

# Crise sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças<sup>1</sup>

JOSÉ CARLOS BRAGA

## Introdução

**N**O MOMENTO em que este artigo é escrito, janeiro/fevereiro de 2009, a crise sistêmica do capitalismo, aberta em 2007/2008, aponta para a estatização temporária do sistema bancário, especialmente nos Estados Unidos e na Inglaterra, enquanto aprofunda-se no âmbito da macroeconomia da renda e do emprego em vários países. Confirma-se, em geral, que decorre, dentre outras razões, de uma extrema exacerbação do paradigma do “desenvolvimento” liberal, implementado desde o início dos anos 1970. O desenrolar da crise vai abrindo as portas para uma intervenção estatal das maiores já apresentadas na história do capitalismo, mostrando-nos cada vez mais claramente as dimensões do Estado próprio à macroeconomia da riqueza financeira. Isto é, um Estado em que o Banco Central e o Tesouro não medem esforços em defesa da sustentação da riqueza da alta finança. Ao mesmo tempo cresce o clamor para que se redefina o caráter da relação entre Estado e economia e que, por assim dizer, claramente, a sociedade e o Estado controlem a economia, e não o contrário.

O que está acontecendo nessa crise é da natureza do capital e do capitalismo desregulado. Não existe nenhuma deformação, nenhum desvio da essência do processo de acumulação, tal como detectado por seus grandes intérpretes. Tanto da acumulação produtiva como da articulação daquela com a acumulação financeira e da autonomização desta última. É curioso que parte da crítica de esquerda cobre um “produtivismo” do “sistema de mercado” que justamente não é alcançável pela lógica pura do mercado. O capitalismo está cada vez mais parecido com ele mesmo. Determinações econômicas e políticas têm concorrido para tanto. O período iniciado em 1970 que se designa como o do capitalismo financeirizado (Braga, 2000b), ou do capitalismo sob dominância financeira, ou ainda o “Finance Led Capitalism” (Guttman & Plihon, 2008), já dura mais de 38 anos. Um capitalismo, como se verá adiante, em que a valorização da riqueza financeira vinha preponderando sobre a produtiva, sem impedi-la, porém expandindo-se a velocidades superiores e produzindo instabilidade econômico-financeira estrutural.

Pois bem, isso já é mais tempo do que os famosos 30 anos gloriosos da época de ouro – “*Golden Age*” – do capitalismo posterior à Segunda Guerra Mundial.

A dinâmica da valorização imobiliária e de seu fenecimento que está na origem da crise atual expressou a extensão da globalização financeira e a intensificação da financeirização das economias.

As regulações já propostas e as que estão em pauta darão conta dos problemas? Serão elas capazes de mudar o padrão sistêmico de riqueza vigente nesses 38 anos?

As mudanças necessárias contam com estadistas à altura, com partidos políticos e legislativos adequados e aparelhados e com movimentos sociais ativos para “empurrarem” na direção pertinente?

### **O Estado capitalista e a riqueza financeira<sup>2</sup> após a lição deflagrada em 1929**

O que segue ajuda a entender o que acontece atualmente – 2007/2009 – uma vez que os procedimentos atuais já vêm se desenvolvendo ao longo das últimas décadas.

Na “alta”, só há o mercado; na “baixa”, todos querem o Estado. Não estamos nos referindo apenas à velha salvaguarda do Banco Central como o prestamista de última instância. Examinamos aqui o lema inconfesso que rege uma espécie de divisão de funções entre o setor privado e o setor público na condução das atuais economias capitalistas de mercado livre, desregulado, desregulamentado. Quando a economia da produção (renda e emprego) vai bem e acompanhada de valorização financeira dos ativos (ações nas bolsas de valores, imóveis etc.), cabe ao Estado não atrapalhar (*sic!*). Quando começam as desvalorizações da riqueza e crises econômicas, o Estado é convocado pelos chamados mercados para uma adequada providência destinada a evitar o “pior”: as perdas patrimoniais privadas.

O presidente do Federal Reserve (FED), o Banco Central americano, anunciava por volta de 1999/2000 que as taxas de juros seriam reduzidas se houvesse sinais de que a economia se encaminhava para um “*hard landing*”, “pérola” da nomenclatura sobre crise que ganhou evidência na mídia. O que o Sr. Alan Greenspan estava dizendo, em outras palavras, era que a política monetária seria expansiva, ofertando a liquidez necessária para evitar um desenlace crítico da prolongada expansão americana.

É de J. K. Galbraith maravilhosa ironia sobre a nomenclatura que o discurso oficial utiliza para referir-se à instabilidade capitalista. Desde o século passado, as palavras foram perdendo peso e significação: pânico, crise, depressão, recessão, reajustamento. A inovação atual apela para a aviação comercial – o pouso suave (*soft landing*) ou o pouso árduo (*hard landing*). Curioso, pois na versão jocosa dos pilotos o voo exitoso é aquele no qual ocorre tanto a decolagem quanto o pouso, já que a decolagem é opcional, mas a aterrissagem é compulsória. Logo, o voo capitalista seria, pela metáfora em voga, sempre exitoso, havendo apenas diferentes graus de comodidade ou incomodidade no pouso que antecede a

subsequente decolagem. Evidentemente, os eventos de 2008/2009 destruíram essas nomenclaturas atenuantes, uma vez que têm exposto o mundo às múltiplas faces da crise sistêmica do capitalismo globalizado sob dominância financeira.

O que estava implícito era que o poder público asseguraria até mesmo a continuidade da “exuberância irracional” denunciada pelo próprio regente americano da acumulação financeira globalizada e dolarizada. Ou seja, o “risco sistêmico” seria contornado e muitas posições especulativas acabariam sancionadas, caindo em desgraça somente aqueles que exageraram nas finanças Ponzi.<sup>3</sup> Por essa razão, para surpresa de muitos à época, logo após as “garantias” de pronta intervenção pública, os mercados mundo afora deram saltos efusivos, revelando a autonomização da riqueza financeira. O Estado emissor da moeda “dominante” vem à cena como garantidor de última instância do processo de valorização dos ativos que é recorrentemente atacado pela instabilidade e pelas crises provocadas pelos próprios mercados. Isso, evidentemente, nem sempre assegura que o “risco sistêmico” seja contornado, mas implica que esforços públicos socorrerão “interminavelmente” o mercado da riqueza. Pode-se dizer que na globalização capitalista liberal, por paradoxal que pareça, a regra de ouro é: o Estado socorrerá os mercados em que se transacionam não só especulativamente – o que é o normal do sistema – mas *sob a ruptura das regras* os títulos representativos da riqueza!

A situação superespeculativa teve vigência em outros países e momentos antes da “explosão atual”. No Japão dos anos 1990, após o auge especulativo da bolsa e do mercado imobiliário, houve inúmeras medidas monetárias e fiscais expansionistas para evitar que a estagnação do Produto Interno Bruto (PIB) se transformasse numa crise. Há que perguntar quão profundo seria o “*hard landing*” japonês, não fossem essas intervenções. O índice Nikkey, entre 1989 e 1992, despencou de 45.000 para 15.000, representando uma desvalorização cujo ajuste, se deixado ao mercado, conduziria a economia japonesa para uma grande depressão. Nem as bolsas americanas, nem qualquer outra tinha apresentado até o momento uma queda tão violenta.

Na administração da crise da Coreia do Sul, 1997, o governo recorreu até mesmo à estatização de bancos, apenas para evitar encadeamentos disruptivos de insolvência. Na sequência, encontrou dificuldades para revendê-los aos capitais privados. Além disso, o governo injetou recursos públicos em outros bancos que se encontravam em dificuldades. A *The Economist* (3.6.2000) informava que o setor público coreano gastou com os bancos algo como US\$ 88 bilhões.

Os dados acerca do custo fiscal das crises entre 1977 e 1995 são expressivos. O do Japão é estimado em 20% do PIB contando a partir de 1992 para enfrentar a estagnação deflagrada com a desvalorização de riqueza posterior à especulação da bolsa de valores e de imóveis. Na Noruega, entre 1987/1993, o custo chegou a 8% do PIB; na Espanha, 1977/1985, a 5,6% do PIB; na Suécia, 1991, 4,0% do PIB; nos Estados Unidos, 1981-1991, 3,2% do PIB.<sup>4</sup>

Quando os resgates de sistemas financeiros ou cambiais não podiam ser realizados com autonomia nacional, apelava-se aos organismos multilaterais, como Fundo Monetário Internacional (FMI) e Banco Mundial, que impunham suas conhecidas condicionalidades. No caso da Argentina, tais condicionalidades implicaram custo social e econômico bastante elevado para reanimar o sistema de *currency board*, que já colocavam as decisões públicas e privadas sob a égide da “dolarização” e implicaram renúncia ainda maior de soberania. O garrote aplicado às finanças públicas impediu qualquer possibilidade de os distintos níveis de governo virem a ter uma agenda de desenvolvimento. Mas, ao mesmo tempo, deixado ao jogo autônomo das forças de mercado, o sistema monetário argentino já estaria morto pela crise cambial.

Esses desenhos internacionais de política econômica na gestão das crises desvelavam uma faceta especial do tipo de liberalismo coetâneo da globalização. Plena liberdade aos mercados e aos capitais para que produzam e realizem riquezas no mundo todo. Nos momentos críticos de desvalorização dessas riquezas, plena liberdade aos poderes públicos – ao Banco Central e ao Tesouro Nacional – para a defesa dos patrimônios privados, ainda que o custo disso seja expansão monetária indesejada, ônus fiscais, desemprego elevado, cessão do poder decisório a instâncias internacionais. Na hora da euforia valem os mercados; na hora da queda valem as providências estatais.

Desde o século XIX até a Grande Depressão dos anos 30 do século XX, as desvalorizações afetavam amplamente os patrimônios privados, com quebras generalizadas de empresas bancárias, industriais, comerciais. Uma outra fase de crescimento iniciava-se, liderada pelos novos empreendedores, bem como pelos capitais sobreviventes à feroz concorrência dos tempos difíceis. Após a catástrofe dos anos 1930, ficou claro que eventos desse tipo podiam ser evitados com o *Big Bank* (Banco Central) e o *Big Government*, e foi esse tipo de intervenção que evitou grandes crises, administrou recessões, impediu que se transformassem em depressão, baixou o desemprego, ao custo, entretanto, de tensões inflacionárias, especialmente produzidas pelas defesas das margens de lucro que os oligopólios executavam compensatoriamente durante as apatias na atividade econômica.

A grande novidade do liberalismo atual é que as crises são administradas com o propósito específico de defender os patrimônios privados, numa postura cúmplice com a especulação e a riqueza financeira fictícia.

Se o *Big Government*, num certo sentido, saiu de cena com as reformas liberalizantes, o contrário acontece com o *Big Bank*. Em todo o período que antecedeu a atual crise sistêmica, a partir de 2007, relativamente saíram de cena os dispêndios governamentais de caráter produtivo, de geração de infraestrutura, de gasto fiscal anticíclico, antidesemprego. Mas os bancos centrais e instituições multilaterais sustentadas com dinheiro público estão permanentemente presentes para garantir a interminável valorização da riqueza privada.

Num processo como esse, uma certa discussão do *moral hazard*<sup>5</sup> relacio-

nado à intervenção salvadora dos bancos centrais beira a hipocrisia, já que nas atuais condições eles não têm como se omitir. Os Bancos Centrais e os Tesouros tornaram-se reféns dos mercados, e assim permanecerão enquanto não mudar o padrão sistêmico de riqueza. Sabedores disso, os decisores privados se lançam velozmente aos ganhos especulativos, e, apoiados na premissa *too big to fail* (grande demais para desaparecer), a grande maioria acaba exitosa, contando, em último caso, com o resgate público do mercado. O risco microeconômico obviamente não desaparece, é uma questão privada; já o “risco sistêmico” é questão pública enfrentada, entretanto, precipuamente do ângulo dos detentores da riqueza e apenas marginalmente do ângulo da maioria da população, para a qual, se tanto, caberão os programas de renda mínima, de seguro-desemprego, de assistência social, quando vitimizada pelas intempéries da atividade econômica.

Como, porém, já salientamos, não se trata apenas da função de prestamista de última instância que protege os ilíquidos mas não os insolventes, como queria Bagehot há séculos. É muito mais: o Estado passa em pleno auge neoliberal a ser o garantidor, o corregulador, o orquestrador da macroeconomia da riqueza financeira por meio da macroestrutura financeira público-privada.<sup>6</sup> Antes, o Estado assegurava os lucros produtivos codinamizando a demanda efetiva. Agora, com a fiscalidade aprisionada, afastada daquela função, as finanças públicas, a gestão fiscal e a gestão monetária passam a ser elementos públicos fundamentais da própria reprodução da macroeconomia da riqueza financeira. Não é o Estado mínimo, é o Estado máximo ou pleno na reprodução da riqueza financeira, da riqueza abstrata. Prática radicalmente antiliberal. Parecia que se tornaria, mais cedo ou mais tarde, politicamente insustentável esse “liberalismo das elites”, cujas leis férreas de mercado valem apenas para os indivíduos sem riqueza, para as periferias “desgovernadas”, enquanto para os indivíduos, empresas e países de “elite” valem as garantias do Estado improdutivo, mas gestor da reprodução da riqueza.

Verificou-se ao longo dos últimos tempos um Estado cada vez menos da macroeconomia do emprego e da renda (nesse caso é o Estado mínimo, vale o liberalismo) para ser um Estado da macroeconomia da riqueza financeira (nesse caso, o Estado máximo, interventor).

### **O *Big Bank*<sup>7</sup> a partir da crise aberta em 2007**

Deflagrada a crise imobiliária americana e tendo ficado claro que ela contagiava os sistemas bancários e financeiros de países importantes, teve início em meados de 2007 o questionamento sobre o que fariam os Bancos Centrais.

O Banco Central da Europa foi o primeiro – seguido, após percalços, pelos Bancos Centrais americano e inglês – a fazer uma demonstração inequívoca. O *Big Bank* tem o papel intrínseco de resgatar o capitalismo financeiro nas encruzilhadas em que esse dá sinais de que não é capaz de resolver as instabilidades globais que ele mesmo criou. Amplia-se a liquidez, criam-se distintos mecanismos de apoios, reduzem-se as taxas de juros etc. Não só *Lender of Last Resort* (LLR),

mas *Market Maker of Last Resort* (MMLR). Isto é, não apenas prestamista de última instância, mas também comprador de títulos de agentes privados quando esses não encontram no mercado compradores e estão absolutamente necessitados de liquidez, e a conseguem trocando os títulos que possuem por títulos públicos que então serão convertidos em *cash* – em dinheiro.

Por isso, naquele momento, segundo semestre de 2007, as três decisões tomadas foram coerentes e compreensíveis, ainda que duas delas tenham sido antecedidas de dúvidas, polêmicas e condenações morais. A questão seguiu atirando argumentos e interesses. Na Europa, a imprensa comentava o surgimento das novas bolhas financeiras nos países emergentes originadas supostamente pelas decisões adotadas.

A verdade é que, quem quer que seja o “comandante” de Bancos Centrais relevantes, estará obrigado a tomar esta decisão: impedir que a desvalorização da riqueza financeira se agrave, que se torne pó a riqueza de papel acumulada no “boom financeiro”.

Sem a alta finança moderna não se entende o significado de capitalismo financeiro nos dias de hoje. Ela é formada também, e aqui há uma importante novidade da globalização, pela tesouraria ou pelos departamentos financeiros das próprias corporações produtivas. Para elas as finanças são um objetivo específico e, assim, o valor de seus ativos financeiros. Os interesses delas juntam-se aos dos bancos e das demais organizações monetárias, bem como aos de grandes poupadores financeiros, para forjar o núcleo duro – a alta finança – do capitalismo financeiro atual.

Desde a catástrofe da década de 1930, iniciada com o *crash* de 1929 na Bolsa de Nova York, a alta finança e os governos sabem como fazer que a direção do *Big Bank*, eventualmente recalcitrante, tome o “rumo certo”.

Toda a fala e a escrita que antecederam as decisões salvadoras dos Bancos Centrais sobre os estilos dos seus presidentes, as análises de seus discursos, o palavrório sobre *moral hazard* não passavam de conversa de quem queria turvar a água ou de quem ainda não entendeu do que se trata nesse capitalismo financeiro.

Talvez, a presente crise imobiliária americana tenha sido, dentre as crises financeiras do pós-Segunda Guerra Mundial, aquela mais previamente anunciada. A surpresa não foi sua ocorrência, mas a extensão com que ela penetrou os sistemas financeiros nacionais e os mais distintos atores, e a forma insinuante e insidiosa de inovações financeiras. Viu-se a omissão das autoridades monetárias, supervisoras, fiscalizadoras etc.

Como se sabe, os empréstimos imobiliários feitos por instituições americanas do ramo foram revendidos para financistas organizados em fundos de investimento, fundos de pensão e *hedge funds* que encontravam garantia nas prestações dos imóveis e, em último caso, no próprio valor dos mesmos imóveis, que passaram a se elevar consideravelmente com a especulação que se armava. Uma

perversa “inovação”, sabe-se, teve lugar quando semelhante operação passou a ocorrer com hipotecas para tomadores de “alto risco” – “*subprime borrowers*”.

A partir daí, o percurso da inovação financeira tomou o rumo da geografia mundial sob o comando de grandes atores do mercado, e por isso engendrou-se uma turbulência global. Os empréstimos inicialmente eram reagrupados em títulos caucionados em hipotecas (*Mortgage-Backed Securities* – MBS) que possuem um mercado secundário altamente líquido e dinâmico nos Estados Unidos. Em seguida, esses MBS eram adicionados a outros títulos (débitos de cartões de crédito, aluguéis de automóveis, “recebíveis” de corporações etc.) e reagrupados em outros títulos hipotecários caucionados. Eis mais uma operação de inovação financeira, cujo produto denominou-se *Collateralized Debt Obligations Securities*, as CDO *securities*. Traduzindo: títulos de créditos estruturados (para os aplicadores), denominados Obrigações de Débito Caucionadas, para, evidentemente, os devedores.

Essas invenções financeiras dos bancos de investimento, segundo o *Financial Times*, “eram confeccionadas para clientes específicos [...] nunca comercializadas [...] não eram continuamente validadas através de um mercado secundário ativo”. Compreende-se, segundo Richard Beales (2007), que “se tenha colocado a questão sobre se de fato *hedge funds*, *investment banks* e até fundos de pensão e grupos de seguro sabiam o quanto valiam os títulos que eles detinham”. As autoridades monetárias e as relacionadas ao setor deixaram correr solto. Nada de fiscalização, intervenção ou prevenção foi feito, a despeito de todo o debate que anunciava o que estava por vir.

Na “alta”, insistamos nesse ponto, só há o mercado; na “baixa”, todos os “entendidos” querem o Estado. Nesse processo, a discussão do *moral hazard*, ou seja, o risco de que os gestores privados de riqueza operem de maneira indisciplinada financeiramente ao terem como certa a intervenção pública para evitar um *crash* financeiro beira a hipocrisia, já que nas atuais condições não há alternativa. Os Bancos Centrais e os Tesouros tornaram-se reféns dos mercados, e assim permanecerão enquanto não mudar o padrão sistêmico de riqueza. Não são as intervenções públicas para evitar catástrofes que insuflam as incorretamente denominadas bolhas. É o capitalismo financeiro atual que engendra uma instabilidade financeira estrutural.

### **A regulação necessária e os obstáculos para um capitalismo regulado<sup>8</sup>**

Esse capitalismo fez eclodir uma crise sistêmica no capitalismo “global” desregulado, como se sabe, a partir de 2007/2008. A importância das organizações afetadas, a quebra e centralização de capitais no sistema financeiro – Bank of America + Merrill Lynch, como um dos exemplos apenas –, bem como as características das ações dos bancos centrais são demonstrações suficientes. Quanto a essas, sobretudo as do FED, o *Big Bank* americano e as do Tesouro não deixam dúvida de que eles viram a máscara feia do *risco sistêmico*. As evidências se suce-

dem: magnitude de recursos oficiais mobilizados, novidades intervencionistas, tipos de instituições apoiadas, número de países importantes envolvidos, afundamento dos cânones da desregulamentação, suprimentos de liquidez, apoios financeiros e reduções de taxa de juros, “estatizações brancas” etc.

O mundo vive há 38 anos, desde o início dos 1970, sem o dólar-ouro, com câmbio flexível e reformas liberalizantes, sob um padrão sistêmico de riqueza, em que ocorre, como já ressaltado, a dominância financeira, o capitalismo liderado pelas finanças. Nesses 38 anos instabilidades e crises ocorreram. Porém, nenhuma se tornou profunda e “global”. Agora sim. Os processos que têm sustentado os movimentos financeiros de valorização da riqueza emperram e produzem internacionalmente uma tendência à desvalorização da riqueza de duração indeterminada.

A esse ponto se chegou com a globalização financeira e o movimento de financeirização do capitalismo pelo qual a riqueza de papel se multiplica relativamente independente da valorização dos ativos produtivos, das variáveis reais. É um processo em que todos os atores estão envolvidos, até a corporação produtiva que incorporou a meta financeira em seus objetivos – nunca é demais ressaltar como já assinalado. Interpretações mais recentes e abundantes, sobretudo na mídia, põem ênfase nos descuidos da regulamentação, nos desvios de conduta etc. Esses claramente existiram e foram responsáveis, mas é necessário penetrar nas raízes e ver como se moviam as estruturas desse capitalismo.

Preponderavam as operações privadas em altos níveis de alavancagem e os Bancos Centrais e Tesouros que viraram reféns, repitamos, dessa dinâmica. Na alta da especulação o império do mercado; e na baixa, o socorro do Estado. Assim tem sido em todas as turbulências que ocorreram nesses 38 anos.

Lembre-mos de que o ambiente regulatório ao longo desses anos inspirou-se nos Acordos da Basileia, compostos por índices de capital em relação aos ativos, segundo tipos de riscos, por agências de classificação de risco, por modelos de autogestão “armados” pelos grandes *players* bancários, pela supervisão “a distância” por parte dos bancos centrais, e pela suposta disciplina de mercado na prática da transparência das informações etc.

Os bancos centrais deixaram solta a capacidade do sistema em criar riqueza fictícia em escala “global” e com significativa participação direta e indireta dos bancos via organizações paralelas que criaram. Essas organizações “especiais”, os instrumentos financeiros exóticos, as práticas correspondentes ficaram conhecidas, sabem os “entendidos”, como “sistema financeiro sombra” – “*shadow financial system*”. Um mundo de capital fictício a operar, fora dos balanços dos bancos, fora da vista das autoridades reguladoras e monetárias, em autoexpansão descontrolada.

Esclarecem Cintra & Farhi (2008):

Segundo Paul McCulley, diretor executivo da maior gestora de recursos do mundo, a Pimco, o *global shadow banking system* inclui todos os agentes envolvidos



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

Desde 1980, segundo esses autores, os mercados de balcão foram amplamente utilizados para a negociação de derivativos financeiros com o que as instituições financeiras buscavam cobertura de riscos de câmbio, de juros e de preços de mercado de outros ativos. Especulavam também sobre a tendência desses preços ou efetuavam operações de arbitragem.

As relações entre o sistema bancário e o *shadow banking system* passam desde o final dos 1990, segundo os autores citados, e ultrapassam a mera concessão de créditos do primeiro ao “sistema sombra”. Os mercados de balcão passaram a negociar derivativos de crédito e títulos outros que recebem a denominação ampla de “produtos estruturados”. Desde então o sistema bancário e o *shadow banking system* se interpenetram de forma quase inextricável.

Tais conexões têm – a nosso juízo, é uma das que têm, entre outras – grande força explicativa para o contágio, difusão intermercados e atores e generalização internacional que a chamada “crise do *subprime*”, um problema norteamericano, em princípio, veio a alcançar.

O ex-presidente do FED, Paul Volcker, no The Economic Club of New York, em 8 de abril de 2008, comentou:

Hoje, muito da intermediação financeira verifica-se em mercados distantes da capacidade supervisora podendo implicar descuidos, tudo envolvido em desconhecidos instrumentos derivativos estimados em trilhões. Tem sido um negócio altamente lucrativo, indicando a contabilidade financeira recente algo como 35 a 40 por cento de todos os lucros corporativos.

Quando se inicia a desvalorização, aparece o Banco Central, que se torna ativo em vez de omissivo. É ao que temos assistido em suas operações como prestamista de última instância – até mesmo para bancos de investimento, o que não é de sua competência – e “*market maker*” – quando assegura liquidez diante de um mercado travado. Aceita títulos sem compradores e os troca por títulos do Tesouro que podem em seguida ser transformados em dinheiro.

Ainda assim a crise persiste e há os que acreditam que ela poderá se aprofundar severamente. A rigor, ninguém sabe o quanto, pois uma das facetas do momento é justamente a sombra sobre as informações relevantes! Mesmo que daqui a 12/18 meses – número “mágico” citado por muitos – ou até em menos

tempo – o pior já tenha passado, a pergunta relevante é a seguinte: terá começado um processo profundo de redefinição da regulação do sistema? Ou apenas mudanças paliativas ocorrerão e o padrão persistirá o mesmo?

As reformas necessárias demandam limites à concorrência financeira que está na raiz da multiplicação dessa riqueza de papel. Requerem a criação de disciplina financeira internacional. Isso implica impor limites a muito do que aparecia como virtude: autorregulação dos atores e mercados financeiros, securitização, derivativos, altos níveis de alavancagem, organizações como supermercados financeiros, permissividade quanto às inovações financeiras etc.

Os Bancos Centrais e os governos fizeram e farão o que for necessário para salvar suas economias capitalistas em crise sistêmica. Quanto a estabelecer um capitalismo regulado, já é outra conversa difícil, tensa, de duração indeterminada e talvez inconclusa. Foi Paul Volcker que já antecipou, no evento antes mencionado:

Ninguém se beneficiará de uma regulação e supervisão que seja indevidamente intrusa e arbitrária. *Venture capital* e *equity funds* têm sido duas partes vitoriosas, criativas e valorosas do mercado de capitais Americano. Por sua natureza elas são dependentes de fortes e sofisticados investidores, portanto implicações sistêmicas de determinados fundos é improvável. Consequentemente o caso seja de um apoio oficial de liquidez seja de uma regulação direta intrusa é insustentável.

Ora, nos acontecimentos recentes muitas barreiras têm sido transpostas com o caráter de emergência, sob a ameaça da ruptura. Conformar um quadro regulatório para ter uma “vida longa” já é uma discussão e uma decisão de outra natureza.

Adverte-se em vão há muito tempo sobre a necessidade de uma nova arquitetura financeira e monetária internacional. Sem uma verdadeira reforma, o cenário é de recorrente ameaça do *risco sistêmico* e consequentes ônus econômicos e sociais. Problemático nó histórico: desarranjo sob o capitalismo desregulado e capitalismo regulado como miragem.

Com o agravamento econômico-financeiro e social verificado desde o último trimestre de 2008 até o presente – primeiro trimestre de 2009 –, o consenso, nesse momento, pela regulação e pela intervenção estatal é forte.

É evidentemente impossível prever o desenlace diante da complexidade nos planos nacionais e internacional engendrada pela crise dessa financeirização capitalista. Sobretudo, se, daqui a algum tempo, as dinâmicas financeiras e econômica derem sinais de que “o pior já passou”.

Por enquanto, até sob a presidência do mesmo Paul Volcker, o Grupo dos 30 acaba de produzir o documento “Reforma financeira – Um sistema para estabilização financeira” com 18 propostas de regulação/regulamentação.<sup>9</sup> É um documento para discussão. Comentaristas observam que os banqueiros pedem moderação aos reguladores para que não se destrua o espírito inovador do

sistema (*sic!*). Destacam-se nas recomendações: que os Bancos Centrais assumam maior relevância na prevenção; um único órgão regulador para atividades garantidas por seguro-depósito; maiores exigências de capital dos bancos nos auge para poder melhor enfrentar os momentos recessivos; ênfase na regulação prudencial; exigência de que instituições financeiras assumam parte do risco de crédito que elas estruturam em produtos securitizados e outros etc.

Ao longo das últimas semanas, a crise assumiu contornos mais densos para dizê-lo de uma maneira mais estratégica. Aponto na direção do aprofundamento da revisão das relações entre Estado e mercado, economia e política etc. A mais evidente face do aprofundamento está explícita ou implícita na necessidade de estatização temporária do sistema bancário nos Estados Unidos e na Inglaterra. Bancos americanos têm quebrado antes mesmo que os organismos fiscalizadores tenham sido capazes de examinar as contas deles. Nouriel Roubini, o economista cujo pessimismo revelou-se realismo analítico, estima que os prejuízos das instituições financeiras americanas aproximem-se a US\$ 3,6 trilhões, atingindo metade de banco e corretores lá credenciados. Acrescenta que se ele estiver correto, isso implica a insolvência do sistema bancário porque esse começa a funcionar com um capital de US\$ 1,4 trilhão.

Outras faces, porém, aparecerão, na medida em que a dimensão dos gastos públicos, a amplitude da política fiscal, o surgimento de uma política financeira muito mais do que uma mera política monetária (de administração de juros), as políticas de renda e de combate ao desemprego, as iniciativas de coordenação governamental aparecerem a partir dos Estados Unidos no governo Barak Obama. Sim, porque, caso elas não apareçam, as possibilidades de desenvolvimento negativo do cenário aumentarão.

Em artigo publicado em 1996, em que analisei a dinâmica desse capitalismo que agora, finalmente, se defronta com sua crise sistêmica, assinalai:

Assim esta nova forma dinâmico-estrutural do capitalismo deixaria as seguintes questões: não terá sido já tão aprofundado o processo de mobilidade, libertação e multiplicação ilusória do valor-capital, mercadoria-fetichismo, que sua função como ordenador de uma economia com chances de sociabilidade – convivência democrática e civilizada, acesso ao emprego e à renda, expansão vital e cultural – já esteja experimentando histórica e socialmente seus limites? E dessa forma a regulamentação não será apenas uma tímida aproximação à “ponta do iceberg” cuja totalidade por ela não se deixará “resolver”? Estamos diante de qual transição? Qual reforma, muito mais que re-regulamentação, é necessária? Qual forma de reorganização econômico-social e democrática é almejavável? Que tipo de crise-transição é essa que se bem encaminhada não for nos colocará diante de uma “neo-barbárie” da qual a práxis “neo-liberal” e a impotência crítico-propositiva são mero intróito? Pragmaticamente: é possível regulamentar o capital globalizado sem intervir na própria lógica da concorrência e do afã de acumular por acumular, que é contemporaneamente dominado pela riqueza abstrata, monetário-financeira? (Braga, 1996)

No momento em que encerro este artigo, há reações em sua maioria negativas ao primeiro “Programa Barack Obama” de enfrentamento da crise econômico-financeira divulgado dia 10 de fevereiro de 2009. As críticas originam-se de distintas matrizes ideológicas. O editorial do *The New York Times* no dia seguinte foi ao ponto, a nosso juízo: “*Someone should have told Treasury Secretary Timothy Geithner that one thing to avoid at a time of uncertainty is raising more questions*”.

O núcleo do problema é que grande parte de bancos e instituições financeiras americanas estão insolventes, e o programa não trouxe uma estratégia sólida de resolução do problema que resultasse, na sequência, na tão necessária retomada do crédito aos consumidores e às empresas. Injetar capital adicional e comprar ativos “podres” desse sistema não assegura a saída ainda que se tenha acenado com pelo menos US\$ 1 trilhão para essa tarefa.

No âmbito do estímulo à demanda agregada, foi anunciado um programa de US\$ 838 bilhões que envolverá gastos com infraestrutura, programas de transferência de renda, auxílios a governos estaduais e locais, cortes de impostos etc.

Por diferentes razões, o governo deixou em aberto pontos e procedimentos a serem definidos proximamente. É evidentemente apenas um primeiro *round* que envolve uma complexa rede de interesses e uma economia cujo padrão de desenvolvimento precisaria ser redefinido do ângulo da maioria dos membros da sociedade americana e seus respectivos impactos mundiais. Foi um primeiro *round* que refletiu mais o passado recente desse país do que as esperanças de mudança depositadas no novo presidente. Mas é muito cedo para conclusões.

É pequenez humana, contudo, travar o debate e as iniciativas apenas no plano da regulação e da regulamentação. Tecer “remendos”. A esperança segue apoiada na ocorrência de uma reforma que modifique o padrão aqui discutido. Vem à mente o historiador Fernand Braudel e uma referência a ele feita recentemente pelo embaixador Rubens Ricupero (2008):

Braudel comparava os acontecimentos aos vaga-lumes: brilham, mas não iluminam o caminho. Sua luz é fraca, não nos ajudam a distinguir a duração longa, os ciclos seculares. Em horas como as atuais é o que dificulta perceber se a tremenda intensidade dos eventos significa que as coisas mudaram para sempre.

## Notas

1 O presente artigo resgata e articula reflexões do autor publicadas “fragmentariamente”, nos últimos anos, em artigos no jornal *Valor Econômico*, na *Folha de S.Paulo* e nos *Indicadores*, publicação de conjuntura econômica da Fundação do Desenvolvimento Administrativo (Fundap), do governo de São Paulo.

2 Cf. Braga (2000a).

- 3 Ampliar dívidas para pagar dívidas é o tipo de finanças Ponzi, segundo H. P. Minsky; enquanto finança especulativa é aquela ditada pela sucessiva rolagem da dívida. Ponzi, aliás, em “homenagem” a um histórico megaespeculador.
- 4 Dados oriundos de artigo de Maria Clara R. M. do Prado, do jornal *Valor Econômico* (18.12.2008, p.A13), retirados de pesquisa de Daniela Klingebiel (Banco Mundial) e Patrick Honohan (Depto. de Economia do Trinity College, Dublin/Irlanda).
- 5 Ou seja, o risco de que os gestores privados de riqueza operem de maneira, digamos, menos disciplinada financeiramente, ao terem como certa a intervenção pública global para evitar um *crash* financeiro generalizado.
- 6 Segundo Braga (2000b), na “macroestrutura financeira dão-se as operações monetário-financeiras e patrimoniais de um conjunto de instituições formado pelos bancos centrais relevantes, pelos bancos privados, por diversas organizações financeiras, pelas grandes corporações e pelos proprietários de grandes fortunas. Esses agentes operam, em várias praças financeiras, a valorização e desvalorização das moedas, dos ativos; gerindo os mercados interligados de crédito e de capitais, ampliando as transações cambiais autonomizadas em relação ao comércio internacional, direcionando a ‘poupança financeira’ e a liquidez internacional”.
- 7 Cf. Braga (2007).
- 8 Cf. Braga (2008).
- 9 Ver [www.group30.org](http://www.group30.org) Financial Reform – A framework for financial stability. Ver Safatle et al. (2009).

## Referências bibliográficas

BEALES, R. US niggles became global problem. *Financial Times*, 10 Aug. 2007.

BRAGA, J. C. O espectro que ronda o capitalismo. Globalização financeira ameaça o sistema com uma crise sem precedentes. *Folha de S.Paulo*, São Paulo, 1º set. 1996. Caderno Mais!, p.5-3.

\_\_\_\_\_. O Estado antiliberal da macroeconomia da riqueza financeira. *Indicadores DIESP* – Diretoria de Economia do Setor Público, Fundap, n.81. nov./dez. 2000a.

\_\_\_\_\_. *Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*. Campinas: Editora da Unicamp, Instituto de Economia, 2000b.

\_\_\_\_\_. O “Big Bank” do capitalismo financeiro. *Valor Econômico*, 8 out. 2007. p.A12.

\_\_\_\_\_. A crise sistêmica e a miragem. *Valor Econômico*, 18 set. 2008. p.A13.

CINTRA, M. A. M.; FARHI, M. A crise financeira e o *global shadow banking system*. *Novos Estudos Cebrap*, n.82, nov. 2008.

GUTTMANN, R.; PLIHON, D. *Consumer debt at the center of finance-led capitalism*. Paris, jan. 2008. (Mimeogr.).

RICUPERO, R. Vaga-lumes ou faróis? *Folha de S.Paulo*, São Paulo, 21 dez. 2008. p.B2.

SAFATLE, C. et al. Proposta de reforma busca evitar nova grande crise. *Valor Econômico*, 20 jan. 2009. p.C10.

*RESUMO:* Os problemas financeiros desencadeados a partir de 2007 alcançaram escala internacional e assumiram características que permitem defini-los como uma *crise sistêmica do capitalismo financeirizado* que em fins de 2008 já atingia 38 anos de existência. Para que uma tragédia econômico-financeira ao estilo de 1929 não se desenvolvesse, apareceu o *Big Bank* – o Banco Central – de cada país desenvolvido utilizando instrumentos conhecidos com novas características. Ainda que tenha impedido uma *grande crise*, essa atuação não foi capaz de impedir a contaminação da *performance* produtiva da economia global. Além disso, este artigo discute a incerteza que ronda a fundação de uma efetivação regulação e reforma do padrão atual de dominância financeira.

*PALAVRAS-CHAVE* – Crise sistêmica, Capitalismo financeirizado, *Big Bank*, Grande crise, Desvalorização financeira, Incerteza das reformas.

*ABSTRACT:* The financial problems that took place as of 2007 reached an international scale and took on characteristics that allow us to define them as a systemic crisis of Financial Capitalism, which, in the end of 2008, completed 38 years of existence. In order to avoid a financial-economic tragedy such as the one in 1929, the “Big Bank” (Central Bank) of each developed country stepped in using well known instruments as well as new ones. Despite having avoided a Great Depression, this response was not able to stop the contamination of the global economy’s productive performance. Besides the points mentioned above, this essay discusses the uncertainty that surrounds the foundation of an effective regulation and the reform of the current standard of financial domination.

*KEYWORDS* – Systemic crisis, Financial capitalism, “Big Bank”, Great depression, Deva-  
luation, Reforms uncertainty.

*José Carlos Braga* é professor livre-docente do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). Foi diretor-executivo do Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais desse Instituto. Pós-doutorado pela University of Califórnia, Berkley (EUA). @ – [bragajcs@uol.com.br](mailto:bragajcs@uol.com.br)

Recebido em 17.2.2009 e aceito em 20.2.2009.