

CINCO EXPLICAÇÕES PARA A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL*

Trevor Evans**

RESUMO

Este artigo, primeiramente, descreve de forma breve o contexto da crise financeira internacional ocorrida em 2007-2008. Em seguida, passa a analisar cinco das principais abordagens que têm sido propostas para explicar a crise: a presença generalizada de incentivos perversos; a política monetária expansionista do Federal Reserve; o impacto dos desequilíbrios globais e o chamado "excesso de poupança" nos países em desenvolvimento; a extensa desregulamentação do sistema financeiro desde a década de 1970; e a tentativa de se gerar um retorno maior sobre todas as formas de capital e as pressões associadas sobre os salários. O artigo conclui com uma breve nota sobre as implicações políticas que decorrem de cada uma destas explicações.

ABSTRACT

This paper first briefly outlines the background to the 2007-08 international financial crisis. It then goes on to examine five of the main approaches that have been put forward to explain the crisis: that widespread presence of perverse incentives; the over-expansionary monetary policy of the US Federal Reserve; the impact of global imbalances and a so-called 'savings glut' in developing countries; the extensive deregulation of the financial system since the 1970s; and the attempt to generate an increasing return on all forms of capital and the associated pressure on wages. The paper concludes with a brief note on the policy implications which follow from each of these explanations.

INTRODUÇÃO

A crise financeira que começou nos Estados Unidos em 2007 e levou à mais profunda recessão global desde a Segunda Guerra Mundial, em 2008 e 2009, é apenas a mais recente em uma longa série de crises e recessões que têm atingido as economias capitalistas. Quedas na reprodução econômica também ocorreram em sociedades pré-capitalistas, mas estas foram principalmente causadas por fatores externos, como guerras ou pragas. Nas economias capitalistas, pelo contrário, as crises têm surgido como resultado do desenvolvimento da economia.¹ Este artigo explicará brevemente, em um primeiro momento, o contexto e as características principais da crise atual e, depois, analisará cinco das principais abordagens para explicá-la.

* Preparado por Christoph Scherrer, Overwien Bernd e Dürmeier Thomas (eds.), *Perspektiven auf die Finanzkrise*, Verlag Barbara Budrich. O autor agradece a Birgit Mahnkopf e Eckhard Hein pelos comentários de apoio.

** Professor no Departamento de Negócios e Economia, na Berlin School of Economics and Law. Contato: Trevor Evans – Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin (Escola de Economia e Leis de Berlim), Badensche Strasse 50-51 – 10825 Berlin. Correio eletrônico: <evans@hwr-berlin.de>.

1. Para detalhes de crises financeiras desde o século XVII, ver Charles Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, 1978.

CAPITALISMO E CRISES

No século XIX, os períodos de prosperidade crescente levaram a investimentos na expansão da produção. Incentivados pelas oportunidades lucrativas, os bancos se depararam com uma crescente demanda por empréstimos. Assim que o crescimento subiu, os salários e outros preços começaram a subir e corroer os lucros. Ao mesmo tempo, o preço dos ativos (ações, terras e mesmo matérias-primas) aumentou e se incentivou a compra especulativa, muitas vezes financiada por empréstimos, o que elevou os preços ainda mais. Em algum momento a bolha nos preços dos ativos estourou e, diante de grandes perdas, os empréstimos bancários se contraíram drasticamente, causando uma grande recessão na produção, no emprego e na renda. A recessão, por sua vez, levou à falência as empresas mais fracas, tornando disponíveis, para outros setores, o trabalho e outros recursos, de modo a preparar a base para o período de expansão seguinte. Tais crises começaram na Inglaterra no início do século XIX, e os ciclos de expansão e crises, então, retornaram em intervalos de aproximadamente dez anos, passando a incluir outros países da Europa Ocidental e os Estados Unidos, à medida que a industrialização foi ampliada na segunda metade do século.

Conforme a escala da indústria e das finanças aumentava, as crises se tornaram cada vez mais ameaçadoras e o Estado começou a intervir na tentativa de amenizar seus impactos. Na segunda metade do século XIX, o Banco da Inglaterra assumiu a função de “emprestador de último recurso”, com o intuito de prevenir que problemas em um banco desencadeassem uma série de falências bancárias.² Isto envolvia disponibilizar empréstimos para bancos que, apesar de serem sólidos, estivessem ameaçados por uma súbita falta de fundos de curto prazo. Os Estados Unidos, embora fossem a maior economia capitalista na virada do século XX, devido à política populista, não tinham um banco central até o Federal Reserve System ser criado em 1913.³

Como é sabido, a crise mais grave começou com a falência do mercado de ações dos Estados Unidos em 1929, e foi seguida por uma onda de falências bancárias entre 1930 e 1932, na qual cerca de um terço dos bancos dos Estados Unidos faliu. Quando o governo Roosevelt tomou posse no início de 1933, imediatamente introduziu uma série de medidas para regular o setor financeiro. O Ato Glass-Steagall (Glass-Steagall Act) introduziu controles rígidos no setor bancário, incluindo os limites das taxas de juros e uma separação jurídica entre

2. Isto foi primeiramente analisado por Walter Bagehot em *Lombard Street. A Description of the Money Market*, 1873 (reimpresso em 1999).

3. Isto aconteceu devido a uma grande crise em 1907, quando o maior investidor privado, J.P.Morgan, assumiu efetivamente o papel de banco central, e preveniu um colapso financeiro. Para uma melhor descrição, ver Lawrence E. Mitchell, *The Speculation Economy. How Finance Triumphed Over Industry*, San Francisco, 2007.

os bancos comerciais (que aceitam depósitos e fazem empréstimos) e bancos de investimento (que aconselham e realizam transações com títulos e ações). Pouco tempo depois, a Securities and Exchange Commission (Comissão de Títulos e Câmbio) foi criada para regular os mercados de valores mobiliários.

O período que se seguiu à introdução destes controles sobre o sistema financeiro foi caracterizado por um grau incomum de estabilidade financeira. De 1940 até o início dos anos 1970, os Estados Unidos – e os outros grandes países capitalistas, que também tornaram mais rígidas a regulamentação de seus setores financeiros – não experimentaram qualquer crise financeira grave.⁴ Este período de estabilidade financeira foi, além disso, associado a um aumento constante no padrão de vida da população. Na ausência de graves recessões, o desemprego manteve-se excepcionalmente baixo, enquanto os salários reais aumentaram e o fornecimento de serviços sociais foi ampliado.

O REAPARECIMENTO DO SETOR FINANCEIRO

Após a Segunda Guerra Mundial, quando as famílias dos Estados Unidos tinham acumulado grandes economias, os bancos dos Estados Unidos adquiriram reservas substanciais de depósito e não experimentaram leis rigorosas, como uma séria limitação nas suas atividades.

No final dos anos 1960, no entanto, isto começou a mudar e os bancos começaram a pedir fortes mudanças.

Primeiro, os bancos iniciaram um processo de inovação financeira, desenvolvendo novos instrumentos que não foram expressamente proibidos pelos regulamentos em vigor. O primeiro deles foi a criação do certificado de depósito, em 1966. Porque este foi, em termos legais, um certificado comercializável e não um depósito bancário, ele permitiu aos bancos atrair fundos oferecendo taxas de juros acima do limite legal estabelecido pelo governo. Nos anos seguintes, as inovações tornaram-se cada vez mais complexas, em parte para contornar as leis, mas, também, para obscurecer deliberadamente os riscos envolvidos.

Um segundo desenvolvimento importante foi a internacionalização do sistema bancário dos Estados Unidos. No final dos anos 1960, os bancos dos Estados Unidos começaram a abrir sucursais na Europa, principalmente em Londres, e isto se expandiu rapidamente no decorrer dos anos 1970.⁵ Os grandes bancos dos Estados Unidos foram, em parte, seguindo os seus grandes clientes corporativos dos Estados Unidos, que tinham começado a investir na Europa

4. A única crise bancária neste período aconteceu no Brasil, em 1962.

5. O número de bancos dos EUA com filiais em outros países cresceu de oito, em 1960, para 130, em 1980, (M. Mizuchi e G. Davis, *The globalization of American banking, 1962 to 1981*, Frank Dobbin (ed.), *The Sociology of the Economy*, Nova Iorque, 2003).

Ocidental nos anos 1960. Mas a expansão das agências bancárias dos Estados Unidos em Londres também foi fortemente motivada por um desejo de operar fora das restrições das autoridades regulatórias dos Estados Unidos, especialmente para contornar as restrições sobre saídas de capital, que foram reforçadas em meados da década de 1960.⁶

O terceiro desenvolvimento significativo foi um processo de desregulamentação financeira. Confrontadas com os processos de inovação e internacionalização, as autoridades dos Estados Unidos enfrentaram uma escolha difícil: atualizar seriamente o quadro regulatório ou reconhecer que os bancos cada vez mais burlariam as regras existentes. De fato, houve pouquíssima discussão. Com forte pressão das instituições financeiras, e uma sob clima político e ideológico que tinha oscilado em direção a uma crença na capacidade de autorregulação dos mercados privados, o governo dos Estados Unidos iniciou um processo paulatino para eliminar as restrições sobre o setor financeiro.

CAPITALISMO DIRIGIDO PELAS FINANÇAS

Por volta do início dos anos 1980, é possível identificar uma nova fase do capitalismo dos Estados Unidos, muitas vezes chamada, devido ao papel central ocupado pelo setor financeiro, de capitalismo dirigido pelas finanças.⁷ Muitas das características desta nova fase tomaram forma ao mesmo tempo na Grã-Bretanha sob o governo Thatcher, e seguiram, embora de forma mais moderada, na França e na Alemanha desde os anos 1990. Alguns dos principais desdobramentos financeiros estão listados a seguir.

Primeiramente, como resultado do processo de inovação e de desregulamentação, houve um crescimento enorme do setor financeiro. Isto envolveu o crescimento das instituições financeiras, sobretudo de grandes bancos, mas também de instituições financeiras não bancárias, incluindo fundos de pensão e de investimentos (conhecidos como fundos mútuos nos Estados Unidos), e instituições mais especulativas, como os fundos de garantias e fundos de equidade privados; implicou o desenvolvimento de uma série de novos instrumentos financeiros, envolvendo ações complexas e instrumentos especulativos, tais como os derivativos; e incluiu uma maior expansão dos mercados financeiros.

Em segundo lugar, o fortalecimento do setor financeiro resultou em pressão sobre as empresas não financeiras do setor industrial e comercial no

6. A principal medida foi a taxa de equalização de juros, introduzida em 1963 para desestimular as empresas estrangeiras a levantar capital no mercado de títulos dos Estados Unidos, e o Programa de Restrição de Crédito Voluntário, introduzido em 1965 para desencorajar os bancos dos Estados Unidos de financiar os investimentos de empresas estadunidenses em outros países.

7. Para a discussão dessa nova fase, ver os ensaios de Gerald Epstein (eds.), *Financialisation and the World Economy*, Cheltenham, 2005.

sentido de darem prioridade à obtenção do maior retorno financeiro possível para os acionistas – a busca do “valor do acionista”. Se as empresas não conseguissem sustentar o pagamento de dividendos elevados aos acionistas, corriam o risco de os grandes investidores institucionais venderem as suas participações. Se os preços das ações caíssem significativamente, a empresa corria o risco de sair do mercado. Para se protegerem contra isto, as empresas entraram em repetidas rodadas de racionalização, terceirizando o trabalho, fechando as unidades menos eficientes, e reduzindo custos – especialmente os custos salariais – sempre que possível.

Em terceiro lugar, as empresas não financeiras – confrontadas com a pressão para aumentar os seus rendimentos – começaram a se envolver em investimentos financeiros que pareciam oferecer um retorno maior do que o obtido dos investimentos nas suas linhas de negócios prévias. Deste modo, conforme as empresas não financeiras aumentavam as suas participações de ativos financeiros, o investimento em capital fixo (máquinas, equipamentos e edifícios) tendia a ser mais fraco do que no período inicial do pós-Guerra e, como resultado, gerava menos empregos.

Esta nova fase do capitalismo parecia ser muito bem-sucedida para as corporações nos Estados Unidos. Desde o início de 1980 até 2007, a ação de lucros corporativos na renda nacional dos Estados Unidos aumentou constantemente, chegando a um nível visto pela última vez em meados dos anos 1960.⁸ O setor financeiro beneficiou-se, particularmente, com a sua ação de lucros totais pré-impostos aumentando de cerca de 15% no início dos anos 1980 para cerca de 35% nos anos anteriores à crise que estourou em 2007.⁹ No entanto, isto foi associado com uma pressão implacável sobre os salários e, na prática, o crescimento econômico nos Estados Unidos a partir do início de 1980 foi altamente dependente da expansão do crédito e do crescimento de bolhas especulativas nos preços dos ativos. Apesar do compromisso do governo com o capitalismo de livre mercado, cada vez que o modelo hesitou, o Federal Reserve adotou uma política monetária altamente expansiva para evitar uma grave recessão e crise.

Na década de 1980, o desenvolvimento financeiro mais marcante foi o uso extensivo das chamadas *junk bonds* (obrigações especulativas) para financiar uma grande onda de aquisições corporativas. Comparados com as obrigações de classe industrial emitidas pelas empresas mais conhecidas, havia um maior risco de que estes títulos não fossem pagos de volta, mas eles ofereciam uma taxa de retorno mais atraente e demonstraram ser altamente rentáveis para os bancos de investimento, que administravam as suas emissões. Em 1989, porém, depois de vários anos de empréstimos excessivos, os bancos reduziram bruscamente

8. Ver Paul Lally, Andrew Hodge e Robert Corea, Returns of Domestic Nonfinancial Business, *Survey of Current Business*, Departamento de Comércio dos Estados Unidos, maio de 2008.

9. Escritório de Assuntos Econômicos dos Estados Unidos, *National Income and Product Accounts*, tabela 1.14.

a expansão de novos empréstimos e a expansão econômica chegou ao fim. O Federal Reserve conseguiu amenizar o impacto da crise mediante a adoção de uma política monetária extremamente expansiva, e as taxas de juros foram mantidas baixas por vários anos.

Na segunda metade da década de 1990, a economia dos Estados Unidos experimentou uma nova expansão, que foi impulsionada pelo *boom* da tecnologia da informação (TI). O aumento dos lucros e um forte crescimento dos empréstimos alimentaram um investimento crescente em novas tecnologias e levaram a uma grande bolha nos preços das ações. As famílias com participações de ações diretas ou indiretas experimentaram o “efeito riqueza”, e faziam empréstimos para financiar o aumento do consumo. Esta situação chegou ao fim quando a bolha do preço das ações estourou no início dos anos 2000, levando a um colapso dos preços, que foi comparável com aquele que se sucedeu à famosa quebra da bolsa em 1929. No entanto, se por um lado isto levou a uma recessão em 2001, por outro o Federal Reserve voltou a ser capaz de limitar o impacto da crise por meio da adoção de uma política monetária altamente expansionista, e as taxas de juros foram mantidas excepcionalmente baixas por vários anos.¹⁰

Entre 2002 e 2007, a economia dos Estados Unidos registrou uma nova expansão, desta vez impulsionada principalmente por um *boom* nos preços de habitações. As instituições financeiras expandiram agressivamente os seus empréstimos hipotecários, incluindo empréstimos destinados a famílias de baixa renda por intermédio das chamadas hipotecas *subprime*. Como resultado da desregulamentação financeira, estas instituições ficaram sujeitas a condições mais brandas do que nas hipotecas tradicionais, embora as taxas de juros fossem significativamente altas.¹¹ Como o aumento da demanda elevou os preços das habitações, muitas famílias tomaram empréstimos diante do aumento do valor das suas casas, e estes foram então usados para financiar o aumento do consumo. Embora os salários tenham se mantido praticamente estagnados, o aumento nos gastos de consumo foi capaz de impulsionar o crescimento econômico nos Estados Unidos durante vários anos. Mas quando a bolha de preços das casas estourou em 2007, toda a situação foi desvendada, detonando a crise financeira mais grave desde a década de 1930.

10. A principal taxa de juros do Federal Reserve foi rapidamente reduzida de 6,5% em janeiro de 2001 para 1% em 2003 e 2004.

11. Enquanto uma taxa de juros numa hipoteca padrão de 30 anos era de 5 a 6%, numa hipoteca de risco poderia ser de 10%. Ver Robert B. Avery, Kenneth P. Brevoort e Glenn B. Canner, *The 2006 HMDA Data*, Federal Reserve Bulletin, vol. 93, dezembro de 2007.

TITULARIZAÇÃO

A crise foi desencadeada pela insuficiência de instrumentos financeiros criados para financiar o crescimento dos empréstimos hipotecários. Em 1988, um acordo internacional conhecido como Acordo de Basileia determinou que os bancos deveriam manter reservas de capital equivalentes a 8% de seus empréstimos.¹² Isto para assegurar que, se os empréstimos não fossem pagos, as reservas de capital forneceriam ao banco uma reserva para absorver os prejuízos, sem conduzi-lo à falência. No entanto, um efeito desta regulação foi incentivar um processo conhecido como titularização, por intermédio do qual os bancos teriam um grande número de empréstimos (no caso das hipotecas, normalmente milhares), e criariam uma obrigação que poderia ser vendida no mercado de capitais para um investidor financeiro. Desta forma, um banco poderia ganhar comissões e, removendo os empréstimos dos seus registros, evitaria encurtar o seu capital na vida das hipotecas. Em troca, o investidor recebia os pagamentos de juros e de capital dos devedores das hipotecas.¹³

Títulos lastreados em hipotecas também foram criados por agregação de um grande número de hipotecas *subprime* (créditos de risco), mas, devido ao fato de os pagamentos a estes serem, em grande parte, dependentes das famílias de baixa renda, muitas com emprego irregular, eles foram considerados mais arriscados do que outras formas de títulos. Os maiores bancos de investimento de Nova Iorque desenvolveram, então, um negócio altamente lucrativo, tomando os títulos iniciais e criando novos títulos altamente complexos conhecidos como obrigações de dívida garantida, em que os direitos a reembolsos eram divididos em *parcelas*. O detalhe de como estes instrumentos foram construídos era extremamente complicado – de fato, um dos objetivos era precisamente encobrir os riscos subjacentes envolvidos –, mas o princípio geral foi o seguinte. A primeira ou a parcela mais antiga tinha preferência no reembolso pelos mutuários de hipotecas. Pela dedução de que, mesmo entre as famílias de baixa renda, certa proporção sempre seria paga, esta parcela foi considerada muito segura, mas dava menor retorno. Uma vez que os reembolsos aos detentores das parcelas preferenciais tinham sido cumpridos, os titulares da segunda parcela, ou mezanino, receberiam os reembolsos. Estas foram consideradas um pouco mais arriscadas, e esta parcela, portanto, oferecia uma taxa ligeiramente mais elevada de retorno. A parcela mais baixa, ou de capital próprio, só receberia reembolsos quando as outras parcelas tivessem sido pagas. Se alguma das famílias não cumprisse com os seus pagamentos, os titulares desta parcela teriam de arcar com as perdas. Como esta fração oferecia mais risco, uma maior taxa de retorno foi oferecida aos investidores.

12. A taxa foi menor para algumas formas de empréstimos, que foram consideradas de baixo risco.

13. Para uma descrição do desenvolvimento da titularização e de seu papel na crise, veja Gillian Tett, *Fool's Gold*, Londres, 2009.

A titularização foi amplamente aclamada pelos economistas ortodoxos, que argumentaram que, ao se dispersar o risco de perdas entre um grande número de investidores, os investidores tornaram-se capazes de selecionar o nível de risco e ele lidar com isto, e o sistema financeiro como um todo se tornou mais estável. No entanto, muitos dos grandes bancos seguraram alguns dos títulos mais arriscados, em parte, atraídos pela alta rentabilidade que pagavam. Além disso, estas participações foram muitas vezes financiadas por fundos de empréstimo a curto prazo, a taxas de juros menores que as de outras instituições financeiras. Por um tempo, era um investimento altamente rentável. De fato, foi tão atraente que muitos bancos europeus – incluindo o Landesbanken, um banco público alemão – começaram, também, a investir em títulos de hipoteca dos Estados Unidos. No entanto, quando a bolha imobiliária estourou e os preços começaram a cair, o valor dos títulos hipotecários e seus complexos derivados começaram a cair vertiginosamente.

O INÍCIO DA CRISE

A crise começou em agosto de 2007.¹⁴ A causa imediata foi que os bancos não conheciam a extensão das perdas sofridas pelos outros bancos com relação aos títulos hipotecários e, a fim de evitar o risco de não serem reembolsados, os bancos pararam de emprestar uns aos outros. Como resultado, o mercado monetário interbancário – onde os bancos emprestam e tomam emprestados entre si recursos de curto prazo –, que é fundamental para o funcionamento de um sistema bancário moderno capitalista, secou. Isto aconteceu quase simultaneamente nos Estados Unidos e na Europa, e tanto o Federal Reserve como o Banco Central Europeu reagiram imediatamente bombeando grandes quantidades de dinheiro nos mercados monetários interbancários dos Estados Unidos e da Europa. Mas, ainda que esta resposta rápida tenha impedido um colapso completo no mercado monetário, os empréstimos interbancários permaneceram seriamente ameaçados e, por sua vez, o crédito bancário para as empresas comerciais e industriais foi reduzido substancialmente. Nos meses seguintes, os bancos centrais dos Estados Unidos, da zona do euro, da Grã-Bretanha e da Suíça repetidamente bombearam fundos adicionais em seus sistemas bancários, mas a situação continuou a se deteriorar quando os títulos hipotecários dos Estados Unidos continuaram a se desvalorizar, aumentando a escala de perdas dos bancos. Um sinal da situação de deterioração foi a falência do Bear Stearns, um dos principais bancos de investimento de Nova Iorque, em março de 2008.

A crise aprofundou-se dramaticamente em setembro de 2008. No início do mês, a Fannie Mae e a Freddie Mac, as duas mais importantes agências de empréstimos hipotecários semipúblicas dos Estados Unidos, enfrentaram sérios

14. Ver Evans (2009).

problemas e precisaram de grande apoio financeiro do governo. A principal consequência foi o colapso em meados de setembro do grande banco de investimento de Nova Iorque, o Lehman Brothers, que tinha estado profundamente envolvido na construção dos títulos hipotecários complexos. As autoridades dos Estados Unidos afirmaram que, uma vez que o Lehman era um banco de investimento (que trata de valores mobiliários), e não um banco comercial (que aceita depósitos e está protegido pelo Banco Central), não podiam legalmente intervir. Mas está claro que o governo decidiu mostrar às grandes instituições financeiras que estas não podiam contar sempre com o seu respaldo. A forma como o fez, porém, revelou-se um grande erro de julgamento.

O colapso do Lehman Brothers gerou uma cadeia de falências de outras grandes financeiras – incluindo a American International Group, a maior seguradora do mundo – que adquiriram grandes responsabilidades em duvidosos títulos hipotecários. Ele também levou a uma aguda instabilidade da crise no mercado monetário interbancário, o que resultou em um colapso quase total dos empréstimos bancários nos Estados Unidos, mesmo para as empresas renomadas. Finalmente, no início de outubro, a crise atingiu os mercados internacionais de ações, que perderam cerca de 20% do seu valor em uma semana, nos Estados Unidos, na Europa e até mesmo na Ásia, que, até aquele momento, tinha sido pouquíssimo atingida.

No final da segunda semana de outubro, em meio a um ponto de vista oficial disseminado de que o sistema financeiro internacional estava à beira do colapso, os governos dos Estados Unidos e dos principais países europeus, incluindo Grã-Bretanha, França e Alemanha, anunciaram planos para investir capital diretamente nos bancos à beira da falência. Isto representou, na prática, uma nacionalização parcial do sistema bancário, e nos Estados Unidos o governo se tornou o principal proprietário dos dois maiores bancos, o Citibank e o Bank of America. Ao mesmo tempo, ao tornar disponível o capital, o governo também anunciou planos para oferecer garantias para empréstimos interbancários na esperança de que isto levaria a um retorno dos empréstimos.¹⁵ No entanto, embora a intervenção estatal coordenada tenha evitado uma cadeia de falências financeiras, foi incapaz de impedir o colapso dos empréstimos bancários, nos Estados Unidos ou na Europa.

A RECESSÃO GLOBAL

Os vários anos de forte crescimento econômico nos Estados Unidos chegaram ao fim em 2007, quando as famílias já não eram capazes de financiar um novo aumento no consumo por meio de empréstimos, devido ao aumento dos preços dos imóveis. Quando o crédito bancário se esgotou, em outubro de 2008, na

15. Para detalhes, ver Banco Central Europeu, Medidas tomadas pelos governos da zona do euro para apoiar o setor financeiro, *Monthly Bulletin*, abril de 2010, p. 75-90.

sequência da falência do Lehman Brothers, o investimento caiu abruptamente, e os Estados Unidos foram atingidos pela sua mais grave crise desde 1930. No último trimestre de 2008 e no primeiro trimestre de 2009, a produção e o emprego nos Estados Unidos caíram de forma abrupta, e o impacto da crise foi transmitido ao resto do mundo.¹⁶

A crise foi transmitida para a Europa Ocidental por meio de dois canais principais. Primeiramente, o crescimento na Europa antes da crise tinha sido fortemente dependente das exportações, em grande parte impulsionadas direta ou indiretamente pela demanda dos Estados Unidos. A queda na demanda dos Estados Unidos, agravada por um colapso de crédito comercial, levou a um declínio de cerca de 20% nas exportações europeias. A Alemanha, onde o crescimento tinha estado especialmente dependente das exportações, foi particularmente afetada. Em segundo lugar, assim como nos Estados Unidos, a economia europeia foi atingida por uma forte redução na disponibilidade de crédito bancário, em um momento em que os bancos europeus esforçavam-se para lidar com grandes perdas nos títulos imobiliários dos Estados Unidos. Como consequência, a produção econômica dos membros mais antigos da União Europeia caiu 4,4% no último trimestre de 2008 e no primeiro trimestre de 2009.¹⁷

O impacto da crise em grande parte da Europa Oriental e na região do Báltico foi ainda mais grave. Muitos países tinham grandes déficits de conta corrente e, antes de 2007, haviam sido capazes de financiar os déficits a taxas de juros relativamente favoráveis por meio de empréstimos no mercado internacional de capitais. No entanto, uma vez que a crise começou em 2007, este financiamento foi interrompido, deixando os países com um grande problema. Além disso, a maioria destes países não se beneficiaram da proteção de serem membros da zona euro, e também enfrentaram o perigo de uma crise monetária. Assim, a Hungria e a Letônia foram forçadas a recorrer ao Fundo Monetário Internacional (FMI) para apoio emergencial, e foram obrigadas a introduzir grandes cortes nas despesas públicas, incluindo os gastos com salários e pensões.¹⁸ A crise foi transmitida para os países asiáticos, incluindo Japão e China, especialmente devido à queda na demanda por exportações de manufaturados, com uma queda em 50% nas exportações do Japão. Muitos pequenos exportadores asiáticos sofreram com um colapso na demanda por produtos semiacabados.

Como resultado de uma redução drástica da produção industrial nos Estados Unidos, na Europa e na Ásia, a demanda por energia e outras matérias-primas

16. O produto interno bruto (PIB) real dos Estados Unidos diminuiu em 3% no último trimestre de 2008 e no primeiro de 2009 (Escritório de Assuntos Econômicos dos Estados Unidos, *National Income and Product Accounts*, tabela 1.1.1).

17. Ver a tabela do Eurostat tet20002 para o comércio e a tabela teina011 para o crescimento.

18. Os países bálticos foram os mais afetados, com o PIB caindo em 2009 até 18% na Letônia, 14,8% na Lituânia e 14,1% na Estônia (Eurostat, tabela tsieb020).

diminuiu drasticamente, levando a uma queda acentuada nos preços da maioria das *commodities* primárias, incluindo o preço do petróleo. Consequentemente, os exportadores de petróleo, como Rússia, os países do Oriente Médio e a Venezuela, tiveram uma queda acentuada na sua renda, assim como os exportadores de produtos agrícolas e minerais na América Latina e na África. Finalmente, alguns dos mais pobres do mundo foram afetados pela crise mediante uma diminuição do emprego dos trabalhadores imigrantes e uma queda das remessas que conseguiam enviar para suas famílias nos seus países de origem. Isto foi particularmente acentuado para os trabalhadores imigrantes nos Estados Unidos vindos do México e da América Central, mas também afetou muitos outros trabalhadores imigrantes de outras partes da América Latina, da Ásia e da África.

RESPOSTAS DO GOVERNO

A queda acentuada na produção nos Estados Unidos e na Europa chegou ao fim na primavera de 2009. Na segunda metade do ano, a produção começou a se recuperar lentamente, embora tenha permanecido abaixo do nível alcançado antes do início da crise. A recuperação foi ajudada por estímulos governamentais significativos. Nos Estados Unidos, uma das primeiras medidas de Obama, ao assumir o governo no início de 2009, foi avançar com um programa de US\$ 789 bilhões de aumento das despesas e de cortes de impostos, cerca de 3% do produto interno bruto (PIB) em 2009 e 2010. Na Europa, houve apelos para uma expansão fiscal coordenada, principalmente do governo francês. Apesar de a Alemanha se opor a esta medida, muitos países posteriormente introduziram programas nacionais. O programa introduzido na Alemanha, no valor de cerca de 2,5% do PIB durante dois anos, foi um dos maiores.

Os programas governamentais têm compensado, pelo menos em certa medida, o colapso dos gastos das empresas privadas. No entanto, estes programas, juntamente com grandes somas gastas no apoio ao setor financeiro e uma grande queda de receitas fiscais, levaram a grandes déficits orçamentários e ao aumento dramático do endividamento dos principais Estados capitalistas. Como resultado, a produção estabilizou-se, enquanto o foco da crise passou para a capacidade dos governos de financiar os seus empréstimos. O governo dos Estados Unidos, por cerca de 30 anos, contou com grandes fluxos de capital estrangeiro para ajudar a financiar o seu déficit orçamental, mas os maiores detentores da dívida dos Estados Unidos, como o governo chinês, indicaram que têm dificuldade em acumular cada vez mais dívida dos Estados Unidos. Na zona do euro, apesar do endividamento sem precedentes em tempos de paz, os países mais fortes ainda são capazes de financiar empréstimos substanciais, embora os países com um grande déficit na conta corrente no sul da Europa tenham enfrentado maiores dificuldades. Na primavera de 2010, a Grécia –

embora membro da zona do euro – só foi capaz de fazer empréstimos a taxas de juros em torno de duas vezes aquelas pagas pela Alemanha, e foi forçada a buscar apoio de emergência de outros países da área do euro e do FMI. Pouco depois, a ameaça de que problemas semelhantes pudessem se espalhar para outros países, especialmente Portugal e Espanha, obrigaram os governos da zona do euro a concordar com a criação de um fundo de € 440 bilhões, sem precedentes, para prestar suporte aos Estados membros.¹⁹ Como resultado da pressão para reduzir os déficits orçamentários, Irlanda, Grécia, Espanha e Portugal foram obrigados a cortar gastos públicos, incluindo os gastos com salários e pensões. No momento em que se escreve este artigo, estão sendo preparados cortes nos gastos sociais no Norte da Europa.

Apesar das expectativas no auge da crise, os governos têm demorado a tomar medidas para travar o setor financeiro. Após a ameaça de colapso financeiro recuar no início de 2009, a pressão para introduzir reformas substanciais diminuiu. De fato, muitos dos bancos dos Estados Unidos que sobreviveram à crise começaram a obter grandes lucros novamente. As ações de mercado dos maiores bancos aumentaram, e eles conseguiram se beneficiar do financiamento dos bancos centrais com taxas de juros excepcionalmente baixas. Mais genericamente, apesar de o modelo do capitalismo conduzido pelas finanças parecer desacreditado no auge da crise, tanto nos Estados Unidos quanto na Europa, os governos voltaram a políticas que eram em muitos aspectos semelhantes às que tinham implementado antes da crise. Nos Estados Unidos, isto envolve esforço para promover uma retomada dos gastos dos consumidores, enquanto na Europa – e especialmente na Alemanha – os governos depositaram as suas esperanças em uma renovada expansão das exportações.

O setor financeiro opõe-se, naturalmente, à introdução de medidas que restrinjam severamente suas atividades e, nos Estados Unidos, os grandes bancos tiveram várias discussões para pressionar o Congresso.²⁰ No entanto, além da pressão que o setor financeiro pode fazer, as respostas políticas têm sido moldadas pelas compreensões dominantes do que deu errado.

O PAPEL DOS INCENTIVOS

Uma das abordagens mais aceitas para explicar a crise enfatiza o papel dos incentivos perversos. Há numerosos exemplos disso. Em primeiro lugar, o pessoal de vendas, que passava de porta em porta nos bairros pobres negociando

19. Este montante fazia parte de um pacote mais amplo, que totalizava € 750 bilhões e incluía um adicional de € 60 bilhões para um programa de ajuda na balança de pagamentos aos Estados membros da União Europeia, mais € 250 bilhões a serem disponibilizados pelo Fundo Monetário Internacional.

20. Ver, por exemplo, Binyamin Appelbaum e Eric Lichtblau, *Banks Lobbying Against Derivatives Trading Ban*, *New York Times*, 9 de maio de 2010.

hipotecas de risco, era pago pelo número de clientes que conseguia inscrever. Estes vendedores ofereciam taxas muito baixas de pagamento inicial (“taxas *teaser*”, que sequer cobrem o custo dos juros), e não tinham incentivos para verificar a renda das pessoas ou para salientar que os reembolsos aumentariam significativamente após um ou dois anos (quem lê as letras pequenas?).

Em segundo lugar, os bancos que originaram as hipotecas não pretendiam mantê-las em seus próprios registros, mas sim juntar um grande número de tais empréstimos e vendê-los como garantia para um investidor financeiro, como um fundo de pensões ou um fundo de investimentos. O objetivo dos bancos era, portanto, gerar o maior número possível de hipotecas, e não verificar cuidadosamente se os detentores de hipotecas seriam capazes de arcar com os pagamentos.

Em terceiro lugar, os bancos de investimento que pegaram os primeiros títulos lastreados de hipotecas, e depois os fatiaram para criar obrigações de dívida altamente complexas, geraram grandes lucros com as taxas. Os banqueiros que colocaram estes instrumentos em funcionamento foram recompensados com generosos bônus – que podiam ser de milhões de dólares por ano –, os quais geralmente eram pagos no próprio ano de criação dos instrumentos, independentemente da forma como eles se apresentariam no futuro.

Finalmente, as agências de classificação, em cuja avaliação de risco a maioria dos investidores confiaram ao decidir comprar um título complexo insondável, foram confrontadas com um grave conflito de interesses. As agências são empresas com fins lucrativos, e no auge do *boom* da habitação uma parte significativa dos seus lucros foi gerada classificando títulos hipotecários complexos. Na verdade, foram disponibilizados apenas dados limitados para avaliar os riscos (as hipotecas de risco eram muito novas), e as agências tinham um incentivo para fornecer uma avaliação favorável, a fim de assegurar que os bancos de investimento não levassem o seu negócio rentável para outra agência.

Grande parte da discussão oficial das reformas, tanto nos Estados Unidos quanto na Europa, tem-se preocupado com a forma de corrigir esses padrões de incentivos. Os banqueiros têm sido amplamente criticados por sua ganância, que, de fato, assumiu proporções gigantescas, e seus bônus vieram de um exame específico. No entanto, a ganância não é algo inteiramente novo para o capitalismo, e a importância das motivações individuais e dos incentivos perversos só podem ser entendidos no contexto de desenvolvimentos econômicos mais amplos.

POLÍTICA DAS TAXAS DE JUROS DOS ESTADOS UNIDOS

Uma segunda abordagem para explicar a crise, apresentada por alguns economistas e muito discutida nos círculos políticos europeus – especialmente o alemão –, é o argumento de que o Banco Central dos Estados Unidos manteve as taxas de juros

exageradamente baixas durante muito tempo entre 2001 e 2004.²¹ De acordo com este ponto de vista, as taxas de juros baixas foram o fator chave que propiciou um forte crescimento dos empréstimos hipotecários e levou à bolha de preços dos imóveis que causou a crise.

A baixa taxa de juros nos Estados Unidos fez os empréstimos hipotecários mais atraentes e, realmente, permitiu a muitas famílias pobres comprar uma casa pela primeira vez.²² No entanto, a crítica da política de taxas de juros dos Estados Unidos não reconhece que todo o padrão de crescimento do país desde a década de 1980 tem sido reiteradamente dependente de ataques da política monetária altamente expansiva e que, sem tais medidas, o setor financeiro certamente teria sofrido crises mais graves em 1990 e, sobretudo, em 2001.

Após muitos empréstimos para se financiar a onda de fusões e aquisições na década de 1980, os bancos reduziram bruscamente o crédito adicional em 1989, e o Federal Reserve, sob seu novo presidente, Alan Greenspan, reagiu reduzindo drasticamente a taxa de juros, que foi mantida baixa de 1990 a 1994. Isto aliviou a pressão sobre os maiores bancos e, embora muitos bancos de poupança tenham precisado ser resgatados neste momento, uma crise financeira significativa foi evitada.²³ Além disso, a crise de crédito, não obstante tenha levado a uma breve recessão em 1990, foi notavelmente branda. Embora o crescimento do emprego tenha sido interrompido por vários anos, a política monetária altamente expansiva desempenhou um papel fundamental na criação das condições para um novo período de expansão.²⁴

Na segunda metade da década de 1990, quando a economia dos Estados Unidos registrou o maior crescimento em duas décadas, o mercado de ações disparou. No seu auge, foi pela maioria dos critérios sobrevalorizado como em 1929, mas quando a bolha estourou em 2000 não teve um impacto tão devastador quanto o choque anterior, e isto se deveu principalmente à resposta do Banco Central – que, ao reduzir dramaticamente as taxas de juros de 2001 a 2003, novamente aliviou a pressão sobre as principais instituições financeiras e evitou uma grande crise financeira. Embora tenha havido uma recessão em 2001,

21. Para uma demonstração mais detalhada dessa visão, ver John B. Taylor, *Getting Off Track. How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Institution Press, 2009. Taylor foi arquiteto da influente regra de Taylor, que propõe uma fórmula simples para guiar a política monetária dos bancos centrais. Trabalhou como secretário assistente do Tesouro no primeiro governo de G. W. Bush, no momento em que a bolha estava se desenvolvendo.

22. A proporção de compradores afrodescendentes, hispânicos e mulheres era muito maior entre os mutuários de hipotecas de risco do que nas hipotecas padrão (ver Robert B. Avery, Kenneth P. Brevoort e Glenn B. Canner, The 2006 HMDA Data, *Federal Reserve Bulletin*, vol. 93, dezembro de 2007).

23. Muitas associações de poupança e empréstimo haviam tido grandes perdas em investimentos especulativos na sequência da sua liberalização no início dos anos 1980. O apoio do governo, estimado em cerca de US\$ 150 bilhões, foi grande na época, mas desde então foi diminuído com a crise mais recente.

24. O principal canal por meio do qual isto se operou foi tornar os Estados Unidos menos atrativos para os investidores financeiros, para que o dólar enfraquecesse, fazendo com que as exportações dos Estados Unidos ficassem significativamente mais competitivas.

como em 1990, ela foi breve e suave. Quando a expansão prosseguiu em 2002, foi conduzida quase exclusivamente pelo aumento do consumo e, com salários estagnados, foi principalmente financiada por empréstimos – desta vez apoiados na alta dos preços residenciais.

O fato de os formuladores de políticas europeus terem se voltado sobre os supostos erros da política monetária dos Estados Unidos também ignora que o crescimento econômico europeu – e, sobretudo, alemão – no período de 2002 a 2007 dependeu, em muitos aspectos, da política expansiva dos Estados Unidos. Na Alemanha, onde os salários estavam estagnados, o crescimento econômico foi amplamente dependente do aumento das exportações, enquanto o crescimento da demanda mundial foi impulsionado, principalmente, pelo aumento da demanda financiada pelo crédito dos consumidores dos Estados Unidos.

DESEQUILÍBRIOS GLOBAIS

Uma terceira abordagem para analisar a crise identifica a origem do problema não nos Estados Unidos, mas nos países em desenvolvimento, em particular os países asiáticos exportadores, que possuem contas correntes superavitárias.²⁵ Esta visão tem desfrutado de ressonância considerável nos círculos oficiais dos Estados Unidos. A base para a abordagem é que o “excesso de poupança global” provocou um grande influxo de capitais para os Estados Unidos, e que isto contribuiu para a bolha nos preços das ações no final dos anos da década de 1990 e, após o fim do *boom* de TI, levou a baixas taxas de juros de longo prazo, o que, por sua vez, acarretou a bolha dos preços no mercado imobiliário.

Os Estados Unidos têm tido déficits em conta corrente desde o início de 1980. O tamanho do déficit aumentou expressivamente a partir da década de 1990, e isto só foi possível por causa da grande contrapartida de influxos de capital para os Estados Unidos. A capacidade dos Estados Unidos para financiar este déficit esteve estreitamente relacionada com o papel do dólar americano como a principal moeda de reserva internacional. Seguindo a crise financeira asiática de 1997-1998, os países que tinham sido forçados a ceder às exigências do FMI conscientemente construíram as suas reservas de moeda estrangeira para evitar uma situação deste tipo no futuro. Enquanto isso, a China, que acumulou a maior reserva em divisas estrangeiras, tem associado sua taxa de câmbio ao dólar, ou a uma cesta de moedas incluindo o dólar, a fim de garantir que suas indústrias exportadoras se mantenham competitivas, e continuem gerando empregos para o

25. A noção de um “excesso de poupança global” foi apresentada antes de a crise estourar em uma série de discursos de Ben Bernanke, o sucessor de Greenspan como presidente do Federal Reserve. Ver Ben Bernanke, *the global savings Glut and the Us Current Account Deficit*, 10 de março de 2005. Uma análise mais desenvolvida, que apoia amplamente a posição de Bernanke, e que também foi escrita antes do início da crise, pode ser encontrada em *Fixing Global Finance, How to Curb Financial Crises in the 21st Century*, Martin Wolf Yale University Press, 2009.

fluxo de trabalhadores que vão do campo para as cidades. Além disso, os países exportadores de petróleo acumularam superávits significativos durante vários anos antes do início da crise, muitos dos quais também foram investidos em ativos financeiros dos Estados Unidos.

A hipótese de excesso de poupança enfatiza as escolhas políticas feitas nos países em desenvolvimento. No entanto, a capacidade dos países asiáticos de alcançar grandes superávits de exportação foi fortemente dependente da demanda por suas exportações, e o mais importante fator de condução foi a demanda do consumidor de créditos financiados dos Estados Unidos.²⁶ Consequentemente, enquanto o grande influxo de capital para os Estados Unidos refletiu, pelo menos em parte, as opções políticas dos governos asiáticos, tais países só se depararam com esta alternativa por causa da demanda gerada como resultado da forte política monetária expansionista nos Estados Unidos. Além disso, embora a especulação tenha desempenhado algum papel no aumento dos preços do petróleo, grande parte do incremento destes preços foi impulsionado pela forte demanda por energia, quando o crescimento econômico foi alto tanto nos Estados Unidos quanto na Ásia.

Embora a análise da abundância de poupança seja aplicada principalmente aos países em desenvolvimento, deve-se notar que houve também fortes fluxos de capitais para os Estados Unidos provenientes do Japão e da Europa, especialmente da Alemanha, que também tinha significativos superávits de exportação. De fato, foi o ingresso de capital privado da Europa para os Estados Unidos que levou os bancos europeus a serem atingidos por estas grandes perdas de investimentos em títulos hipotecários apoiados pelos Estados Unidos.

A dependência norte-americana do grande influxo de capitais para financiar seu déficit em conta corrente era amplamente vista como um problema antes de a crise começar. Se os bancos centrais estrangeiros deixassem de investir em dólares, poderia se desencadear uma crise do dólar (chamada no jargão oficial de “um ajuste desordenado”). As autoridades dos Estados Unidos tentaram desviar a atenção de sua responsabilidade no déficit do seu país, concentrando-se no superávit de exportação da China, e fazendo apelos para que as autoridades chinesas cessassem a intervenção no mercado cambial, permitindo ao iuane se valorizar. Em consonância com sua ênfase na eliminação de desequilíbrios internacionais, em abril de 2009 os Estados Unidos propuseram que o G20 promovesse contas correntes mais equilibradas, mas isto sofreu oposição, por exemplo, da Alemanha.

26. Este argumento foi desenvolvido em *The Dollar Crisis. Causes, Consequences, Cures*, de Richard Duncan. John Wiley & Sons (Ásia), 2003/2005.

DESREGULAMENTAÇÃO

Uma quarta abordagem para explicar a crise, e que é muito enfatizada pelos críticos do modelo neoliberal do capitalismo, enfoca o papel das políticas de desregulação do setor financeiro.²⁷ Um passo importante no processo de desregulação foi o abandono das taxas de câmbio associadas em 1973, após o qual os Estados Unidos e os outros grandes Estados capitalistas deixaram, em larga medida, as suas taxas de câmbio serem determinadas em mercados cambiais. A volatilidade subsequente das taxas de câmbio foi um importante impulso para o desenvolvimento de toda uma série dos chamados derivativos, destinada a fornecer um seguro contra movimentos adversos da taxa de câmbio. Então, em 1980, na medida em que a inflação aumentou nos Estados Unidos, o limite legal das taxas de juros foi abolido – uma importante pré-condição para a subsequente introdução das hipotecas de risco, que cobravam taxas de juros cerca de 5 pontos percentuais (p.p.) mais altos do que as hipotecas padrão.

Após a eleição do presidente Reagan, em 1980, o processo de liberalização financeira se aprofundou. Uma nova lei bancária em 1982 diminuiu a regulação dos bancos, incluindo os bancos de poupança, muitos dos quais prontamente mergulharam em negócios arriscados de alto rendimento e, depois de perdas generalizadas, acabaram por exigir do governo a disponibilização de cerca de U\$150 bilhões ao final da década. Em 1987, o governo Reagan substituiu, na chefia do Federal Reserve, Paul Volcker por Alan Greenspan, que era visto como mais simpático à desregulação financeira e, sob Greenspan, as regras sobre a atividade bancária interestadual e a separação dos bancos comerciais e de investimentos começaram a ser interpretadas de forma mais liberal. A etapa final, em 1999, durante o governo Clinton, foi a revogação de lei de 1933 que obrigava a separação dos bancos comerciais dos bancos de investimento, abrindo a porta para a criação de gigantescos conglomerados financeiros.

Sob Greenspan, importantes decisões também foram tomadas para que não se introduzisse uma regulação mais rígida em diversas áreas. O Federal Reserve permitiu que os bancos criassem filiais, geralmente no Caribe, conhecidas como “veículos de investimento estruturado”, que foram utilizadas para realizar investimentos financeiros, evitando as regras usuais na exploração de capital mínimo (que permite aos bancos absorver prejuízos, sem ir à falência).²⁸ Era nestas filiais que os bancos retinham os seus investimentos em títulos complexos baseados em hipotecas; quando o valor destas hipotecas entrou em

27. Isto foi mencionado, entre outros autores, por Dean Baker, Plunder and Blunder. *The Rise and Fall of the Bubble Economy*, Sausalito, 2009.

28. Na Europa, os bancos – incluindo o alemão Landesbanken – abriram filiais semelhantes, geralmente em Dublin, para manter os seus investimentos em títulos hipotecários. A Espanha foi o único país a não permitir que seus bancos evadissem os requisitos de capital mínimo desta maneira.

colapso, desencadeou-se a crise. O Federal Reserve também decidiu não introduzir uma maior regulação dos derivativos financeiros, muitos dos quais projetados sob medida (a padronização reduzia os lucros dos bancos) e vendidos “abertamente” ou fora de trocas organizadas. A troca padrão de crédito (*credit default swaps*, CDS), um derivativo que oferece seguro contra uma falência, desempenhou papel importante na crise. Este seguro apareceu para tornar os investimentos em títulos de hipotecas ainda mais garantidos. No entanto, muitas CDS foram vendidas por bancos de investimento – em particular a divisão bancária de investimentos da American International Group (AIG) – que não tinham recursos para cumprir as suas obrigações se os títulos quebrassem. Incrivelmente, uma CDS pode ser comprada sem que se possua o título ao qual ela está vinculada, o que faz com que o comprador tenha imenso interesse em que o título quebre.

A desregulamentação do setor financeiro, que começou na década de 1970, e ganhou força graças às políticas neoliberais dos governos Reagan e Clinton, facilitou a expansão do setor financeiro dos Estados Unidos, o desenvolvimento de novos e cada vez mais arriscados instrumentos financeiros, e o enorme acúmulo de crédito que alimentou a bolha do mercado acionário em 1990 e a bolha imobiliária na década seguinte. No entanto, enquanto a desregulamentação foi certamente um dos pilares da filosofia neoliberal, o processo de desregulamentação neste período foi introduzido paulatinamente em resposta à pressão do setor financeiro, que tinha encontrado maneiras de iniciar estas mudanças dentro dos limites de leis anteriores.²⁹ O setor financeiro ainda está sujeito a uma regulamentação muito maior do que qualquer outro setor da economia, e o Estado tem buscado orientar o processo, notadamente pela intervenção com políticas expansionistas, sempre que a estabilidade financeira estiver ameaçada. Foi tal intervenção para conter crises que levou ao surgimento de instituições financeiras gigantes, que são vistas como “grandes demais para falir”. Enquanto a audácia dos esquemas de grandes instituições financeiras para gerar lucros é inacreditável, elas são as instigadoras da desregulamentação financeira, mais do que seu resultado. Isto implica que os apelos por uma nova regulamentação financeira, isoladamente, não serão suficientes para lidar com as forças que deram origem à crise.

EXCESSO DE CAPITAL

A quinta e última explicação a ser examinada argumenta que a raiz da crise está nas grandes somas de capital que têm sido acumuladas nos Estados Unidos (e na Europa). A movimentação incessante para obter o maior retorno possível sobre o capital tem levado à estagnação ou, no máximo, ao aumento pouco expressivo da renda para amplos setores da população, restringindo, assim, o crescimento do

29. Este ponto é destacado em *Myths of Neoliberal Deregulation*, de Leo Panitch e Martin Konings. *New Left Review*, n. 57, maio-junho de 2009, p. 67-83.

seu poder de compra.³⁰ Como resultado, nos Estados Unidos, o crescimento do consumo das famílias, e da economia em geral, se tornou cada vez mais dependente de que várias famílias tomassem cada vez mais empréstimos – uma estratégia muito precária, a qual levou à acumulação de um montante insustentável de títulos de dívida, e que em algum momento foi condenado ao colapso.

Nas décadas de 1950 e 1960, o capital era intimamente ligado a empresas industriais e comerciais específicas. Quando a rentabilidade diminuiu, com o fim do *boom* pós-Guerra na década de 1970, os proprietários do capital em dinheiro solicitaram uma maior mobilidade de seu capital para que pudessem se aproveitar de quaisquer oportunidades que lograssem oferecer as maiores taxas de retorno. Isto se refletiu no crescimento dos fluxos internacionais de capital financeiro, o qual aconteceu, predominantemente, entre os países capitalistas desenvolvidos, mas, quando as oportunidades se apresentavam, o capital também fluía para os países em desenvolvimento. Em tais países, cujos mercados financeiros eram menores, isto muitas vezes levou a bolhas nos preços das ações ou de terras, e quando estas bolhas estouraram, ocorreu a evasão do capital, precipitando-se uma grande crise.³¹

Da década de 1950 até a década de 1970, as ações de riqueza financeira nos Estados Unidos cresceram mais ou menos em linha com o PIB, mas este crescimento acelerou-se rapidamente. De acordo com um estudo realizado pelo McKinsey Global Institute, ele subiu de 194% do PIB em 1980 para 442% em 2007.³² Este crescimento só poderia ser sustentado se os ativos financeiros fossem capazes de assegurar um retorno adequado. Para isto, as instituições financeiras geraram uma série de instrumentos complexos para os quais cobravam taxas elevadas. Conforme mencionado, os investidores financeiros também pressionaram as corporações não financeiras a dar prioridade à geração de maiores dividendos para acionistas, um processo que exigiu constante racionalização e redução de custos, e levou à terceirização de tarefas, inclusive para países com salários baixos.³³ Ao mesmo tempo, as corporações não financeiras passaram a investir em ativos financeiros, que ofereciam um retorno maior do que poderiam conseguir por meio de projetos produtivos e comerciais. Consequentemente, as empresas tenderam a investir uma proporção menor dos seus fundos em capital fixo, o que também teve efeito negativo na criação de emprego. O resultado global foi enfraquecer o crescimento do emprego e criar-

30. Para o desenvolvimento do salário nos Estados Unidos, ver a tabela 3.5 de Mishel Lawrence, Jared Bernstein e Heidi Shierholz, *The State of Working America 2008/2009*, Ithica, 2009.

31. Entre os episódios mais notáveis estão as crises no México (1994-1995), na Ásia (1997-1998) e na Rússia (1998).

32. McKinsey Global Institute, *Global Financial Markets*, setembro de 2009. O maior aumento foi nas explorações de obrigações e de ações.

33. Para estimativas de ganhos de empresas dos Estados Unidos na terceirização para países de baixos salários, ver William Milberg, *Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialisation with Global Value Chains*, Centro Schwartz para Análise de Políticas Econômicas, The New School, *Working Paper* 2007-9.

se uma sensação de insegurança no trabalho – descrita por economistas como efeito do “trabalhador assustado”. Em todo o caso, o crescimento dos salários reais, tanto para os empregados quanto para os trabalhadores de classe média, foi seriamente restringido.

O problema é demonstrado pela relação entre o crescimento da produtividade do trabalho e o crescimento dos salários. Entre 1950 e meados da década de 1970, a produtividade e os salários reais aumentaram cerca de 80%. Entre 1980 e 2007, no entanto, enquanto a produtividade aumentou novamente cerca de 80%, os salários reais apresentaram crescimento de pouco menos de 40%.³⁴ Nesta situação, cresceu o número de famílias com duas rendas, e o número de horas trabalhadas também teve elevação quando trabalhadores tentaram compensar o inexpressivo aumento dos salários.

No entanto, dada a diferença crescente entre o aumento da produção e o aumento no poder de compra das famílias, o principal fator que sustentou o crescimento do consumo foi o empréstimo.

Na década de 1990, as famílias de classe média e média-alta que se sentiram mais ricas, como resultado do aumento do valor das ações por elas detidas, direta ou indiretamente, por meio dos fundos de investimento e de pensão, começaram a tomar empréstimos excessivos para financiar os gastos de consumo. Após o estouro da bolha dos preços das ações em 2000, o aumento dos preços das habitações permitiu a muitas famílias obter empréstimos, quer pelo refinanciamento de suas hipotecas, quer simplesmente tomando empréstimos baseados no aumento do valor de suas residências (prática denominada *home equity withdrawal*).

A despesa financiada por crédito não só ajudou a fechar o déficit da demanda, mas também forneceu ao capital financeiro mais um meio de apropriação de juros a partir de um segmento significativo da população. No entanto, por tais empréstimos serem dependentes de bolhas nos preços dos ativos, eles não poderiam ser sustentados. Quando os preços dos imóveis deixaram de subir, o crescimento do consumo parou e a economia dos Estados Unidos entrou em recessão. Quando o edifício de duvidosos instrumentos financeiros ruiu, o sistema financeiro quase entrou em colapso e, com créditos praticamente inexistentes, mesmo para as empresas reconhecidas, a economia dos Estados Unidos entrou em recessão. O setor financeiro por um bom tempo pôde colher os lucros espetaculares e permitir que a economia dos Estados Unidos crescesse constantemente. Mas a guinada de uma bolha para outra construía tensões cada vez mais explosivas que vieram para ficar.

34. Com base nos números de produção por hora, salários por hora e inflação dos preços do consumidor da Agência de Estatísticas Trabalhistas dos Estados Unidos, séries PRS85006092, PRS85006102 e CUSR0000SA0.

CONCLUSÃO

O modelo de capitalismo conduzido pelas finanças, que se desenvolveu nos Estados Unidos a partir da década de 1980 e na Europa continental a partir de 1990, serviu de base para um padrão de crescimento precário, muito dependente da expansão do crédito, e para o aparecimento de bolhas nos preços dos ativos. A intervenção do Banco Central permitiu sustentar o crescimento nos Estados Unidos toda vez que ele caiu, mas à custa da acumulação de contradições cada vez maiores. Como os bancos europeus, aparentemente, investiram em títulos altamente lucrativos dos Estados Unidos, também se tornaram envolvidos nestas contradições. Quando a crise começou em 2007-2008, os governos pareceram reconhecer a necessidade de uma ampla reforma financeira, mas uma vez que a ameaça de colapso diminuiu, eles se voltaram, essencialmente, para as mesmas políticas que falharam de forma tão dramática.

Esta resposta reflete, em parte, explicações para a crise que implicam que a ocorrência de um próximo colapso poderia ser evitada sem a necessidade de mudanças fundamentais. Para este fim, argumenta-se, alternadamente, que o padrão de incentivos perversos deve ser modificado; que o excesso de políticas monetárias expansionistas deve ser evitado; e que um meio de reduzir os desequilíbrios globais deve ser posto em prática. Mas críticos do neoliberalismo têm questionado esta abordagem tépida e fazem apelos por uma profunda *rerregulamentação* do setor financeiro. Há também uma crítica ainda mais abrangente, que argumenta que a origem do problema não reside apenas no setor financeiro, mas se relaciona com as enormes somas de capital que, desde 1970, têm buscado a liberdade para se movimentar ao redor do mundo à procura do maior retorno possível na indústria, nas finanças ou no comércio. Isto, argumenta-se, levou a uma pressão sustentada – e bem-sucedida – descendente sobre os rendimentos dos grandes setores da população, tanto nos Estados Unidos quanto na Europa, e deixou o crescimento econômico dependente do consumo por créditos financiados ou de um esforço para superávits de exportação. De acordo com este ponto de vista, as forças subjacentes que levaram à crise só podem ser combatidas por meio de uma mudança fundamental na distribuição de renda, riqueza e poder.

REFERÊNCIA

APPELBAUM, B.; LICHTBLAU, E. Banks Lobbying against derivatives trading Ban. **The New York Times**, 9 May 2010.

AVERY, R. B.; BREVOORT, K. P.; CANNER, G. B. The 2006 HMDA data. **Federal Reserve Bulletin**, v. 93, Dec. 2007.

BAGEHOT, W. **Lombard Street**: a description of the money market. New York: John Wiley & Sons, 1999.

BAKER, D. *Plunder and Blunder: the rise and fall of the bubble economy*. Sausalito, 2009.

BERMAMKE, B. **The global savings glut and the US current account deficit**. 10 Mar. 2005.

DUNCAN, R. *The dollar crisis: causes, consequences, cures*. Asia: John Wiley & Sons 2003/2005.

EPSTEIN, G. (Ed.). **Financialisation and the world economy**. Cheltenham, 2005.

EUROPEAN CENTRAL BANK. **Measures taken by euro area governments in support of the financial sector**. Apr. 2010, p. 75-90. (Monthly Bulletin).

EVANS, T. The 2002-2007 US economic expansion and the limits of finance-led capitalism. **Studies in Political Economy**, v. 83, Spring 2009.

KINDELBERGER, C. **Manias, panics and crashes: a history of financial crises**. Palgrave Macmillan, 1978.

LALLY, P.; HODGE, A.; COREA, R. Returns of domestic nonfinancial business. **Survey of Current Business**, May 2008.

LAWRENCE, M.; BERNSTEIN, J.; SHIERHOLZ, H. **The state of working America 2008/2009**. New York: Cornell University ILR School, 2009.

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE, **Global financial markets**. Sept. 2009.

MITCHELL, L. E. **The speculation economy: how finance triumphed over industry**, San Francisco, 2007.

MIZRUCHI, M.; DAVIS, G. The globalization of American banking 1962 to 1981. *In*: DOBBIN, F. (Ed.). **The Sociology of the Economy**, New York, 2003.

PANITCH, L.; KONINGS, M. Myths of Neoliberal Deregulation. **New Left Review**, n. 57, p. 67-83, May-June, 2009.

TAYLOR, J. B. **Getting off track: how government actions and interventions caused, prolonged and worsened the financial crisis**. California: Hoover Institution Press, 2009.

TETT, G. **Fool's gold**. London, 2009.

US BUREAU OF ECONOMIC AFFAIRS, **National Income and Product Accounts**. New York: Table 1.14. (Series F, n. 76).

WOLF, M. **Fixing global finance: how to curb financial crises in the 21st century**. Yale University Press, 2009.