freio”, cujo controle por parte das autoridades governamentais é limitado. “As finanças internacionais desenvolvem-se, atualmente, seguindo sua própria lógica que não guarda mais do que uma relação indireta com o financiamento do comércio e dos investimentos produtivos na economia mundial” (PLIHON, 1998: 112).

Marx previria, com brilhantismo, o atual estágio das economias capitalistas:

“Just because the money-form of value is the independent, tangible form in which value appears, the form of circulation $M \dots M'$, the initial and terminal points of which are real money, expresses most graphically the compelling motive of capitalist production -- money-making. The process of production appears merely as an unavoidable intermediate link, as a necessary evil for the sake of money-making. All nations with a capitalist mode of production are therefore seized periodically by a feverish attempt to **make money without the intervention of the process of production**” (MARX, 1974: 58).

O “fazer” dinheiro nada mais é do que a consolidação da lógica de financeirização da riqueza, em desenvolvimento há 40 anos. A especulação, presente na sociedade desde as formas mais primitivas de comércio e exacerbada em alguns momentos históricos específicos (como durante a década de 20 do século XX), atualmente se configura como norteador único das decisões individuais.

Como agravante, os mercados financeiros tornaram-se extremamente complexos, envolvendo uma infinidade de instituições e produtos financeiros. Da mesma forma, os riscos advindos das operações financeiras passaram a ser muito difusos, dificultando a ação das autoridades governamentais em supervisioná-las. Conseqüentemente, a vulnerabilidade do sistema como um todo aumentou, em virtude da intrincada relação desenvolvida entre os vários agentes participantes do jogo das finanças.

A atual crise sistêmica global é um reflexo direto da *Vehicular Finance* (Tucker *apud* Tett, 2009):

“The key intermediaries are no longer just banks, security dealers, insurance companies, mutual funds and pension funds. They include hedge funds, of course, but also collateralized debt obligations, structured investment vehicles, commercial paper conduits, leverage buyout funds – and on and on” (TUCKER *apud* TETT, 2009: 155).

Os instrumentos criados pelos reguladores, resultado das deliberações propostas pelos Acordos da Basiléia I e II, mostraram-se ineficazes em reordenar o sistema financeiro mundial, afetado pelos sucessivos distúrbios das décadas de 70 e 80. Segundo Cintra e Farhi (2008), a crise evidenciou os elevados riscos que estas instituições imputam ao sistema financeiro como um todo:

“O desenrolar da crise pôs em questão a sobrevivência de diversas instituições financeiras e colocou em xeque esta arquitetura financeira, bem como os princípios básicos do sistema de regulação e supervisão bancária e financeira. Este desenrolar trouxe alguma luz a diversos aspectos desta arquitetura, antes envoltos em sombra, o que possibilitou elucidar sua efetiva configuração. O principal desses aspectos consiste na interação entre bancos universais e as demais instituições financeiras, que se deu, sobretudo, nos opacos mercados de balcão” (CINTRA & FARHI, 2008: 36).

Definitivamente, acreditar na capacidade das instituições financeiras em gerar um ambiente financeiro mais saudável, mediante a autogestão de seus riscos é muita ingenuidade ou pura hipocrisia. O preço a ser pago pela sociedade a fim de manter o *status*

quo está cada vez mais elevado e não é toda a população que usufrui as “vantagens” da riqueza financeirizada.

Uma completa reestruturação do mundo sob predomínio das finanças faz-se urgente, tendo a comunidade financeira (pública e privada) e acadêmica o dever de atuar conjuntamente no sentido de construir um novo arcabouço institucional. As decisões de sua aprovação, entretanto, inserem-se na complexa trama político-econômica que atualmente não apresenta sinais de acordo substantivo acerca de efetiva reforma do sistema monetário-financeiro internacional.

Para obter a desejada estabilidade nos mercados financeiros e estimular o setor produtivo são necessárias mudanças muito mais profundas. O cerne do problema está na atual forma apresentada pelo rentismo, que aumenta as desigualdades sociais, limita o crescimento real e escraviza o Estado em função de suas demandas. As mudanças propostas por Basiléia não alteraram a evolução do rumo das finanças. Pelo contrário, intensificaram o processo de valorização artificial do capital, gerando ainda mais instabilidade.

A financeirização impõe grande dificuldade na condução das atividades dos reguladores, na medida em que os diversos países possuem sistemas financeiros domésticos ímpares. Emerge deste contexto a necessidade de estruturar instituições de alcance mundial adaptadas à nova realidade das finanças; um novo marco regulatório similar a Bretton Woods.

Os bancos centrais devem prestar mais atenção no comportamento das finanças e monitorar os bancos de uma forma mais abrangente, macro-prudencial. Os produtos financeiros devem tornar-se mais simples e transparentes. Algumas inovações devem ser proibidas, enquanto que outras reformuladas. Mas a idéia básica de que os bancos devem dispersar parte de seu risco de crédito ou fazer seguros contra *default* de seus empréstimos continuam importantes (Tett, 2009).

Entretanto, alterações institucionais não limitarão a ocorrência de novos problemas financeiros. Os controles governamentais costumam ser desprezados nos momentos de extremo otimismo. “O mercado não entrará numa agitação especulativa sem alguma justificação. Mas durante o próximo *boom* citar-se-á alguma virtude recém descoberta do sistema de livre empresa. Dirão firmemente que os controles não são necessários. Os jornais, alguns deles, concordarão, e passarão a atacar aqueles que pensam que se devia agir

contra aquilo. Serão chamados de homens de pouca fé” (GALBRAITH, 1972: 233). A plena concordância em torno da intervenção estatal é algo difícil de se imaginar num futuro próximo.

Braga (2009) indica que “é pequenez humana (...) travar o debate e as iniciativas apenas no plano da regulação e da regulamentação. Tecer “remendos”. A esperança segue apoiada na ocorrência de uma reforma que modifique o padrão aqui discutido” (BRAGA, 2009: 100). A hipótese desta dissertação é convergente com esta interpretação e procurou aprofundar análises históricas e teóricas para contribuir com esta transformação.

BIBLIOGRAFIA

- AGLIETTA, Michel (1998). “Le capitalisme de demain”. Notes de la Fondation Saint-Simon, 101, nov. 1998.
- AGLIETTA, Michel (2004a). *Macroeconomia Financeira I – mercado financeiro, crescimento e ciclos*. São Paulo: Editora Loyola.
- AGLIETTA, Michel (2004b). *Macroeconomia Financeira II – crises financeiras e regulação monetária*. São Paulo: Editora Loyola.
- ANDRADE, Rogério P. de (1987). “Expectativas, incerteza e instabilidade no capitalismo: uma abordagem a partir de Keynes”. *Revista de Economia Política*, v. 7, n. 2. Campinas: IE/Unicamp.
- ASSIS, Milton de. (2001). “A Origem das Crises Financeiras Internacionais: Fracos Fundamentos ou Puro Contágio? Uma Análise Empírica”. XXIX Encontro Nacional de Economia da Anpec, 2001.
- BELLUZZO, Luiz G. (1997). “Dinheiro e as transfigurações da riqueza”. *Poder e dinheiro. Uma economia política da globalização*. 6ª edição. Rio de Janeiro: Editora Vozes.
- BELLUZZO, Luiz G. (2005). “O dólar e os desequilíbrios globais”. *Revista de Economia Política*, v. 25, n. 3. São Paulo.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. “A gênese das crises”. *Carta Capital*, versão eletrônica disponível em <http://www.cartacapital.com.br/app/columa.jsp?a=2&a2=5&i=3064>.
- BRAGA, José. S. C. (1996). “Economia e Fetiche da Globalização Capitalista”. Versão eletrônica disponível em <http://www.eco.unicamp.br/artigos/artigo60.htm>.
- BRAGA, José. S. C. (1997). “Financeirização global – o padrão sistêmico de riqueza no capitalismo contemporâneo”. *Poder e dinheiro. Uma economia política da globalização*. 6ª edição. Rio de Janeiro: Editora Vozes.
- BRAGA, José. S. C. (2009). “Crise sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças”. *Estudos Avançados*, v. 23 n. 65.
- CANUTO, Otaviano (2000). “A crise asiática e seus desdobramentos”. *Revista Econômica*, n. 4. Dezembro/2000.
- CARVALHO, Fernando J. C. de (1988). “Keynes, a instabilidade do capitalismo e a teoria dos ciclos econômicos”. Rio de Janeiro: Pesquisa e Planejamento Econômico, v. 18 n.3.

CARVALHO Fernando C. J. de & SICSÚ, João. (2004). “Controvérsias Recentes sobre Controles de Capitais”. *Revista de Economia Política*, v. 24, n.2.

CARVALHO, Fernando J. C. de (2004a). “Bretton Woods aos 60 anos”. *Novos Estudos CEBRAP*.

CARVALHO, Fernando J. C. de (2004b). “Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos acordos da Basiléia”. *Regulação Financeira e Bancária*. Editora Atlas.

CHANCELLOR, Edward (2001). *Salve-se quem puder – Uma história da especulação financeira*. São Paulo: Editora Cia. Das Letras.

CHESNAIS, François (1998). “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”. *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Editora Xamã.

CHESNAIS, François (2000). “Mundialização: o capital financeiro no comando”. Originalmente publicado pelo Les Temps Modernes, 607. Tradução de Ruy Braga.

CHESNAIS, François (2003). “A nova economia: uma conjuntura própria à potência econômica estadunidense”. *Uma nova fase do capitalismo?* São Paulo: Editora Xamã.

CHIANAMEA, Dante Ricardo (2004). “Regulamentação prudencial e estabilidade do sistema financeiro: implicações para a regulamentação sobre requerimento de capital de instituições financeiras”. Dissertação de Mestrado defendida junto ao IE/UNICAMP sob a orientação de Maria Alejandra Caporale Madi.

CINTRA, Marcos A. M. (1997). “As transformações do sistema financeiro dos Estados Unidos: a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995)”. Tese de doutoramento defendida junto ao IE/UNICAMP sob a orientação de José Carlos de Souza Braga.

CORAZZA, Gentil (2000). “Os dilemas da supervisão bancária”. *Indicadores Econômicos FEE*, v. 28, n. 1.

CUNHA, André M. (1999). “A crise asiática: para além das explicações convencionais”. *Revistas Ensaios FEE*, v. 20 n. 2.

CUNHA, André M. (2002). “Crises financeiras: o quê há de errado?”. *Revistas Ensaios FEE*, v. 23 n. 1.

CUNHA, André M. (2009). “Crise financeira internacional: natureza e impacto”. 2º Encontro Internacional da Associação Brasileira Keynesiana.

DE PAULA, Luiz F., OREIRO José L. & DA SILVA, Guilherme J. C. (2003). “Fluxos e Controle de Capitais no Brasil: Avaliação e Proposição de Política”. *Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços*. São Paulo: Editora Manole.

DEHOVE, Mario; BOYER Robert & PLIHON Dominique. (2006). “Propostas para uma melhor regulamentação financeira nacional e internacional”. *Regulação bancária e dinâmica financeira*. Instituto de Economia da Unicamp, Campinas.

DEQUECH, David (2003). “Conventional and unconventional behavior under uncertainty”. *Journal of Post Keynesian Economics*, Estados Unidos, v. 25, n. 4.

DEQUECH, David (2007). “Neoclassical, mainstream, orthodox, and heterodox economics”. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 30.

DIEESE. Nota Técnica sobre Dívida Pública número 14. Fevereiro de 2006.

DORNBUSCH, Rudiger (1988). “A dívida dos países em desenvolvimento”. *Revista de Economia Política* v.8 n.1.

DUMÉNIL Gerard & LÉVY Dominique (2003). “Superação da crise, ameaça de crises e novo capitalismo”. *Uma nova fase do capitalismo?* São Paulo: Editora Xamã.

DYMSKI, Gary A. (1998). “Economia de bolha e crise financeira no leste asiático e na Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky”. *Economia e Sociedade*, n. 11. Campinas.

FAMA, Eugene (1970). “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”. *Journal of Finance* v. 25.

FARHI, Maryse (1998). “O futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros”. Tese de doutoramento defendida junto ao IE/UNICAMP sob a orientação de José Carlos Rocha Miranda.

FARHI, Maryse & CINTRA Marcos A. M. (2003). “O crash de 2002: da exuberância irracional à ganância infecciosa”. *Revista de Economia Política*, v. 23 n.1.

FARHI, Maryse & CINTRA Marcos A. M. (2008). “A crise financeira e o *global shadow banking system*”. *Novos Estudos CEBRAP*.

FARHI, Maryse; CINTRA Marcos A. M.; Daniela M. Prates & Maria Cristina P. de Freitas (2009). “A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo”. *Revista de Economia Política*, v. 29, n. 3.

FARHI, Maryse; FREITAS Maria Cristina P; PRATES Daniela M.; & CINTRA Marcos A. M. (2009). “A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional”. *Revista de Economia Política*, v. 29, n. 1.

FARNETTI, Richard (1998). “O papel dos fundos de pensão e de investimentos coletivos anglo-saxônicos no desenvolvimento das finanças globalizadas”. *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Editora Xamã.

FERRARI, Fernando (2008). “Crise financeira mundial: marco teórico e o que fazer”. Apresentação em Powerpoint. Curso de Extensão *Crise Econômica: Fatos, Explicações e Soluções* (UFRGS).

FERREIRA, Tiago T. & PENIN, Guilherme (2007). “A crise imobiliária norte-americana sob a ótica de Hyman Minsky”. São Paulo: Boletim de Informações FIPE, outubro de 2007.

FITOUSSI, Jean Paul (1995). *Le débat interdit*. Paris: Editora Arléa.

FRIEDMAN, Milton. & FRIEDMAN, Rose (1984). *Capitalismo e Liberdade*. São Paulo: Editora Abril.

GALBRAITH, John Kenneth. *O Colapso da Bolsa, 1929*. Rio de Janeiro: Editora Expressão e Cultura.

GUTTMANN, Robert (1994). *How Credit-Money Shapes the Economy: The United States in a Global System*. Nova Iorque: M.E. Sharpe, Armonk.

GUTTMANN, Robert (1998). “As mutações do capital financeiro”. *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Editora Xamã.

GUTTMANN, Robert (2008). “A Primer on Finance-Led Capitalism and Its Crisis”. *Revue de la régulation*, n°3/4.

HAMMER, Michael & CHAMPY, James (1994). *Reengenharia: Revolucionando a Empresa*. São Paulo: Editora Campus.

HARVEY, David (2009). Fórum Social Mundial 2009. Tenda da Reforma Urbana, Belém.

KAPLAN, Ethan & RODRIK, Dani (2001). “Did the malaysian capital controls work?”. The National Bureau of Economic Research. Working Paper No. 8142.

KEYNES, John M. (1992). *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Editora Atlas.

KINDLEBERGER, Charles (2000). *Manias, pânico e crashes: um histórico das crises financeiras*. Rio de Janeiro: Editora Nova Fronteira.

LEAL, Ricardo P. C. & BOCATER, Paulo Fiuza (1995). “Os mercados de ações latino americanos e os mercados internacionais”. REAd. Revista Eletrônica de Administração, Porto Alegre, v. 1, n. 1.

LIMA, Gilberto T. & CANUTO, Otaviano (1999). Desdobramentos da globalização financeira: Regulação Substantiva e Regulação Procedimental Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n. 76.

MAIA, Guilherme B. da S. (2009). “Racionamento de crédito e crise financeira: uma avaliação keynesiana”. Revista do BNDES, v. 16 n. 31. Rio de Janeiro.

MARTINS, Marcos L. (2008). “De especulação também se vive: história das crises financeiras no capitalismo (século XVII a meados do século XX)”. Texto para discussão.

MARX, Karl. (1974). “Capital: a critique of political economy. Volume II. Book II : The Process of Circulation of Capital”. Editado por Friedrich Engels. Moscow: Progress Publishers.

MAZZUCHELLI, Frederico (2008). “A Crise em perspectiva: 1929 e 2008”. Novos Estudos CEBRAP.

MENDONÇA, Ana Rosa R. (2009) “Regulamentação bancária, gestão de riscos e gestão da desordem financeira”. Revista de Economia Política, v. 29, n. 1.

MINSKY, Hyman P. (2008). “Stabilizing an Unstable Economy”. Editora McGraw-Hill.

MOURA NETO, Bolívar T. & RIBEIRO, Adriana Cezar N. (2006). “Evolução financeira internacional, Acordo de Basiléia II e perspectivas do sistema financeiro brasileiro”. *Regulação bancária e dinâmica financeira*. Instituto de Economia da Unicamp, Campinas.

OREIRO, José Luís (2001). “Bolhas, incerteza e fragilidade financeira: uma abordagem pós-keynesiana”. Revista de Economia Contemporânea, v. 5 n. 2. Rio de Janeiro.

PAINCEIRA, Juan Pablo & CARCANHOLO, Marcelo D. (2002). “Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa na América Latina: os impactos sobre Brasil, México e Argentina na década de 90”. In: VII Encontro Nacional de Economia Política, Curitiba.

PEREIRA, José M. (1998). “A crise das Bolsas e o fim do milagre asiático”. Indicadores Econômicos FEE, v. 26, n. 1.

PLIHON, Dominique (1998). “Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais”. *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Editora Xamã.

Portal Economagic. <http://www.economagic.com/>.

Portal Exame. <http://portalexame.abril.com.br/>.

RATTNER, Henrique (1995). “Globalização: em direção a um mundo só?”. Estudos Avançados, v. 9 n. 25.

ROBERTS, Richard (2000). *Por dentro das finanças internacionais*. Rio de Janeiro: Editora Jorge Zahar.

SERFATI, Claude (1998). “O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia”. *A mundialização financeira – gênese, custos e riscos*. São Paulo: Editora Xamã.

SINGER, Paul (1997). “Economia: Da crise financeira à crise econômica”. Revista Teoria e Debate, n. 36.

STIGLITZ, Joseph. “O que eu aprendi com a crise mundial”. São Paulo: Folha de São Paulo, 15 de abril de 2000.

TAVARES, Maria da C. (1997). “A retomada da hegemonia norte-americana”. *Poder e dinheiro. Uma economia política da globalização*. 6ª edição. Rio de Janeiro: Editora Vozes.

TETT, Gillian (2009). *Fool’s gold*. Nova Iorque: Editora Free Press.

TORRES Filho, Ernani T. (2000). “Japão: Características Estruturais da Crise Econômica Atual”. Seminário sobre o Japão, Hotel Le Meridien, Rio de Janeiro, 7 e 8 de dezembro de 2000.