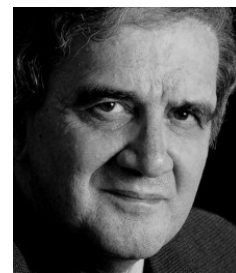


# O risco de quebraadeira generalizada inerente à financeirização da economia

Luiz Gonzaga Belluzzo, economista e professor 15/01/2018



As crises financeiras do capitalismo, desde sua versão mercantil dos séculos XVII e XVIII, até os terremotos do Terceiro Milênio, sempre envolveram o crédito fácil e a explosão de preços de um ativo - real ou financeiro - escolhido como sedutor dos cobiçosos e servidores do enriquecimento ilimitado.

O filósofo-especulador George Soros em recente depoimento ao Congresso americano desautorizou as teorias que tratam de analisar os mercados financeiros a partir dos pressupostos da “eficiência”, ou seja, do comportamento racional dos investidores que avaliam a formação de preços dos ativos a partir dos “fundamentos”. Soros sustenta que “percepções equivocadas podem levar à formação de bolhas... e tais movimentos reforçam as tendências prevaletentes, até o momento em que a distância entre a realidade e a percepção da realidade pelo mercado se torna insustentável.”

No livro *Manias, Crashes and Panics* o economista Charles Kindleberger faz uma autópsia dos processos maníacos que inevitavelmente terminam no colapso de preços e nas crises de crédito. Assim foi em Amsterdã, no episódio da Tulipomania, um antepassado modesto dos grandes *crashes* do século XX e XXI. Entre 1634 e 1637 os investidores holandeses, muitos de classe média, especularam furiosamente com a possibilidade de negociar a preços cada vez mais elevados os bulbos de tulipa que, ademais, tinham a vantagem de exigirem muito pouco ou nada para sua reprodução. Na base das expectativas exacerbadas a respeito da evolução do preço das tulipas estava o Banco de Amsterdã e sua capacidade de estender o crédito e suportar o avanço da especulação.

Na história das finanças é comum a imagem de investidores inconformados com os resultados da própria cupidez. Desde a Tulipomania de 1634, passando pelas crises cada vez mais frequentes do século XVIII, (como a Bolha dos Mares do Sul em 1720) e chegando aos desastres financeiros do século XX, o que mais impressiona o observador é a semelhança entre os episódios tão diferentes.

Primeiro é a fantasia do enriquecimento rápido, sem causa, milagroso, fruto de alguma esperteza inata ou habilidade singular; segundo, a formação de um consenso sobre o ineditismo das circunstâncias que parecem justificar a valorização rápida dos papéis (sempre há uma “nova economia”); terceiro, o envolvimento dos bancos na especulação, fornecendo crédito abundante para alimentar a euforia: quarto, o avanço do endividamento dos investidores, disfarçado pelos valores cada vez mais inflados da riqueza financeira ou imobiliária: quinto, a “correção de preços”, decepção e quebraadeira.

A evolução do sistema de crédito chegou ao ápice depois da Revolução Industrial. A expansão dos mercados, desde o século XI até o final do século XVIII, foi acompanhada de importantes transformações nos sistemas monetários e na operação do sistema de crédito. Com o renascimento do comércio a longa distância e a recentralização do poder político, as relações de débito e crédito ressurgiram nas feiras medievais. Eram administradas pelos grandes comerciantes encarregados de promover a liquidação, entre uma feira e outra, do saldo das operações mercantis e estabelecer as taxas de câmbio entre as diversas moedas que denominavam as transações.

Entre o final do século XIX e os primórdios do século XX, ocorreram importantes transformações na forma de existência do capitalismo, enquanto modo de produção de riqueza e sistema de relações internacionais. São elas: 1) a consolidação das práticas de financiamento e de pagamentos internacional, sob a égide de um padrão monetário universal; 2) a metamorfose do sistema de crédito - expressa no aparecimento dos bancos de depósito que ajustam suas funções e formas de operação à nova economia

comandada pela indústria; 3) a emergência de uma nova divisão social do trabalho, consubstanciada na crescente separação técnica e econômica entre o departamento de meios de consumo e o departamento de meios de produção; 4) a internacionalização capitalista sob a hegemonia inglesa produz a industrialização dos EUA e da Europa e, simultaneamente, a Periferia produtora de matérias-primas e alimentos.

A diferenciação técnica do produto entre os setores que produzem bens de consumo e os que geram os meios de produção - destinados diretamente para a acumulação produtiva - criou os elementos materiais adequados para o movimento incessante da acumulação e para a reprodução das relações sociais capitalistas. A partir da separação entre meios de produção e meios de consumo, o progresso técnico endógeno - inerente ao desenvolvimento das forças produtivas especificamente capitalistas - desembaraça o movimento de acumulação produtiva dos limites externos e “naturais” à sua expansão. Subordina de forma *real* a força de trabalho ao capital e prepara as condições técnicas e econômicas para o avanço industrial das nações retardatárias.

Na órbita monetário-financeira, o desenvolvimento da economia capitalista suscitou a metamorfose do sistema de crédito: a atividade principal dos bancos, nos primórdios do capitalismo, se concentrou no financiamento da dívida pública (garantida por impostos) e do comércio a longa distancia. Depois da revolução industrial, com a aceleração dos negócios, os bancos ingleses ampliaram as operações de desconto mercantil, ampliando sua função de sistema de crédito internacional. Nos países de industrialização retardatária, sobretudo nos Estados Unidos e na Alemanha, o crédito assume a função de antecipação de capital monetário.

O processo de reprodução capitalista - em suas indissociáveis dimensões material e monetária - impôs, portanto, a consolidação do sistema bancário - incluído o banco central - e sua dominância na hierarquia de poderes que comandam a concorrência entre as empresas. Nessa economia com grande concentração de

capital fixo e dominância dos bancos na intermediação financeira, a dinâmica de longo prazo está fundada na busca do aumento da produtividade social do trabalho, o que, por sua vez impulsiona a competição feroz pela inovação tecnológica incorporada nas novas gerações de insumos e equipamentos. A acumulação produtiva foi acelerada pela capacidade dos bancos de adiantar liquidez, emprestando um múltiplo dos depósitos à vista escriturados em seus registros - passivos que podem ser exigidos pelos depositantes sem pré-aviso e mobilizados por eles como meios de pagamento.

Os bancos criam moeda. Todas as inovações financeiras, de certo modo, são descendentes das técnicas de “alavancagem” e das tentativas de repartir o risco. Não fossem os bancos e os negócios do dinheiro, dizia Karl Marx, o capitalismo estaria resfolegando (se é que estaria) nos tempos da máquina a vapor, do “capitão de indústria” e da poupança escondida, em notas graúdas ou miúdas, sob o colchão.

Mas o capital financeiro, para o bem e para o mal, é fonte e instrumento dos processos especulativos e de valorização dita “fictícia” da riqueza mobiliária e imobiliária. Na posteridade do *crash* de 1929, o Congresso dos Estados Unidos votou o *Glass-Steagall Act* que proibiu o envolvimento direto dos bancos comerciais em operações nos mercados de capitais e nos mercados imobiliários.

O mundo da finança viveu uma relativa calma, nas três décadas que se seguiram à Segunda Guerra Mundial. Há quem sustente que a escassez de episódios críticos deve ser atribuída, em boa medida, à chamada “repressão financeira”. Esta incluía a prevalência do crédito bancário sobre a emissão de títulos negociáveis (*securities*), a separação entre os bancos comerciais e os demais intermediários financeiros, controles quantitativos do crédito, tetos para as taxas de juros e restrições ao livre movimento de capitais.

A desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros e cambiais iniciaram-se antes da ruptura do sistema de Bretton Woods e contribuíram para a sua derrocada. Desde meados dos anos sessenta, começaram a aparecer os primeiros sintomas de desorganização deste arranjo “virtuoso”.

No que diz respeito aos sistemas monetários e financeiros, os fenômenos mais importantes, na etapa de dissolução do consenso keynesiano foram, sem dúvida: 1) a subida do patamar inflacionário, tornando insustentáveis os limites impostos às taxas de juros; 2) a criação do Euromercado e das praças *off-shore*, estimuladas pelo “excesso” de dólares produzido pelo déficit crescente do balanço de pagamentos dos Estados Unidos e, posteriormente, pela reciclagem dos petrodólares; 3) a substituição das taxas fixas de câmbio por um “regime” de taxas flutuantes, a partir de 1973. Os defensores das taxas flutuantes proclamavam perseguir um duplo objetivo: permitir um realinhamento das taxas de câmbio e dar maior liberdade às políticas monetárias domésticas.

Já entre o final dos anos sessenta e o início dos 70, as tensões entre a regulamentação dos sistemas nacionais e o surgimento de um espaço “desregulamentado” de criação de empréstimos (e depósitos), num ambiente de inflação ascendente, haviam acarretado mudanças nas formas de concorrência bancária, provocando uma onda de inovações financeiras. A captura dos devedores do Terceiro Mundo é uma das dimensões importantes desta primeira etapa de internacionalização do capital financeiro. Ela se inicia na segunda metade da década dos 60 e se intensifica depois do primeiro choque do petróleo e da introdução do regime de taxas de câmbio flutuantes em 1973.

A estagflação dos anos 70 foi marcada por fortes instabilidades cambiais e monetárias. A continuada desvalorização do dólar foi acompanhada por taxas de inflação de dois dígitos nos Estados Unidos, assim como na Inglaterra e na Itália. O bom comportamento dos preços na Alemanha e no Japão valorizou o marco e o yen e suscitou a redução dos haveres em dólar na composição das reservas internacionais.

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 Volker 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.

Em 1986, as Saving and Loans, antes circunscritas às hipotecas, aproveitaram a desregulamentação para curtir amor em terra estranha, como o inesquecível Osmar Santos, um clássico da narração esportiva, qualificava a situação do jogador pilhado em impedimento.

Em 1987, o Fed impediu a propagação do *crash* da bolsa de Nova York com uma injeção generosa de liquidez. O *program trading* havia derramado nos mercados um caudal de ordens de venda, aparentemente desencadeadas por declarações infelizes sobre o curso do dólar 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 chamado acordo do Louvre, o Japão engoliu a valorização do yen, a famosa *endaka*. Sob pressão de Tio Sam, o país entrou na farra 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 européia: 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*. Prejuízos para alguns desavisados à parte, o grosso das perdas atingiu, mais uma vez, um emergente descuidado: no final de 1994 o mundo presenciou atônito a uma nova derrocada do peso mexicano. Ação pronta do FMI e do Tesouro 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 trágica: a crise asiática iniciada na Tailândia em 1997 contaminouos incautos: em 1998 o Brasil e a Rússia foram tragados no redemoinho da finança desregulada. Em 1998, o *hedge fund* 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, afetado pela desvalorização brasileira de 1999, a aventura

da convertibilidade 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, na 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 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 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.

Na década dos 80, 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.



Nos anos 90, para enfrentar a parada dura, os bancos foram à luta: reivindicaram e conseguiram se transformar num supermercado financeiro, terminando separação das funções entre os bancos comerciais, de investimento e instituições encarregadas do crédito hipotecário, imposta pelo *Glass-Steagall Act* na crise bancária dos anos 30. Buscaram escapar das regras prudenciais, promovendo a securitização dos créditos. Tangidos pelas forças da concorrência, deram início a um intenso e ainda não encerrado processo de concentração bancária e de expansão internacional.

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. Sob o crescente predomínio dos Mercados da Riqueza a incorporação do consumo individual à dinâmica do novo capitalismo tornou-se crucial 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” à valorização dos imóveis residenciais, avançou com a queda de preços da manufaturas produzidas pelos trabalhadores asiáticos e terminou na super alavancagem dos novos instrumentos financeiros. “Originados” na concessão de empréstimos hipotecários, os filhotes da criatividade dos mercados eram “carregados” pelos fundos e bancos-sombra, avaliados pelas agências de classificação de riscos e garantidos pelas seguradoras de crédito.

Ao fim e ao cabo, o circuito 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: os que, ao acumular capital fictício,

gozam de “tempo livre” e do “consumo de luxo”; os que se tornam dependentes crônicos da obsessão consumista e do endividamento, permanentemente ameaçados pelo desemprego e, portanto, obrigados a competir desesperadamente pela sobrevivência.

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*. Os SIVs - os bancos sombra ou quase bancos, 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 SIVs emitiram *commercial papers* para financiar posições em ativos securitizados - os *Assets Backed Commercial Papers*. 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 stress, a prover liquidez para manter suas criaturas à tona. O colapso de preços dos créditos *sub-prime* detonou os mercados de *commercial papers* e deixou os bancos em má situação. 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.

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.

Os episódios de euforia global e liquidez excessiva terminariam em “*crashes*” espetaculares não fossem as intervenções de última instância dos bancos centrais mais poderosos no centro do sistema monetário internacional.

Torna-se crucial impedir a crise de pagamentos. Operando num regime de reservas fracionárias, os bancos comerciais desfrutam de uma condição peculiar em relação ao demais intermediários financeiros: a prerrogativa de criar moeda e, assim, multiplicar depósitos, isto é, passivos bancários que se convertem em meios de pagamento. Estes depósitos são, portanto, dinheiro e podem ser movimentados por seus titulares com o propósito de adquirir bens e serviços ou pagar compromissos.

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.

Os consumidores “empobrecidos” buscarão 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.

O aumento do déficit público, do investimento das empresas ou uma contração muito rápida do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos poderiam contrabalançar a redução no consumo. 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), acarretará algum alento ao desempenho da economia. Isso, caso o resto do mundo, sobretudo a China, substitua o dinamismo das exportações pelo crescimento da demanda doméstica.

**Fonte:**

<http://www.frentepelasoberania.com.br/economia-para-indignados/o-risco-de-quebradeira-generalizada/>

