



ASSOCIAÇÃO  
KEYNESIANA  
BRASILEIRA

# DOSSIÊ DA CRISE

Novembro de 2008

Website: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb>

# **Associação Keynesiana Brasileira**

## **Diretoria**

Fernando Ferrari Filho (UFRGS)  
Presidente

Luiz Fernando de Paula (UERJ)  
Vice-Presidente

Adriana Moreira Amado (UnB)

Ana Rosa Ribeiro de Mendonça (UNICAMP)

Gilberto Tadeu Lima (USP)

Marco Flávio da Cunha Resende (UFMG)

Vanessa Petrelli Corrêa (UFU)

Diretores

## **Patronos**

Fernando Cardim de Carvalho (UFRJ)

Luiz Carlos Bresser Pereira (FGV-SP)

Luiz Gonzaga Belluzzo (UNICAMP)

Maria de Lourdes Rollemberg Mollo (UnB)

Mário Luiz Possas (UFRJ)

Silvia Maria Schor (USP)

## **Objetivos da Associação Keynesiana Brasileira**

A Associação Keynesiana Brasileira (AKB) foi criada em abril de 2008, durante o seu 1º congresso realizado no Instituto de Economia da UNICAMP. A AKB é uma sociedade civil, sem fins lucrativos, aberta a filiações individuais e institucionais, que tem como objetivo desenvolver o conhecimento da teoria e da economia Keynesiana, entendida como ciência social, mediante: (i) a criação de um fórum científico em nível nacional para o debate das questões de economia Keynesiana; (ii) a promoção, ampliação e fortalecimento do intercâmbio entre os estudiosos da teoria e da economia keynesiana e das disciplinas correlatas, tais como Filosofia, Política, História e Sociologia; (iii) a promoção de encontros, congressos, conferências, cursos e atividades de atualização; e (iv) a divulgação de livros e periódicos relacionados à temática Keynesiana.

Como teoria e economia keynesiana entende-se a compreensão da dinâmica de economias monetárias contemporâneas em que falhas sistêmicas intrínsecas ao funcionamento destas levam freqüentemente a situações de concentração de renda e de desemprego. Nesse sentido, tomando como base a teoria keynesiana e afins, a "mão invisível" do mercado não funciona adequadamente sem o complemento da mão visível do Estado. Em outras palavras, a intervenção do Estado, no sentido complementar aos mercados privados, é imprescindível para criar um ambiente institucional favorável às decisões de gastos privados (consumo e investimento), impactando, assim, a demanda efetiva.

A AKB, em suma, propõe-se a ser um fórum de fomento ao debate sobre a teoria e a economia keynesiana, agregando profissionais de várias áreas das ciências sociais, com especial atenção a discussão sobre os rumos da economia e sociedade brasileira.

# **Agradecimento**

Agradecemos a Federação das Indústrias do Estado do Paraná (FIEP) e, em especial, seu Presidente Rodrigo da Rocha Loures, pelo apoio à publicação deste Dossiê.

Associação Keynesiana Brasileira

## **Autores**

### **Ana Rosa Ribeiro de Mendonça**

Doutora em Economia pela Universidade Estadual de Campinas e professora assistente do Instituto de Economia da UNICAMP. É diretora da Associação Keynesiana Brasileira. Tem experiência na área de Economia Monetária e Financeira, atuando principalmente nos seguintes temas: sistema financeiro, regulamentação bancária, instabilidade financeira e políticas monetária e financeira. Organizou, juntamente com Rogério Pereira de Andrade, o livro *Regulação Bancária e Dinâmica Financeira: Evolução e Perspectivas a partir dos Acordos de Basiléia*.

### **Daniela Magalhães Prates**

Professora Doutora do Instituto de Economia da UNICAMP e pesquisadora do CNPq e da Fapesp. Tem artigos publicados em revistas nacionais e internacionais, dentre as quais Revista da Economia Política, Economia e Sociedade, Revista de Economia Contemporânea, Análise Econômica, Monthly Review e Revista de la Cepal. Desenvolve trabalhos nas áreas de Sistema Monetário e Financeiro Internacional, Economia Monetária e Financeira e Economia Brasileira Contemporânea.

### **Fernando Cardim de Carvalho**

Professor Titular da UFRJ e pesquisador do CNPq. Ex-secretário executivo da ANPEC. Atualmente é consultor do Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (IBASE). Tem artigos publicados em revistas nacionais e internacionais, bem como desenvolve trabalhos relacionados com os seguintes temas: Economia Pós-Keynesiana, Sistema Financeiro e Economia Internacional. É autor do livro *Mr Keynes and the Post Keynesians*” (Edward Elgar, 1992) e co-autor do livro *Economia Monetária e Financeira* (Campus/Elsevier, 2007).

### **Fernando Ferrari Filho**

Professor Titular do Departamento de Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), Pesquisador do CNPq e Presidente da Associação Keynesiana Brasileira. Doutor em Economia pela Universidade de São Paulo e pós-doutorado em Economia pela University of Tennessee. Autor de artigos publicados em periódicos nacionais e internacionais e de capítulos de livros (no Brasil e no exterior) e co-editor e autor dos livros *Globalização Financeira*, 2004, *Câmbio e Controle de Capitais*, 2006, e *Política Comercial, Taxa de Câmbio e Moeda Internacional: uma análise a partir de Keynes*, 2006, respectivamente. Desenvolve suas pesquisas relacionadas aos seguintes tópicos: teoria pós-keynesiana, macroeconomia aberta, políticas de estabilização e sistema monetário internacional.

### **Flávio A. C. Basilio**

Economista, mestre em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná e doutorando em Economia pela Universidade de Brasília. Tem desenvolvido suas pesquisas principalmente nos seguintes temas: crescimento econômico, vulnerabilidade externa, integração financeira, performance macroeconômica e fluxos de capitais.

### **Guilherme Jonas Costa da Silva**

Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia e doutorando em Teoria Econômica pela Universidade Federal de Minas Gerais (CEDEPLAR/UFMG). Ganhou vários prêmios, dentre os quais se destacam: Prêmio Jovem Pesquisador (2001); Prêmio Brasil de Economia (2005, 2006); Prêmio IPEA-CAIXA (2007); e I Prêmio SOF (2008). Possui ainda artigos publicados em alguns dos principais periódicos do País e vários capítulos de livros.

### **Jennifer Hermann**

Doutora em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro, onde é, atualmente, Professora Adjunta do Instituto de Economia desta Universidade. Tem experiência na área de Economia, com ênfase em macroeconomia e sistema financeiro. Atuou como consultora para a CEPAL e o BNDES e publicou diversos artigos acadêmicos e capítulos de livros.

### **João Siscú**

Diretor de Estudos Macroeconômicos do IPEA. Doutor em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro, onde é professor no Instituto de Economia desta Universidade. Co-autor e co-organizador do livro *Economia do Desenvolvimento: teoria e políticas keynesianas* (Campus-Elsevier, 2008) e *Emprego, Juros e Câmbio* (Campus-Elsevier, 2007), entre outros.

### **José Carlos de Assis**

Jornalista, economista e doutor em Engenharia de Produção pela COPPE/UFRJ. Introduziu o jornalismo econômico investigativo no Brasil nos anos 1980, quando publicou os livros *A Chave do Tesouro* e *Os Mandarins da República* sobre os escândalos financeiros sob o regime militar. Posteriormente, publicou, entre outros, *O Grande Salto para o Caos* (1985), com Maria da Conceição Tavares, *Análise da Crise Brasileira* (1988), *A Nêmesis da Privatização* (1997), *A Quarta Via* (2000), *Trabalho como Direito* (2002), *Moeda, Soberania e Trabalho* (2004) e *Crise da Globalização* (2008). Trabalhou nos principais jornais brasileiros, como repórter, redator e colunista. Atualmente, é assessor da Presidência do BNDES.

### **José Luís da Costa Oreiro**

Doutor em Economia pelo IE/UFRJ. Atualmente é professor adjunto do Departamento de Economia da Universidade de Brasília e pesquisador do CNPq. Foi professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná de 2003 a 2008. Publicou vários artigos em revistas científicas no Brasil e no exterior como, por exemplo, *Journal of Post Keynesian Economics*, *Investigación Económica*, *Revista Brasileira de Economia*, *Revista de Economia Política e Estudos Econômicos*. É co-organizador do livro *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços* (Manole, 2003) e *Sistema Financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro* (Campus, 2007).

### **Luiz Carlos Bresser-Pereira**

Professor Emérito da Fundação Getúlio Vargas, editor da Revista de Economia Política e professor associado da École d'Hautes Études en Sciences Sociales. Foi Ministro da

Fazenda (1987), da Administração Federal e Reforma do Estado (1995-98) e da Ciência e Tecnologia (1999). É patrono da Associação Keynesiana Brasileira. Autor, entre outros, de *Macroeconomia da Estagnação* (2007), *Democracy and Public Management Reform* (2004), *Desenvolvimento e Crise no Brasil* (5ª edição, 2003) e *Reforma do Estado para a Cidadania* (1998).

### **Luiz Fernando de Paula**

Doutor em Economia pelo IE/UNICAMP, com pós-doutoramento na Universidade de Oxford. Professor Adjunto da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Pesquisador do CNPq e Vice-Presidente da Associação Keynesiana Brasileira. Recebeu três vezes o Prêmio Brasil de Economia (COFECON) e o Prêmio IPEA-Caixa 2007. Tem publicado artigos sobre setor bancário, macroeconomia do crescimento e economia internacional. É co-autor do livro *Economia Monetária e Financeira* (Campus) e co-editor de *Macroeconomia Moderna* (Campus), *Agenda Brasil* (Manole), *Globalização Financeira* (Vozes), *Novo-Desenvolvimentismo* (Manole), *Sistema Financeiro* (Campus) e *Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries* (Palgrave).

### **Marcos Antonio Macedo Cintra**

Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas e pesquisador do Centro de Conjuntura e Política Econômica (Cecon/IE/UNICAMP), do Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais (Ceri/IE/UNICAMP) e do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq).

### **Marco Flávio da Cunha Resende**

Possui graduação e mestrado em Economia pelo Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional (CEDEPLAR/UFMG) e doutorado em Economia pela Universidade de Brasília. Ex-pesquisador do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) entre 1996 e 2005, onde foi membro do Grupo de Acompanhamento de Política Industrial e Coordenador do Boletim de Política Industrial. Atualmente é professor adjunto no CEDEPLAR/UFMG, pesquisador do CNPq e diretor da Associação Keynesiana Brasileira. Desenvolve suas pesquisas principalmente sobre os seguintes temas: macroeconomia aberta, teoria pós-keynesiana, finanças internacionais e desenvolvimento econômico. Tem publicado artigos em vários periódicos.

### **Maria Cristina Penido de Freitas**

Doutora pela Universidade de Paris 13. Concentra suas atividades de pesquisa nas áreas de Teoria Monetária e Sistemas Monetários e Financeiros. É organizadora e co-autora dos livros *Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros* (Fundap, Fapesp, 1998) e *Abertura do Sistema Financeiro do Brasil nos Anos 90* (Ipea, Fundap, Fapesp, 1999) e tem artigos publicados na Revista de Economia Política, Economia e Sociedade, Estudos Econômicos, Revista de la Cepal e Revista de Economia Contemporânea, dentre outros periódicos.

### **Maria de Lourdes Rollemberg Mollo**

Professora do Departamento de Economia da Universidade de Brasília. Tem trabalhos publicados nas áreas de Economia Monetária, Economia Política, História do Pensamento Econômico e Economia Brasileira. É autora do livro *Noções de*

*Macroeconomia Aberta – Razões Teóricas para as Divergências entre os Economistas* (Manole, 2003, em co-autoria com Adriana Moreira Amado) e tem artigos publicados em revistas nacionais e internacionais, em particular na Revista de Economia Política, Estudos Econômicos, Revista de Economia Contemporânea, Review of Radical Political Economy, Research in Political Economy e New Political Economy.

### **Maryse Farhi**

Possui graduação em Ciências Econômicas pela Universidade de Paris I, Sorbonne, especialização em Mercados Futuros pela Institut Supérieur de Sciences Économiques, mestrado em Economia Financeira pela Université de Paris X, Nanterre, e doutorado em Economia pela Universidade Estadual de Campinas. Atualmente é Professora-Doutora do Instituto de Economia da UNICAMP e pesquisadora do Centro de Estudos da Conjuntura (Cecon) na referida Instituição.

### **Paulo Gala**

Professor da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV/EESP). Mestre e Doutor pela Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV/SP). É autor de diversos artigos e capítulos de livros sobre os seguintes temas: Economia Brasileira, Macroeconomia e Desenvolvimento Econômico.

### **Rafael Fagundes Cagnin**

Mestre em Teoria Econômica pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e doutorando na Universidade de Paris XIII.

### **Rogério Sobreira**

Graduado em Economia pela Universidade Federal de Pernambuco, mestre pela Universidade Federal Fluminense e doutor em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro. Atualmente é Professor Adjunto da Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas da Fundação Getúlio Vargas (EBAPE/FGV). Tem desenvolvido suas pesquisas principalmente nos seguintes temas: Teoria Econômica, Política Monetária, Mercados Derivativos e Mecanismos de Transmissão da Política Monetária. Editou, entre outros, o livro *Regulação Financeira e Bancária* (Atlas).

### **Simone Deos**

Possui graduação e mestrado em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul e doutorado em Ciências Econômicas pela Universidade Estadual de Campinas. É professora doutora da Universidade Estadual de Campinas, onde é, atualmente, Diretora do Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais (CERI).



## Resumo

Este documento é uma iniciativa da Associação Keynesiana Brasileira (AKB), com o objetivo de estimular um debate sobre a natureza e o significado da crise financeira mundial, assim como seus efeitos sobre a economia brasileira. Embora não tenha como objetivo ter uma visão única sobre a crise financeira mundial, os artigos deste Dossiê têm em comum uma visão teórica e de mundo keynesiano, segundo o qual mercados (sobretudo os mercados financeiros) livres e desregulamentados tendem a gerar instabilidade e crises.

Os artigos aqui publicados mostram que a crise financeira atual é uma crise das finanças globais desregulamentadas, que faz com que uma crise em um segmento específico do sistema financeiro norte-americano acabe se propagando pelo mundo. Em particular, é analisado como a partir de hipotecas de mercado *subprime* criou-se uma pirâmide artificial de títulos securitizados sofisticados que acabou se desestruturando a partir da crise naquele mercado. Se esta é uma crise da ausência de regulamentação e do Estado, é a atuação do *Big Central Bank* (banco central como emprestador de última instância) e do *Big Government* (política fiscal anti-cíclica) que vai impedir que uma grande crise se transforme em uma depressão. Vivemos, assim, um “Momento Minsky” e um “Momento Keynes”. Os efeitos da crise, infelizmente, não são neutros do ponto de vista econômico e social. Os propalados benefícios da globalização, duvidosos no período de prosperidade, sobretudo para os menos assistidos, passam a ser – neste contexto – seriamente questionados.

Os efeitos da crise sobre a economia brasileira acabaram por “enterrar” a tese do descolamento dos países emergentes. Por um lado, observa-se de imediato a fragilidade financeira do setor privado como resultado direto da crise, às voltas com um elevado endividamento. De outro, a maior preferência pela liquidez dos bancos gera um “empoçamento” da liquidez e um arrefecimento no crescimento do crédito. Em resumo, a deterioração no estado de expectativas de firmas e bancos gera o temor de uma forte desaceleração, justamente quando a economia brasileira vinha passando por um de seus mais longos ciclos de crescimento dos últimos 28 anos. Os artigos deste Dossiê analisam os efeitos da crise no Brasil e avaliam se as medidas adotadas pelo governo brasileiro serão suficientes para evitar uma desaceleração econômica mais aguda.

<b>Autor(es)</b>	<b>Artigo</b>	<b>Página</b>
Fernando Ferrari Filho e Luiz Fernando de Paula	<b>Apresentação:</b> Pode ‘Ela’ Acontecer de Novo?	1
<b>Parte I</b>	<b>Algumas Visões da Crise</b>	4
Luiz Carlos Bresser-Pereira	Crise e Recuperação da Confiança.....	5
Maria de Lourdes R. Mollo	Crise e Deflação de Ativos: por quê?.....	8
Simone Deos	A Contemporaneidade de Minsky.....	12
<b>Parte II</b>	<b>Entendendo a Crise Financeira Mundial</b>	15
Fernando Cardim de Carvalho	Entendendo a Recente Crise Financeira Global	16
Maryse Farhi, Daniela Magalhães Prates, Maria Cristina Penido de Freitas e Marcos Antonio Macedo Cintra	A Crise e os Desafios para a Nova Arquitetura Financeira Internacional.....	23
Jennifer Hermann	Da Liberalização à Crise Financeira Americana: a morte anunciada chega ao Paraíso.....	29
Rogério Sobreira	Os Derivativos e a Crise do Crédito.....	35
Ana Rosa Ribeiro de Mendonça	Regulamentação Bancária, Gestão de Riscos e Gestação da Desordem Financeira.....	39
Marcos Antonio M. Cintra e Rafael Fagundes Cagnin	Efeito Riqueza e Efeito Pobreza.....	42
<b>Parte III</b>	<b>Caminhos para a Superação da Crise</b>	45
Fernando Ferrari Filho e Luiz Fernando de Paula	A Crise das Finanças Desregulamentadas: o que fazer?.....	46
João Sicsú	Para Além das Políticas de Resgate.....	49
José Carlos de Assis	A Superação da Crise pelo Pleno Emprego.....	52
<b>Parte IV</b>	<b>A Crise no Brasil: Natureza e Políticas</b>	58
José Luís Oreiro e Flávio Augusto C. Basílio	A Crise Financeira Brasileira: uma análise a partir do conceito de fragilidade financeira <i>à la</i> Minsky.....	59
Luiz Fernando de Paula	Preferência pela Liquidez e a Natureza da “Crise” Brasileira	64
Paulo Gala	Evolução Recente do Câmbio no Brasil: momento Minsky.....	69
Guilherme Jonas Costa da Silva e Marco Flávio C. Resende	A Crise Mundial Está Aí, E Agora?.....	72

## **Apresentação: Pode “Ela” Acontecer de Novo?**

Fernando Ferrari Filho e Luiz Fernando de Paula\*

Em um dos seus livros mais conhecidos, *Can ‘It’ Happen Again?* (publicado originalmente em 1982), a palavra ‘Ela’ (‘It’) a que se refere Hyman Minsky é a Grande Depressão dos anos 1930. Como se sabe este famoso economista pós-keynesiano formulou sua hipótese de fragilidade financeira, mostrando que economias capitalistas em expansão são inerentemente instáveis e propensas a crises, uma vez que a maioria dos agentes apresenta postura especulativa, resultando em práticas de empréstimos de alto risco. O aumento da fragilidade financeira é produzido por um lento e não percebido processo de erosão das margens de segurança de firmas e bancos, em um contexto no qual o crescimento de lucros e rendas “validam” o aumento do endividamento.

Para Minsky, respondendo a pergunta que ele mesmo formulou, a depressão pôde ser evitada ou atenuada por conta da atuação do banco central como prestador de última instância (“*Big Central Bank*”) e da adoção de políticas fiscais contra-cíclicas (“*Big Government*”). Neste sentido em suas próprias palavras: “A evolução das relações financeiras conduz a intermitentes ‘crises’ que colocam claros e presentes perigos para uma séria depressão. Até o momento, intervenções do *Federal Reserve* e outras instituições financeiras junto com déficits do Tesouro têm sido combinados para conter e administrar essas crises”.

A inspiração de Minsky obviamente veio de John Maynard Keynes que na Teoria Geral havia dito: “é uma característica notável do sistema econômico em que vivemos a de que está sujeito a severas flutuações do seu produto e emprego, mas não é violentamente instável (...) Uma situação intermediária, nem desesperadora nem satisfatória, é o nosso resultado normal”. Assim, Keynes sugere que o problema principal dos economistas não deveria ser explicar a flutuação, mas, sim, entender como um sistema tão simples não entra em colapso em função de suas próprias contradições. O que impede que o sistema seja “violentamente instável” é a existência de convenções e instituições, dentre as quais o governo. Neste sentido, é preciso entender a teoria keynesiana não com uma simples “teoria da depressão”, que explica apenas situações

---

\* Respectivamente, Presidente e Vice-Presidente da Associação Keynesiana Brasileira.

extremas em que o sistema de mercado não funciona, como sugeriu o economista inglês John Hicks, mas igualmente uma teoria que preconiza uma política permanente que assegure condições de prosperidade sustentável e mais eqüitativa em termos sociais. Como sugere outro proeminente economista pós-keynesiano, Paul Davidson, “prevenção de crises ao invés do socorro a crise deve ser o objetivo principal da política de longo prazo”.

Não há dúvida de que as lições de Minsky foram aprendidas no meio do vendaval que varreu os sistemas financeiros em todo o mundo. Os governos dos países desenvolvidos acabaram por atuar ativamente para evitar que uma aguda e profunda crise financeira resultasse em uma grande e prolongada depressão. Assim de um “Momento Minsky” – de uma crescente fragilização financeira que resulta em uma crise financeira – passamos para um “Momento Keynes”, em que os governos dos países desenvolvidos (EUA e Europa) passaram a adotar uma política fiscal contra-cíclica, face a crescente deterioração no estado de expectativas dos agentes, deterioração esta que limita o impacto da política monetária sobre a demanda agregada.

Em que pese que as lições de Keynes e Minsky tenham sido apreendidas, após algumas vacilações por parte dos governos (em particular dos EUA) em perceber a gravidade da crise, estamos sem dúvida vivendo a mais profunda crise financeira mundial desde a Crise de 1929. O que deu errado? O sistema financeiro na época em que Minsky escreveu seus textos (anos 1970 e 1980) era caracterizado pela segmentação e especialização: cada instituição especializada (um banco comercial ou um banco de poupança) só poderia atuar em um segmento específico do sistema financeiro. A idéia subjacente era evitar que uma crise em um segmento do sistema se propagasse para o sistema financeiro como um todo. Por exemplo, a crise no segmento das instituições de poupança, que atuavam no mercado de crédito imobiliário, nos anos 1980 foi profunda, mas não contagiou o resto do sistema. A novidade na crise atual é que temos uma crise das finanças desregulamentadas, ou seja, um mundo “livre”, de crescente globalização das relações financeiras entre países e de complacência com vários instrumentos financeiros sofisticados. Somente isto explica porque uma crise em um sub-segmento do setor imobiliário norte-americano (*subprime*) acabe resultando em uma crise financeira mundial de grandes proporções.

Neste documento (“Dossiê da Crise”) da Associação Keynesiana Brasileira alguns destacados economistas keynesianos brasileiros, de várias instituições importantes

acadêmicas do País (UNICAMP, UFRJ, UNB, FGV-EE, UFRGS, UERJ, UFMG, UFU e FGV-EBAPE), escrevem sobre a atual crise financeira mundial, assim como seus impactos sobre a crise brasileira. Tomando como ponto de partida a perspectiva keynesiana será visto que os efeitos desta crise, infelizmente, não são neutros do ponto de vista social. Os propalados benefícios da globalização, duvidosos no período de prosperidade para os menos assistidos, são aqui seriamente questionados. A todo o momento fala-se na necessidade de re-regulamentação e até mesmo de se implantar uma nova arquitetura financeira mundial, um novo Bretton Woods. Por outro lado, neste contexto o pensamento liberal-ortodoxo de fé na eficiência dos mercados livres vem sendo seriamente questionado. Seremos agora todos keynesianos?

**Parte I**  
**Algumas Visões da Crise**

## **Crise e Recuperação da Confiança**

Luiz Carlos Bresser-Pereira\*

A crise financeira que assola o mundo é grave. Nada lhe é comparável desde 1929. É uma profunda crise de confiança decorrente de uma cadeia de empréstimos originalmente imobiliários baseados em devedores insolventes que, ao levar os agentes econômicos a preferirem a liquidez e assim liquidar seus créditos, está levando bancos e outras empresas financeiras à situação de quebra mesmo que elas próprias estejam solventes. Entretanto, dada a reação pronta e geralmente competente dos governos de todos os países, que compreenderam a gravidade do problema e pouco hesitaram antes de tomar medidas para aumentar a solvência e garantir a liquidez dos mercados, não há razão para pessimismo. Estou seguro que em breve a razão voltará aos mercados, as bolsas recuperarão parte de suas perdas, as taxas cambiais voltarão a se estabilizar, e a recessão – inevitável – não terá nada de parecido com a crise de 1929.

Há uma série de fatos que hoje estão claros a respeito desta crise financeira.

Primeiro, sabemos que é uma crise bancária que ocorre no centro do capitalismo, não é uma crise de balanço de pagamentos – comuns entre os países em desenvolvimento que tentavam até os anos 1990 crescer com poupança externa, ou seja, com déficit em conta corrente e endividamento externo. Os grandes déficits em conta corrente que marcaram a economia norte-americana nesta década, combinados com grandes déficits públicos, não são, porém, estranhos à crise bancária. A falta de confiança não é apenas nos bancos e no mercado, é também na economia norte-americana como um todo, gravemente enfraquecida por essas políticas irresponsáveis.

Segundo, sabemos que a causa direta da crise foi a concessão de empréstimos hipotecários de forma irresponsável, para credores que não tinham capacidade de pagar ou que não a teriam a partir do momento em que a taxa de juros começasse a subir como de fato aconteceu. E sabemos também que esse fato não teria sido tão grave se os agentes financeiros não houvessem recorrido a irresponsáveis “inovações financeiras” para securitizar os títulos podres transformando-os em títulos AAA por obra e graça não do Espírito Santo, mas de agências de risco interessadas em agradar seus clientes.

---

\* Professor Titular da FGV-SP. Email: lcbresser@uol.com.br.

Terceiro, sabemos que tudo isto pode ocorrer porque os sistemas financeiros nacionais foram sistematicamente desregulados desde que, em meados dos anos 1970, começou a se formar a onda ideológica neoliberal ou fundamentalista de mercado. Para ela os mercados são sempre eficientes, ou, pelo menos, mais eficientes do que qualquer intervenção corretiva do Estado, e, portanto, podem perfeitamente ser auto-regulados. Para esta ideologia que, desde o governo Reagan, se transformou no instrumento do *soft power* americano, este era o sistema econômico mais eficiente – o único caminho para os demais países – dado que as alternativas seriam formas de “socialismo social democrata” europeu, de “populismo” no Terceiro Mundo, e de “estatismo disfarçado” na Rússia e na China que seriam muito inferiores.

Quarto, sabemos que esta ideologia ultraliberal era legitimada nos Estados Unidos pela teoria econômica neoclássica – uma escola de pensamento que foi dominante entre 1870 e 1930, que entrou em crise e foi substituída pela teoria macroeconômica keynesiana, que se tornou dominante nas universidades até meados dos anos 1970, e voltou à condição dominante desde então por razões essencialmente ideológicas. Economistas como Milton Friedman, James Buchanam, Mancur Olson, Robert Lucas, Kydland e Prescott apontaram suas armas contra o Estado e se encarregaram de demonstrar matematicamente, “cientificamente”, com o auxílio dos pressupostos do *homo economicus*, das “expectativas racionais” e da “escolha racional” que o credo neoliberal era correto.

Quinto, sabemos que esse tipo de teoria econômica não foi utilizado tanto pelos formuladores de política econômica nos governos quanto pelos analistas macroeconômica nas empresas e nos jornais e publicações especializadas. Não foram utilizados porque a pressuposição neoclássica de mercados eficientes dispensa qualquer política econômica a não ser a de ajuste fiscal; o resto deve ser liberalizado, desregulado, já que os mercados seriam auto-regulados. Como os governos e os analistas precisavam orientar sua política monetária, continuaram a usar o instrumental keynesiano de forma pragmática. Os experimentos macroeconômicos neoclássicos foram reservados para os países em desenvolvimento. Como, entretanto, os países ricos liderados pelos Estados Unidos não escaparam da prescrição desreguladora, agiram como o “escorpião que morde sua própria cauda”.

Sexto, agora, quando vemos o Estado surgir em cada país como a única tábua de salvação, como o único possível porto seguro, fica evidente o absurdo da oposição entre



mercado e Estado proposta pelos neoliberais e neoclássicos. Um liberal pode opor coordenação do mercado à do Estado, mas não pode se colocar, como os liberais se colocaram, contra o Estado, buscando diminuí-lo e enfraquecê-lo. O Estado é muito maior do que o mercado. Ele é o sistema constitucional-legal e a organização que a garante; é o instrumento por excelência de ação coletiva da nação. Cabe ao Estado regular e garantir o mercado e, como vemos agora, servir de prestador de última instância.

Tudo isto está muito claro. O que não está claro é por que os mercados estão resistindo a recuperar a confiança apesar das medidas fortes que os governos estão tomando em todo o mundo. Não tenho resposta segura para esta questão, mas creio que dois fatores contribuem para a profundidade da desconfiança: de um lado, o enfraquecimento da hegemonia norte-americana nos anos 2000 não apenas devido aos déficits gêmeos mais também à guerra do Iraque, aos abusos contra os direitos humanos, e à instrumentação da democracia como forma de dominação. De outro, um erro grave e pontual cometido pelo Tesouro norte-americano: não ter salvo o Lehman Brothers. Bancos grandes não podem ir à falência; o risco de crise sistêmica é muito grande. Foi a partir dessa decisão que o quadro financeiro mundial entrou em franca deterioração. O salvamento da AIG no dia seguinte, o pacote de US\$ 700 bilhões para dar solvência aos bancos, as diversas intervenções de bancos europeus garantindo seus próprios bancos e garantindo os cidadãos depositantes, e a baixa coordenada de juros pelos bancos centrais não fizeram efeito até agora.

Esta resistência dos mercados financeiros às ações dos governos é mais uma demonstração de sua irracionalidade. De seu clássico comportamento reflexivo e de manada. Estou seguro, entretanto, que a confiança voltará em breve. Não plenamente. Certamente com cicatrizes para os Estados Unidos e com prejuízos para todos, inclusive cerca de dois anos de recessão. Mas não teremos nada parecido com a depressão dos anos 1930, porque, naquela época, o governo norte-americano demorou quase quatro anos para agir. Agora, usando instrumentos keynesianos e pragmáticos, não apenas o governo dos Estados Unidos, mas todos os governos relevantes financeiramente estão agindo imediatamente, e com força. E são governos que têm por trás de si Estados fortes, democráticos, dotados de legitimidade política e de recursos fiscais vultosos. Não há razão para que não sejam afinal bem sucedidos, e a confiança seja recuperada.

## **Crise e Deflação de Ativos: por quê?**

Maria de Lourdes Rollemberg Mollo \*

É da lógica do capitalismo, para maximizar lucros, buscar crédito, razão pela qual o sistema de crédito se desenvolve tanto e sempre com a acumulação do capital. O crédito potencializa, de fato, a produção, aumentando o ritmo e a escala da acumulação de capital, uma vez que ele antecipa o processo de investimento, a partir de recursos de terceiros. Mas o sistema de crédito permite também o aparecimento e o desenvolvimento do chamado capital fictício, o capital que se valoriza de forma especulativa, sem relação com a produção real.

A separação entre produção e circulação de mercadorias proporcionada pelo crédito é o que permite o desenvolvimento do mercado financeiro, ou a negociação de papéis que, embora criados com base na produção real, têm seus valores evoluindo sem relação direta ou estreita com os valores reais que lhe deram origem. Trata-se de uma valorização puramente fictícia, especulativa. Os ganhos das aplicações nestes papéis decorrem da diferença entre os preços de compra e de venda dos mesmos. Uma vez que tais ganhos se verificam sem que os recursos retornem ao processo produtivo, eles significam punção de recursos que de outra forma promoveriam o investimento e o crescimento da produção real. As crises, neste sentido, não fazem mais do que mostrar os limites ao descolamento entre finanças e produção, sendo então inevitáveis em economias muito alavancadas.

A configuração atual do mundo globalizado mostra tal descolamento, com o predomínio das finanças, que se convencionou chamar de financeirização das economias. Ou seja, ao invés das finanças se desenvolverem para potencializar a produção, crescem no sentido de incremento de operações simplesmente especulativas.

Mas se o processo é típico da lógica de lucro no capitalismo, ele foi muito ampliado pela ascensão e dominação do neoliberalismo com a chamada globalização das economias, em particular a globalização financeira. Esta liberalização, em primeiro lugar, acirrou a concorrência, pressionando pela obtenção de lucros rápidos, o que estimulou as operações de curto prazo, especulativas, em desfavor dos investimentos produtivos de médio e longo prazo.

---

\* Professora Titular de Economia da Universidade de Brasília. Email: mlmollo@unb.br.

Em segundo lugar, a desregulamentação permitiu o predomínio dessas operações, enquanto o pensamento neoliberal forneceu e divulgou a justificativa ideológica para o processo, por meio da idéia de mercados reguladores e respeito às iniciativas privadas eficientes, insistindo na redução da intervenção do Estado, este visto como ineficiente e nocivo.

Finalmente, a massa de recursos transitando pelo mundo aumentou significativamente com a eliminação dos controles de capitais e a ligação entre os diferentes sistemas nacionais de crédito. Grande parcela de recursos circulou por alguns mercados financeiros de países desenvolvidos e emergentes, em velocidade só permitida pela ausência ou redução drástica dos controles de capitais. O desmonte das previdências públicas, por sua vez, deu contribuição particularmente importante, para o papel desempenhado no processo pelos fundos institucionais. O volume elevado destes recursos, circulando sem regulamentação em mercados financeiros específicos, foi responsável pela longa duração do processo, com volatilidades e instabilidades como as crises presenciadas nos últimos vinte anos mas sem a generalidade da que ora vivemos.

O resultado foi um crescimento veloz e amplo das inovações financeiras, dos processos de duplicação e multiplicação de dívidas com os derivativos, as securitizações de créditos, os produtos financeiros estruturados, ampliando a massa mundial de ativos financeiros relativamente aos produtivos. Enquanto no início dos anos 1980 a relação entre esses ativos era de respectivamente pouco mais de um para um, essa relação ultrapassa três unidades de ativos financeiros para uma unidade de produção real em 2006, mostrando um conteúdo fictício significativamente elevado.

O crédito penhora o futuro, e o capital especulativo penhora o futuro de forma ainda mais exagerada uma vez que requer, para sua constante valorização, rendas que provêm da produção para continuar comprando os títulos e, assim, manter seus atrativos, ou seja, sua rentabilidade ao longo do tempo.

Até quando? Objetivamente, os ganhos se mantêm até que as rendas provenientes da produção escasseiem e deixem de comprar os títulos na proporção necessária para que se mantenham em valorização. Daí a importância que tiveram os fundos de pensão e os movimentos liberalizados de capitais para garantir por mais tempo a injeção regular de recursos e manter o mercado financeiro aquecido.

Subjetivamente, porém, isso permanece até que a opinião geral passe a acreditar que os preços vão cair, ou que alguns participantes importantes passem a acreditar nisso e comecem a vender, desencadeando o processo de deflação de ativos. Conjuntamente, isso pode ser apressado por um fato como, por exemplo, a quebra de uma grande empresa ou o ataque às torres gêmeas.

Neste momento, o otimismo que mantinha o crédito se multiplicando e reduzia drasticamente o grau de prudência dos endividamentos viabilizados se interrompe de forma abrupta e a crise é desencadeada. Os preços não param de cair, estimulando os agentes a venderem e aumentarem a queda, numa deflação de ativos que se espalha pela economia e contamina a própria economia real, até então esquecida.

A falta de crédito impede as firmas de investirem e mesmo de obterem o capital de giro necessário aos negócios cotidianos. As encomendas de insumos são suspensas e os trabalhadores demitidos. As dificuldades de pagamento das dívidas já assumidas levam às vendas de ativos que alimentam a deflação de preços. Não se conhece, nestas circunstâncias, onde está o “fundo do poço”, ou até onde a queda de preços irá. Todo mundo quer dinheiro. Para pagar créditos assumidos, em contrapartida de vendas que se tornam difíceis, para tocar os negócios do dia a dia, para se garantir contra o futuro etc.

Interromper esse processo requer muito mais que regras, acadêmicas ou de bolso. Quando se liga o sistema por meio do crédito, a crise afeta todos e, como de costume, afeta mais aos que menos recursos têm, e que não puderam, por isso, participar dos dias de bonança. As soluções são de diferentes naturezas. As emergenciais exigem que se busque evitar que a crise de liquidez se transforme em insolvência generalizada. Atender à demanda generalizada de dinheiro acalma os ânimos e, mais importante, pode frear a deflação de ativos.

Após essas, é preciso medidas de regulação prudencial, na contramão do que mercado e neoliberais recomendaram ao longo do tempo. De nada adiantou respeitar a iniciativa privada para evitar ineficiências. Elas se deram em particular nos mercados menos regulados e onde os preços são mais flexíveis, ao contrário do prescrito por eles.

Finalmente, essa é uma crise deflacionária, que reduz a “fictividade” ou o caráter especulativo do capital, o que implica necessariamente perdas e grandes. Evitar que todo o custo das mesmas recaia sobre quem não aproveitou a bonança (visto que não tinha recursos para tanto) requer medidas de médio prazo que garantam renda e

emprego. Só esse tipo de medida impedirá um custo social ainda mais elevado do que o que estamos começando a contabilizar.

Assim, preocupam as notícias veiculadas nos jornais brasileiros de que os responsáveis pela política econômica ainda estudam se interrompem o aumento dos juros, e as promessas de cortes de gastos públicos para mostrar superávits maiores. De novo, o objetivo aqui é de atrair recursos de investidores externos por meio de argumentos liberais de retirada do Estado da economia.

Ora, o que precisamos é o oposto. Que o Estado promova uma queda importante da taxa de juros para sinalizar aos investidores que eles podem continuar a planejar investimentos. Que o Estado garanta a demanda que o mercado se encarregará de diminuir ao frear investimentos e crescimento. Que se evite que a deflação que se inicia no resto do mundo se propague rapidamente no Brasil.

## A Contemporaneidade de Minsky

Simone Deos\*

Hyman Minsky é, há muito, uma referência para os que recusam a fantasia de que o comportamento da economia capitalista pode ser apreendido a partir de uma base teórica que despreza as relações financeiras. Minsky se inscreve numa tradição de autores para os quais não há economia capitalista sem bancos, sem crédito e sem instrumentos de dívida. Para ele, nenhuma análise que se pretenda esclarecedora acerca do comportamento dessa economia pode desprezar esses elementos. Ao contrário, a análise deve partir daí: do fato de que a busca pelo lucro move o sistema e que, na busca incessante e inexorável por lucros crescentes, vão se gerando posições de endividamento mais arriscadas. Assim, é bom esclarecer: Minsky não é um autor “da crise”. Ele é, isso sim, um autor que formula uma hipótese para explicar como as economias capitalistas funcionam regularmente e por que, ao fazê-lo, apresentam um comportamento cíclico e tendem a produzir momentos de instabilidade – cada momento, é claro, definido por suas especificidades históricas e institucionais.

Na economia capitalista de Minsky cada agente é caracterizado por seu portfólio, que é composto de ativos e passivos. Muitos desses ativos, por serem de longa duração temporal e exigirem soma expressiva de recursos para serem adquiridos, precisam ser financiados. Assim, os passivos financeiros que estão nos portfólios dos agentes são gerados para que os ativos possam ser adquiridos. Esses passivos, naturalmente, geram compromissos financeiros futuros que precisam ser cumpridos. Nesse sentido, diz Minsky, a economia capitalista é, por natureza, uma economia especulativa: credores e devedores estão construindo posições apostando no futuro. Só o tempo dirá se foram, ou não, bem sucedidos.

Minsky constrói uma tipologia para caracterizar os agentes relativamente à postura financeira que assumem quando adquirem tais ativos. Um agente tem uma postura *hedge* (segura) quando sua renda esperada permite-lhe fazer frente a todos os compromissos financeiros que assume, em todos os períodos em que tenham que ser atendidos. Quando, para alguns períodos, os compromissos financeiros são maiores que a renda esperada, este agente tem uma estrutura financeira especulativa – o devedor e o

---

\* Professora do Instituto de Economia da UNICAMP. Email: simonedd@uol.com.br.

credor especulam com a possibilidade de que o devedor poderá refinar sua dívida no mercado, futuramente. No limite, quando é necessário aumentar o endividamento para fazer frente até mesmo ao serviço da dívida, diz-se que o agente tem uma postura financeira ultra especulativa – que Minsky chama de Ponzi. Especulam, devedor e credor, quanto à possibilidade do devedor refinar continuamente a dívida. Especulam também, e essa é uma situação limite e que se aplica apenas a determinados ativos, quanto a uma apreciação, no futuro, do preço do ativo que está sendo adquirido, de forma que a receita oriunda da venda do ativo contribua para saldar a dívida.

Qual a racionalidade dessas posturas financeiras mais especulativas? Vale salientar que a decisão de adquirir o ativo e de financiar tal aquisição, independentemente da postura financeira assumida, é uma decisão provida de racionalidade econômica por parte tanto do comprador, quanto do financiador. No caso do ativo em questão ser, por exemplo, um bem de capital, sua compra é feita, pelo capitalista, por ser o retorno esperado da utilização futura do ativo superior ao custo total de sua aquisição – o que inclui os custos financeiros. Já no caso de um ativo durável adquirido, com financiamento, pelas famílias, a racionalidade envolvida é outra, pois o ativo adquirido não necessariamente gera retorno. De toda forma, os agentes envolvidos na aquisição desse bem e no financiamento de tal aquisição estão confiando que, ou os que adquirem dispõem de receitas ordinárias – como salários – que permitem fazer frente aos compromissos assumidos, ou que encontrarão, no futuro, condições mais favoráveis para refinar a dívida, ou mesmo que poderão contar com uma apreciação no valor do ativo, que poderão realizar para fazer frente aos compromissos assumidos. Mas o que importa frisar é que os agentes envolvidos nos dois lados da operação – vale dizer, os que adquirem os ativos e os que financiam tal aquisição – estão, ambos, apostando na capacidade do devedor de saldar seus compromissos, quer seja com os recursos oriundos da utilização do ativo em questão, quer por uma combinação de fontes de pagamento.

Para Minsky, o *mix* entre os diferentes tipos de posturas financeiras no conjunto do sistema determina seu grau de fragilidade e sua potencial instabilidade. Sua hipótese central é que a postura financeira dominante na economia vai se alterando, e a paisagem vai sendo mais e mais dominada por agentes especulativos e Ponzi à medida que as condições vigentes em determinado período de tempo – a fase ascendente do ciclo – validem, em grande parte, os passivos anteriormente gerados. A capacidade dos agentes

de, em sua maioria, saldarem seus compromissos, por um longo período de tempo, afetará a visão de devedores e credores a respeito da estrutura de passivos que é aceitável. Para o autor, quanto mais longo o *boom*, mais a economia vai se fragilizando, pois cada vez mais estará dominada por posturas financeiras especulativas e Ponzi. Rigorosamente falando, na economia capitalista de Minsky as decisões cruciais são, todas, especulativas, porque dizem respeito a apostas quanto ao futuro. Mas as apostas, por assim dizer, tendem a ficar mais arriscadas. A estabilidade é desestabilizante.

O que foi brevemente exposto talvez já ajude àqueles que desconheciam o pensamento do autor a entender por que ele vem sendo evocado com tanta freqüência nos últimos tempos, ecoando além dos muros da academia (tendo sido, inclusive, utilizado como uma importante referência no último *Global Financial Stability Report*, um dos relatórios oficiais do FMI). É claro que as análises estão apenas começando e que veremos a partir de agora, e ainda por um longo tempo, uma pluralidade de posições quanto à natureza da crise e quanto a ser esta, ou não, uma crise minskyana. Se, de um lado, parece haver um crescente interesse pelo autor e suas idéias, vemos, de outro, autores alinhados com a tradição analítica que tem em Minsky uma referência central já se posicionarem contrariamente a essa tese, dizendo que não houve um robustecimento da fragilidade financeira ao longo desse *boom* de crescimento da economia norte-americana. Isto porque seria uma particularidade desse *boom* o fato dele já ter nascido sobre uma estrutura extremamente frágil, em função das inúmeras inovações financeiras dos últimos anos, sobre as quais incidiu uma regulação ou débil, ou inadequada. Nesse sentido, essa não seria uma crise minskyana.

Enfim, o debate está apenas começando e, ao longo dos próximos anos, pesquisas mais apuradas tentarão explicar a natureza e a dinâmica dos acontecimentos que levaram à crise. Mas, ao que parece, Minsky será definitivamente uma referência neste, o que é, sem dúvida, uma boa nova.



# **Parte II**

## **Entendendo a Crise Financeira Mundial**

## **Entendendo a Recente Crise Financeira Global\***

Fernando Cardim de Carvalho\*\*

A última década do século passado, no mercado financeiro norte-americano, foi caracterizada por duas grandes tendências. Por um lado, a inflação doméstica era muito baixa, resultado das duras políticas monetárias adotadas na década dos 1980, que causaram uma séria recessão na economia norte-americana no começo da década, mas que efetivamente quebrou o ritmo de crescimento de preços que se mantém moderado até o presente. Por causa da inflação baixa, o banco central norte-americano, o *Federal Reserve* (FED), manteve taxas de juros básicas também baixas durante todos os anos 1990s, de modo que os ganhos dos bancos e financeiras daquele País nas aplicações tradicionais, proporcionais à taxa de juros fixada pelo FED, se mantiveram também geralmente baixos. A outra tendência dominante foi a da intensa competição entre bancos e outras instituições financeiras em um quadro de desregulamentação financeira. A liberalização financeira iniciada nos anos 1980 no contexto da revolução conservadora liderada por Ronald Reagan e Margareth Thatcher aumentou a liberdade das instituições financeiras de escolher onde e como operar, aí incluídos mercados que eram tradicionalmente reservados aos grandes bancos comerciais.

Deste modo, a década dos 1990, para o sistema financeiro foi marcada, por um lado, pela existência de fortes pressões competitivas com financeiras invadindo o espaço de bancos, e vice-versa, e, por outro, pelos ganhos relativamente baixos dos mercados tradicionais de empréstimos a firmas, consumidores e governos. Ademais, com a chamada globalização financeira, o processo de alargamento da área de atuação das instituições financeiras para além das fronteiras nacionais aumentou a competição nos mercados domésticos, especialmente o maior deles, o norte-americano.

Neste contexto, bancos e financeiras passaram a buscar novos mercados que promettessem maiores lucros. Estes mercados mais promissores, contudo, são também geralmente mercados de maior risco, onde se ganha mais quando se acerta, mas a chance de perda é também maior. Assim, novos instrumentos foram criados para evitar

---

\* Artigo escrito originalmente para o site do IBASE ([www.ibase.br](http://www.ibase.br)).

\*\* Professor Titular do Instituto de Economia da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (IE/UFRJ).  
Email: [fjccarvalho@uol.com.br](mailto:fjccarvalho@uol.com.br).

esses riscos (ou para dar a impressão de que evitavam os riscos mais importantes) e viabilizar a exploração desses segmentos.

Um dos mercados a serem explorados foi o dos países emergentes. Empréstimo de dinheiro a países emergentes foi muito apreciado nos anos 1990, mas a sucessão de crises de balanço de pagamentos, iniciada com o México, em 1994, e que prosseguiu pela Ásia, pela Rússia e pelo Brasil, entre outros, mostrou que esses mercados poderiam se deteriorar rapidamente. Além disso, mercados emergentes não são suficientes grandes para sustentar a lucratividade de um enorme sistema financeiro como o norte-americano. Países emergentes não seriam desprezados, é claro, mas era necessário encontrar outros mercados.

Um mercado muito mais promissor era o mercado de financiamento imobiliário dos Estados Unidos. O estoque de hipotecas nos Estados Unidos ronda a casa dos 10 trilhões de dólares, metade dos quais conta com o suporte das empresas para-estatais conhecidas como Fannie Mae e Freddy Mac. Este mercado, porém, é um mercado essencialmente maduro, de crescimento relativamente lento, especialmente depois que a população americana começou a envelhecer. Para instituições financeiras em busca de novas fronteiras era preciso descobrir modos de ampliá-lo mais intensamente que o simples crescimento vegetativo da população.

O modo encontrado foi a abertura do mercado dos tomadores chamados de *subprime*. Contratos de financiamento de compra de residências, chamados de hipotecas residenciais, são contratos de longa duração, em que o próprio imóvel é dado em garantia do empréstimo. O comprador não se torna proprietário do imóvel até que o pagamento seja completado. Se o comprador der um calote, o financiador simplesmente retoma o imóvel, podendo então revendê-lo para recuperar seu prejuízo. O banco financiador da hipoteca normalmente não deseja retomar o imóvel. Quando isso acontece, não apenas o banco perde a receita de juros sobre o empréstimo, como ainda tem que cobrir as despesas de conservação do imóvel, de revenda para terceiros etc. No entanto, quando o comprador para de pagar o empréstimo, a retomada do imóvel é uma forma de reduzir os prejuízos. Para reduzir as chances de ter de retomar o imóvel, o banco que emprestava a hipoteca, tradicionalmente, fazia uma análise detalhada da ficha de crédito do candidato a financiamento, examinando sua renda, seu crédito na praça, suas perspectivas profissionais etc. de modo a reduzir a chance de efetuar um empréstimo a alguém que não pudesse pagar de volta o dinheiro tomado. Os tomadores

que não preenchessem essas condições não receberiam empréstimos. O termo *subprime*, que se tornou tão conhecido em todo o mundo, identifica precisamente os indivíduos que não teriam renda, ou garantias, ou história de crédito que justificassem a concessão do empréstimo. Em outras palavras, essas eram as pessoas que ficavam de fora do mercado de financiamento de imóveis, por falta de qualificações suficientes para convencer as instituições financeiras de que era um risco aceitável.

Mesmo em uma economia desenvolvida como a norte-americana, essas pessoas formavam um enorme contingente da população e, portanto, representavam um enorme mercado potencial para financiamentos imobiliários. Além disso, não apenas representavam uma grande reserva de possíveis tomadores de empréstimos, como também deveriam ser muito lucrativos, já que, sendo mais arriscados, teriam de pagar taxas maiores que as do mercado “normal”, ou *prime*, para conseguir um empréstimo.

Mas havia uma razão pela qual essa população era segregada: sem renda, sem emprego fixo, sem ativos para dar como garantia e sem história de crédito para provar confiabilidade, como poderiam ser integrados no mercado? Isso foi conseguido por dois caminhos. Por um lado, passou-se a usar cada vez mais modelos estatísticos na análise de crédito, ao invés do juízo mais subjetivo do analista bancário. Esses modelos são alimentados com informações quantitativas (séries temporais, como são chamadas) e permitem calcular a probabilidade de sucesso de um empréstimo, *se tudo continuar como no presente*. A cláusula é importante, porque se o mundo mudar, os cálculos baseados no passado pouco servirão para projetar o futuro.

A economia norte-americana, do final dos anos 1980 até praticamente 2006, passou por um período de sustentada prosperidade. Apenas duas recessões leves e rápidas interromperam o crescimento da economia nesse intervalo. Um dos resultados disto é que o emprego manteve-se crescente ou estável a maior parte do tempo. Assim, pessoas sem emprego fixo, com empregos informais, que seriam, no passado, consideradas de alto risco, apareciam nas estatísticas com uma renda estável, sem um emprego fixo, mas com trabalho todo o tempo, e assim por diante. Ou seja, os modelos estatísticos de análise de crédito sugeriam que, como essas pessoas conseguiram trabalho no passado, elas continuariam conseguindo no futuro, ou, em outras palavras, como a economia norte-americana foi bem no passado, ela iria bem para sempre. Assim, o risco de perda do empréstimo foi subestimado pelos bancos e financeiras envolvidos no processo.

Ainda assim, era sabido que esse segmento tinha sido deixado de fora do mercado até então por alguma razão. O que os bancos e financeiras fizeram foi disfarçar essas hipotecas *subprime*, usando-as em um processo chamado de *securitização*. O modo como isso é feito é relativamente complicado, mas o conceito é simples. Toma-se um certo número de contratos de hipotecas, que prometem pagar uma determinada taxa de juros, para usar como base, ou lastro, de um título financeiro (cujas remuneração é baseada nos juros pagos pelo tomador da hipoteca). Esse título é, então, vendido para fundos de investimento, famílias ricas, empresas com dinheiro para aplicar, bancos etc. Uma das vantagens desse processo é que o comprador desse papel em geral não tem muita noção do risco que está comprando, porque ele não vê as hipotecas que lhe servem de lastro.

Restava, naturalmente, convencer as pessoas a tomar esses empréstimos. Muitos artifícios foram usados, inclusive o de cobrar taxas de juros muito baixas nos primeiros anos do empréstimo, aumentando-as dramaticamente depois de algum tempo. Com isso, muitas famílias aceitaram se endividar porque parecia que dava para pagar os juros dessa dívida, até que descobriam que a conta subia rapidamente depois de algum tempo. Na verdade, foi exatamente isso que iniciou a crise no final de 2006.

Um valor astronômico de empréstimos foi feito em hipotecas *subprime*. Tudo ia bem até que algumas dessas hipotecas chegaram ao ponto em que os juros seriam reajustados, ao mesmo tempo em que a economia norte-americana já não se mostrava tão vigorosa, ao final de 2006. Algumas pessoas ficaram sem renda suficiente para pagar os juros sobre suas hipotecas, ao passo que outras viram sua conta de juros subir muito de uma hora para outra. O calote foi inevitável e serviu para advertir os financiadores de que o *risco de crédito*, isto é, o risco de calote, era talvez maior do que se esperava, que talvez tivessem sido feitos empréstimos com base numa visão otimista demais da capacidade de pagamento desses segmentos da população que compunham o *subprime*. A percepção de que era preciso talvez reavaliar o risco de inadimplência levaria a uma situação em que financiadores repensassem sua decisão de aplicar neste setor, diminuindo a oferta de crédito.

Mas esta era apenas a primeira fase da crise. Quando os tomadores de hipotecas ficam inadimplentes e param de pagar os juros, aqueles investidores que compraram títulos baseados nessas hipotecas percebem que poderão não receber o retorno que esperavam. Quando essa percepção se espalha, aqueles outros investidores e instituições que

compraram títulos parecidos começam a se perguntar se não é melhor se livrarem deles enquanto é tempo. Quando, porém, tentam vender esses papéis, percebem que não há muitos compradores, já que todos têm os mesmos temores. Com isso, os investidores concluem que têm um mico nas mãos, um papel cujo valor no mercado é muito menor que esperavam. Em termos técnicos, esses investidores descobrem que estavam expostos a um *risco de liquidez* (isto é, de impossibilidade de revenda sem prejuízo de um ativo qualquer) maior do que esperavam.

O que acontece daqui para a frente varia de caso a caso. Nesta crise, caminhou-se para o pior cenário. Os detentores dos papéis lastreados em hipotecas perceberam que não só, provavelmente, deixariam de receber os juros que esperavam, como também sequer conseguiriam repassar esses papéis para outros sem sofrer um pesado prejuízo. A tentativa de se livrar deles, de qualquer forma, foi o suficiente para fazer com que o valor desses papéis no mercado caísse vertiginosamente. Na verdade, a desconfiança passou a atingir também outros papéis semelhantes aos *subprime*, contagiando outros segmentos do mercado de capitais. Na dúvida, é melhor tentar vender todos esses papéis antes que outros o façam. Os preços de todos os títulos vão desabando, um a um. Por causa disso, entramos na terceira fase da crise, que marca a travessia para uma região cada vez mais perigosa. O que marca essa fase é a *crise patrimonial*. Como qualquer empresa, bancos e financeiras têm obrigações a pagar (chamados de passivos) e direitos a receber (chamados de ativos). Uma empresa saudável tem mais ativos a receber que direitos a pagar (a diferença entre eles é o *capital* da empresa, e uma empresa saudável tem, portanto, um capital positivo). Quando o valor dos ativos, porém, cai por baixo do valor das obrigações, o capital se torna negativo, o que significa que a empresa é insolvente, está falida, não adianta continuar funcionando porque as receitas que ela vai receber não chegam sequer a cobrir os pagamentos que ela tem de fazer.

No caso dos bancos e financeiras que compraram aqueles papéis lastreados em hipotecas *subprime*, quando o valor destes caiu verticalmente por conta da sua desvalorização no mercado, muitos se tornaram insolventes, falidos, e outros chegaram muito perto disso. Como quase todas as instituições financeiras norte-americanas fizeram esse tipo de investimento, todas se viram expostas em algum grau. Na melhor das hipóteses, o seu capital, ainda que continuasse positivo, diminuiu bastante por causa da desvalorização de seus direitos a receber.

Neste ponto, duas coisas acontecem. A primeira é que bancos e financeiros falidos, com ativos valendo menos que passivos, têm de ser fechados, ou sofrer intervenção, ou ser vendidos a outras instituições, que, em geral elas mesmas com problemas, relutam em fazer essas aquisições se não forem pressionadas pelo governo ou favorecidas com algum adocante, como aconteceu com o Bear Stearns, a Merrill Lynch, a AIG, a Fannie Mae e o Freddy Mac etc. A seqüência de falências, intervenções e vendas sob estresse tende a espalhar a desconfiança e o medo não só no mercado financeiro, mas entre a sociedade em geral, que passa a temer por suas economias, já que nunca se sabe qual vai ser a “bola da vez até que ela caia na caçapa”.

A segunda é que mesmo as instituições sobreviventes se retraem. Em parte porque compartilham o clima de temor e desconfiança, em parte porque sua capacidade de empréstimo diminui quando seu capital se contrai. O resultado é que os bancos e financeiras passam a emprestar menos, empresas se vêem sem capital de giro para produzir e consumidores deixam de adquirir bens duráveis porque não há crédito. Em suma, a economia *real* começa a esfriar, o crescimento econômico se desacelera ou se transforma em contração, o desemprego cresce e o risco de uma recessão séria se instala.

É neste ponto em que estão os Estado Unidos neste momento. O Plano Paulson, que passou a duras penas pelo Congresso, avalia que a economia está no estágio da crise patrimonial causada pela desvalorização dos ativos das instituições financeiras. Assim, o que o governo norte-americano propôs foi a compra daqueles ativos que as financeiras não conseguem vender nos mercados de modo a estabilizar o valor dos ativos, deter as falências e, se tudo der certo, permitir que os bancos e financeiras se capitalizem e voltem a emprestar, evitando uma recessão mais profunda da economia norte-americana.

O comportamento do mercado financeiro norte-americano depois da aprovação do Plano mostra que o efeito sobre a confiança da sociedade foi muito pequeno. Todos continuam tentando vender seus ativos a qualquer preço, os empréstimos continuam paralisados e a economia norte-americana continua descendo a ladeira. Além disso, a percepção de que a crise é muito mais grave e intratável do que se imaginava está chegando ao resto do mundo, primeiro à Inglaterra, depois para o continente europeu, para a Ásia e para os países emergentes mais importantes como a Rússia e o Brasil. É um momento de extrema gravidade, porque a meta mais importante de políticas e planos

é deter o pânico, restaurar um módico de normalidade e confiança para começar a tomar as medidas mais duráveis de reforma e re-regulação financeira que coíbam no futuro a repetição dos excessos da liberalização financeira dos anos 1980.

No final do século XIX, foi publicado um livro na Inglaterra chamado *Lombard Street*, em que se discutiu pela primeira vez o que fazer no caso de crises bancárias. Seu autor, Walter Bagehot, escreveu que uma crise como essa passa por três fases: o *alarme*, quando o público percebe que uma ou outra instituição está fragilizada e pode quebrar, o *pânico*, quando se desconfia que todo ou quase todo o sistema financeiro pode estar abalado, e a *loucura*, quando cada um se convence que não há mais salvação e é o salve-se quem puder. Nesse esquema, os Estados Unidos e, a partir dali, o mundo todo, podem estar no limiar entre o pânico e a loucura. Há muito tempo não se vivia uma situação tão perigosa e de desdobramento tão incerto.



## **A Crise e os Desafios para a Nova Arquitetura Financeira Internacional**

Maryse Farhi<sup>\*</sup>, Daniela Magalhães Prates<sup>\*\*</sup>,

Maria Cristina Penido de Freitas<sup>\*\*\*</sup> e Marcos Antonio Macedo Cintra<sup>\*\*\*\*</sup>

A crise financeira internacional, originada em meados de 2007 no mercado norte-americano de hipotecas de alto risco (*subprime*), adquiriu proporções tais que acabou por se transformar, após a falência do banco de investimentos Lehman Brothers, numa crise sistêmica. O desenrolar da crise colocou em xeque a arquitetura financeira internacional, na medida em que explicitou as limitações dos princípios básicos do sistema de regulação e supervisão bancária e financeira atualmente em vigor, bem como pôs em questão a sobrevivência de um perfil específico de instituições financeiras.

É importante delinear alguns dos principais fatores que transformaram uma crise de crédito clássica em uma crise financeira e bancária de imensas proporções. Numa crise de crédito clássica, a somatória dos prejuízos potenciais (correspondente aos empréstimos concedidos com baixo nível de garantias) e sua distribuição já seriam conhecidas, enquanto que na atual configuração dos sistemas financeiros, os derivativos de crédito e os produtos estruturados lastreados em crédito imobiliário replicaram e multiplicaram tais prejuízos por um fator desconhecido e redistribuíram, globalmente, os riscos deles decorrentes para uma grande variedade de instituições financeiras. As incertezas sobre a efetiva situação dos balanços dessas instituições levaram a um congelamento dos mercados interbancários, expresso em *spreads* extremamente elevados. Como as maciças injeções de liquidez das autoridades monetárias, que foram flexibilizando suas exigências e passaram a aceitar praticamente todo e qualquer colateral como garantia, não foram capazes de reverter esse processo de “empoçamento da liquidez” em escala mundial, os países da União Européia, dos Estados Unidos e de outros países desenvolvidos, seguiram o exemplo do Reino Unido e anunciaram, nas duas últimas semanas, garantias a esses créditos.

---

<sup>\*</sup> Professora do IE-Unicamp e pesquisadora do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (Cecon) deste instituto. Email: quatis.adsl@uol.com.br.

<sup>\*\*</sup> Professora do IE-Unicamp e pesquisadora do Cecon e do CNPq. Email: daniprates@uol.com.br.

<sup>\*\*\*</sup> Doutora pela Universidade Paris XIII e pesquisadora do Cecon. Email: crispenido@uol.com.br.

<sup>\*\*\*\*</sup> Professor do IE-Unicamp e pesquisador do CNPq. Email: mamcintra@gmail.com.

O primeiro fator decorre do princípio básico da auto-regulação pelo mercado que tem norteado, nas últimas décadas, o conjunto das medidas de supervisão e regulação. 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. Foi ele que orientou, em grande medida, as mudanças dos Acordos de Basileia que incorporaram, na sua segunda versão (Basileia II), as notas das agências de *ratings* e os modelos internos de precificação de ativos e de gestão de riscos como critérios alternativos para a classificação dos riscos de crédito e incentivos à utilização de mecanismos de mitigação desses riscos, dentre os quais os derivativos de crédito.

O segundo fator está associado à forte interação entre bancos universais e as demais instituições, resultante da arquitetura financeira que está sendo posta em xeque. Os bancos, que desde os anos 1980 buscavam diversas maneiras de retirar os riscos de crédito de seus balanços e torná-los mais líquidos, passaram a utilizar, de forma mais intensa, inovações financeiras com o objetivo de alavancar suas operações sem ter de reservar os coeficientes de capital requeridos pelos acordos de Basileia. Mas, essa estratégia só foi viável porque outros agentes se dispuseram a assumir a contraparte dessas operações, ou seja, assumir esses riscos contra um retorno que, à época, parecia elevado. Esses agentes foram as instituições financeiras que formam o chamado *shadow banking system*.

Empregado, pela primeira vez por Paul McCulley, diretor executivo da maior gestora de recursos do mundo, a Pimco, o termo *shadow banking system* inclui o leque de instituições envolvidas em empréstimos alavancados que não tinham, até a eclosão da crise, acesso aos seguros de depósitos e/ou às operações de redesconto dos bancos centrais. Nesse leque enquadram-se os grandes bancos de investimentos independentes, os *hedge funds*, os fundos de pensão e as seguradoras. Nos EUA, ainda se somam os bancos regionais especializados em crédito hipotecário e as agências patrocinadas pelo governo. Esta definição contém um elemento implícito que é importante sublinhar: as instituições financeiras do *shadow banking system* não estão sujeitas às normas dos Acordos de Basileia, as quais no caso norte-americano só se aplicam aos grandes bancos universais com operações internacionais.

A emergência deste sistema bancário “sombra” está associada a dois movimentos simultâneos e complementares: em primeiro lugar, como mencionado acima, os bancos

submetidos aos requisitos de capital do Acordo de Basileia I passaram a utilizar crescentemente um conjunto de instrumentos para retirar os riscos de seu balanço e viabilizar o aumento da sua alavancagem, processo que ficou conhecido como arbitragem regulatória; 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 disporem das requeridas reservas em capital.

No âmbito do primeiro movimento, para excluir os riscos de crédito dos balanços, os bancos recorreram, principalmente, aos chamados “produtos estruturados” – instrumentos resultantes da combinação entre um título representativo de um crédito (debêntures, bônus, títulos de crédito negociáveis, hipotecas, dívida de cartão de crédito etc.) e um leque de derivativos financeiros –, e aos derivativos de crédito. Essa alquimia financeira foi possível, por sua vez, graças à atuação das agências de classificação de riscos (*rating*). Ao auxiliar as instituições financeiras na montagem dos “pacotes de crédito” que lastreiam os títulos securitizados de forma a garantir a melhor classificação possível, essas agências tiveram participação relevante na criação do mito que ativos de crédito bancário podiam ser precificados e negociados como sendo de “baixo risco” em mercados secundários. Ademais, elas incorreram em sério conflito de interesses na medida em que parte substancial de seus rendimentos advinha dessas atividades.

Não estando habilitados a obter recursos de depositantes para adquirir esses instrumentos, os integrantes do “*shadow banking*” foram buscá-los no mercado de capitais, sobretudo emitindo títulos de curto prazo (*commercial papers*), comprados por fundos mútuos de investimentos. Não podendo criar moeda ao conceder crédito diretamente, eles utilizaram esses recursos de curto prazo para adquirir 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 quais financiavam créditos de longo prazo (hipotecas de 30 anos, por exemplo), atuando como quase-bancos.

Já os bancos sujeitos à regulação intensificaram a criação de pessoas jurídicas – *Special Investment Vehicles* (SIV), *conduits* ou *SIV-lites* –, que adquiriam esses títulos estruturados, com recursos provenientes da emissão de títulos de crédito de curto prazo. Essas pessoas jurídicas não eram tecnicamente propriedades dos bancos nem seus resultados figuravam nos balanços, constituindo parte relevante do *shadow banking*

*system* junto com diversos outros intermediários financeiros. Dessa forma, os bancos universais obtinham mais recursos, além de receitas com comissões, que lhes permitiram conceder novos créditos e elevar seus lucros, num processo de crescente alavancagem.

O papel central dos derivativos de crédito, negociados em mercados de balcão, na constituição das complexas relações entre o sistema bancário tradicional e o sistema “sombra” deve ser destacado. A acentuada expansão dessa modalidade de derivativo, sobretudo a partir do final da década de 1990, elevou fortemente os riscos agregados presentes nesses mercados (associados à sua opacidade e à inexistência de câmara de compensação), que constituiu o principal palco dessas relações. Utilizando os mecanismos já existentes de *swaps*, os derivativos de crédito permitiram que os bancos retirassem riscos de seus balanços, ao mesmo tempo em que as instituições financeiras do *shadow banking system* passaram a ter novas formas de assumir exposição aos riscos e rendimentos do mercado de crédito. Os mais utilizados são os *swaps* de inadimplência de crédito (*credit default swaps*, CDS) que transferem o risco de crédito entre o agente que adquire proteção e a contraparte que aceita vender proteção. Por esse mecanismo, o detentor de uma carteira de crédito compra proteção (paga um prêmio) do vendedor de proteção. Em troca, esse assume, por um prazo predeterminado, o compromisso de efetuar o pagamento das somas combinadas nos casos especificados em contrato, que vão de inadimplência ou falência à redução da classificação de crédito ou outros eventos que possam causar queda do valor da carteira.

Foi a partir desta transferência de riscos pelos bancos que ocorreu o milagre de sua multiplicação. Nos casos em que esses riscos foram transferidos dos balanços dos bancos para outras instituições financeiras por meio de títulos securitizados e produtos estruturados, esses ativos foram “reempacotados” e deram origem a outros ativos que, por sua vez, foram vendidos a outras instituições. Enquanto esta operação se restringiu a operações no mercado à vista, era o risco original que ia trocando de mãos. Porém, ao serem acoplados aos derivativos de crédito, esses ativos deram origem a “ativos sintéticos”, isto é, ativos que replicam os riscos e retornos dos ativos originais, mas sem que seja necessário possuí-los. Estes ativos “virtuais” possuem tal propriedade porque negociam compromisso futuros de compra e venda de ativos, mediante o pagamento de um “sinal” o que abre a possibilidade de vender o que não se possui e/ou comprar o que não se deseja possuir. Nos mercados de balcão, multiplicaram-se as mais diversas

combinações “virtuais” dos ativos de crédito securitizados com operações de derivativos de crédito. Na construção dessa imensa pirâmide invertida – cuja base é constituída pelas operações de crédito bancário originais – os riscos iniciais foram multiplicados por um fator  $n$  e sua distribuição passou a constituir uma incógnita.

Boa parte do tamanho desta pirâmide ainda está envolta em sombras, mas existem dados estatísticos confiáveis sobre a vertente constituída pelos derivativos. O *Bank for International Settlements* (BIS) publica dados quadrimestrais sobre os volumes de derivativos negociados nos mercados de balcão. No último relatório, de junho de 2008, o BIS aponta um volume nocional total desses derivativos de US\$ 596 trilhões, dos quais US\$ 58 trilhões são de derivativos de crédito. Não é de se estranhar nem o congelamento das operações interbancárias, nem o ceticismo dos mercados diante da versão original do Plano Paulson que destinava US\$ 700 bilhões para a aquisição dos ativos nos balanços dos bancos, denominados de “lixo tóxico”.

Finalmente, é importante tecer alguns comentários sobre as implicações da crise recente, que tem um caráter sistêmico, para a governança do sistema financeiro internacional. Apesar da sua profundidade, é pouco provável que esta crise resulte na superação da deficiência inerente a esta governança: a inexistência de um órgão regulador global. Enquanto a regulação é nacional, as finanças são transnacionais. Todavia, é possível levantar algumas propostas de aperfeiçoamento dos mecanismos de regulação deste sistema que podem se concretizar no futuro próximo.

Em primeiro lugar, seria necessário consolidar as diversas agências regulatórias, tanto na Europa como nos Estados Unidos. A crise revelou a obsolescência da estrutura de supervisão descentralizada, dado o grau de imbricação entre as diversas instituições financeiras (bancos, fundos de pensão, seguradoras e fundos de investimento) e mercados (de crédito, de capitais e de derivativos). Vale mencionar que esse problema já foi reconhecido pelo governo norte-americano. Um dos pilares da proposta de reestruturação da estrutura regulatória do sistema financeiro, anunciada no final de março de 2008, consiste exatamente na consolidação das diversas agências reguladoras do País. Ademais, nessa proposta, o *Federal Reserve* teria poderes ampliados, passando a supervisionar, além das *holdings* financeiras, os bancos de investimento, seguradoras e fundos de investimento (inclusive *hedge funds*). Igualmente, o episódio da falência do britânico Northern Rock mostrou que a retirada das funções de supervisão do banco

central e sua transferência para uma instituição autônoma podem ter consequências deletérias, sobretudo, se não há uma contínua e rápida troca de informações.

Em segundo lugar, algumas iniciativas deveriam impor limites ao avanço da securitização e dos derivativos de crédito, dentre as quais: (i) os reguladores poderiam colocar restrições à complexidade de instrumentos que poderiam ser emitidos e adquiridos pelas entidades reguladas; (ii) os bancos centrais poderiam aceitar como colateral nas operações compromissadas ou na janela de redesconto somente classes suficientemente transparentes de ABS; (iii) um requerimento regulatório poderia ser instituído obrigando o originador a reter a *equity tranche*. Isto porque, quando o originador dos empréstimos está muito distante do investidor, são menores os incentivos para uma “originação” cuidadosa. Uma forma de mitigar esse problema seria o “originador” reter a *tranche* mais arriscada; (iv) a re-intermediação, com a incorporação das instituições fora de balanço (*Conduits, SIV, quasi-banks*) nos balanços dos bancos, que já iniciou nos EUA e na Europa, deveria ser estimulada; e (v) a criação de uma câmara de compensação para os derivativos de crédito que cobre margens de garantia dos participantes, para minimizar os riscos de contraparte, e traga alguma transparência à distribuição de riscos.

É preciso reconhecer, contudo, a capacidade limitada da regulação e supervisão financeira, em controlar a qualidade dos créditos detidos pelo sistema bancário em face desse tipo de risco e do caráter inerentemente instável da atividade financeira. A própria dinâmica concorrencial bancária tende a promover uma subestimação dos riscos e a busca de novos produtos e instrumentos que permitam contornar os limites impostos pela regulamentação. Reconhecer esses limites não implica que os governos devam abrir mão da sua função essencial de regular a atividade bancária e financeira, mesmo que esse seja, como bem destaca Minsky, um jogo perdido, pois os banqueiros têm muito mais a ganhar do que os burocratas do banco central.

## **Da Liberalização à Crise Financeira Norte-Americana: a morte anunciada chega ao Paraíso**

Jennifer Hermann\*

Crises financeiras no capitalismo são como a morte na cultura ocidental: sabemos que virá um dia (a nossa e a alheia) mas, sempre que ela se mostra, nos assusta como se fosse algo totalmente inesperado. O que há de desconhecido nas crises financeiras, assim como na morte, é o “quando” e o “como”, embora as crises, em geral, sejam mortes anunciadas.

Cada crise financeira marca o fim de um ciclo de crescimento econômico e endividamento. No capitalismo moderno, que conta com sistemas financeiros sofisticados e onde os investimentos que alicerçam o crescimento assumem proporções crescentes, diante dos desafios da concorrência em escala internacional, não há crescimento econômico sem aumento do endividamento – embora o inverso nem sempre se confirme (para nosso pesar). E, como nos ensinou Hyman P. Minsky, não há crise financeira sem endividamento – embora, também, o sentido contrário nem sempre se verifique (para nosso alento!).

A relação inevitável entre crescimento e endividamento, aliada à possibilidade, sempre presente, de que este resulte em crise financeira é a essência da “hipótese de fragilidade financeira” de Minsky. A fragilidade inerente ao crescimento nas economias de mercado reside no fato de que, a atividade econômica e as relações financeiras que a viabilizam, derivam e dependem de um “sistema de confiança”. Este envolve, de um lado, as expectativas de renda futura daqueles que assumem dívidas (empresas, famílias e instituições financeiras, além do governo, possivelmente) e, de outro, as expectativas de retorno-risco daqueles que adquirem estes ativos financeiros (outro conjunto de empresas, famílias e instituições financeiras). O problema é que as expectativas que motivam (ou não) a emissão e aquisição de dívidas são em parte ancoradas em avaliações objetivas e, em parte, no que J. M. Keynes chamou de “otimismo [ou pessimismo] espontâneo”. O pagamento regular das dívidas assim criadas depende da confirmação dessas expectativas e, em economias de mercado, não há qualquer garantia neste sentido. Nas palavras de Minsky (no livro *Can 'It' Happen Again?*”, 1982):

---

\* Professora-adjunta do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ).  
Email: jenniferh@terra.com.br.

“Tal economia capitalista é instável devido a forças endógenas que refletem os processos de financiamento. Esses processos transformam um sistema tranqüilo e relativamente estável em um no qual a contínua expansão acelerada de dívidas, investimentos, lucros e preços é necessária para prevenir uma profunda depressão.”

Quando esse cenário benigno não se confirma, cresce a inadimplência no crédito e/ou desvalorizam-se os títulos negociados no mercado de capitais, cujos retornos, afinal, dependem dos lucros das empresas (inclusive instituições financeiras) emissoras. A boa notícia é que esta é uma condição necessária, mas não suficiente, para converter uma situação de fragilidade em um quadro de crise financeira. Em condições normais – na ausência de choques – a frustração de expectativas pode resultar em simples desaceleração do endividamento e da atividade econômica, configurando um inofensivo *soft landing*.

A situação se agrava, porém, se as dificuldades de pagamento se prolongam, o que (na ausência de choques), explica-se pela adoção de uma política macroeconômica restritiva ou mesmo pela simples inação do governo diante dos primeiros sinais de frustração de expectativas. Esse cenário obriga os bancos a ajustarem seus balanços à nova situação, por exemplo, elevando as exigências de capital (pela regra de Basileia, face ao aumento do risco dos ativos), de provisões contra créditos duvidosos, ou mesmo de índices mínimos de liquidez. Essas são razões objetivas para a contração do crédito e da demanda por ativos em geral. Ainda assim, um quadro de *crise financeira sistêmica* só se configura se a *crise de crédito* der origem a uma *crise de confiança*. Esta se manifesta pelo rápido aumento da preferência por liquidez, em detrimento dos ativos financeiros. Se tal tendência não for rapidamente contida por uma política macroeconômica que restaure a confiança, desencadeia-se um “comportamento de manada”, pelo qual, mesmo aqueles que ainda não têm razões objetivas para se desfazer de ativos, tornam-se também vendedores apressados, apenas porque os que já sofreram perdas estão agindo assim. Esta prevenção individual, porém, em vez de proteger os portfólios, acaba por levar à deflação de ativos, espalhando a crise.

Minsky formulou sua teoria da fragilidade e das crises financeiras nos anos 1970, quando o mercado financeiro americano (assim como os demais) era mais segmentado que nos dias de hoje. Vigia à época um modelo de regulamentação financeira que impunha às instituições a separação entre operações de crédito de curto prazo (a cargo



dos bancos comerciais e financeiras); operações de crédito de longo prazo (a cargo dos bancos de poupança, voltados para o setor imobiliário e, em menor escala, de bancos de investimento); e operações no mercado de capitais (reservadas aos bancos de investimento).

Esse modelo não era imune a crises financeiras, nem as tornava totalmente indolores. No mundo de Minsky, crises financeiras seriam detonadas por choques recessivos ou pelo canal da política macroeconômica, se esta fosse usada para conter pressões inflacionárias do crescimento. Mas tal modelo permitiu, por exemplo, que o mundo assistisse a duas longas crises de crédito imobiliário (o que, aliás, é pleonasmos, já que, hoje se sabe que essas crises são sempre longas), originadas em países industrializados de grande expressão no mercado comercial e financeiro internacional – EUA (nos anos 1970-80) e Japão (nos anos 1980-90) – sem que estas se convertessem em crises financeiras sistêmicas internacionais. Nos EUA, apesar da falência da maioria dos bancos de poupança, a economia não sofreu uma recessão de origem bancária. Isto foi possível porque a separação entre os diversos segmentos do mercado evitou aquela primeira etapa de contágio. Com isso, não se formou uma crise generalizada de confiança e o mercado de capitais se manteve de pé, como principal fonte de financiamento dos investimentos. Essa convivência pacífica com a crise bancária só não foi possível no Japão porque não havia (e não há) um modelo de financiamento fortemente apoiado em mercado de capitais – e sim em bancos. Em grande parte por isto, o contágio foi ainda menor e, embora o País tenha sofrido uma longa recessão, sua crise bancária não se converteu em crise sistêmica internacional. O mundo, literalmente, assistiu à crise japonesa de longe, com preocupação, mas sem ser arrastado por ela.

O cenário em que teve início a atual crise de crédito imobiliário nos EUA é bastante diferente do que vigia nos anos 1970. Ao longo das décadas de 1980-90, deu-se um longo processo de desregulamentação financeira na economia americana e em diversos outros países – inclusive o Brasil. Os principais traços desse processo foram a gradual eliminação da segmentação dos mercados e a ampliação do grau de abertura financeira entre os países.

O mercado de capitais, especialmente nos EUA, foi o segmento mais estimulado por essas mudanças, por ser, tradicionalmente, menos regulamentado que o setor bancário e, no caso americano, por ser o mais maduro e promissor à época. As novas regras, na prática, significaram liberdade para os bancos ingressarem neste mercado. Uma das

principais portas de entrada foram as operações de securitização de dívidas, que estreitaram as conexões entre os mercados de crédito e de capitais, já que grande parte do que se negocia neste último depende, indiretamente, do desempenho do primeiro. Na crise norte-americana recente – assim como na crise asiática de fins da década de 1990 – isto contribuiu decisivamente para encurtar o tempo que separa aqueles primeiros sinais de frustração das expectativas de um quadro generalizado de deflação de ativos. Além de dificultar ações preventivas e de socorro de liquidez em tempo hábil, a rapidez com que hoje os mercados são capazes de reagir a sinais de alerta torna ainda mais provável a conversão de uma crise inicialmente setorial – do crédito imobiliário – em uma crise sistêmica – de todo o mercado financeiro – com extensos efeitos macroeconômicos. Além disso, a maior abertura financeira alargou a abrangência geográfica do endividamento, bem como das operações de securitização, tornando também mais provável a conversão de uma crise nacional em crise internacional.

Por trás da crise sistêmica atual há dois conjuntos de fatores explicativos. Um, de natureza conjuntural, envolve a política monetária americana, que elevou a taxa básica de juros de 1,00% para 5,25% a.a. entre o segundo trimestre de 2004 e o segundo de 2007. Embora isto não tenha gerado uma forte recessão nos EUA – o crescimento real do PIB caiu apenas de 4,2% nos 12 meses anteriores (terceiro trimestre de 2003 ao segundo de 2004) para a média anual de 3,5% no período de juros crescentes – certamente dificultou o refinanciamento de dívidas longas (caso típico do crédito imobiliário). Contribuiu também para a crise a demora do governo em reconhecer a gravidade do problema, por falha de interpretação ou da supervisão bancária. O fato é que, durante boa parte da crise (2006-07), o *FED* mostrou-se mais preocupado com a inflação (que requer juros mais altos) que com a deflação de ativos (que exigia um corte rápido nos juros).

Mas a política monetária foi mais um elemento propagador que, propriamente, causador da crise, já que no crédito *subprime* (a famílias de renda baixa e sem comprovação e garantias), pivô da crise, os contratos já previam aumentos dos juros após alguns anos. Assim, outro fator conjuntural que atuou decisivamente na formação da crise foi o excesso de “otimismo espontâneo”, que levou a flagrantes erros de avaliação de riscos por parte dos bancos credores, dos devedores e dos que compraram derivativos destes créditos.

É inevitável, porém, reconhecer a presença de um fator estrutural na raiz dos eventos

recentes: o novo modelo de regulamentação financeira (ou a falta dela), que já havia mostrado seus efeitos devastadores para as economias emergentes, no episódio da crise asiática, e agora mostra sua cara também aos mercados norte-americano e europeu, que o venderam para o resto do mundo como panacéia. Até a crise asiática, os defensores do modelo – cujo maior entusiasta era o FMI – atribuíam o problema ao que consideravam ser limitações típicas dos países em desenvolvimento: a fragilidade dos fundamentos macroeconômicos e da supervisão bancária. A crise teria sido, então, detonada por um surto de sabedoria dos investidores estrangeiros que, percebendo o perigo, desencadearam um “corretivo” movimento de fuga de capital, forçando os emergentes a ajustarem suas políticas macroeconômicas, de modo a reduzir o crescimento, acumular reservas internacionais e manter equilíbrio fiscal e baixa inflação.

Não faltaram, à época, críticas, de filiação keynesiana, a essa interpretação, alegando que a liberalização era, por natureza, instabilizadora, porque tornaria os mercados ainda mais “minskyanos”, ou seja, excessivamente expostos ao otimismo ou pessimismo espontâneo dos investidores, o que raramente (por acidente) produz o melhor resultado em termos de alocação de recursos e de crescimento econômico. No entanto, estes foram “votos vencidos” no debate internacional e nada foi feito, desde então, para mudar o modelo vigente. O ajuste se deu apenas de um lado do mercado – nas economias emergentes.

A realidade, porém, não tardou a alcançar o sonho americano, embora a etiologia da crise por lá tenha sido bem diferente da que atingiu os emergentes. A economia norte-americana tem, há quase uma década, déficits públicos e externos crescentes, a supervisão bancária foi, obviamente, falha, mas a crise não foi detonada por uma fuga de capital. O mundo foi mais paciente e crédulo com os EUA. A crise norte-americana não veio de fora, foi “fogo amigo”. Começou nos intestinos do “eficiente” sistema financeiro dos EUA, sendo a liberalização financeira o ventilador que se encarregou de espalhar seus ativos para todo o mundo.

Agora, que os “malefícios da globalização” alcançaram, finalmente, os países ricos, o discurso oficial começa a mudar: o problema não é mais a má gestão macroeconômica e financeira – embora ela seja mais evidente no caso norte-americano que em muitos emergentes que afundaram na crise dos anos 1990 –, mas sim o “modelo” de (des)regulamentação. O governo G. W. Bush e o FMI já falam em reforma do sistema financeiro internacional (O Globo, 13/10/08); o ex-Presidente do *FED* e “guru” da

política monetária no mundo, Alan Greenspan, admitiu que errou ao defender a desregulamentação financeira durante seus 18 anos à frente do Banco Central dos EUA (O Globo, 24/10/08); e até o mega-investidor George Soros pede mais regulamentação dos mercados (O Globo, 19/10/08)! Aos keynesianos insatisfeitos de plantão, resta esperar que, embora por caminhos tortos, este debate seja retomado de forma responsável. Às economias emergentes, que, como o Brasil, submeteram suas políticas macroeconômicas e sua capacidade de crescimento ao metabolismo do mercado internacional, cabe repensar seus modelos nacionais de desenvolvimento, formulando alternativas menos dependentes daquele mercado e mais apoiadas no estímulo ao mercado doméstico.

## Os Derivativos e a Crise de Crédito

Rogério Sobreira \*

Desde outubro, os mercados financeiros mundiais têm passado por uma forte turbulência, com bolsas caindo significativamente da Ásia ao Brasil. A crise, apesar de comumente relacionada ao ruim desempenho das hipotecas de segunda linha (*subprime*) nos EUA, foi sem dúvida potencializada pelo comportamento dos mercados derivativos. É a lógica de operação destes mercados que explica a intensidade da queda nos mercados observada recentemente. Tal lógica, diga-se de passagem, permanece vigente no mercado, mantendo o elevado nível de risco das operações envolvidas e tornando mais difícil definir a extensão das perdas ocorridas nesta crise.

A fim de entendermos adequadamente o que se passou e avaliar os potenciais impactos sobre a economia real, é preciso entender o funcionamento das operações derivativas e de securitização que estão por trás do ocorrido. Em tempos recentes, os grandes bancos internacionais desenvolveram instrumentos de investimento chamados de *conduites*. Tais instrumentos tratam-se essencialmente de títulos (notas promissórias) lastreados em ativos – financeiros ou não – também conhecidos como *asset-backed commercial papers*. Estes títulos são emitidos tendo por base uma linha de crédito de um outro banco, normalmente uma linha de crédito barata e renovada em períodos muito curtos, a qual é usada para comprar ativos que pagam uma elevada taxa de juros, tais como obrigações “colateralizadas” ou com lastro em garantias (*collateralised-debt obligations*).

Estas obrigações, por seu turno, eram emitidas tendo como principal garantia os títulos hipotecários norte-americanos de primeira e segunda linha (*subprime*). Daí porque a crise atual também ficou conhecida como crise do mercado hipotecário norte-americano.

Tal engenharia financeira tem dois grandes problemas associados. Em primeiro lugar, a mesma depende fortemente da manutenção das linhas de crédito de curto prazo para continuar existindo. Em segundo lugar, os papéis que lastreiam essas obrigações, embora avaliados como títulos triplo A – isto é, títulos com baixíssimo risco de não pagamento – acabaram se mostrando um problema, particularmente porque os bancos

---

\* Professor-Adjunto de Economia e Finanças da EBAPE/FGV. Email: Rogerio.Sobreira@fgv.br.

colocaram no mesmo pacote títulos lastreados em hipotecas de primeira linha e títulos lastreados em hipotecas de segunda linha.

O elemento agravante deste quadro decorreu de um forte envolvimento das agências de classificação de risco neste processo, instituições que deveriam apenas avaliar a qualidade de crédito dos títulos e não indicar aos bancos como fazer para conferir aos títulos utilizados como lastro o grau de investimento mais elevado (triplo A). Desta forma, as agências acabaram associando àquelas obrigações um grau de risco muito inferior ao efetivo, tornando sua comercialização mais fácil e permitindo que as mesmas disputassem mercado com títulos do Tesouro norte-americano, cuja classificação de risco é semelhante.

O outro ator envolvido neste processo são as chamadas operações interbancárias. As mesmas, como o nome deixa evidente, referem-se a operações de crédito que os bancos fazem entre si. Assim, se o banco B encontra-se com excesso de liquidez, o mesmo tenderá a emprestar para o banco A para que o banco A possa conduzir suas operações de securitização e derivativas.

À medida que vários bancos se viram envolvidos nas operações envolvendo as obrigações lastreadas em títulos supostamente de primeira linha, e à medida que o grau de inadimplência no mercado hipotecário norte-americano se elevou, aqueles bancos que tomavam emprestado para garantir as operações com títulos lastreados em ativos (*asset-backed commercial papers*) começaram a enfrentar problemas de liquidez. Enquanto o grau de inadimplência não se elevasse sobremaneira, no entanto, valia a pena manter as linhas de crédito para estas operações visto que a lucratividade das mesmas era bastante elevada.

Contudo, quando os bancos que ofertavam crédito para as operações de *asset-backed commercial papers* passaram a atribuir um maior risco às mesmas, eles resolveram reduzir de modo algo drástico o crédito, incapacitando os bancos tomadores de sustentar estas operações. Desta forma, os bancos centrais foram obrigados a injetar liquidez no mercado para evitar uma crise maior.

Desta forma, para evitar uma paralisia nestas operações, os bancos foram obrigados não só a recorrer ao redesconto, como também a vender os títulos lastreados em ativos por eles emitidos. Neste momento, contudo, tais títulos não encontraram mercado, o que forçou estes bancos a vender partes saudáveis dos seus ativos para equilibrar seus

balanços. Nestas circunstâncias, tais bancos perderam bastante dinheiro, pois foram obrigados a vender estes ativos em condições desfavoráveis.

Deve-se notar, adicionalmente, que, dado o grau de interconexão dessas operações – o banco A emite títulos lastreados em ativos que dependem de uma linha de crédito do banco B para sua manutenção; com a linha de crédito, o banco A compra obrigações lastreadas em garantias, normalmente obrigações lastreadas em títulos hipotecários supostamente de primeira linha –, torna-se difícil definir quem são os perdedores e, principalmente, a extensão das perdas, como já observado. Para se ter uma idéia, o mercado global de *asset-backed commercial papers* é estimado atualmente em 1,2 trilhão de dólares!

Se é possível definir um elemento causador da crise, o mesmo pode ser encontrado na decisão de um conjunto de bancos de cancelar as linhas de crédito a outros bancos impedindo que estes últimos continuassem emitindo *asset-backed commercial papers*, interrompendo, com isso, a cadeia de operações acima apresentada. Assim, estes bancos foram obrigados a vender ativos em circunstâncias desfavoráveis, bem como a revelar perdas inconfessáveis, fazendo com que os mercados rejeitassem os títulos mais arriscados (ações, por exemplo) e migrassem para títulos do Tesouro norte-americano em busca de proteção. Adicionalmente, os fundos de investimento (*hedge funds*) foram afetados por esses movimentos, os quais tiveram também suas linhas de crédito reduzidas, obrigando os mesmos a vender ativos (títulos e ações) também em condições desfavoráveis, contribuindo para a queda nos mercados acionários.

Diante deste quadro, a economia real acaba por sofrer os impactos da crise em função da incapacidade dos sistemas financeiros dos países direta e indiretamente afetados em manter as linhas de crédito para economias razoavelmente intactas. Neste sentido, é importante observar que a duração e intensidade da crise vão depender precisamente do sucesso dos planos de recuperação implementados mundo afora, o qual depende decisivamente da magnitude das perdas sofridas pelas instituições financeiras com as operações derivativas.

A dificuldade em avaliar tais perdas, visto que grande parte destas operações não são registradas no balanço das instituições financeiras, produz incertezas a respeito da suficiência dos planos de resgate. Isto só contribui para o agravamento da incerteza e manutenção de expectativas negativas a respeito do desempenho das economias, com impactos perversos sobre a decisão de investir.

Desta forma, um segundo momento dos planos de resgate anunciados deveria, de alguma maneira, sinalizar a manutenção da demanda agregada, com impactos positivos sobre a disposição de investir, o que se reverte em favor de uma rápida recuperação das expectativas. Ainda que a ajuda aos mercados financeiros seja um elemento crucial para impedir que as economias se afundem na recessão, é necessário atuar de modo a não depender exclusivamente da disposição dos banqueiros em voltar a emprestar para recuperar os níveis de produto e emprego das economias.

Por fim, é importante mencionar um ensinamento desta crise em termos dos impactos perversos das propostas de desregulamentação dos sistemas financeiros, condição necessária, de acordo com tal pensamento, para torná-los mais eficientes na transferência de recursos entre unidades superavitárias e deficitárias. Como mostra Bookstaber, no livro “Mercado Financeiro: A Crise Anunciada”, as inovações financeiras implementadas pelos sistemas financeiros (pouco regulados) das economias centrais colaboraram sobremaneira para a emergência das crises observadas nas últimas duas décadas. Em outras palavras, as inovações tornaram as economias mais instáveis, fato que torna o sistema financeiro pouco funcional à atividade econômica. Sendo assim, é urgente rediscutir a regulação das instituições financeiras, de modo a diminuir a instabilidade presente nos mercados financeiros. A redefinição do modelo de regulação atualmente vigente é, sem dúvida, um subproduto esperado e necessário desta crise.



## **Regulamentação Bancária, Gestão de Riscos e Geração da Desordem Financeira**

Ana Rosa Ribeiro de Mendonça\*

É comum a percepção de que muitas das inovações criadas por instituições financeiras têm como intuito atenuar a regulamentação corrente e dessa forma garantir maior liberdade de atuação, liberdade esta que pode criar elementos para a geração de uma crise que leve a uma resposta de re-regulamentação. Nesse sentido, pode-se pensar a criação e generalização da adesão a Basileia como um movimento de re-regulamentação, dada a falência do modelo anterior e a instabilidade resultante. É curioso observar que preocupações mais prementes com a regulamentação bancária ganham corpo em períodos de crise/aumento da instabilidade financeira. Os acontecimentos dos últimos meses e seus desdobramentos comprovam tal argumento. Diante da desordem financeira atual, muito se tem discutido acerca das fragilidades e de mudanças necessárias no arcabouço regulatório vigente, amplamente calcado em requerimentos mínimos de capital em função do risco da carteira de ativos das instituições. A idéia por trás de tal mecanismo é que a instituição deve adequar seu capital aos riscos assumidos ou, de outra forma, assumir riscos a partir de sua capacidade de manutenção de capital. Basileia II, ao aceitar e estimular o uso de avaliações de risco feitas por instituições privadas, sejam elas agências externas ou os próprios bancos, traz a lógica dos agentes de mercado para dentro da estrutura regulatória. A justificativa é que as instituições financeiras estariam mais qualificadas para entender e administrar seus riscos e decidir qual o montante de capital a ser mantido diante desses, em um regime que poderia ser chamado de “autoregulação supervisionada”, como sugerido por Robert Guttman (2007), no artigo “*Central Bank in a Debt-deflation Crisis*”. A lógica que permeia esses Acordos, em especial Basileia II, é que a gestão dos riscos em nível micro, ou seja, realizada por cada uma das instituições, leva à estabilidade do sistema.

A grande questão que se coloca é se esse formato garante que a regulamentação venha a cumprir sua função primordial, qual seja, garantir a saúde e solidez do sistema. À luz da atual desordem vivenciada pelos mercados financeiros, ocorrida em um mundo marcado pela ampla adesão à Basileia I, importante movimento de transição para Basileia II e

---

\* Professora-assistente do Instituto de Economia da UNICAMP. Email: arrm2@uol.com.br.

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. Sendo assim, outra questão pode ser delineada. Como esse formato de regulação interagiu com o movimento de gestação da crise?

A maior sensibilidade aos riscos pode ocasionar efeitos sobre a dinâmica dos mercados bancários, entre os quais uma exacerbação do caráter pró-cíclico inerente ao funcionamento desses mercados, caráter esse apontado por Minsky. A observação do risco de crédito ao longo das diferentes fases do ciclo mostra que esse tende a diminuir na aceleração e a crescer na desaceleração. Considerando-se que o uso de sistemas de requerimentos de capital sensíveis ao risco deve implicar a necessidade de manutenção de menores volumes de capital em períodos de aceleração, maiores níveis de alavancagem poderão ser observados. E, em períodos de desaceleração, a necessidade de manutenção de maiores níveis de capital diante da elevação dos níveis de risco deve implicar menor disponibilidade de recursos para os tomadores o que, no presente quadro, deve significar o agravamento do observado *credit crunch*. Danielson (2001), no artigo “*An Academic Response to Basel II*”, aponta ainda que a generalização do uso de modelos internos pode aumentar o risco sistêmico. Isto em função do argumento exposto: o uso destes modelos atua no sentido de exacerbar níveis de alavancagem e de exposição ao risco em períodos de euforia, e no sentido oposto em momentos de desordem/crise.

O atual modelo “*originate and distribute*”, especialmente adotado por bancos norte-americanos, nos quais empréstimos são concedidos e transferidos a partir da emissão de títulos, tende a exacerbar a capacidade de alavancagem dos bancos em períodos de aceleração. A lógica do processo é a transferência do risco de crédito do prestador para o comprador do(s) título(s), processo esse que acaba por significar a transformação do risco de crédito em uma combinação de risco de mercado e de contraparte, além de tornar os instrumentos mais complexos e opacos. Entre os possíveis elementos de estímulo à disseminação de tal modelo, que significa a retirada de posições do ativo dos bancos, pode-se destacar o conjunto de regras que estabelece requerimentos mínimos de capital a partir dessas posições.

Outra questão fundamental que emana da regulamentação e práticas correntes das instituições/agentes financeiros marcadas pela leitura e gestão mais acurada dos riscos é o formato do tratamento desses. Mesmo os modelos mais avançados e complexos são

construídos para mensurar e tratar os riscos de forma individual, o que está claramente colocado em Basiléia II para os riscos de crédito, mercado e operacional. No entanto, riscos de diferentes naturezas se combinam e se conectam, reforçando o movimento durante as crises. E em condições caóticas podem rapidamente se transformar: de risco de liquidez para risco de solvência, de risco operacional para risco reputacional ou legal. Além disso, em Basiléia II não há tratamento adequado ao risco de iliquidez, o que pode se mostrar como limite, dada conexão entre situações de iliquidez e insolvência.

Outro elemento inerente é a construção de modelos a partir de um histórico de dados passados, que por tal não contemplam situações tão adversas como as recentemente experimentadas e, mesmo que apontem para uma distribuição normal de riscos, com elevado nível de confiança, podem ocasionar os chamados eventos de cauda. Na verdade, a grande limitação desses modelos, em especial em situações adversas como as correntemente vivenciadas, é a tentativa de transformar a incerteza em riscos mensuráveis. O conceito de incerteza é construído a partir da percepção de que o ambiente econômico é marcado pela possibilidade de ocorrência de mutações. Dessa forma, cálculos de probabilidade de eventos futuros a partir de informações passadas e presentes nem sempre apresentam resultados relevantes.

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.

## Efeito Riqueza e Efeito Pobreza

Marcos Antonio Macedo Cintra\* e Rafael Fagundes Cagnin\*\*

A partir da década de 1980 o dinamismo da economia americana e, por conseguinte, da economia mundial, tem sido condicionado pelos ciclos de ativos e de crédito. Nesses movimentos, os exuberantes processos de valorização dos preços das ações (e dos ativos financeiros em geral) alimentam um “efeito riqueza”, no qual a percepção de um aumento relativo no patrimônio modifica os gastos de consumo das famílias e as decisões de investimento das empresas. A acirrada concorrência entre as instituições financeiras por ganhos de *market share* garante a oferta de crédito para as operações alavancadas em ativos de risco (ações, imóveis, *junk bonds* e moedas, entre outras), que alimenta a inflação dos preços dos ativos. Esse, por sua vez, dá suporte à multiplicação do crédito bancário. Nesse contexto, os consumidores – confiantes na valorização de seus ativos financeiros e imóveis – mediante um “efeito riqueza”, elevam seus gastos, expandindo o grau de endividamento e contribuindo para a aceleração da demanda, mesmo sem a liquidação das posições e, portanto, na ausência da realização dos lucros presumidos.

Ademais, a confirmação dos ganhos antecipados reforça os processos especulativos e melhora as condições de liquidez dos mercados, estimulando famílias, corporações, bancos e investidores institucionais, com posições próprias, a aumentar o grau de alavancagem nos mercados de ativos financeiros e imobiliários, favorecendo a progressão do surto inflacionário.

Nesse ambiente de euforia, reduz-se a aversão ao risco, que se manifesta na queda da percepção do risco de crédito, na melhora dos critérios de *rating*, no rebaixamento dos critérios de concessão de empréstimos e na redução das provisões para devedores duvidosos. Os bancos e os investidores institucionais, na medida em que as projeções otimistas se confirmam, lançam-se à procura de novos clientes e novas operações. Passam a inflar suas carteiras com dívidas de empreendimentos cada vez mais arriscados, de recuperação difícil em uma conjuntura distinta (hipotecas *subprime*, por exemplo). Dessa forma, episódios de otimismo excessivo estimulam a entrada de

---

\* Professor do IE/Unicamp e pesquisador do CNPq. Email: mamcintra@gmail.com.

\*\* Mestre em Teoria Econômica no IE/Unicamp e doutorando na Universidade de Paris XIII.

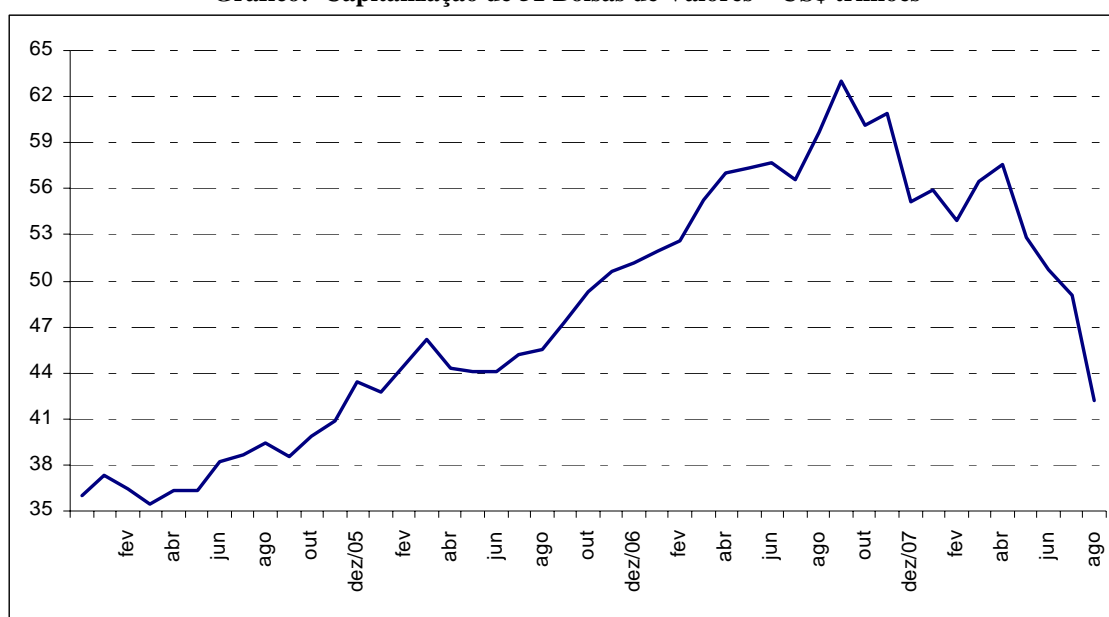
devedores e de credores em processos de riscos crescentes. Os devedores ávidos por acumular novos ativos em processo de valorização e os credores confiantes na realização de suas carteiras de empréstimos. Enfim, a euforia com a valorização crescente dos ativos atrofia a percepção dos riscos em um processo contraditório, por um lado, infla o valor da riqueza dos agentes e, por outro, impulsiona o endividamento e a alavancagem. A existência de inúmeros instrumentos (técnicas de *hedge* por meio de derivativos, derivativos de crédito e modelos de gestão de riscos) que pulverizam ou transferem diferentes riscos ampliam ainda mais a capacidade de empréstimo dos agentes econômicos.

A valorização dos ativos leva os investidores a fornecer capitais de risco para financiar novas empresas e/ou setores, bem como a expansão dos existentes. As decisões de investimento produtivo reagem a esses estímulos e se aceleram, corroborando as expectativas de lucros crescentes que realimentam a euforia. O ciclo de ativos financeiros e a expansão creditícia resultam, então, em ciclo produtivo, com aceleração da taxa de investimento e de crescimento da economia.

Ao contrário, a deterioração das expectativas de parte importante dos agentes ocasiona uma queda abrupta no valor dos ativos, estoura uma bolha especulativa ou desencadeia um *crash* bursátil. Fenômenos desencadeados por interações subjetivas entre os participantes do mercado, mediante a tomada de decisões estratégicas marcadas pelo mimetismo dos protagonistas, precariamente apoiadas nas expectativas dos demais, acabam provocando comportamentos coletivos de contágio e pânico. As consequências macroeconômicas da desvalorização da riqueza financeira dependem do peso desses ativos no patrimônio dos agentes e, em escala internacional, da importância da economia atingida. Quedas de grande magnitude nos preços das ações e de outros ativos financeiros podem resultar em um “efeito pobreza”. Quando grande parte dos ganhos financeiros presumidos se evapora, a sensação de perda (e, portanto, de empobrecimento) provoca reduções nos níveis de consumo e de investimentos dos agentes, com impactos macroeconômicos inversos ao “efeito riqueza”, arrastando a economia para uma recessão. Nesse contexto, os agentes econômicos procuram aumentar a sua poupança corrente a fim de diminuir o grau de endividamento. Alguns investidores desmontam as operações altamente alavancadas, com repercussões nos preços dos ativos. Tudo isso pode facilmente traduzir-se em crises financeiras com potenciais riscos sistêmicos e *crashes* com repercussões na economia mundial.

O processo atual de deflação de ativos e de contração do crédito já resultou em perdas de US\$ 20,8 trilhões nas 51 Bolsas de Valores, entre outubro de 2007 e setembro de 2008 (ver Gráfico). Essa gigantesca queima de ativos pode resultar em uma ampla desaceleração da economia mundial, sobretudo, porque está associada a uma profunda crise de confiança no âmago do sistema financeiro americano e europeu. A expressiva demanda chinesa e indiana e as baixas taxas de juros internacionais favoreceram a tomada de posições especulativas nos mercados de *commodities*, ações, bônus e moedas dos países emergentes. Mas, esse processo também emite sinais de esgotamento.

**Gráfico: Capitalização de 51 Bolsas de Valores – US\$ trilhões**



**Fonte:** Federação Mundial das Bolsas de Valores

**Parte III**

**Caminhos para a Superação da Crise**

## A Crise das Finanças Desregulamentadas: o que fazer?

Fernando Ferrari Filho\* e Luiz Fernando de Paula\*\*

A internacionalização do sistema financeiro tem alterado substancialmente a natureza e os determinantes da dinâmica econômica mundial: a conjugação entre a desregulamentação dos mercados financeiros e inovações financeiras – tais como securitizações e derivativos – a livre mobilidade de capitais e a flexibilidade e a volatilidade das taxas de câmbio e de juros têm, por um lado, limitado a ação das políticas macroeconômicas domésticas e, por outro, sido responsáveis tanto pelas freqüentes crises de balanço de pagamentos das economias emergentes, quanto pelas crises de liquidez e solvência, como a recente crise financeira internacional.

Este processo de globalização financeira, em que os mercados financeiros são integrados de tal forma a criar um “único” mercado mundial de dinheiro e crédito, acaba, por sua vez, diante de um quadro em que inexistem regras monetário-financeiras e cambiais estabilizantes e os instrumentos tradicionais de política macroeconômica tornam-se crescentemente insuficientes para conter os colapsos financeiros (e cambiais) em nível mundial, resultando em crises de demanda efetiva.

J.M.Keynes, em sua *Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda* de 1936, já chamava a atenção para o fato de que, em economias monetárias da produção, a organização dos mercados financeiros enfrenta um *trade-off* entre liquidez e investimento: por um lado, eles estimulam o desenvolvimento da atividade produtiva ao tornar os ativos mais líquidos, liberando, portanto, o investidor da irreversibilidade do investimento; por outro, aumenta as possibilidades de ganhos especulativos. Assim, ao estabelecer uma conexão entre os mercados financeiro e real da economia, Keynes, na *Teoria Geral*, escreveu que “a posição é séria quando o empreendimento torna-se uma bolha sobre o redemoinho da especulação. Quando o desenvolvimento das atividades de um país torna-se o subproduto das atividades de um cassino, o trabalho provavelmente será mal-feito”.

---

\*Professor Titular da FCE/UFRGS e Presidente da Associação Keynesiana Brasileira. Email: ferrari@ufrgs.br.

\*\* Professor Adjunto da FCE/UERJ e Vice-Presidente da Associação Keynesiana Brasileira. Email: luizfpaula@terra.com.br.



Indo ao encontro de Keynes, nos dias de hoje, a ação dos *global players*, em um mercado mais liberalizado e integrado, faz com que os mercados financeiros convertam-se em uma espécie de grande cassino global. Especulação, em uma economia global, tem caráter disruptivo não somente em mercados domésticos, mas sobre países como um todo, criando uma espécie de cassino financeiro ampliado.

Na perspectiva keynesiana, instabilidade financeira não é vista como “anomalia”, mas como resultante da própria forma de operação dos mercados financeiros em um sistema no qual não existe uma estrutura de salvaguarda que exerça o papel de um *market maker* global. Assim, o formato institucional específico dos mercados financeiros determina as possibilidades de se ter um ambiente em que a especulação possa florescer. Crises financeiras não são apenas resultados de comportamentos “irracionais” dos agentes, mas resultam da própria forma de operação dos mercados financeiros globais liberalizados e sem um sistema de regulação adequado.

A atual crise financeira internacional, originada pelas perdas causadas pelo crescente *default* dos empréstimos das hipotecas do mercado norte-americano de *subprime* e dinamizada em termos globais, uma vez que grande parte dessas hipotecas foi securitizada e distribuída a investidores do mercado global, nos induz a duas reflexões. Em primeiro lugar, ela põe em xeque os benefícios concretos da globalização financeira, com mercados financeiros desregulados, inclusive nos países desenvolvidos. Em segundo lugar, ela nos remete, a partir das medidas de natureza fiscal e monetária implementadas pelos EUA e países da Zona do Euro e do Japão – tais como injeção de liquidez e de capital nos sistemas financeiros por parte das autoridades econômicas destes países e a redução sincronizada da taxa básica de juros dos principais bancos centrais mundiais – para se evitar uma recessão econômica aguda, tanto a repensar o próprio papel do Estado na economia quanto à necessidade de re-regulamentar os sistemas financeiros domésticos e reestruturar o sistema financeiro mundial (SFM).

Em relação à primeira questão, como os mercados financeiros desregulamentados não são eficientes, na ausência de regras que estabilizem o referido mercado, as atividades especulativas e a valorização financeira da riqueza afloram naturalmente. Isto porque a liberalização dos mercados financeiros e a existência de novos instrumentos financeiros (como derivativos) ampliaram a possibilidade de realização de atividades especulativas. Torna-se, assim, necessária a regulamentação de operações derivativas “exóticas” e

outras práticas (por exemplo, alavancagem excessiva de instituições financeiras) que ocasionam a festa dos investidores e bancos.

Quanto à segunda questão, a lição da crise atual é que não somente a ação estatal é fundamental para prevenir ou remediar a crise, como é necessária, sobretudo em momentos críticos – o que nos remete a idéia de Minsky que uma crise financeira tem que ser enfrentada pela ação de um *Big Central Bank* (banco central como emprestador de última instância) e de um *Big Government* (política anti-cíclica do governo), uma maior coordenação global entre as diferentes políticas nacionais, em particular dos grandes países desenvolvidos. Assim sendo, pode-se dizer que há um certo consenso entre economistas e *polycymarkers* de que medidas para restaurar a estabilidade do SFM são necessárias. Todavia, infelizmente, não há um consenso acerca de como o referido sistema deve ser reestruturado.

Para os economistas do *mainstream*, um SFM eficiente para os países é aquele constituído por regimes cambiais flexíveis, maior mobilidade de capitais e maior liberalização financeira dos mercados, pois tais medidas equilibram, automaticamente, os balanços de pagamentos, alocam eficientemente as poupanças e melhoram a *performance* econômica. Por outro lado, a necessidade de se preservarem as autonomias das políticas fiscal e monetária dos países – essenciais para assegurarem trajetórias de crescimento econômico sustentável – tem reforçado o ponto de vista de economistas keynesianos de que é necessária a criação de uma espécie *International Market Maker* para garantir a liquidez internacional para expandir a demanda efetiva mundial e coibir a livre mobilidade dos fluxos de capitais especulativos, condições fundamentais para que a economia mundial possa voltar a experimentar períodos mais duradouros de crescimento do produto e do emprego.

No pêndulo das posições, não resta dúvida de que a atual crise financeira internacional deixa claro que os mercados não são eficientes e que, portanto, é necessária a mão visível do Estado para assegurar a “funcionalidade” da mão invisível do mercado.

## Para Além das Políticas de Resgate

João Sicsú\*

O sistema financeiro ofereceu aos americanos de renda mais baixa e instável o sonho da casa própria. Ao mesmo tempo, ofereceu aos de cima outro sonho, o da alta rentabilidade financeira - já que as operações tradicionais, como a concessão de crédito, estavam remunerando muito aquém dos seus sonhos financistas. O sonho dos de baixo era compatível com o sonho dos de cima. Diferentemente das empresas e outros entes, os americanos de baixo (os indivíduos do grupo *subprime*) supostamente poderiam pagar aos de cima juros mais altos. O sistema pactuou os sonhos dos “sub-cidadãos” com os sonhos das super-instituições financeiras.

As operações de financiamento imobiliário ao grupo de “sub-cidadãos” eram de alto risco por estarem garantidas pelo trabalho, por vezes, informal e por rendas, potencialmente, variáveis. E, finalmente, chegou o dia em que as garantias evaporaram. Chegou o dia em que as prestações da casa própria não puderam mais ser pagas. Uma das formas de pactuação dos sonhos foi estabelecer contratos de financiamento imobiliário com juros altos, mas com percentuais diferenciados ao longo do tempo. No começo do contrato, as taxas de juros eram baixas, depois eram muito altas para compensar a redução da primeira fase. Até o final de 2006, a maior parte dos contratos ainda estava na fase de juros mais baixos (e, portanto, a inadimplência era reduzida). Posteriormente, na fase de juros mais altos, a prestação elevada não cabia no rendimento dos “sub-cidadãos” e os empréstimos deixaram de ser validados. Esse é o desenho da crise de crédito que atingiu a economia norte-americana.

O sistema financeiro vendeu a dívida que carregava dos “sub-cidadãos” para as super-instituições, remunerando-as com elevadas taxas de juros, proporcionais ao risco da operação. Quando foi percebido que a dívida dos de baixo não estava sendo validada, decidiu-se vender o papel lastreado na capacidade de pagamento dos “sub-cidadãos”. Quase que simultaneamente, todos tomaram a mesma decisão. Por razões óbvias, os papéis passaram a valer quase nada. Quando os preços de ativos entram em deflação aguda, diz-se, então, que o mercado entrou em crise de liquidez.

---

\* Diretor de Estudos Macroeconômicos do IPEA e professor do IE-UFRJ. Email: joaosicsu@gmail.com.

Esses papéis de alto risco e remuneração compunham o ativo de muitas instituições financeiras nos Estados Unidos. Os valores de passivos são mais rígidos do que de ativos. Se por um lado, a maior parte dos ativos das instituições financeiras é cotada pelo mercado, por outro, os seus passivos estão registrados em contratos. Assim, passivos e ativos se desequilibraram. Foi isto que tornou o capital de diversas instituições insuficiente para garantir a continuidade de suas operações. A terceira crise, então, adentrou a economia: a crise patrimonial. Primeiro foi a crise de crédito, que se transformou em crise de liquidez que, por sua vez, se transformou em crise patrimonial.

Instituições financeiras que não foram atingidas tão diretamente pela crise estão temerosas, decidiram retrair seus negócios: afinal, ao negociar um ativo, o devedor potencial pode ser um “sub-cidadão” oculto ou uma super-instituição em crise, mas sem sintomas externos. Se isto vale para o sistema financeiro, vale também para setor real da economia. Quem tinha planos de investimento em capital produtivo vai mantê-los na gaveta. O trabalhador sujeito a risco de renda (desemprego) vai reduzir a demanda para fazer um fundo de precaução. Portanto, o risco agora é de que haja uma quarta crise: uma crise de demanda por mão-de-obra, bens de consumo e capital produtivo. O canal mais objetivo de contaminação dessa próxima crise é a redução da oferta e da demanda por crédito, independentemente das taxas de juros cobradas ou oferecidas. O outro canal é subjetivo, é a desconfiança generalizada na capacidade de compra futura da economia, ou seja, mesmo aqueles que não necessitam do sistema financeiro para investir ou para produzir ou para consumir tenderão a se retrair.

Aviso aos liberais: esta crise é resultado da falta de regulamentação sobre as super-instituições financeiras e da falta de políticas públicas habitacionais para os “sub-cidadãos”. Foi a falta de atuação do Estado e não a sua ação ativa que causaram a crise.

As políticas governamentais de resgate do sistema financeiro são todas necessárias. As políticas de compra de papéis que não valem o que mercado pagaria restituem o capital de instituições que poderiam falir. As benesses orçamentárias do governo que envolvem as transações de aquisições de instituições dentro do sistema financeiro são válidas. As intervenções diretas com re-capitalização e tomada do controle por parte do Estado são indispensáveis. Contudo, todas essas políticas são limitadas porque os canais objetivo e subjetivo de contaminação do setor financeiro para o setor real já estão abertos.

Uma política fiscal agressiva de gastos será necessária. Todas as políticas de salvamento de instituições financeiras podem restabelecer a saúde do sistema, mas não são capazes

de restaurar a sua atividade. O saneamento do sistema é um problema objetivo, contábil. Contudo, sua atividade depende de sentimentos, conjecturas e temores tanto da parte do sistema financeiro quanto da parte do setor real. Toda a liquidez que poderá restaurar instituições financeiras e impedir que a crise atinja o sistema em sua totalidade pode ficar represada. Banqueiros e empresários não têm interesse em realizar negócios que podem não ser validados pelo consumidor final. A saída bem sucedida deverá ser uma ativação dos negócios privados estimulada pelo setor público, que deverá realizar gastos, contratar mão-de-obra e transferir renda àqueles que têm alta propensão a gastar (que são os “sub-cidadãos) e, portanto, não vão represar liquidez.

Caso as políticas do governo norte-americano sejam apenas de restauração do sistema financeiro, a economia dos Estados Unidos ficará patinando por algum tempo, que poderá ser longo. A economia japonesa já mostrou e tem mostrado que não vale a pena esperar. A diferença ensinada por J.M.Keynes entre as políticas de ampliação da liquidez e as políticas fiscais de gastos é que as primeiras são dependentes das reações, por vezes, pessimistas ou excessivamente cautelosas do setor privado, enquanto as últimas representam “remédio direto na veia”, ou seja, compras diretas ao setor privado, contratações de mão-de-obra ou transferências de renda àqueles que gastam tudo aquilo que recebem e que, portanto, ativam os negócios privados da economia.

## A Superação da Crise pelo Pleno Emprego

José Carlos de Assis\*

Desde já gostaria de deixar registrado meus cumprimentos à Associação Keynesiana Brasileira pela iniciativa deste colóquio aberto entre keynesianos. A oportunidade é singular: não estamos mais, como no passado recente, apenas com uma proposta no sentido de melhorar o ambiente social a partir da regulação do capitalismo; estamos, sim, além disso, com uma proposta de salvar o próprio capitalismo de si mesmo, sinalizando com uma nova política de prosperidade que serve para nós mesmos e para o mundo. Este, talvez, tenha sido o maior legado de Keynes, nosso patrono: propor corajosamente alternativas de prosperidade no meio de crises agudas do capital.

Minha exposição está dividida em três partes. A primeira diz respeito a Programas de Emprego Garantido (PEG) como variante pragmática decisiva de políticas de pleno emprego clássicas, inscritas, em democracias de cidadania ampliada, como direito fundamental de todo cidadão. A segunda diz respeito ao caráter estruturante das políticas de pleno emprego, quando combinadas com Programas de Trabalho Aplicado, na reestruturação das comunidades periféricas metropolitanas e na regeneração da infraestrutura social das metrópoles e do campo. A terceira diz respeito à função que poderão ter PEG na superação da atual crise global.

Antes de tudo, porém, gostaria de precisar exatamente meu papel neste debate. Sou assessor do Presidente do BNDES, professor Luciano Coutinho, e nessa condição iniciei os estudos e coordenei um seminário no Rio de Janeiro, em maio último, sobre a conveniência de introduzir no Brasil, sobretudo nas nossas principais metrópoles, um PEG associado a um Programa de Trabalho Aplicado. Apesar da participação nesses estudos de vários colegas de governo, na verdade de mais de dez ministérios, não é ainda, nem é garantido que o seja, um projeto oficial do governo federal. Mas minha expectativa é que o será em breve.

Entendo o trabalho dignamente remunerado como direito básico de cidadania. É a contrapartida necessária do direito à propriedade privada. Na medida em que o trabalho remunerado é a única fonte de renda para o não proprietário, privá-lo deste direito o coloca numa posição de optar entre a indigência e a violência. Isso já era visível nos

---

\* Economista do BNDES. E-mail: j.cassis@terra.com.br.

primórdios da democracia moderna, como observou na época o filósofo social alemão Johan Fichte: ele se perguntava como era possível assegurar a plena cidadania, apoiada no princípio da propriedade privada desde a primeira convenção da Revolução Francesa, àqueles que não eram proprietários.

Todas as lutas sociais no curso do século XIX e nas primeiras décadas do século XX refletiram essa tensão entre cidadãos proprietários e cidadãos “despossuídos” que ficavam sob o risco de não ter trabalho remunerado nas baixas do ciclo econômico. Marx, em tese, e a Revolução Russa, na prática, tentaram resolver essa contradição abolindo o direito de propriedade privada dos meios de produção. No caso da revolução soviética, porém, e de todas as formas socialistas radicais de governo que lhe seguiram, aboliu-se, junto com a propriedade privada, a própria democracia. A História nos revelou que não foi um bom caminho, exceto talvez na China, com as complexidades conhecidas.

A preservação da democracia com a busca do pleno emprego foi obra de um político genial, Franklin Roosevelt, com o *New Deal*, depois racionalizado pelo maior economista do século XX, John Maynard Keynes. Desde então não existe, em teoria, nenhuma razão para situações de desemprego generalizado nas economias nacionais e no mundo, já que as ferramentas de implementação de uma política de pleno emprego são razoavelmente simples. Por que, então, dos anos 70 para cá, tanto na maioria dos países industrializados quanto nos em desenvolvimento, tivemos prolongados anos de recessão e de alto desemprego, sem recurso a qualquer política eficaz contra isso?

Minha resposta é: as políticas de pleno emprego, que caracterizam no mundo ocidental os 25 anos de ouro do pós-Guerra, foram vítimas de seu próprio sucesso. As lideranças políticas dos países industrializados avançados não souberam lidar com a abundância. Com a inflação de fins dos anos 1960 e, logo em seguida, com a ruptura dos acordos de Bretton Woods, ficaram mais preocupados em liberar e estimular os mercados financeiros do que em assegurar a economia real e o emprego. Nos anos 1980, a partir da desregulação bancária do governo Reagan, essa tendência chegou ao paroxismo.

O fato é que, nas últimas décadas, a Europa Ocidental tornou-se indiferente ao alto desemprego. A própria União Européia foi construída a partir dos pressupostos macroeconômicos do neoliberalismo, privilegiando restrições fiscais e constituindo um banco central independente, caracterizado como uma mônada acima da economia real, pois não tem relação direta com os tesouros nacionais. Nesse ambiente, o aumento do

desemprego era inevitável. A surpresa foi a condescendência do eleitorado, a cidadania ampliada, com esse estado de coisas. A razão é simples: o eleitorado é majoritariamente de classes afluentes, também ganhadores na ciranda financeira.

Contemplados pela abundância do capitalismo então regulado pelos acordos de Bretton Woods, a Europa, os Estados Unidos e o Japão poderiam ter convertido em bens públicos os excessos de rendimentos e de patrimônios privados, através de uma tributação seletiva dos ricos e muito ricos. Alguns, na Europa do Norte, o fizeram. Mas a maioria preferiu capitular ao ranço ideológico do capital financeiro especulativo. A idéia-força desse processo pode ser recuada tão longe quanto em Adam Smith, quando proclamou que a busca do interesse individual promove automaticamente o interesse coletivo. Estamos vendo que não é verdade. E vemos isso ainda melhor contra o pano de fundo da degradação ambiental.

Aquelas tendências na Europa podem ser moralmente desagradáveis, mas são social e politicamente justificáveis. O que não se justifica foi a importação de políticas neoliberais por quase toda a América Latina. Aqui não temos instrumentos de proteção social como os de lá. Importamos neoliberalismo com justificativas estritamente ideológicas, copiando o modelo europeu. Nem é possível dizer que é o modelo norte-americano, pois, nesse caso, a política geralmente é conduzida por uma visão pragmática – como é notória a aversão de republicanos e democratas a situações de recessão e de alto desemprego, pelo que não temem altos déficits públicos para combatê-las ou evitá-las.

Entretanto, todos os nossos países estão concretamente, no plano político, numa situação de democracia com cidadania ampliada. Isso significa que não podemos nos dar ao luxo, por muito tempo, de aceitar altas taxas de desemprego. Do contrário, vamos mergulhar em crises políticas recorrentes, puxadas pela crise social. Diante disso, é um imperativo da democracia de cidadania ampliada que recorramos a políticas de pleno emprego, e a política de pleno emprego, em países, como os nossos, de tantas deficiências sociais, terão maior eficácia estruturante se materializadas na forma de PEG articulados com Programas de Trabalho Aplicado.

Para o Brasil, isso significa regenerar as comunidades periféricas metropolitanas e reduzir sensivelmente os níveis de violência e insegurança em nossas metrópoles. Realmente, não há outro caminho. Estamos sugerindo que todos os desempregados, sobretudo os não qualificados, dispostos a trabalhar por um salário mínimo mensal por



sete meses do ano, tenham emprego garantido no PEG. A mão-de-obra assim reunida será aplicada em obras e serviços das comunidades periféricas e favelas, mediante um abrangente programa que contemple também titulação de propriedades, qualificação profissional dos trabalhadores e assistência de saúde deles e de suas famílias.

O Programa deve ter um viés preferencial em favor da mulher. Ela é a grande vítima do desemprego oculto, pois trabalha cuidando da casa, dos filhos, dos idosos, dos doentes – e por isso não recebe nada, e nem pode ser liberada para trabalhar fora. Por isso, o projeto não contempla apenas obras, mas também serviços: é o caso de creches, de auxiliares de professoras e de saúde, de proteção do meio ambiente etc. – neste caso podendo ser estendido ao meio rural. No campo da qualificação profissional, imaginamos uma ampla colaboração do Exército, junto com entidades de qualificação profissional tradicionais do comércio e da indústria. Obviamente, isso não se esgota como programa de governo; é um programa de mobilização nacional. Seu custo está orçado entre 1% e 2% do PIB anuais em cinco anos, o que é perfeitamente aceitável quando se trata de salvar a economia e a sociedade.

Mas é também a salvação do capitalismo de si próprio, pelo menos no que compete aos países em desenvolvimento da América do Sul e da América Latina. Na crise que está em curso, estamos vendo o fim do processo de financeirização da economia global iniciado nos anos 1970 e o início inevitável do processo oposto, o da “desfinanceirização”. Todas as elites financeiras do mundo, em todos os mercados, e sendo de países desenvolvidos ou de subdesenvolvidos, participaram da farra que resultou no atual desastre. E a farra se caracterizou pela descolagem entre a órbita financeira da economia e a órbita real.

Considere-se, por exemplo, que o valor de derivativos estimado pelo BIS (Banco de Compensações Internacionais), no primeiro semestre deste ano, elevava-se a espantosos 600 trilhões de dólares – mais de dez vezes o Produto Mundial Bruto. O valor apenas dos ativos financeiros, que tem uma relação menos vaga com a economia real, alcançava a cifra também espantosa de 167 trilhões de dólares, quase três vezes o Produto Mundial Bruto. O mais impressionante é a velocidade do processo especulativo: em 2002, os derivativos eram 106 trilhões de dólares. É claro que, na velocidade que ia a especulação, em algum momento a bolha iria estourar, ou no *subprime*, ou nas bolsas, ou nas commodities. E onde quer que estourasse, arrastaria o resto.

A “desfinanceirização” mundial trará sofrimentos, mas se os governos agirem de forma sábia, poderão ser atenuados e limitados. Infelizmente, até aqui, não estão agindo dessa forma. O que se está vendo são tentativas recorrentes de salvar instituições financeiras tecnicamente insolventes, em geral pela estatização de ativos podres, com relação apenas indireta com a economia real. Além do mais, se não for entendido que, por sua escala, o dinheiro da especulação não pode ser todo ele salvo com o concurso de recursos dos contribuintes, o sofrimento será ainda mais prolongado, pois simplesmente não haverá déficit fiscal que dê conta desse socorro.

Portanto, quebras e perdas são inevitáveis. É o processo de “recolagem” da economia financeira com a economia real. Logicamente, há um piso para tantas perdas: é o montante dos títulos públicos emitidos pelos tesouros, que não quebram por definição. Além disso, nas bolsas, em algum momento o valor em queda das ações se aproximará do valor efetivo das empresas, enquanto produtoras de lucros e de dividendos. Assim, as classes médias altas terão perdas substanciais em valores absolutos, mas nem tanto em valores relativos: todos estão mais ou menos no mesmo barco, e em algum momento o barco estabiliza.

A ação dos governos, a meu ver, teria de ser no sentido de salvar a economia produtiva. Isso significa preservar o investimento, o que requer preservar a demanda efetiva. Nesse sentido, o resgate de instituições financeiras é certamente ineficaz. O que segura a demanda numa economia capitalista é o emprego. E aqui convergimos para a tese fundamental que venho expondo: a salvação do capitalismo real da crise provocada pelo capitalismo financeirizado são, mais uma vez, políticas de pleno emprego, protegidas, obviamente, pelo controle do movimento de capitais. Não necessariamente as políticas que estamos defendendo para os países da América do Sul, mas políticas de pleno emprego adaptadas às circunstâncias de cada um.

O fato é que tais políticas são também um imperativo político: na democracia de cidadania ampliada, são inaceitáveis medidas como do tipo Titanic, que só tinha barcos salva-vidas para a primeira classe. Justamente por isso a primeira versão do pacote de US\$ 700 bilhões proposto pelo governo Bush foi rejeitado pela Câmara dos Deputados nos Estados Unidos. Pode-se, sim, resgatar de cima para baixo, a fim de impedir efeitos sistêmicos. Mas a cidadania exige o resgate também de baixo para cima, mesmo porque, em termos econômicos, é o que funciona: não há efeito multiplicador da demanda e do

investimento a partir da conservação ou redução de perdas do patrimônio dos ricos, que estão com sua demanda saturada.

A longo prazo, ousou ser otimista. Na medida em que, por força dos eventos econômicos e da ação dos governos, entrarmos numa nova etapa do capitalismo – o capitalismo regulado sobretudo no âmbito financeiro, amplamente estatizado –, creio que entraremos num período de crescimento prolongado, de prosperidade e de paz social. Uma parte do mundo, a Europa Ocidental e o Japão, já esteve perto disso na Era de Ouro. Nada impede que volte a esse estágio, junto com o resto do mundo. É claro que será um capitalismo de outra natureza. Será um capitalismo essencialmente produtivo, de baixa especulação, respeitador do meio ambiente e em pleno emprego.

Não é mera especulação. Uma das peculiaridades dessa crise é que assinala mudanças de paradigmas não só seculares, mas milenares. Em data tão recente quanto a dos anos 1930, a guerra generalizada apresentava-se como solução das crises do capitalismo. Agora, no mundo nuclearizado, já não é mais, pois seria a própria extinção da espécie humana. Também não há solução pela liquidação da democracia, como foi para os países fascistas e nazistas naquela época: a democracia se espalha por quase todo o mundo e mesmo a China – embora, a meu ver, sabiamente sob controle –, acabará caminhando para ela. Em uma palavra, a superação da crise na era nuclear e da democracia de cidadania ampliada implica necessariamente o pleno emprego e, com ele, a expansão dos bens públicos para a coletividade.

## **Parte IV**

# **A Crise no Brasil: Natureza e Políticas**

## **A Crise Financeira Brasileira: Uma análise a partir do conceito de fragilidade financeira *à la* Minsky**

José Luís da Costa Oreiro\* e Flávio Augusto Correa Basilio\*\*

Nas últimas cinco semanas os efeitos da crise financeira internacional atingiram em cheio a economia brasileira. No final de agosto o dólar ainda era cotado em torno de R\$1,60. Acabou fechando no dia 18/10/2008 em torno de R\$2,30. Uma desvalorização de mais 30% em pouco mais de quarenta dias. Consequência do “câmbio flutuante que flutua”, diriam alguns. No entanto, ao contrário do que pensam os paladinos do regime de flutuação cambial, essa rápida e desordenada desvalorização do câmbio provocou efeitos desestabilizadores sobre a economia brasileira. Diversas empresas do setor produtivo, principalmente as empresas exportadoras, amargaram prejuízos bastante significativos com a desvalorização do real.

Isso porque, as empresas exportadoras realizaram excessivamente operações de *forward target*, realizando uma dupla aposta na apreciação cambial. Na primeira aposta, as empresas venderam dólar aos bancos por intermédio de um instrumento chamado *forward*. Em outras palavras, nesta operação as empresas realizam uma operação clássica de venda de dólar no mercado a termo, apostando na apreciação cambial com o objetivo de ganhar os juros da operação, recebendo, portanto, uma receita financeira. Outra possibilidade advém das operações de *swap cambial reverso* realizadas pelo Banco Central (BC), operações essas que, na prática, conferem às empresas cupom cambial no caso de queda do dólar. Essas duas operações, em si, não representam elevada exposição cambial se casadas com a receita em dólar que as empresas obtêm com as exportações. Já em uma operação de *target forward*, uma segunda operação sucede a venda a termo. As empresas vendem novamente dólar para os bancos no mercado futuro por intermédio da venda de opções de compra a descoberto, conferindo aos bancos o direito de comprar dólar no futuro a um preço pré-estabelecido.

A partir desse razoado, é possível responder uma das questões que mais intrigavam os economistas ao longo dos últimos dois anos, a saber: como as empresas exportadoras estavam sobrevivendo com forte apreciação cambial ocorrida no período 2005-2007?

---

\* Professor do Departamento de Economia da UnB e Pesquisador do CNPq. E-mail: jlcoreiro@terra.com.br.

\*\* Doutorando em Economia pela Universidade de Brasília (UnB).E-mail: flaviobasilio@unb.br.

Elas estavam compensando perdas operacionais com receitas financeiras, sendo favorecidas por um ambiente favorável evidenciado no mercado doméstico, além de contar com sinalizações da equipe econômica do governo de que não haveria uma forte depreciação da moeda. Este argumento pode ser comprovado a partir das previsões de câmbio do BC, das declarações do Ministro da Fazenda e dos discursos calorosos do presidente Lula. Mesmo sabendo da enorme exposição cambial a que estavam sujeitas, as empresas não esperavam, diferentemente de 1999, que a cotação fosse ultrapassar o *target* (alvo).

Á luz dessas considerações pode-se fazer a seguinte indagação: a economia brasileira está de fato blindada contra a crise financeira internacional? A resposta é não. A economia brasileira não está blindada contra a crise financeira internacional em virtude da *fragilidade financeira do setor produtivo*, a qual se deve a sua excessiva exposição a instrumentos de derivativos de câmbio. As empresas se valeram de um processo de defesa de margem de lucro face ao processo contínuo de apreciação cambial evidenciado nos últimos dois anos, acarretando queda na receita operacional das empresas. Podemos afirmar, portanto, que as empresas substituíram receita operacional por receita financeira. Além disso, evidenciou-se um segundo fator que contribuiu para esta exposição: o otimismo generalizado do mercado, otimismo este sancionado pelo Governo Federal. Foi sob este contexto que as empresas reduziam as suas margens de segurança e, sob este enfoque, afirmamos que o mito da blindagem desconsiderou a fragilidade do setor privado não-financeiro. A crise brasileira é endógena, fruto da crescente fragilidade financeira do setor privado e decorrente da exposição ao risco cambial. O gatilho, é verdade, foi exógeno, oriundo do recrudescimento da crise internacional.

Economistas ligados ao mercado financeiro calculam que os prejuízos com as operações de “derivativos cambiais” podem superar a cifra espantosa de 50 bilhões de dólares. Como resultado desses prejuízos – cuja extensão ainda não é totalmente conhecida – ocorreu um aumento significativo do risco de crédito das empresas do setor produtivo. Tal situação, agravada pelo clima de incerteza originado pela crise financeira internacional, fez com que os bancos brasileiros reduzissem de forma significativa o crédito, principalmente o crédito ao financiamento do capital de giro das empresas. Se essa situação de “evaporação de crédito” não for resolvida rapidamente, a economia brasileira corre o risco de entrar em recessão ainda este ano devido a “implosão” da

oferta de bens e serviços, a qual resulta da incapacidade das firmas de obter o financiamento necessário às suas atividades normais de produção.

A gravidade da crise não tem sido adequadamente percebida pelo governo. O Banco Central ainda acredita que os efeitos da crise internacional se limitam a uma questão da “falta de liquidez” do setor bancário. Dessa forma, as medidas tomadas até aqui se resumem a liberação (parcial) dos depósitos compulsórios com vistas a irrigar o mercado financeiro com a liquidez necessária para que o mesmo funcione normalmente. O problema é que a situação atual não é de falta de liquidez, mas de “empocamento de liquidez”. Isso se evidencia pelo fato de que as reservas compulsórias dos grandes bancos junto ao BC terem sido substituídas por reservas voluntárias!!! Em outras palavras, o problema não é de falta de liquidez, mas de aumento da preferência pela liquidez dos bancos. Os grandes bancos brasileiros não emprestam, não porque lhes falte liquidez, mas porque receiam que esses empréstimos possam não ser pagos. Esse receio tem o poder de se tornar uma “profecia auto-realizável”: o receio gera contração do crédito, a contração do crédito gera uma queda do nível de produção e de emprego, a queda do nível de produção e de emprego gera um aumento da inadimplência dos empréstimos bancários, sancionando assim o temor inicial e dando origem a uma nova rodada de contração de crédito.

Qual seria a estratégia mais adequada para se lidar com essa crise, de maneira a defender a economia nacional, ou seja, garantir a manutenção de uma taxa razoável de crescimento (em torno de 4% a.a) da economia brasileira para os próximos 2 ou 3 anos?

Em primeiro lugar, são necessárias medidas no sentido de estabilizar a taxa de câmbio. O banco central tem atuado nesse sentido por intermédio da venda de reservas internacionais para irrigar o mercado de câmbio, atuando assim como um *market maker*. O problema com essa estratégia é que não sabemos ao certo o grau de exposição das empresas do setor produtivo aos “derivativos cambiais”. Se a exposição máxima for de 50 bilhões de dólares, nossas reservas são mais do que suficientes para estabilizar a taxa de câmbio, ainda mais tendo em vista o fato de que o fluxo cambial continua positivo. Mas se a exposição for de 100 bilhões de dólares, a estabilização da taxa de câmbio por intermédio dessa estratégia poderá comprometer uma parcela significativa das reservas internacionais, num momento em que as mesmas são imprescindíveis para a manutenção da confiança internacional na solidez da economia brasileira. O próprio BC reconhece que não sabe ao certo o valor da exposição cambial haja vista que parte

das operações de derivativos cambiais foram acertadas com bancos estrangeiros. Dessa forma, essa estratégia precisa ser combinada com medidas jurídicas no sentido de rever os contratos de derivativos cambiais de forma a reduzir a demanda de brasileiros por dólares no mercado a vista, contribuindo assim para a estabilização da taxa de câmbio num patamar razoável.

Qual seria um valor razoável para a taxa nominal de câmbio? Estudos feitos por um dos autores desse artigo e apresentados recentemente no 5º Fórum de Economia da FGV-SP mostravam a existência de um *desalinhamento cambial* médio de 25% no final de 2007. Considerando que o câmbio médio de dezembro de 2007 era de R\$ 1,77 por dólar, isso significa que a taxa de câmbio nominal compatível com os fundamentos macroeconômicos é de aproximadamente R\$2,17 por dólar. Valores acima desse patamar refletem, portanto, a existência de uma bolha especulativa, a qual deve ser devidamente “explodida” pelas operações do BCB no mercado cambial.

Um fator que agrava sobremaneira o problema da bolha especulativa no mercado de câmbio é a inversão do saldo cambial brasileiro na primeira quinzena de outubro. De fato, segundo dados do BCB, nos 13 primeiros dias de outubro o saldo cambial brasileiro foi negativo em 3,751 bilhões de dólares. Em setembro o saldo fora positivo em 2,803 bilhões de dólares. Isso significa uma reversão líquida dos fluxos de capitais para a economia brasileira da ordem de 6,5 bilhões de dólares em pouco mais de um mês. Esse é o primeiro sinal de alerta a respeito da ocorrência de uma “parada súbita” da entrada de capitais externos na economia brasileira. Se esse fenômeno persistir por mais tempo, a estabilização da taxa de câmbio irá exigir medidas mais drásticas como, por exemplo, a proibição temporária à saída de capitais do Brasil.

Além disso, o Conselho Monetário Nacional precisa adotar medidas urgentes de “direcionamento de crédito” para induzir os bancos a retomar as linhas de crédito ao setor produtivo. Uma medida concreta nesse sentido seria atrelar a liberação dos compulsórios a concessão de crédito para o financiamento de capital de giro e para o financiamento das exportações. Algumas medidas nesse sentido já têm sido adotadas pelo governo, mas ainda são muito tímidas no que se refere aos valores envolvidos.

Aqui cabe uma análise a respeito da Medida Provisória 443 submetida em 22/10/2008 ao Congresso Nacional. Ela autoriza o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal a comprar parcial ou totalmente outras instituições financeiras. Implicitamente a MP



assume que a fragilidade financeira do setor privado já contaminou o setor financeiro, expondo alguns bancos ao risco de insolvência. Dessa forma, com vistas a reduzir o risco sistêmico o governo autorizou essas instituições a fazer o “salvamento” dos bancos com problemas, mediante a transferência de controle acionário. Essa medida é correta, mas insuficiente, pois não atua no sentido de promover um efetivo destravamento do crédito ao setor privado. É necessário que o governo crie mecanismos para induzir os bancos a reduzir a sua preferência pela liquidez. Do contrário, não seremos capazes de deter o ciclo vicioso da contração do crédito-redução da produção-aumento do risco de inadimplência-contração do crédito.

Por fim, não é o momento para *pseudo-ortodoxias* na condução da política monetária e fiscal. Num contexto de desaceleração cíclica do nível de atividade econômica é papel da autoridade monetária garantir a menor queda possível do nível de produção e de emprego. Quando a crise de confiança ameaça contaminar os planos de investimentos das firmas, a política fiscal deve auxiliar a política monetária por intermédio do aumento dos gastos públicos, principalmente com investimentos em infra-estrutura. Dessa forma, a *verdadeira ortodoxia* econômica prega a adoção de uma política monetária expansionista, com redução significativa da taxa de juros, em conjunto com uma política fiscal expansionista. Eventualmente poderá haver algum aumento da dívida líquida do setor público. Se ocorrer, paciência, é o preço a ser pago pelo uso da política anti-cíclica para corrigir as “falhas de mercado em grande escala” geradas, de tempos em tempos, pela dinâmica endógena das economias capitalistas. Esperemos, portanto, que a política econômica brasileira não seja conduzida por *idéias heterodoxas* neste momento crucial.

## Preferência pela Liquidez e a Natureza da “Crise” Brasileira

Luiz Fernando de Paula\*

Considerando a “solidez” dos fundamentos econômicos (reservas cambiais elevadas, bons indicadores de vulnerabilidade externa, sustentabilidade da dívida pública etc.) do nosso País, e considerando ainda que o setor bancário brasileiro praticamente não opera com fundos de investimento que têm em sua carteira títulos externos de alguma forma relacionados ao mercado *subprime* norte-americano, os efeitos da crise financeira mundial sobre a economia brasileira não deixam de ser, a princípio, surpreendentes. Não que os efeitos da crise não se fariam, em algum momento, sentir, em função do impacto da própria recessão econômica mundial, mas talvez o que surpreenda são os seus efeitos diretos e mais imediatos.

Evidentemente, não devemos esquecer que ao longo dos anos 1990 e anos 2000 caminhamos para uma situação de conversibilidade *de facto* da conta capital, ou seja, de aprofundamento da liberalização financeira no País, tanto para residentes quanto para não-residentes. Isto possibilitou, sem dúvida, dois canais de contágio da crise financeira: por parte de residentes (bancos e grandes firmas) dificuldade em obtenção de financiamento no mercado financeiro internacional, seja sob a forma de empréstimos ou emissão de títulos; por parte de não-residentes (investidores externos), por sua vez, as perdas em outros mercados os fazem vender suas posições no mercado de ações e títulos (assim como em outros países emergentes), seja para recompor parcialmente suas perdas, seja por conta de um efeito “manada” dos investidores. De quebra esta fuga de capitais detonou um início de queda nos preços das ações na bolsa de valores brasileira.

Um outro efeito da crise financeira mundial foi, de certo modo, mais inusitado (ainda que não totalmente surpreendente): a existência de derivativos “exóticos”, através do qual empresas exportadoras realizaram operações de *forward target*, em que elas apostaram na continuidade da apreciação cambial realizando um operação derivativa com os bancos no mercado futuro, dando a esses opção de compra de dólar a descoberto. Deste modo, a recente desvalorização cambial acentuada ocorrida gerou perdas para tais empresas, já que os bancos fizeram cumprir sua opção de compra. Evidentemente o uso dessas operações especulativas objetivava atenuar os efeitos negativos da valorização cambial sobre a rentabilidade das exportações. Em particular

---

\* Professor da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (FCE/UERJ) e Vice-Presidente da Associação Keynesiana Brasileira. Email: luizfpaula@terra.com.br.

foram afetadas grandes empresas exportadoras de *commodities*, como Aracruz, Sadia e Votorantim.

No caso do setor bancário, os efeitos da crise financeira se fizeram sentir inicialmente pelas dificuldades de obtenção de fundos no mercado financeiro internacional. È verdade que o peso de tais recursos sobre o *funding* dos bancos é relativamente pequeno, mas aparentemente foi suficiente, junto com a deterioração das expectativas causada pela percepção da gravidade da crise internacional mais as dificuldades financeiras de grandes empresas exportadoras brasileiras em função das perdas das operações com derivativos, para dar um início de crise de liquidez no setor bancário brasileiro, resultando em uma situação de “empoçamento da liquidez”.

O setor bancário, como se sabe, vinha passando por um *boom* de crédito desde 2004, subindo a relação crédito total PIB de 22% do PIB em maio de 2003 para 36% em junho de 2008, puxado em particular tanto pelo crédito a pessoa física quanto a pessoa jurídica. Em particular, destacaram-se como as principais modalidades de crédito, crédito pessoal, financiamento a veículos e capital de giro das empresas. Embora o *spread* bancário médio tenha reduzido no período – de 50% no início de 2004 para 33% em julho de 2008 – ainda se manteve em patamares elevados. A combinação entre maior volume de crédito com *spreads* elevados permitiu aos bancos auferirem elevadas lucratividades e receitas na intermediação financeira neste recente *boom* do crédito. Neste processo cresceram tanto a carteira de crédito de grandes bancos varejistas quanto de pequenos bancos especializados em alguns segmentos do crédito (consignado, “*middle market*” etc.).

È importante ressaltar a diferença entre uma crise de insolvência, como ocorreu no setor bancário norte-americano, com uma crise de liquidez. Uma crise de insolvência ocorre quando há bancos cujos ativos disponíveis a preços de mercado são incapazes de cobrir as obrigações com terceiros (depositantes, por exemplo), o que pode levar a descapitalização do banco. É o que aconteceu com bancos de investimento dos Estados Unidos, em função da existência de ativos “podres” em seu portfólio. E, como se sabe, bancos dependem crucialmente da confiança de seus clientes – de tal forma de uma crise de uma instituição de grande porte (como o Lehman Brothers) pode acabar contaminando outras instituições financeiras.

Uma crise de liquidez, por seu turno, refere-se a uma situação em que o banco é solvente, mas não tem momentaneamente liquidez para cobrir prontamente uma maior

demanda por recursos por parte de seus clientes. Corriqueiramente problemas de liquidez, que são normais na atividade bancária, em função do descasamento de maturidades entre ativos e passivos que caracterizam a atividade de intermediação financeira, são facilmente resolvidas no mercado de reservas bancárias no qual bancos superavitários emprestam para bancos deficitários (e onde o próprio Banco Central pode injetar liquidez para evitar maior volatilidade na taxa de juros). Evidentemente o custo de acesso a esses recursos – que de alguma forma representa o custo do dinheiro para os bancos – é umas das variáveis fundamentais na definição na estratégia de expansão dos bancos, como havia assinalado James Tobin (1982) em seu modelo de firma bancária.

Bancos, como qualquer outro agente, têm preferência pela liquidez determinada por suas expectativas quanto ao futuro. Em particular, na definição de sua estratégia de portfólio se defrontam com o *trade-off* liquidez versus rentabilidade, sendo a liquidez apreciada em momento de maior incerteza (em detrimento da rentabilidade), e a rentabilidade (e maior propensão a riscos) apreciada em função da menor incerteza percebida. Bancos têm, portanto, um comportamento pró-cíclico: na fase do *boom* econômico tendem a acomodar a demanda por crédito dos agentes, resultando no aumento de endividamento destes, na suposição da continuidade do crescimento dos lucros e renda na economia; na fase de desaceleração, a maior preferência pela liquidez resulta em um racionamento do crédito, justamente no momento em que os agentes precisam re-financiar suas dívidas. Visto de outra forma, o comportamento dos bancos tende a acelerar o crescimento em período de *boom*, e a aprofundar a crise em momento de desaceleração econômica. Em síntese, esta é a teoria da preferência pela liquidez dos bancos, fortemente inspirada em Keynes e Minsky.

No caso brasileiro, obviamente não há crise de insolvência dos bancos, mas observa-se uma crise de liquidez causada pelo “empoçamento da liquidez”, havendo fortes indícios de início de uma desaceleração e maior seletividade na oferta de crédito, em parte causada pelo próprio encarecimento do custo do dinheiro para os bancos (mercado interbancário e CDBs). A combinação desses dois fatores (liquidez represada e contração do crédito) afeta mais os bancos pequenos que são normalmente menos líquidos, mais alavancados e que dependem mais das operações de crédito para sobreviverem. Nestes, portanto, eventualmente pode ocorrer uma crise de solvência. Já os grandes bancos varejistas, que têm um *funding* (depósitos a vista, depósitos a prazo etc.), portfólio e receitas mais diversificadas, estão bem capitalizados (os índices da

Basiléia têm sido cumpridos com folga) e têm maior liquidez. Ademais, ainda têm uma boa parte de seu portfólio aplicado em títulos e aplicação interfinanceiras (cerca de 35% do ativo total dos 10 maiores bancos em julho de 2008), predominantemente títulos públicos indexados a taxa Selic ou a taxa de inflação, e certamente estão pressionando o governo a emitir mais títulos indexados em relação aos títulos pré-fixados. Em outras palavras, os grandes bancos varejistas contraem o crédito, tornam-se mais seletivos na concessão de empréstimos, aumentam o *turn-over* do seu ativo (com redução no prazo médio dos seus empréstimos) e ainda se aproveitam das suas aplicações em títulos públicos (que fornecem a eles um *hedge* contra elevações nas taxas de juros) – um comportamento típico de sua maior preferência pela liquidez.

O governo brasileiro adotou recentemente uma série de medidas (algumas preventivas) voltadas para remediar a crise de liquidez e evitar uma crise de solvência que possa eventualmente resultar em uma crise sistêmica. Entre essas medidas destacam-se: ampliação de R\$ 100 milhões para R\$ 300 milhões da parcela deduzida do compulsório adicional sobre depósitos à vista, a prazo e de poupança (esse valor foi sucessivamente elevado até alcançar a R\$ 1 bilhão); ampliação de R\$ 700 milhões para R\$ 2 bilhões do limite de isenção para o compulsório sobre depósitos a prazo aplicado na alíquota regular (15%); liberação de até 40% do recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo para bancos que comprarem carteiras de crédito de bancos pequenos e médios (posteriormente aumentado para 70% e com permissão de compra estendida para quotas de fundos de investimento); criação de uma nova modalidade de redesconto de liquidez, tomando como garantias operações de crédito concedidas em moeda nacional (créditos classificados como AA, A e B) ou em moeda estrangeira (garantidos por títulos de dívida externa ou operações de crédito, como ACC) – ambos com prazo máximo de 360 dias; compra de ativos de bancos brasileiros pelo Banco Central por tempo determinado e com compromisso de recompra por parte das instituições vendedoras de modo a não provocar redução nas reservas cambiais. Ademais, algumas iniciativas foram feitas quanto aos bancos públicos: linha de crédito pré-embarque para exportações do BNDES no valor de R\$ 5 bilhões; e permissão de que bancos públicos (Banco do Brasil e CEF) possam comprar bancos privados e a CEF possa constituir um banco de investimento para adquirir participação acionária em empresas de construção civil.

Enfim, o governo vem utilizando de um arsenal variado e amplo para lidar com a crise de liquidez e retração do crédito do setor bancário. Serão essas medidas eficazes para

evitar uma contração maior da oferta de crédito que pode contribuir para um aprofundamento da desaceleração econômica do País? Serão elas suficientes para restaurar a confiança do setor bancário? Há uma boa possibilidade de que elas tenham efeitos positivos mas limitados, em função do quadro de deterioração das expectativas de bancos e empresas devido a grande probabilidade de uma recessão mundial prolongada (sem saber exatamente sua extensão e profundidade). Ademais, os efeitos indiretos da crise mundial ainda se farão sentir, como no caso da desaceleração (volume e preços) no comércio internacional, inclusive nas *commodities*. Se por um lado, a desvalorização cambial pode ter impacto sobre os preços domésticos, de outro a própria desaceleração econômica doméstica e mundial contribuem para um ambiente de deflação de preços a médio prazo.

Neste quadro, o melhor é que o governo adote uma postura de cautela com um certo ativismo, o que em parte vem acontecendo. Nunca é demais lembrar que o aprofundamento da crise nos Estados Unidos decorreu em parte da demora do governo em agir e de reconhecer a gravidade de crise. A adoção de um *mix* de política fiscal e monetária mais apertada e contracionista seria o equivalente a dar um “tiro no pé”. O momento não é adequado para elevar a taxa de juros, pois isto pode levar a um aprofundamento maior na contração do crédito e conseqüentemente no crescimento do produto, além de uma piora nos custos financeiros da dívida pública, e tampouco para um maior arrocho fiscal.

Quanto à política fiscal pode vir a ser necessário uma moderada expansão fiscal (com alguma redução no superávit primário), de modo a se contrapor a retração do crédito e a deterioração das expectativas dos agentes. Um dos aspectos positivos do impacto da crise mundial sobre o Brasil neste momento é que esta é talvez a primeira vez nos últimos 30 anos que não houve uma deterioração da situação fiscal do governo – em função do governo ter praticamente zerado seus títulos indexados ao câmbio e estar com uma posição líquida ativa em dólar. Assim, o ideal seria um *mix* de contenção dos gastos correntes do governo e aumento dos gastos de investimento, com maior deslanchamento do PAC. Investimentos em infra-estrutura têm forte efeito multiplicador de renda na economia, além de gerar externalidades. Bancos públicos (BNDES, Banco do Brasil e CEF) podem ter um papel fundamental numa ação anti-cíclica do crédito (crédito para investimento, agrícola e imobiliário). Enfim, há necessidade de uma boa dose de pragmatismo e discernimento neste momento.

## **Evolução Recente do Câmbio no Brasil: momento Minsky**

Paulo Gala\*

A crise atual tem mostrado de forma relativamente clara a chamada dupla natureza da taxa de câmbio: de um lado o preço relativo entre *tradables* e *non-tradables* e de outro o preço de um ativo financeiro. Fica cada vez mais claro também que a dinâmica de determinação da taxa de câmbio é fundamentalmente financeira, especialmente num contexto de abertura da conta capital.

Do ponto de vista da relação de preços *tradables* e *non-tradables* o Brasil vinha entrando numa situação problemática na medida em que a apreciação do câmbio real dificultava cada vez mais a inserção da produção doméstica na economia mundial. Os preços brasileiros quando convertidos para dólares atingiam níveis surpreendentes, eliminando a competitividade de nossas indústrias, inclusive das mais eficientes. Isso pode ser observado na reversão do saldo da balança comercial manufatureira, com explosão de importações e estagnação de exportações. Cada vez mais nosso saldo comercial dependia do elevado preço de *commodities*, numa bolha que parece ter agora estourado. A trajetória recente de conta corrente dava uma indicação clara de que a moeda brasileira começava a ficar muito desalinhada no sentido de sobrevalorização.

O aumento explosivo do preço de *non-tradables* brasileiros em termos de dólares não era, certamente, resultado de um aumento de produtividade e salários como gostaríamos. Inúmeros trabalhos mostravam que a moeda brasileira estava relativamente sobrevalorizada, tanto a partir de medidas de desvios de PPP (paridade do poder de compra) com ajustes de produtividade, quanto em medidas do tipo BEER (*behavioural equilibrium exchange rates*). Como explicar então a trajetória de apreciação que colocava o câmbio cada vez mais “fora do seu lugar”?

Aqui entra a natureza financeira da taxa de câmbio. Com a transformação do País em grau de investimento e o elevado apetite dos investidores por investimentos em países emergentes, houve uma verdadeira enxurrada de capitais para Brasil. Só no ano passado a conta capital acumulou superávit de mais de U\$90 bilhões. Aplicações em Bolsa, títulos e derivativos motivavam uma apreciação crescente da moeda brasileira que parecia mais e mais sub-valorizada aos olhos do mercado financeiro. O período de

---

\* Professor da Escola de Economia de São Paulo – FGV/SP. Email: pgala@uol.com.br.

relativa calma no mercado mundial nos últimos anos ajudou a instigar os espíritos “minskyanos” dos agentes financeiros que cada vez mais apostavam em posições de liquidez duvidosa nos mercados emergentes. Por aqui, o câmbio continuava se apreciando na medida em que essas operações eram altamente rentáveis. Empresas domésticas apostando com derivativos na apreciação do real e fluxos de capital para bolsa e títulos provocaram a maior apreciação cambial do mundo emergente nos últimos dois anos segundo a revista *The Economist*.

E agora é chegado o momento Minsky, onde a desalavancagem e a deflação de ativos predominam. O movimento de apreciação construído em 2 anos é desfeito em duas semanas. Segundo novamente a revista *The Economist*, a moeda brasileira é a que mais se desvalorizou no período recente. De uma maneira conturbada, para dizer o mínimo, o câmbio volta para uma posição mais razoável do ponto de vista de relação de preços entre bens *tradables* e *non-tradables*. Para quem tem estudado Keynes e Minsky, não há grande novidade nesse tipo de dinâmica financeira.

Vale ressaltar, entretanto, as conseqüências negativas do tipo de arranjo em que vivemos hoje. Como preço relativo entre *tradables* e *non-tradables* o câmbio afeta fortemente a dinâmica tecnológica de um país, na medida em que impacta decisões de investimento, produção e inovações. O nível do câmbio real tem um papel fundamental na dinâmica macroeconômica a partir de uma perspectiva de longo prazo. Ao influir na determinação da especialização setorial da economia, notadamente no que diz respeito a estímulos à indústria, o impacto do nível do câmbio na dinâmica de produtividade é elevado. Sobrevalorizações cambiais são especialmente nocivas para processos de desenvolvimento econômico, pois reduzem substancialmente a lucratividade da produção e investimento nos setores de bens comercializáveis manufatureiros. Ao realocar recursos para os setores não manufatureiros, especialmente para a produção de *commodities* (com retornos decrescentes de escala), e para setores não comercializáveis, as sobrevalorizações cambiais acabam por afetar toda a dinâmica tecnológica da economia. Sub-valorizações, por outro lado, estimulam a produção e investimento nos setores manufatureiros onde retornos crescentes de escala são possíveis.

Ao definir a rentabilidade da produção de manufaturas através da relação de preços *tradables* e *non-tradables*, o câmbio real acaba por definir a viabilidade de setores econômicos importantes para o aumento da produtividade geral da economia. Sobrevalorizações podem impedir a transferência de mão-de-obra dos setores de baixa



produtividade para os de alta produtividade já que o preço dos bens não comercializáveis fica artificialmente elevado. Um dos canais importantes de progresso técnico e aumento de produtividade fica assim bloqueado, impedindo a economia de transitar da situação de imaturidade para a maturidade nos termos kaldorianos. Uma moeda competitiva, por outro lado, pode ser um estímulo adequado para a integração de trabalhadores em atividades de alta produtividade e retornos crescentes.

Para concluir vale ressaltar os impactos da volatilidade cambial no desempenho da economia. Em um ambiente de conta capital aberta a determinação da taxa de câmbio é financeira e depende da tradicional dinâmica minskyana de “boom” e “bust”. O preço relativo *tradables* e *non-tradables* passa a ser determinado no mercado financeiro com dinâmicas bastante complexas. Ou seja, a rentabilidade da produção manufatureira, que é fundamental para o desenvolvimento econômico de longo prazo, passa a depender dos humores do mercado financeiro.

## **A Crise Está Aí, E Agora?**

Guilherme Jonas Costa da Silva\* e Marco Flavio da Cunha Resende\*\*

Não raro encontramos na imprensa a avaliação de que a economia brasileira está preparada para enfrentar a atual crise do sistema financeiro mundial. Porém, a natureza da inserção externa do País e as tímidas políticas de melhorias do seu Sistema Nacional de Inovações (doravante SI) sugerem cautela em relação a esta assertiva.

Ainda que não exista consenso sobre a magnitude da crise, sabe-se que é grave e está afetando o lado real da economia brasileira, visto que o acesso ao crédito bancário já está mais difícil e caro no País, as linhas de crédito externo estão escassas, os projetos de investimento estão sendo abortados e o câmbio está muito volátil e se desvalorizando. A desvalorização cambial dificulta o alcance da meta de inflação, o que ajuda a inibir a redução da taxa básica de juros, comprometendo o crescimento econômico do País. A economia brasileira está sendo menos afetada se comparada a outras economias; entretanto, é uma oportunidade única do País repensar a discussão sobre políticas alternativas para proteger a economia.

Em princípio, duas propostas se apresentam como solução: a primeira seria a adoção imediata de políticas de controles de capitais para atenuar a volatilidade cambial; a segunda seria trabalhar para o desenvolvimento do SI. Diversos trabalhos científicos têm ressaltado os efeitos positivos do SI sobre a produtividade, a competitividade e a sustentabilidade do crescimento de longo prazo das economias. A relação entre desenvolvimento do SI, ganhos de competitividade e redução da vulnerabilidade externa é crucial, já que sinaliza a comunidade nacional e internacional a capacidade dos países gerarem as divisas externas necessárias para honrar seus compromissos financeiros internacionais.

A vulnerabilidade externa estrutural das economias em desenvolvimento, que decorre do menor desenvolvimento de seus SI em relação aos SI das economias desenvolvidas, produz efeitos distintos sobre o comportamento do sistema financeiro internacional em relação ao grupo das economias desenvolvidas e ao grupo das economias em

---

\* Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia (UFU) e doutorando em Economia na UFMG. E-mail: guilhermejonas@ie.ufu.br.

\*\* Professor Adjunto do Departamento de Economia da UFMG e Diretor da Associação Keynesiana Brasileira. E-mail: resende@cedeplar.ufmg.br.

desenvolvimento, como a economia brasileira. Isto porque, nos períodos de reversão cíclica do nível da liquidez mundial, o sistema financeiro internacional apresenta um comportamento assimétrico: o racionamento de crédito é mais intenso para as economias em desenvolvimento (economias com sistema de inovação incipiente) *vis-à-vis* as economias desenvolvidas, aguçando, ao invés de contornar, a tendência à escassez de divisas externas daquelas economias. A crise cambial e financeira que então se instala nessas economias, muitas vezes amplificada pela sua abertura financeira, alimenta as expectativas quanto à desvalorização de suas taxas de câmbio, intensificando a fuga dos capitais de curto prazo.

Evidentemente, nos períodos de elevação da liquidez internacional o efeito deve ser o oposto ao supracitado, como ocorreu em passado recente na economia brasileira. Com o forte e recente ciclo de crescimento do mercado financeiro mundial e do comércio internacional, além da prática no Brasil de elevadas taxas de juros, houve um aumento substancial do ingresso de capitais no País. Este processo apreciou excessivamente a taxa de câmbio real e deteriorou os saldos da balança comercial e da conta-corrente.

Observe que é exatamente neste cenário que está se instalando a crise financeira nos Estados Unidos e nos principais mercados do sistema financeiro mundial. A reversão da liquidez mundial está intensificando o racionamento de crédito para a economia brasileira e este pode piorar nos próximos meses. Além disso, tal crise terá também como conseqüência a redução dos preços das *commodities*, cujas exportações ajudam a atenuar os recentes déficits em conta-corrente do Brasil. Com efeito, o País penetrará em uma zona de risco já conhecida, em que fugas de capitais e ataques especulativos à moeda nacional podem ocorrer repentinamente, comprometendo o crescimento de longo prazo da economia.

Nestes termos, a política de controles de capitais no curto prazo seria uma possível estratégia para minimizar os impactos deletérios da crise mundial sobre o crescimento da economia brasileira. Esta política de controle de capitais é necessária para garantir uma maior autonomia à política monetária, reduzir a vulnerabilidade externa da economia e estabilizar as taxas de câmbio e de juros, garantindo um ambiente mais estável e seguro para a retomada dos investimentos produtivos no País. Na eventualidade dessa proposta ser implementada, devem ser evitados os mesmos erros do passado.

As evidências de controles de capitais adotados no Brasil na década de 1990 mostram que estes eram essencialmente endógenos, aplicados sobre a entrada de recursos estrangeiros e feitos por intermédio da cobrança de IOF sobre os ganhos das aplicações financeiras no País. Os controles de capitais eram principalmente baseados em preços, sob a forma de uma taxa direta sobre a entrada de capitais externos. O governo reagia aumentando o controle nos períodos de *boom* e liberalizando nos períodos de crise. Dessa forma, os fluxos externos de recursos acabavam por determinar o nível dos controles de capitais, ao invés de serem determinados pelo nível dos referidos controles – daí a endogenia desses controles.

Dada a crise financeira mundial e seus estímulos à fuga de capitais no País, propõe-se que os controles de capitais sejam implementados na saída, mas devem ser exógenos, adotados preventivamente para guiar as expectativas dos agentes. As evidências demonstram que os controles exógenos são relativamente mais eficientes do que aqueles adotados recentemente no Brasil. Em períodos de normalidade econômica os controles de capitais contribuiriam para reduzir a volatilidade dos fluxos de capitais, típica em economias cujo SI é menos desenvolvido. De outro lado, nos momentos de grande instabilidade financeira tais controles são fundamentais para se evitar uma crise cambial e seus nefastos efeitos sobre o crescimento econômico e o emprego. Por fim, deve-se pensar em políticas alternativas de controles de capitais, por exemplo: os controles quantitativos, que se referem à proibição de toda e qualquer movimentação de capitais de cunho especulativo em um determinado período de tempo, notadamente nos períodos como o que estamos presenciando, de grande instabilidade macroeconômica.