

Carta Social e do Trabalho

ISSN 1980-5144

INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP
Diretor

Mariano Francisco Laplane

Diretor Associado

Claudio Schüller Maciel

Diretor Executivo do CESIT

José Dari Krein

Conselho Editorial

Carlos Alonso Barbosa de Oliveira

José Carlos de Souza Braga

Marcio Percival Alves Pinto

Paulo Eduardo de Andrade Baltar

Organizadores

Denis Maracci Gimenez

José Ricardo Barbosa Gonçalves

Membros do CESIT

Adriana Nunes

Alessandro Cesar Ortuso

Alexandre Gori Maia

Amilton José Moretto

Anselmo Luís dos Santos

Carlos Alonso Barbosa de Oliveira

Daniel de Mattos Hofling

Daví José Nardy Antunes

Denis Maracci Gimenez

Eugênia Troncoso Leone

Geraldo Di Giovanni

José Dari Krein

José Ricardo Barbosa Gonçalves

Magda Barros Biavaski

Marcelo Weishaupt Proni

Márcio Pochmann (Licenciado)

Marco Antônio de Oliveira (Licenciado)

Maria Alejandra Caporale Madi

Maria Alice Pestana de Aguiar Remy

Paulo Eduardo de Andrade Baltar

Sônia Tomazini (Licenciada)

Waldir José de Quadros

Walter Barelli

Wilnês Henrique (Licenciada)

Apoio Administrativo

Susete R. C. Ribeiro

Projeto Visual e Editoração Eletrônica

Célia Maria Passarelli

CESIT – Instituto de Economia da Unicamp

Cidade Universitária Zeferino Vaz

Caixa Postal 6135 – CEP 13083-970

Campinas – SP

Telefone: 55 – 19 – 3521-5720

E-mail: cesit@eco.unicamp.br

www.eco.unicamp.br/cesit

TEMA:
**CRISE INTERNACIONAL E SEUS
DETERMINANTES ESTRUTURAIS**

SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO

Denis Maracci Gimenez

José Ricardo Barbosa Gonçalves

1

PARTE I – ARTIGO

Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

A crise de 2008

3

PARTE II – RESENHA

LIVRO: Jacques Atali

Karl Marx ou o espírito do mundo.

Rio de Janeiro: Ed. Record, 2007.

por *Daniel de Mattos Hofling*

16

APRESENTAÇÃO

Denis Maracci Gimenez
José Ricardo Barbosa Gonçalves
(Organizadores)

Neste número 13 da *Carta Social e do Trabalho* publicamos o texto “*A crise de 2008*” do professor Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo. Trabalho concluído em fevereiro de 2009 e publicado originalmente como prefácio da edição brasileira do livro de Charles Morris *O crash de 2008: dinheiro fácil, apostas arriscadas e o colapso global do crédito*¹ faz uma análise percuciente da crise que abalou (e continua abalando) o mundo em 2008.

O professor Belluzzo não somente dialoga com a obra de Charles Morris, o que era de se esperar de um prefácio, mas auxilia o leitor na compreensão do livro, trazendo elementos adicionais e estabelecendo as conexões fundamentais entre as raízes históricas e as questões estruturais da crise que eclodiu em 2008.

Dividida em três seções, a análise parte daquilo que é estruturalmente essencial para compreender as condições da economia mundial na passagem da primeira para a segunda década do século XXI: o poder do dólar, a supremacia americana e a sucessão de crises que antecedem a catástrofe de 2008. Para ele, “a soberania monetária americana foi fundamental na ampliação do papel de Wall Street como centro financeiro do mundo, em torno do qual giram as praças de Londres, Paris e Frankfurt, para não falar de Xangai e São Paulo”. Na verdade, diz, que “a integração financeira promovida pela liderança americana nas últimas três décadas não tem precedentes”.

Frente a inaudita expansão financeira, Belluzzo destaca, num segundo momento, a recorrência de crises “localizadas” em várias regiões nas últimas décadas, que sob o comando do dólar e da finança “desregulamentada”, evidenciaram o aprofundamento da assimetria de poder entre os Estados Unidos e as demais economias centrais. Por fim, trata da integração dos mercados e das transformações da riqueza global, que, segundo ele, impulsionou a “metástase produtiva para o Pacífico dos pequenos tigres e novos dragões e um cataclismo na divisão internacional do trabalho”. Trabalho concluído no início de 2009, portanto no “calor da hora”, é mais uma importante contribuição desse grande intelectual e homem público brasileiro.

¹ Charles Morris. São Paulo: Editora Aracati, 2009. (1ª edição, 2008 sob o título *The Trillion Dollar Meltdown*).

Na seção de resenhas, Daniel de Mattos Hofling faz uma ótima exposição sobre o livro de Jacques Atali, *“Karl Marx ou o espírito do mundo”*. Como afirma Hofling, excelente biografia sobre Marx, que expõe a trajetória, dificuldades e as realizações de um dos maiores intelectuais de todos os tempos.

A CRISE DE 2008¹Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo²

O leitor há de perceber que Charles R. Morris, na passagem entre o capítulo primeiro, “A morte do liberalismo”, e o segundo “Wall Street descobre a religião”, oferece a chave da leitura de seu livro *O crash de 2008*. Aí Morris define o roteiro de sua caminhada em direção à crise da economia americana que ora assola a economia global.

A morte do liberalismo, no sentido norte-americano, é anunciada em meados dos anos 70 do século 20, quando, depois do primeiro choque do petróleo e da recessão de 1974-75, a estagflação se instala na economia. E bom esclarecer que, na gramática política norte-americana, os *liberals* são adversários do liberalismo econômico. Adeptos da intervenção do Estado na economia, não trepidam em apontar os riscos do capitalismo entregue a si mesmo, ou seja, aos excessos e às insuficiências do mercado desregulado.

Na segunda metade do século 20, o sucesso das intervenções governamentais amainou a severidade das flutuações econômicas e suscitou hipóteses otimistas a respeito do controle do ciclo econômico. O economista Hyman Minsky escreveu nos anos 80 que “a economia e os mercados financeiros [na crise de 1974-75] mostraram grande resistência à deflação cumulativa de preços dos ativos e ao risco de uma depressão profunda. Os choques foram absorvidos e suas repercussões atenuadas”³.

Diante do fraco desempenho econômico dos anos 70 do século passado, no entanto, a palavra de ordem entre os conservadores monetaristas era desarticular os controles sociais e políticos criados para “administrar” o capitalismo após a Grande Depressão dos anos 30. Ao prometer a salvação sem castigo a inocentes e pecadores, diziam os críticos, os governos intrometidos, protetores e gastadores deram ensejo à ineficiência das empresas e contribuíram para que os agentes formadores de preços se esbaldassem nos confortos da lassidão monetária. Morris diz que só na aparência o monetarismo de Milton Friedman é uma tentativa de ressuscitar a teoria quantitativa da moeda. Na verdade, o quantitativismo é apenas um pretexto para condenar peremptoriamente as incursões dos governos no sagrado território do livre mercado.

Mas há que ficar atento: a chamada “repressão financeira” do pós-guerra foi uma exceção na história dos Estados Unidos. Em um de seus livros anteriores, *Money, greed and*

¹ Finalizado em fevereiro de 2009 e publicado originalmente como prefácio para a edição brasileira do livro de Charles Morris. *O crash de 2008: dinheiro fácil, apostas arriscadas e o colapso global do crédito*. São Paulo: Editora Aracati, 2009. (1ª edição, 2008 sob o título *The Trillion Dollar Meltdown*).

² Professor da Facamp – Faculdades de Campinas e do Instituto de Economia da Unicamp.

³ Hyman Minsky. Profits, deficits and instability: a policy discussion. In: Dimitri B. Papadimitriou (Org.). *Profits, deficits and instability*. Basingstoke: MacMillan, 1982.

risk, Morris procurou mostrar como, no último quartel do século 19, os bancos de investimento passaram a promover a fusão entre o capital industrial e a alta finança. Morris faz uma análise acurada do processo de concentração e centralização do capital que, sob os auspícios da maquinaria financeira desregulamentada do século 19, submeteu todos os setores da economia ao domínio das grandes empresas.

Em parceria com a professora Maria da Conceição Tavares escrevi no livro *O poder americano*⁴ que os Estados Unidos construíram sua trajetória de expansão econômica no século 19 sobre quatro vertentes: a inserção “virtuosa” na divisão internacional do trabalho alinhavada pela hegemonia britânica, a finança doméstica “desregulada”, o protecionismo comercial e os privilégios concedidos por seu Estado nacional aos promotores de negócios. Na verdade, o peculiar caráter “liberal” (no sentido europeu) do Estado americano, desde a sua constituição, está relacionado com seu papel decisivo na garantia das normas da concorrência darwinista.

A porosidade do poder político aos interesses privados deu origem a um Estado plutocrático, na medida em que não só os grupos econômicos mais poderosos se desenvolveram à sua sombra e sob seu patrocínio, mas também se valeram da permissividade das instituições liberais.

Charles Morris escreve em *Money, greed and risk* que até o final do século 19, os Estados Unidos não dispunham de uma legislação comercial adequada. Os ingleses do Barings queixavam-se frequentemente dos riscos que corriam, caso seus correspondentes americanos entrassem em *default* “Não era claro”, diz Morris, “se poderiam exercer seus direitos contra os inadimplentes.”⁵ O escritor Kevin Phillips, em *Wealth and democracy*⁶, sugere que, desde a Guerra Civil, esta precariedade institucional sustentou o avanço das sucessivas gerações de “barões ladrões” que transformaram a economia e comandaram a política americana.

Os Estados Unidos, uma economia em rápida ascensão, terminaram o século 19 como a maior economia industrial do planeta, tornando-se poderoso competidor nos mercados mundiais de alimentos, matérias-primas e manufaturados. Ainda assim, a economia americana protagonizou frequentes e severas crises financeiras e cambiais, dadas a posição subordinada do dólar, a organização “desregulada” de seu sistema bancário e as intervenções arriscadas e especulativas dos bancos de investimento na promoção dos negócios. Colapsos de preços dos títulos e corridas bancárias sucederam-se na posteridade da Guerra Civil.

⁴ Maria da Conceição Tavares e Luiz Gonzaga Belluzzo. A mundialização do capital e a expansão do poder americano. In: José Luis Fiori (Org.). *O poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 111-138.

⁵ Ver Charles Morris. *Money, greed and risk: why financial crises and crashes happen*. Nova York: Crown Business, 1999.

⁶ Kevin Phillips. *Wealth and democracy: a political history of the American rich*. Nova York: Broadway, 2002.

Nas últimas décadas do século 19 e no início do século 20, as práticas financeiras especulativas e os sucessivos episódios de deflação de preços — sempre acompanhados de liquidação dos devedores e de destruição da riqueza do “público” - suscitaram surtos violentos de centralização do capital e permitiram a consolidação do assim chamado capitalismo trustificado. Essa forma “moderna” assumida pelo capitalismo foi desenvolvida a partir das modificações ocorridas na economia americana, depois da Guerra de Secessão. Os resultados das transformações observadas bem merecem a qualificação de “capitalismo moderno”, sobretudo no sentido de que o surgimento e o desenvolvimento da grande corporação americana se constituem no embrião nacional do posterior desdobramento transnacional do grande capital.

John Hobson, em seu livro *The evolution of modern capitalism*⁷, mostra como as mudanças radicais operadas na organização industrial e no avanço tecnológico da grande empresa serão acompanhadas do aparecimento de uma “classe financeira”, o que tende a concentrar nas mãos dos que operam a máquina monetária das sociedades industriais desenvolvidas, isto é, dos grandes bancos, um poder crescente no manejo estratégico das relações internas e externas da economia.

Por maior que seja a extensão do espaço nacional monopolizado e protegido pelo Estado nacional, como era o caso dos Estados Unidos, a expansão contínua dos lucros excedentes obriga a busca de mercados externos, tanto para as mercadorias quanto para os investimentos diretos e a exportação “financeira” de capital.

Em outras palavras, a internacionalização do capital se dá a partir da estrutura da grande empresa e condensa todos os mecanismos interiores de expansão: mercantis, industriais e financeiros. Condensa também as práticas dos Estados imperiais anteriores, desde o impulso expansionista, até a face protecionista interna e francamente intervencionista na defesa das reservas estratégicas de matérias-primas.

Os chamados movimentos “populistas” foram tentativas - efémeras e recorrentes — de interromper o processo de fusão entre os grandes negócios e o Estado. A Era Progressiva do começo do século 20 foi um momento de rebelião “democrática” dos pequenos proprietários, dos novos profissionais liberais e das massas trabalhadoras contra o poder dos bancos e das grandes corporações. “Os progressistas”, escreve Sean Cashman, em *America ascendant*⁸, “queriam limitar o poder do *big business*, tornar o sistema político mais representativo e ampliar o papel do governo na proteção do interesse público e na melhoria das péssimas condições sociais e de pobreza”. Tais consignas foram retomadas e aprofundadas com o New Deal, que, pela primeira vez, representou uma fratura entre a “classe financeira” de Wall Street e as novas grandes empresas industriais fortemente atingidas pela depressão dos anos 30.

⁷ John A Hobson. *The evolution of modern capitalism: a study of machine production*. Londres: Walter Scott, 1906.

⁸ Sean Cashman. *American ascendant: from Theodore Roosevelt to FDR in the century of American power, 1901-1945*. Nova York: NYU Press, 1998.

A memória dos anos 20 e 30 do século 20 norteou o imaginário dos governos democráticos que emergiram da tragédia social e econômica da Grande Depressão e da Segunda Guerra, na Europa e nos Estados Unidos. Na esfera da finança e do crédito, as desordens do entreguerras estimularam a imposição de regras de bom comportamento aos bancos e às demais instituições financeiras.

Hyman Minsky argumentou que a estrutura financeira criada no pós-guerra “cortou a conexão entre a queda nos preços dos ativos e o 'default' das dívidas, protegendo os bancos e outras instituições financeiras. Ao mesmo tempo, o maior peso do gasto público evitou a queda potencial dos lucros agregados”⁹. Nos idos de 1997, arrisquei um artigo sobre o tema no livro *Poder e dinheiro*¹⁰. Procurei demonstrar que a organização da finança, baseada na predominância do crédito bancário, se assentava nas seguintes características:

1. as políticas monetárias e de crédito estavam relacionadas com o desempenho da economia e das empresas localizadas no país; as taxas fixas (mas ajustáveis) de câmbio e as limitações aos movimentos internacionais de capitais de curto prazo impediam a transmissão de choques causadores de instabilidade às taxas de juros domésticas;

2. o caráter insular dos sistemas nacionais de crédito permitia a adoção, pelas autoridades monetárias, de normas de operação que definiam: a) segmentação e especialização das instituições financeiras; b) severos requisitos prudenciais e regulamentação estrita das operações; c) fixação de tetos para as taxas de captação e empréstimo; d) criação de linhas especiais de fomento.

As relações entre as empresas, os bancos e o banco central eram, em geral, relações de clientela, favorecendo o refinanciamento das posições devedoras. Esse sistema controlado foi capaz de evitar os picos e vales dos “ciclos de crédito”, marca registrada das finanças de mercado que prevaleceram nas etapas anteriores (e posteriores) do capitalismo. O sistema de finança regulada apresentava grande capacidade de recompor as dívidas entre as empresas e os bancos e flexibilidade no que diz respeito ao acesso à liquidez junto ao banco central. Esta forma de existência da ordem monetária estava muito próxima do conceito keynesiano de “moeda administrada”.

A regulamentação financeira foi a norma em todos os países. Os Estados Unidos recorreram à segmentação dos mercados e à especialização das instituições, buscando proteger os bancos de *depósito* das eventuais instabilidades originadas nos mercados de capitais.

A “repressão financeira” foi concomitante ao forte movimento de internacionalização da corporação produtiva americana. Ela suscitou, depois da reconstrução europeia, a resposta competitiva da grande empresa do Velho Continente.

⁹ Hyman Minsky, op. cit.

¹⁰ Luiz G. M. Belluzzo. O dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: José Luis e Maria da Conceição Tavares (Org.). *Poder e dinheiro*. Petrópolis: Vozes, 1997.

Essa rivalidade promoveu o investimento produtivo cruzado entre os Estados Unidos e a Europa e a primeira rodada de industrialização fordista na periferia. O Japão acelerava a participação nos mercados de manufaturas cada vez mais integrados e seus produtos ganhavam poder de competição nos mercados americanos.

No crepúsculo dos anos 60, surgiram os primeiros sinais de desorganização no sistema de regulação de Bretton Woods. Os déficits do balanço de pagamentos dos Estados Unidos que nasciam da balança de capitais se avolumavam, agora incitados também pela contínua redução dos superávits comerciais americanos. A reconstrução europeia e japonesa havia chegado ao fim e seus sistemas industriais e produtivos nasceram com musculatura suficiente para competir com os rivais americanos.

A desvinculação do ouro em 1971 e a introdução das taxas de câmbio flutuantes em 1973 determinaram o enfraquecimento da demanda da moeda americana para transações e como reserva. O dólar “flutuava” continuamente para baixo. Sendo assim, não era de espantar que o papel da moeda americana nas transações comerciais e financeiras começasse a declinar, assim como a sua participação na formação das reservas em divisas dos bancos centrais.

O gesto americano de subir unilateralmente as taxas de juro em outubro de 1979 foi tomado com o propósito de resgatar a supremacia do dólar como moeda-reserva. O fortalecimento do dólar tinha se transformado, então, numa questão vital para a manutenção da liderança industrial e financeira dos Estados Unidos, no âmbito da concorrência global. “Em 1980” – escreve Morris – “os Estados Unidos praticamente não produziam mais televisores e rádios, os alemães e os japoneses controlavam a indústria de máquinas-ferramenta e as indústrias americanas de aço e de produtos têxteis eram uma catástrofe. Mesmo os computadores *mainframe* da IBM estavam ameaçados pela Amdahl e pela Fujitsu.”

É verdade que, como pretende Morris, a crise de hegemonia e de “produtividade” dos anos 70 do século passado colocou em risco a liderança industrial e financeira dos Estados Unidos. Ainda assim, a revalorização do dólar promovida por Paul Volcker teve efeitos contraditórios sobre a economia americana. Decretada unilateralmente em dezembro de 1979, a defesa do dólar debilitou a indústria manufatureira localizada nos Estados Unidos e, ao mesmo tempo, deu novo vigor à expansão externa da grande empresa americana, além de restaurar a centralidade de Wall Street como praça financeira global.

Nos anos 80, a ampliação dos dois déficits - orçamentário e comercial - dos Estados Unidos foi um fator importante para dar um segundo impulso e uma nova direção ao processo de globalização e de desregulamentação financeira. A estabilização do dólar aumentou a participação dos títulos americanos na formação da riqueza financeira demandada pelos agentes privados americanos e de outros países. Os papéis do governo

dos Estados Unidos, dotados de grande liquidez, substituíram o ouro como ativo final de reserva.

- **O dólar, a supremacia econômica americana e a sucessão de crises**

A soberania monetária americana foi fundamental na ampliação do papel de Wall Street como centro financeiro do mundo, em torno do qual giram as praças de Londres, Paris e Frankfurt, para não falar de Xangai e São Paulo. A integração financeira promovida pela liderança americana nas últimas três décadas não tem precedentes. A prerrogativa de administrar a moeda-reserva conferiu aos Estados Unidos o privilégio de abrigar os mercados de dívida e de direitos de propriedade mais líquidos e profundos da cadeia de inter-relações financeiras.

Desde o início dos anos 80, as análises convencionais sobre a trajetória da economia americana concentraram suas preocupações na ampliação dos déficits gêmeos - fiscal e em conta corrente. Mas, os acordos do Plaza em 1985 e do Louvre em 1987 mostraram que o raio de manobra da potência dominante e sua capacidade de “coordenar os mercados” e submeter os aliados do G-7 eram bem maiores do que poderia suspeitar nossa vã economia. O primeiro acordo articulou a desvalorização ordenada da moeda americana e o segundo procurou conter os “excessos” dos vendidos em dólar e estabilizar as taxas de câmbio. A supremacia financeira americana e a supremacia dos mercados financeiros desregulados não só agravaram a chamada *assimetria do ajustamento* entre os Estados Unidos e seus súditos emergentes, como desencadearam uma sucessão de crises parciais no mercado dominante.

A crise da dívida de 1982 - aquela que o sábio Walter Wriston, então presidente do Citi, garantia que não podia acontecer - foi deflagrada pela elevação dos juros decidida por Paul Volcker em 1979. O FMI e o governo Reagan salvaram os credores de maior porte. Deixaram a quebradeira para a periferia imprudente. Não conseguiram, no entanto, evitar, em seu próprio quintal, a falência do banco Continental Illinois e de mais 43 bancos americanos.

Nos anos 80, as *Savings and Loan*, antes circunscritas a colher depósitos de poupança e conceder empréstimos hipotecários, aproveitaram a desregulamentação para curtir amor em terra estranha. Morris não deixa dúvidas quanto ao papel decisivo da desregulamentação do setor no desenvolvimento de práticas fraudulentas que envolviam empréstimos, reais e fictícios, a subsidiárias, com vazamento do dinheiro dos depositantes para a aquisição de jatos particulares, entre outros benefícios pessoais para os administradores das poupanças das famílias. Em 1988, a quebradeira custou cerca de US\$ 800 bilhões ao contribuinte americano.

Em 1987, o Fed, já sob a presidência de Alan Greenspan, impediu a propagação do crash da Bolsa de Nova York com uma injeção generosa de liquidez. O “programa de seguro de portfólio” havia derramado nos mercados um caudal de ordens de venda,

aparentemente desencadeadas por declarações infelizes sobre o curso do dólar feitas pelo secretário do Tesouro dos Estados Unidos, o arrogante e inoportuno James Baker.

Na esteira da desvalorização da moeda americana, providência que se seguiu ao acordo do Louvre, o Japão engoliu a valorização do iene, a famosa *endaka*. Sob pressão de Tio Sam, o país entrou na farrá da desregulamentação financeira. Saboreou inicialmente as delícias de uma bolha imobiliária e outra no mercado de ações. A curtição durou pouco. Em 1989, os preços dos imóveis e das ações despencaram e deixaram os bancos japoneses encalacrados em créditos irrecuperáveis.

O Bank of Japan cortou os juros a zero. Mas as carteiras dos bancos estavam contaminadas por empréstimos podres, as empresas afogadas em capacidade ociosa, sem apetite pelo investimento, os consumidores mais temerosos do que prudentes. Sendo assim, os agentes cruciais para as decisões de demanda efetiva não tinham condições de responder às tentativas de restauração do crédito. O medo de emprestar somou-se à aversão pelo gasto. Os japoneses curtiram dez anos de estagnação.

Logo depois, os mercados castigaram a libra valorizada com um ataque comandado pelo filósofo-especulador George Soros. A crise da libra de 1992 libertou a Inglaterra dos juros altos e da moeda apreciada. Não satisfeita, a turma da bufunfa, em 1993, cismou com a serpente monetária europeia: castigou a lira italiana e a peseta espanhola.

Logo em seguida, nos idos de 1994, Greenspan surpreendeu o aquecido mercado global de bônus, com uma elevação da *policy rate*, a taxa de juro de curto prazo. Entre os atingidos era possível identificar, outra vez, os mercados hipotecários. Agora apetrechadas com a informática, as CMO (*collateralized mortgage obligations*) - ativos lastreados em hipotecas devidamente “empacotadas” - se transformaram nas “celebridades” do mundo habitado pelas *securities*. Com elas, os mercados de financiamento à casa própria se tornaram mais líquidos e, por isso mesmo, mais sensíveis às alterações nas taxas de juro. Quando o “Maestro” subiu a *policy rate*, temendo o aquecimento da economia, os mercados responderam com uma queda pronunciada dos preços das CMO. Uma amostra do que iria acontecer catorze anos mais tarde em escala ciclópica e planetária.

Ainda no final de 1994, o mundo presenciou atônito uma nova derrocada do peso mexicano. Ação pronta do FMI e do Tesouro americano salvou os bancos americanos carregados de Tesobonos (títulos do governo mexicano denominados em dólares). Já sob os auspícios do NAFTA, o socorro de Tio Sam aos bancos de seu país impediu uma nova moratória no território abaixo do rio Grande.

Depois, uma sequência desagradável: a crise asiática iniciada na Tailândia em 1997 contaminou os incautos. Em 1998 o Brasil e a Rússia foram tragados no redemoinho da finança desregulada. Em 1998, o fundo de hedge administrado pelos ganhadores do prêmio Nobel, Merton e Scholes, entrou na rota da quebra. Os administradores apostaram

na convergência entre os preços dos bônus do governo americano e papéis semelhantes do governo russo. Como o movimento esperado de preços não se verificou, os *cientistas fogueteiros* tiveram que botar grana no negócio à medida que os preços se afastavam da direção imaginada pelos jogadores. Para cumprir esta obrigação, os administradores foram forçados a “buscar liquidez”, mediante a venda de ativos, provocando uma queda adicional de seus preços. O Federal Reserve teve que intervir, obrigando os bancos financiadores a sustentar a liquidez dos especuladores, com o propósito de evitar uma crise sistêmica.

A euforia com as ações da nova economia e da *dot-com vai à breca* em 2000, mas o maníaco soprador de bolhas, Alan Greenspan, baixa rapidamente o juro básico. Com isso, dá curso à super bolha de ativos, agora sob o patrocínio dos empréstimos hipotecários e da sanha dos consumidores. Joga às alturas os preços das residências.

Ao mesmo tempo, na periferia, o *currency board* do Doutor Cavallo entra em colapso. No final de 2001, afetada pela desvalorização brasileira de 1999, a aventura da *convertibilidad* com taxa de câmbio fixa - apimentada com permissão de depósitos em moeda estrangeira — terminou na tragicomédia do “corralito”. Os titulares dos depósitos em moeda forânea correram aos bancos, desesperados, à procura de dólares que estavam, sim, escriturados em suas contas, mas escasseavam em espécie nos cofres. O Banco Central da Argentina, como é sabido, só podia emitir pesos desvalorizados.

- **As crises “localizadas”, as reações da política econômica americana e o avanço da globalização**

O *crash* da Bolsa de Nova York em outubro de 1987 e a pronta recuperação dos mercados amparada na rápida reação da política monetária do Federal Reserve chamavam a atenção para os riscos implícitos na globalização, sob o comando do dólar e da finança “desregulamentada”. Mas, ao mesmo tempo, também sublinhavam o aprofundamento da assimetria de poder entre os Estados Unidos e as demais economias centrais.

Tal disparidade de forças ficou ainda mais clara no final dos anos 80 e começo dos 90: os Estados Unidos experimentaram uma recessão branda, entre 1990 e 1992, enquanto a Europa assistia ao colapso da serpente monetária e o Japão mergulhava numa crise que iria durar uma década. Durante a recessão americana, a despeito da persistência do déficit fiscal, foi alcançado o equilíbrio em conta corrente por conta da rápida contração dos gastos privados.

Depois da crise mexicana de 1994-95, o dólar sofreu uma derrocada frente ao iene, logo revertida mediante uma ação coordenada dos bancos centrais. A moeda americana voltou a ganhar força, o que permitiu a lassidão da política monetária de Alan Greenspan, fonte da interação virtuosa entre expansão do crédito, valorização de ativos (efeito-riqueza)

e expansão do gasto privado em consumo e investimento. Nestas condições, a partir da segunda metade da década dos 90, a aceleração do crescimento foi acompanhada da geração de um superavit fiscal (auxiliada pela reforma tributária de Clinton) e de uma ampliação rápida do déficit em conta corrente.

A curta e moderada recessão de 2001 foi eficazmente contornada pela imediata resposta da política monetária e por uma impressionante reversão do balanço fiscal, que transitou de um superavit de 1,1% para um déficit de 4,5% do PIB. Desta vez, no entanto, o déficit em transações correntes sofreu apenas uma ligeira queda entre 2000 e 2001 (de 4,5% para 3,5% do PIB), para depois retomar a escalada ascendente em direção à marca dos 5,5%.

A hegemonia americana e seu enorme mercado nacional ensejaram a construção de um espaço monetário conflitivo Estados Unidos – Ásia - Europa. A inexistência de coordenação ampliou os desequilíbrios e magnificou os riscos implícitos no estilo de crescimento americano, sobretudo depois da recuperação de 2002. Greenspan acenou com uma recuperação apoiada no investimento e nos ganhos de produtividade. Mas, a globalização das cadeias produtivas e a integração financeira à americana estabeleceram uma “separação” entre o consumo e o investimento. A criação de nova capacidade produtiva concentrou-se no arquipélago manufatureiro asiático, enquanto a expansão do consumo concentrou-se, sobretudo, nos Estados Unidos.

O consumo das famílias americanas comandou o espetáculo. Nos últimos cinco anos anteriores à eclosão da crise financeira, o crescimento do consumo “descolou” da evolução da renda, particularmente dos salários e do emprego, e tornou-se cada vez mais dependente do efeito-riqueza e do endividamento.

Sob o crescente predomínio dos Mercados da Riqueza, o consumo e o endividamento das famílias tornaram-se cruciais para as perspectivas de crescimento. Não se trata apenas da completa sujeição das “necessidades” aos imperativos da mercantilização universal. No ciclo recente, o circuito crédito-riqueza-consumo teve como “fundamento”, como já foi apontado acima, a valorização dos imóveis residenciais, avançou com a queda de preços da manufaturas produzidas pelos trabalhadores asiáticos e terminou na superalavancagem dos novos instrumentos financeiros.

Ao fim e ao cabo, o circuito valorização da riqueza-crédito-consumo “criava” poder de compra adicional para as famílias de baixa e média renda, ao mesmo tempo em que as aprisionava no ciclo infernal do endividamento crescente. No topo da pirâmide da distribuição da riqueza e renda, os credores líquidos se apropriavam de frações cada vez mais gordas da valorização dos ativos reais e financeiros.

No mundo comandado pela dinâmica dos mercados da riqueza, os vencedores e perdedores se dividem em duas categorias sociais: 1) os credores líquidos gozam de “tempo livre” e do “consumo de luxo”; 2) os que se tornam dependentes crônicos da ob-

sessão consumista e do endividamento estão permanentemente ameaçados pelo desemprego e obrigados a competir desesperadamente pela sobrevivência.

- **Integração dos mercados e transformações da finança global**

O progresso da desregulamentação financeira comandada por Wall Street foi fundamental para impulsionar a metástase produtiva para o Pacífico dos pequenos tigres e novos dragões. Nos anos 80 e 90 do século 20, o mundo presencia um cataclismo na divisão internacional do trabalho. A Ásia se torna formidável produtora e processadora de peças e componentes baratos (sem exclusão dos bens finais). Conforma-se uma mancha manufatureira, grande importadora de matérias-primas, que pulsa em torno da China, reintegrada ao circuito capitalista desde as reformas do final dos anos 70.

No território dos asiáticos, de mão-de-obra barata, câmbio desvalorizado e abundância de investimento direto estrangeiro, são produzidas as novas manufaturas. O deslocamento das filiais em busca do *global-sourcing* obriga a economia nacional americana a ampliar o seu grau de abertura comercial e a gerar um déficit comercial crescente. Torna-se incontornável acomodar a expansão manufatureira e comercial dos novos parceiros, produzida em grande parte pelo deslocamento do grande capital americano na busca de maior competitividade.

As alterações ocorridas ao longo das três últimas décadas na estrutura da riqueza capitalista e na operação dos mercados financeiros tornaram mais complexa a trajetória das economias e mais contraditória a gestão dos bancos centrais.

O maior peso da riqueza financeira na riqueza total foi acompanhado pela concentração crescente da massa de ativos mobiliários sob controle “coletivista” dos fundos mútuos, fundos de pensão e fundos de hedge. Os administradores desses fundos ganharam poder na definição de estratégias de utilização da “poupança” e do crédito. A abertura das contas de capital suscitou a disseminação dos regimes de taxas flutuantes e o crescimento dos instrumentos de hedge, diante da volatilidade das taxas de juros e câmbio.

A “securitização” dos empréstimos bancários e o uso intenso dos derivativos ampliaram, para o bem e para o mal, o papel das flutuações da liquidez no desempenho dos mercados financeiros. As agências de classificação de risco passam a se envolver com os “classificados”, prestando serviços de aconselhamento e propaganda, ao mesmo tempo em que pretendem exercer o papel de tribunais com legitimidade para julgar a qualidade dos ativos.

A ampliação dos mercados de capitais, ao estimular a colocação direta de papéis de dívida, capturou as empresas mais fortes e mais bem reputadas, deixando para os bancos a clientela de maior risco, empresas frágeis e consumidores tão insaciáveis quanto desinformados. Esses mercados, na visão de seus patrocinadores, teriam a virtude

de combinar as vantagens da melhor circulação das informações, da redução dos custos de transação e da distribuição mais racional do risco.

Os bancos se transformaram em supermercados financeiros. Terminou a separação de funções entre bancos comerciais, de investimento, seguradoras e instituições encarregadas do crédito hipotecário, imposta pelo *Glass-Steagall Act* na crise bancária dos anos 30. Assim foi mais fácil escapar das regras prudenciais, mediante a securitização dos créditos.

Os bancos passaram a “securitizar” recebíveis de todos os tipos, em especial os baseados em empréstimos hipotecários, dívidas de cartões de crédito, mensalidades escolares, em suma, todo tipo de *cash flow* com alguma possibilidade de ser pago pelos devedores finais.

Os bancos trataram de “empacotar” os créditos - os bons, os ruins, os péssimos - e remover a “mercadoria” dos balanços, mediante a criação de *special investment vehicles* (SIV). Os SIV, criaturas dos bancos “autênticos”, não só cumpriam a função de liberar capital próprio das instituições para a garantia de novos empréstimos, como serviram para manter asseadas as carteiras “originárias”. Tais artimanhas contornavam as regras da Basileia que impõem o custo dos requerimentos de capital próprio para a cobertura de riscos.

Os SIV, diz Morris, emitiram *commercial papers* - os *assetbacked commercial papers* - para financiar posições em ativos securitizados. Instrumentos de curto prazo emitidos para “carregar” posições em papéis mais longos, os *commercial papers* são especialmente sensíveis às mudanças nas condições de liquidez dos mercados financeiros. Sendo assim, os bancos estavam obrigados, nos momentos de estresse, a prover liquidez para manter suas criaturas à tona. O colapso de preços dos créditos *subprime* detonou os mercados de *commercial papers* e deixou os bancos em má situação. Ao longo de 2007, o estoque de *commercial papers* declinou de US\$ 1,2 trilhão para US\$ 900 bilhões em novembro.

Nas condições do mercado desregulado e descompartimentado, o *funding* dos *shadow banks* (intermediários financeiros que não recebem depósitos) era fornecido pelos fundos atacadistas dos mercados monetários lastreados em *commercial papers*. Estes papéis de curto prazo sustentavam carteiras longas carregadas de CDO (*collateralized debt obligations*), CMO e outras *securities* que representavam “pacotes” de dívidas hipotecárias, estudantis e derivadas do financiamento de veículos.

Diante da crise em marcha, ou seja, do anúncio de resultados desastrosos e da ameaça de falências em massa, o chamado público e as próprias instituições financeiras ainda solventes e líquidas trataram de sair do risco e correr para os títulos do governo americano. Em tais condições, o Federal Reserve se viu obrigado a garantir diretamente a aquisição de *commercial papers* com o propósito de manter à tona o mercado monetário.

Assim funcionam os mercados da riqueza: a má avaliação do risco torna-se endêmica, sobretudo quando são longos os períodos em que predominam a baixa volatilidade e a inflação bem comportada. “Originados” na concessão de empréstimos hipotecários, os filhotes da criatividade dos mercados eram “carregados” com dívida barata e de curto prazo pelos fundos e bancos-sombra, avaliados pelas agências de classificação de riscos e garantidos pelas seguradoras de crédito.

Os problemas aparecem inevitavelmente quando o risco de inadimplência do devedor não foi bem apurado ou quando os mercados secundários que avaliam diariamente a riqueza mobiliária - títulos de dívida ou direitos de propriedade, como as ações - colocam em dúvida o valor desses ativos amparado no crédito emitido pelos bancos. As perspectivas de perdas e, no limite, da quebra e da falência obrigam os possuidores de riqueza a fazer caixa, vender o que há de melhor e mais líquido no seu portfólio. Subitamente, os mercados de dívida e de direitos de propriedade, antes eufóricos, tornam-se ilíquidos. A queda dos preços afugenta os eventuais compradores dos ativos, impedindo a mão invisível de cumprir o seu papel.

Byron Wien, estrategista-chefe do fundo de hedge Pequot Capital, disparou: “os físicos e matemáticos da finança jogam um monte de equações com pequenas letras gregas na frente das pessoas que administram as firmas de Wall Street. Elas não entendem o que estão fazendo”. É fácil descarregar a culpa sobre os “cientistas da finança”, vítimas da “arrogância dos tolos”, incapazes de compreender as contradições entre demência coletiva e as decisões privadas, típicas dos mercados infectados pela “sabedoria dos espertos”. Suas sofisticadas equações tentam dominar os instintos da manada com os supostos simplificadores dos modelos de risco.

Na verdade, os gestores de portfólios, na sofreguidão de carrear mais recursos sob o seu controle e na ânsia de bater os concorrentes, são compelidos a buscar as melhores performances. Os bancos de investimento multiplicaram os fundos de hedge sob sua administração, abriram espaço em suas carteiras para produtos e ativos de maior risco e montaram estruturas “alavancadas”. Em um ambiente de “estabilidade” de preços e de rendimentos em queda, a busca de ganhos mais alentados levou aos píncaros as relações entre o valor dos ativos “carregados” nas carteiras e o capital próprio das instituições. Equações e letras gregas são mera retórica pseudocientífica para justificar trapalhadas financeiras.

Os bancos centrais e demais autoridades reguladoras estão, portanto, diante de desafios que exigem a revisão da regulamentação. Nos últimos anos foram rápidas e intensas as transformações nas práticas de intermediação, nos métodos e modelos de “precificação” de ativos e dos riscos associados, bem como na hierarquia, nas formas de concorrência e no papel das instituições. Com já foi dito, tais inovações permitiram maior fluidez nas transações, estimularam a securitização gananciosa e a “alavancagem” imprudente. Quando estes agentes são surpreendidos por movimentos bruscos e não

antecipados de preços, as perdas estimadas obrigam à liquidação de posições para cobertura de margem, ampliando desmesuradamente o risco de mercado e o risco de liquidez. Esse roteiro decretou a sina do Bear Stearns e do Lehman Brothers. Estão na fila da insolvência e da estatização (ou pré-privatização?) o Citigroup e o Bank of America, entre outros menos votados.

A crise de liquidez transfigurou-se num pesadelo de insolvências que atingem o conjunto do sistema bancário. Os bancos carregados de ativos depreciados não dispõem de recursos privados para digerir as perdas, ou seja, para recompor níveis de capitalização adequados. Sem a mão visível do governo, entregam-se ao desespero da desalavancagem coletiva, restringindo a oferta de crédito para as famílias e para as empresas não-financeiras, inclusive para aquelas mais bem situadas no ranking de avaliação de riscos.

Torna-se crucial impedir a crise de pagamentos. A rede de pagamentos formada pelo sistema bancário constitui a infraestrutura que facilita o *clearing* e a liquidação de operações entre os protagonistas da economia monetária. Dificuldades nessas instituições, que estão na base do sistema de provimento de liquidez e de pagamentos, se transformam inevitavelmente em transtorno para o conjunto da economia.

A ausência de socorro tempestivo oferecido por um emprestador de última instância leva inexoravelmente à contração do crédito, à ruptura do sistema de pagamentos e à corrida bancária. As autoridades monetárias, representando o interesse coletivo, não podem deixar que prosperem e se aprofundem o processo de contágio, a deflação de ativos e a contração do crédito. É necessário que os bancos centrais estejam dispostos, nestas circunstâncias, a prover abundante liquidez para os mercados em crise.

Diante da paralisia do sistema de crédito é improvável que os pacotes fiscais consigam reanimar a economia em fase de “ajustamento”. Os consumidores “empobrecidos” estão empenhados em recompor a relação desejada riqueza/renda, devendo, para isso, aumentar a poupança corrente. Isto significa que o corte nos gastos de consumo não será modesto, atingindo particularmente os setores que se alimentaram da inflação de ativos e da expansão do crédito, ou seja, os imóveis e os bens duráveis. São exatamente estes setores os que experimentaram maior crescimento relativo na expansão recente.

No caso das empresas, a relação dívida/capital próprio ficou estabilizada no ciclo *recente*, mas a queda do consumo vai certamente comprimir a rentabilidade, piorando o *rating* e desestimulando os gastos de investimento. Essa deterioração do desempenho das empresas não será bem recebida pelos investidores, o que, provavelmente, vai suscitar ulteriores desvalorizações de suas ações. Quanto ao déficit externo, a sua redução rápida (acompanhada da desvalorização do dólar), acarretaria algum alento ao desempenho da economia americana. Mas, num momento de contração do comércio internacional, a tentativa americana de reduzir o déficit externo pode ser desastrosa.

RESENHA

LIVRO : Jacques Atali
Karl Marx ou o espírito do mundo. Rio de Janeiro: ed. Record, 2007.

*Daniel de Mattos Hofling*¹¹

A vida pelo conhecimento; a vida pela humanidade; a vida pelo mundo. É assim que Jacques Atali em “Karl Marx ou o espírito do mundo” define a dedicada, penosa e ingrata, para dizer o mínimo, vida do maior intelectual de todos os tempos.

Minuciosa, rica em detalhes sobre a vida pública e privada de Karl Marx, a biografia é reveladora ao narrar um dos maiores exemplos de perseverança da história, imerso em uma sucessão de desgraças. Nos 65 anos (1818-1883) de existência Marx, cujo intuito era mudar o mundo, definitivamente não teve uma vida digna de sua grandeza.

Desde sempre inquieto e inconformado frente às disparidades econômicas e sociais inerentes ao capitalismo, Marx viveu para desvendar esse sistema objetivando sua superação, o que possibilitaria aos homens a liberdade, igualdade e individualidade impossíveis num mundo classista como o dele (e o nosso). Desejara emancipar a humanidade. Fora um libertário e um democrata. Tinha muito claro que essa liberdade adviria do fim da religião, da aniquilação do trabalho alienante e do desapego ao dinheiro, coisas que praticou com afinco durante toda sua vida “pagando um preço” deveras elevado. Nas palavras do autor, “Marx pensa que a sociedade ideal seria aquela em que qualquer um poderia dedicar-se gratuitamente a todos os ofícios que sentisse capacidade de exercer (...) essa sociedade só será possível (e agora parafraseia Marx) ‘por um salto do reino da necessidade ao reino da liberdade’”.

Entregue jamais ao *modus operandi* da vida cotidiana e alienada que abarca a quase totalidade dos indivíduos, rejeitando qualquer tipo de atividade que o afastasse de seu objetivo, Marx sabia da sua potencialidade e nunca deixou de empreendê-la - ainda que seu perfeccionismo com freqüência a limitasse - à ação intelectual e política (não concebia a separação entre ambas as esferas) visando um mundo melhor. A obstinação por uma teoria global da sociedade que apreendesse sua dinâmica e permitisse sua transformação lhe consumiu a vida toda. Tamanho desejo traduzia-se em comportamentos “irracionais”: noites de estudo em claro, discussões e brigas pela não admissão da ignorância alheia, a não submissão ao trabalho rotineiro e alienado, a

¹¹ Professor da Facamp – Faculdades de Campinas e pesquisador do CESIT/IE/Unicamp.

rejeição à entrega física e psicológica em troca de dinheiro. Por conseguinte, ele e sua família moraram mal, não comeram nem se divertiram o quanto gostariam, ficaram doentes e sofreram perdas irreversíveis. Habitações precárias, frio, tuberculose, tifo e pneumonia foram uma constante em sua família. Dos sete filhos, perdeu três. Desses, os dois meninos com os quais buscava replicar a relação próxima (porém curta) que teve com o pai. No funeral de um deles, contou com a doação de um vizinho para não enterrar o filho descoberto em uma vala comum, visto que seu único casaco estava penhorado para pagar as contas do açougue e da farmácia.

Mesmo diante disso tudo Jenny, sua amada desde sempre, oriunda de uma família nobre e abastada de Treveris, nunca saiu do seu lado e jamais questionou seu trabalho ou “estilo” de vida. Pelo contrário; era ela quem passava a limpo os garranchos do marido e buscava incessantemente contato e retorno com as editoras. Quando possível, buscava estudar para compreender e contribuir na luta pelo mundo. Foi sem dúvida o grande esteio, seguida de longe pelos recursos enviados por Engels, de Marx nesse embate aparentemente sem resultado travado durante toda a vida. Jenny nunca, mesmo diante da miséria, da penúria dos filhos e da possibilidade do filho bastardo de Marx com a criada, questionou a grandeza do trabalho do marido. Sempre, a vida toda, invariavelmente, o apoiou. Marx nunca deixará de reconhecer tal postura. Afora a luta pelo mundo e o amor pelos filhos, Jenny será a coisa mais importante em sua vida. Ele se dividirá, desproporcionalmente, entre lutar pelo bem-estar de Jenny e de seus filhos e mudar o mundo. Esse era o sentido de sua vida.

A riqueza da obra de Atali encontra-se justamente em revelar a indignação de Marx frente aos problemas do mundo e sua obstinação pela mudança concomitantemente às sucessivas penúrias em sua vida privada. Relata, magistralmente, o impasse do pensador entre socorrer a família e salvar o mundo. É verdade que o autor deixa a desejar ao questionar o colossal trabalho de Marx quando afirma que a passagem do valor para preço e a discussão de trabalho produtivo e improdutivo ficaram absurdamente (!) insensatas. Talvez tenha lhe faltado uma leitura mais atenta de “O Capital” ou “Grundrisse”. Pouco importa. Não diminui, em nada, o cuidadoso e detalhado levantamento de documentos, cartas, memorandos e testemunhos relacionados ao principal pensador da história. Importante ressaltar que Atali não perde a oportunidade de associar ao cotidiano da vida de Marx os principais acontecimentos da época, o que transforma o livro em uma valiosa fonte de conhecimento sobre o século XIX.

A admiração por Marx engrandece após a leitura dessa realista e autêntica biografia. Revela um homem, como poucos, que abriu mão da felicidade individual e familiar em prol da humanidade. Sofreu pelos outros. Viveu pelo mundo. Nas palavras do Professor João Manuel Cardoso de Mello, “É a melhor biografia já escrita sobre Marx. Não há dúvida”.