

GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E PERSPECTIVAS PÓS-CRISE*

Robert Guttman**

Tornou-se evidente, pelo menos desde setembro de 2008, que estamos atravessando uma grave crise. Hoje, vivenciamos uma crise sistêmica, um distúrbio muito mais grave que coloca em cheque o funcionamento do sistema capitalista. Este tipo de crise ocorre quando alterações estruturais no *modus operandi* deste sistema geram desequilíbrios, que, na ausência de autocorreção, explodem com força paralisante. Este artigo tem por objetivo analisar as três grandes crises passadas (1873-1879, 1929-1939 e 1979-1982), identificando padrões de comportamento, sobre o que têm em comum, que podem nos ajudar a descobrir o que está acontecendo hoje.

FINANCIAL GLOBALIZATION AND POST-CRISIS PERSPECTIVES

It has become obvious at least since September 2008 that we are going through a severe downturn. What we have instead is a *systemic crisis*, a much more severe disruption which puts the functioning of our entire capitalist system in question. These kinds of crises occur when structural changes in the modus operandi of our capitalist system have engendered underlying imbalances, which, in the absence of self-correction, explode into the open with paralyzing force. The objective of this paper is to analyze the past three major crises (1873-79, 1929-39, and 1979-82) identifying behavioral patterns about things they share in common, which may help us figure out what is happening today.

1 LIÇÕES DE CRISES PASSADAS

Tornou-se evidente, pelo menos desde setembro de 2008, que estamos atravessando uma grave crise. A intensidade dos cortes, se analisada do ponto de vista do emprego, da produção, do comércio, dos valores dos ativos, ou dos níveis de despesa agregada, confirma que esta não é uma recessão normal, do tipo que atravessamos ciclicamente em períodos que variam de quatro a sete anos. Tais ajustes tendem a ser mais curtos e menos pronunciados do que o tipo de crise que enfrentamos atualmente. Hoje vivenciamos uma crise sistêmica, um distúrbio muito mais grave que coloca em cheque o funcionamento do sistema capitalista como um todo. Este tipo de crise ocorre quando alterações estruturais no *modus operandi* do sistema capitalista geram desequilíbrios, que, na ausência de autocorreção, explodem com força paralisante. Tivemos crises estruturais do mesmo tipo em 1873-1879, 1929-1939 e 1979-1982.

Embora cada uma dessas crises estruturais passadas tenham tido seu próprio contexto único, existem algumas lições históricas a serem aprendidas sobre o conjunto, sobre o que têm em comum, que podem nos ajudar a descobrir o que está acontecendo hoje. Especificamente, podemos tirar três conclusões importantes dos padrões de comportamento das três grandes crises passadas.

* Palestra proferida no Seminário Internacional sobre Desenvolvimento do Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social (CDES), Brasília, 6 de março de 2009.

** Universidade de Hofstra – Nova Iorque, EUA.

1.1 A intensidade da instabilidade financeira

Tudo começou com um período de alta instabilidade financeira – o lendário *Pânico de 1873*, a quebra da Bolsa de Valores de Nova Iorque, em outubro de 1929, e a famosa – e infame – mudança da política monetária pelo Federal Reserve (FED), em outubro de 1979, que seguiu uma crise do dólar sem precedentes. Pode-se argumentar em relação a cada uma dessas crises, de modo verificável com base em dados empíricos, que existe uma correlação positiva entre a severidade e a duração da contração de crédito no início da crise e a subsequente perturbação da atividade econômica no desenrolar da crise. Isto foi especialmente evidente no início da grande depressão, após a dupla queda do padrão-ouro internacional (setembro de 1931) e do sistema bancário dos Estados Unidos (1931-1933). Mas as outras duas crises e consequentes rupturas dos sistemas de crédito delinearão completamente os ajustes recessivos que se seguiram.

À luz dessa conexão, a crise atual tem todas as características para ser grave. O montante dos prejuízos causados ao sistema financeiro mundial pelo quase colapso do vasto sistema bancário “paralelo” em 2008, construído em torno da securitização e dos derivativos de crédito, ameaça a solvência dos bancos líderes e a capacidade operacional de mercados-chave – condições das quais é difícil sair. Enquanto isso, as tentativas desesperadas de mutuários excessivamente endividados em todo o espectro da nossa economia dependente do crédito, para evitar a inadimplência, vendiam seus ativos em mercados em declínio constante, o que coloca toda a economia no que Irving Fisher (1933) tão apropriadamente chamou de espiral de deflação de dívidas – ao que hoje nos referimos de forma muito mais prosaica como “desalavancagem”. A menos que revertidas o mais rápido possível, tais condições criam o risco de situações do tipo depressão.

1.2 A dimensão global

Cada uma dessas quatro crises estruturais começou nos Estados Unidos, mas no final envolveu a economia mundial. Espalhando-se para além do seu país de origem, a crise se aprofundou à medida que se ampliou. Em outras palavras, o contágio global da dinâmica da crise constituiu um multiplicador negativo, o que fez a desaceleração piorar. Pode-se até argumentar que há uma correlação entre sua dispersão geográfica e sua profundidade. Esta conexão foi mais drasticamente notada durante a grande depressão dos anos 1930, quando se refletiram na economia do mundo inteiro as tarifas aduaneiras de 40% dos Estados Unidos relacionadas à Lei Smoot-Hawley de 1930, a posterior moratória da dívida alemã e a suspensão do padrão-ouro pela Grã-Bretanha em setembro de 1931. Tal experiência mostra o quanto é importante evitar reações protecionistas hoje, se não queremos repetir esta terrível experiência de transformar uma recessão local em uma depressão mundial.

A crise atual já é notável no quanto esta revelou todos os vetores da globalização, provocando queda acentuada no comércio, na carteira de investimentos nos investimentos diretos e nos empréstimos nunca vistos desde a década de 1930. Isso também é um mau presságio para o que estamos enfrentando; já a velocidade e o grau de declínio das atividades transfronteiriças são muito piores hoje do que na década de 1870 ou de 1980.

1.3 Acabando com crises sistêmicas

A terceira lição a ser tirada das crises sistêmicas do passado é que estas não acabam por conta própria. Ao contrário de recessões autoajustáveis ou de crises normais no decurso das flutuações cíclicas, das quais a economia se recupera, cortando oferta em excesso abaixo da demanda, as crises mais graves de natureza sistêmica não têm um caminho de superação próprio. Há duas razões para esta incapacidade estrutural. Uma é o dano geralmente causado ao sistema bancário durante estas crises – sendo essa a razão de serem sistêmicas, em primeiro lugar –, necessitando de correções de longo prazo para ressuscitar. A outra é a força das respostas racionais individuais à crise, que tornam as coisas piores quando tomadas em conjunto e projetadas no nível macroeconômico. Cortes de despesas, elevações nas poupanças das famílias, demissões e outras respostas microrracionalis reforçam os efeitos negativos multiplicadores, puxando a economia para baixo. Por isso, é seguro concluir que as crises sistêmicas só podem ser superadas por respostas políticas fortes e reformas estruturais.

Se aplicarmos essas lições à situação atual, devemos concluir que a crise de hoje é significativa e provavelmente irá durar muitos anos, causar enormes prejuízos na renda e no emprego e repercutir em todo o planeta. Tanto o grau de instabilidade financeira que a precedeu quanto o contágio global testemunhado desde então indicam que esta crise específica está entre as grandes nos anais do capitalismo industrial. Temos um sistema bancário bastante danificado e mercados financeiros disfuncionais, o que desencadeou uma espiral de deflação de dívidas propensa a reduzir drasticamente o comércio e os fluxos de investimento estrangeiro. Tudo depende então da resposta política para tirar-nos desta confusão, uma vez que a crise não irá diminuir por si própria.

2 UMA RESPOSTA POLÍTICA UNIFICADA

Ao verificar como os governos têm reagido diante de uma situação de rápida deterioração econômica após o choque deflacionário causado pelo colapso do banco de investimento Lehman Brothers, em 15 de setembro de 2008, ficamos impressionados com a velocidade das suas respostas. A administração Bush, mesmo em fim de mandato, sentiu-se obrigada a iniciar um pacote de ajuda de US\$ 700 bilhões aos bancos, o agora infame Troubled Assets Relief Program (TARP), depois de ter dado a cada família americana um cheque de

crédito de impostos para estimular a demanda agregada – na primavera de 2008. Aqui, novamente, parece óbvio que as lições do passado foram bem compreendidas, especialmente em relação ao longo período de inação por parte da administração Hoover após a queda da Bolsa de Valores em outubro de 1929 e suas políticas devastadoramente equivocadas – por exemplo, cortes de gastos, protecionismo e a recusa em deixar o Federal Reserve atuar como financiador de última instância, mesmo diante da extensão da crise bancária. Não, os governos não iriam repetir os mesmos erros desta vez. Em vez disso, reagiram rapidamente e com presteza. Talvez ainda mais interessante seja o fato de que os governos tenham reagido de modo tão semelhante, tão em uníssono. Mesmo que, em diferentes graus, as respostas centraram-se em torno dos mesmos três pontos focais de gestão de crises.

2.1 Política monetária

Os bancos centrais no mundo todo, liderados pelo FED, reduziram expressiva e rapidamente as taxas de juros desde o início da crise, em agosto de 2007 – e mais ainda desde que a crise entrou em sua fase de violenta deflação de dívidas em setembro de 2008. Mesmo o notoriamente firme e determinado Banco Central Europeu (BCE) tem dado passos significativos nesta direção. A razão para essa postura de política monetária unificada é óbvia, ou seja, a necessidade de manter sob controle o processo de desalavancagem antes que este faça com que a deflação se estabeleça nos mercados de produtos e de trabalho, bem como nas mentes da maioria dos atores.

Uma vez instalada, é difícil de livrar-se da deflação e possivelmente de um problema mais complicado que a inflação. Por um lado, com os compradores esperando os preços caírem, estes estão dispostos a esperar que isso aconteça ainda mais. Esta atitude de esperar para ver – sem dúvida uma profecia autorrealizável que tende a legitimar o mesmo cuidado ao longo da cadeia – incentiva níveis de atividade econômica sistemicamente deprimidos. Além disso, a deflação força os devedores a pagar com dinheiro de custo mais elevado e, dessa forma, torna os níveis de dívida muito mais onerosos e difíceis de suportar, uma situação perigosa, especialmente à luz dos níveis historicamente elevados de endividamento de muitos consumidores e instituições financeiras nos dias de hoje. Portanto, por estas duas razões, é imperativo evitar, de forma duradoura, que o processo de deflação de ativos associado à desalavancagem cause um *spillover* sobre os mercados de bens e de trabalho. Obviamente, estamos aproximando-nos deste limiar crítico a cada dia, como evidenciado pela acentuada desaceleração nas taxas de inflação, que já se situam em território negativo, quando medidas por índices de preços ao produtor trimestralmente – em vez de anual. Felizmente, começamos este processo de desaceleração a partir de um nível relativamente alto de inflação em todo o mundo devido à bolha das *commodities* imediatamente anterior à crise das hipotecas *subprime* de 2007.

A única forma de os bancos centrais fazerem sua parte na luta contra a espiral da deflação é empurrar as taxas de juros nominais sob seu controle para baixo com força e rapidez. O que precisamos é de taxas de juros “reais” negativas – isto é, ajustadas à inflação – para reduzir os encargos da dívida global, inundar o sistema de crédito com liquidez e oferecer aos bancos pressionados algum espaço para respirar em relação a curvas de rendimento mais acentuadas, dando-lhes um *spread* mais rentável entre a taxa que estes pagam em seus compromissos – de curto prazo – e os juros que ganham com seus ativos – de longo prazo. Bem Bernanke (2002, 2005) presidente do FED, economista renomado por seus trabalhos acadêmicos sobre a deflação, compreendeu isso imediatamente. Assim, ele tentou diminuir as duas taxas de juros sob controle do FED pelo menos tão rapidamente quanto a desaceleração das pressões inflacionárias, se não mais rápido, para proporcionar à economia dos Estados Unidos o impulso que precisava para um período sustentado de taxas de juros negativas “reais”, na esperança de evitar o estabelecimento de pressões e expectativas de deflação generalizadas. Quando Henrique Meirelles, presidente do Banco Central do Brasil, orgulha-se de que as taxas reais de juros do Brasil são as mais baixas em muito tempo, como fez neste fórum, ele não dá suficiente reconhecimento ao fato de que isso está na verdade acontecendo em meio a uma violenta crise e que, à luz das pressões deflacionistas que estão operando em todo o mundo, é melhor mesmo que as taxas “reais” do Brasil estejam assim tão baixas ou ainda menores. Henrique Meirelles tende mais para a corrente de Jean-Claude Trichet, o presidente do Banco Central Europeu, e Mark Carney, o presidente do Banco Central do Canadá, que se preocupam demais com a inflação, problema de ontem, e ficam cautelosos demais na forma como enfrentam esta crise. A taxa Selic (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia) tem espaço para baixar rapidamente.

Quando a inflação cair para zero e ameaçar transformar-se em deflação generalizada, os bancos centrais irão trazer suas metas de taxas de juros a zero também, como já foi feito pelo FED, pelo Banco da Inglaterra e pelo Banco do Japão. Haverá uma convergência nesse sentido à medida que a profundidade e a duração da crise global tornem-se mais claras – especialmente depois que as atuais expectativas otimistas de uma virada iminente no final de 2009 ou início de 2010 se confirmarem falsas. Nesse ponto, a política monetária convencional deixa de funcionar normalmente, já que os bancos centrais terão sido privados de sua mais importante ferramenta. Medidas de políticas monetárias novas e menos ortodoxas se impõem neste momento. Já vimos como o Banco do Japão combateu uma década de deflação durante os anos 1990 com a chamada *flexibilização quantitativa*, que impulsionou as reservas bancárias por meio da compra de títulos públicos e outros ativos. E, ainda mais surpreendente, o FED lançou quase 20 novos programas de injeção de liquidez ao longo do último ano e meio, envolvendo *swap* de ativos destinados a flexibilizar as condições de crédito e a desobstrução de mercados financeiros – ou sua substituição por completo. Veremos muito mais experimentação por muitos bancos centrais do G-20, talvez todos.

2.2 Pacotes de ajuda aos bancos (*bail-out*)

Como complemento à política monetária do juro zero e de flexibilização do crédito, os bancos centrais também têm tentado lidar com um sistema bancário bastante danificado, que não está forte o suficiente para abastecer a economia com quantidade de crédito necessária. Em retrospecto, foi realmente notável a rapidez com que os governos reagiram à cascata de falências bancárias nos Estados Unidos e na União Europeia em setembro de 2008, indo além de suas tradicionais intervenções de financiador de última instância voltadas para o resgate de bancos individuais e direcionadas para lidar com falências isoladas. Percebendo imediatamente a abrangência do choque provocado pelo colapso do Lehman Brothers, os Estados Unidos e os governos da União Europeia lutaram por cerca de uma semana para encontrar uma resposta sistêmica antes que Gordon Brown desse a resposta com uma combinação engenhosa de garantias bancárias adequadas, seguro contra perdas para valores de ativos deteriorados e injeções de fundos públicos para recapitalizar os bancos mais ou menos insolventes. Desde então, a maioria dos governos no clube dos países ricos da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) – por exemplo, os membros da União Europeia, dos Estados Unidos, do Japão e da Austrália – introduziram pacotes de resgate semelhantes aos bancos, que estes já tiveram de adaptar e ampliar em muitos casos.

2.3 Estímulo fiscal

Conforme Keynes (1936) entendeu tão claramente, uma política monetária perde muito de sua eficácia durante grandes crises sistêmicas, quando todo mundo quer cortar gastos e ninguém quer tomar empréstimos. Nesse ponto, os bancos podem acabar acumulando grande parte da liquidez injetada pelo banco central, uma situação que ele caracterizou como uma armadilha da liquidez e que com certeza enfrentamos novamente hoje. Em tal situação, torna-se imperativo para os governos intervirem como fonte de demanda adicional. Com o setor privado fazendo cortes e uma série de ciclos de retroalimentação negativa, só o governo tem os meios para aumentar os níveis de despesa agregada de maneira contracíclica. Dependendo dos efeitos multiplicadores prevalentes – que diferem muito de país para país em termos da eficácia dos estabilizadores fiscais automáticos, bem como em termos de diferentes tipos de estímulos fiscais –, os governos precisam aumentar os déficits orçamentários na proporção do declínio global da atividade econômica que enfrentam em suas economias domésticas. Este cálculo explica o pacote de estímulo de US\$ 787 bilhões lançado por Obama em fevereiro de 2009. Claro que outros líderes – especialmente os da zona euro da União Europeia – têm agido de maneira muito menos ambiciosa, preocupados com as implicações de longo prazo de assumirem tanta dívida pública.

Analisando os vários pacotes de estímulo aprovados pelos países do G-20, incluindo o ambicioso pacote da China ou o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) no Brasil, vemos que tendem a combinar alguns benefícios fiscais, medidas de apoio à manutenção da renda e outros programas de seguro social, ajuda de compartilhamento de receitas para governos de estados e municípios, bem como projetos de infraestrutura nas áreas de transporte, construção etc. Temos visto até uma bem-vinda tendência de investimento em uma gama mais ampla e moderna de projetos de infraestrutura promovendo a eficiência energética, fontes alternativas de energia, melhorias ambientais, educação, saúde e habitação. Esta última tendência, embora na maioria dos casos seja apenas um começo bastante modesto, promete produzir importantes benefícios de longo prazo para as economias nacionais.

Essas respostas de políticas, apesar de serem passos na direção correta, não foram suficientes e vieram tarde demais para impedir um declínio extremamente acentuado da produção, do comércio e do emprego no último trimestre de 2008 e no primeiro trimestre de 2009. Durante esses seis meses de queda livre, a economia mundial perdeu 20 milhões de empregos, 3 milhões somente nos Estados Unidos. Embora devamos reconhecer que tais medidas políticas têm um certo atraso e, portanto, não podem ter sua eficácia avaliada imediatamente, estas podem não ter sido suficientes para redirecionar a economia mundial para a recuperação. Só depois, no final de 2009 e início de 2010, vamos ver se este é realmente o caso. O perigo de declínio contínuo, porém, é muito grande, uma vez que tenhamos iniciado essa rápida espiral descendente de desalavancagem, deflação de ativos, cortes de gastos e desemprego. Estas forças de contenção de despesas se alimentam mutuamente, reforçadas ainda mais pelos danos psicológicos em massa causados à confiança e à tomada de riscos. Os proféticos conceitos keynesianos de armadilha da liquidez – isto é, manutenção de reservas de dinheiro por bancos amedrontados e deteriorados – e o paradoxo da parcimônia no gasto – ou seja, aumento da poupança das famílias mais temerosas que cortam os já deprimidos gastos de consumo – estão novamente em pleno andamento. E como vimos durante a grande depressão dos anos 1930, quando essas reações de precaução são desencadeadas, estas são muito difíceis de parar e reverter, especialmente depois que as expectativas de deflação se enraízam no público em geral. Então, os gastos podem encolher ainda mais, já que as pessoas decidem adiar as compras e assim tirar proveito da redução de preços no futuro. Se de fato a crise continuar inabalável, teremos, sem dúvida, de efetuar futuros esforços de políticas.

3 O DESAFIO DE ARTICULAÇÃO DA POLÍTICA INTERNACIONAL

Além de preocuparmo-nos se as respostas das políticas dos diversos países têm sido suficientemente abrangentes e oportunas, também devemos compreender que estas iniciativas estritamente nacionais não tratam a natureza especificamente internacional da crise. Com mercados financeiros globalmente interligados, tendo se congelado entre suas fronteiras, temos uma recessão global sincronizada. Já tornou-se dramaticamente claro no decorrer de 2008 que o declínio de um país ou região reforça a crise em outros lugares, e vice-versa. Assim como os canais globais de atividades econômicas transfronteiriças tiveram um efeito multiplicador positivo em impulsionar o crescimento, seu declínio simultâneo – cristalizado em torno de um impressionante encolhimento do comércio mundial, de repatriação de investimentos estrangeiros em grandes volumes e da fuga de capitais que elevaram os prêmios de risco de títulos – também foi crucial para exacerbar a queda da atividade econômica doméstica em tantos lugares do mundo.

Então, tivemos um multiplicador negativo na economia global reforçando a espiral doméstica descendente, uma espécie de desglobalização que está desfazendo e revertendo boa parte do estímulo ao crescimento global dos últimos anos. Isso já significou uma contração perigosa para economias de mercado emergentes dependentes de exportações e importações de capital, e não está claro se mesmo o Brasil será capaz de escapar das consequências negativas do encolhimento do comércio, da reversão dos fluxos de capital e da falta de financiamento confiável para o comércio. Economias dependentes da exportação são, portanto, especialmente vulneráveis ao multiplicador negativo de desglobalização.

A dimensão global desta crise exige uma boa dose de cooperação internacional e de coordenação política. Em primeiro lugar, é evidente que precisamos de um aumento substancial na capacidade de concessão de empréstimos dos financiadores multilaterais – Fundo Monetário Internacional (FMI), Banco Mundial, bancos regionais de desenvolvimento – para auxiliar economias emergentes e em desenvolvimento a compensar a reversão dos fluxos de capital privado, garantir mais financiamento para o comércio e conseguir ajuda para programas de estabilização doméstica. Em segundo lugar, também teremos de coordenar os esquemas de resgate a bancos e os esforços pouco convencionais da política monetária em âmbito internacional, para que o novo sistema financeiro emergente, que estes esforços estão ajudando a criar, tenha um mínimo de harmonização entre países, de modo a garantir a atuação uniforme de um sistema financeiro inerentemente transnacional. Se não, corremos o risco de protecionismo financeiro, que excluirá muitos países do acesso adequado a fontes de capital internacional. Em terceiro lugar, pode ser necessário implementar um programa de estímulo fiscal coordenado globalmente para contrapor

o encolhimento da demanda comercial, e esses recursos podem ser direcionados para um conjunto de bens públicos supranacionais e de infraestrutura – mudança climática, produção de alimentos, energias alternativas, transportes públicos, saúde comunitária, educação – que talvez possam (e devam) constituir os novos pilares do crescimento da economia global pós-crise. Finalmente, poderíamos também corrigir as disparidades globais prevalecentes centradas em torno de desequilíbrios de contas-correntes insustentáveis, fazendo que os países superavitários, como Alemanha, Japão ou China, implementem pacotes de estímulo desproporcionalmente maiores para o aumento do consumo interno – até agora inadequado. Isso tornaria muito mais fácil para os países deficitários, especialmente os Estados Unidos, realizarem os ajustes necessários sem disparar espirais de deflação de dívidas que ameaçam empurrar a economia do mundo inteiro para a depressão.

Infelizmente, essa necessária melhoria na coordenação da política internacional entra em conflito com as instituições existentes no centro da gestão da economia mundial. Essas instituições, tais como o FMI, o Banco Mundial, a Organização Mundial do Comércio (OMC), o Banco de Compensações Internacionais, o G7 etc., foram formadas há décadas, nunca foram ajustadas às novas realidades e, portanto, são totalmente ultrapassadas, até mesmo anacrônicas, em suas funções, estruturas de governança e instrumentos de políticas. Estas não são capazes de lidar com os desafios da economia global contemporânea. Assim, com a presente crise sincronizada em âmbito mundial, a pior crise em sete décadas, precisamos salvar a economia mundial e corremos o risco de combinar respostas inadequadas por parte da política interna com uma incapacidade institucional em escala internacional.

Felizmente, há dois sinais de esperança nesta terrível situação que nos permitem um lampejo de otimismo. Um destes é a chegada de Barack Obama à Casa Branca, um novo presidente americano carismático e popular que assume uma postura ativista frente à crise e que atuou à velocidade da luz para tratar alguns dos principais desafios da gestão da crise, já enfrentando-a nos primeiros 100 dias de sua presidência – grande estímulo fiscal; reparação das instituições financeiras; programa de modificação da execução hipotecária para lidar com a crise da habitação; e ênfase na coordenação global –, salientando igualmente a necessidade de estabelecer as bases para a renovação da capacidade de crescimento no longo prazo, promovendo investimentos em infraestrutura, educação, saúde – incluindo a ênfase na contenção de custos – e energias alternativas. O outro sinal é a formação de uma nova instituição de governança global na forma do G-20 e seu compromisso de reunir-se regularmente com o propósito de lançar respostas de políticas articuladas. Embora os dois primeiros encontros – em Nova Iorque em 15 de novembro de 2008 e em Londres

em 2 de abril de 2009 – já tenham provado o quanto é difícil 20 governos alcançarem consenso sobre qualquer questão substancial e depois traduzir suas afirmações em realidade concreta, estes têm ao mesmo tempo demonstrado um notável grau de determinação para a ação coletiva. Refiro-me, em especial, ao acordo do G-20 para renovar e aumentar os recursos dos organismos multilaterais responsáveis pela gestão da crise global – em especial, o FMI e o Fórum de Estabilidade Financeira –, definir os princípios da reforma regulatória referente às instituições financeiras e mercados e abandonar as tentações do protecionismo. Assim, o G-20, embora cheio de deficiências de governança global em uma época ainda dominada por interesses nacionais, é um primeiro passo importante em direção à gestão de crises globais em um âmbito compatível ao nível de globalização já alcançado.

4 TRÊS DIMENSÕES DE TEMPO DA REFORMA

Em uma crise estrutural do tipo da que enfrentamos no momento, precisamos contemplar reformas de políticas profundas, que nos levem a uma trajetória de recuperação sustentável. Algo frequentemente ignorado nas discussões convencionais é que existem diferentes tipos de reforma dependendo de suas perspectivas de tempo e que estas devem ser devidamente integradas. Em outras palavras, é preciso distinguir entre medidas de curto prazo, iniciativas de médio prazo e transformações de longo prazo. Além disso, é preciso assegurar que essas três perspectivas de mudança estrutural sejam coordenadas de forma que uma leve à outra e que todas se apoiem mutuamente. Esta é a única maneira de se realizarem grandes transformações estruturais no sistema e de assegurar que este realmente conduza a maior estabilidade.

4.1 Reformas de curto prazo

Embora tenhamos implementado políticas fiscais e monetárias de estímulo para conter a dramática redução global da demanda agregada e tenhamos conseguido deter a desintegração do setor bancário, qualquer possibilidade de recuperação depende de levarmos o setor bancário severamente danificado a um nível mínimo de saúde e vigor. O sistema bancário é o coração da economia e um corpo não pode se mover de forma ágil se tem um coração fraco. Alguns países estão em melhor situação a este respeito que os outros, por exemplo, China, Canadá, ou mesmo Brasil, em que estruturas bancárias mais tradicionais e restrições regulatórias mais severas – veja, por exemplo, no caso do Brasil, a exigência de depósitos compulsórios para os bancos – ironicamente têm deixado os grandes bancos bem menos expostos ao excesso especulativo que derrubou os seus homólogos americanos ou europeus. No entanto, nos Estados Unidos ou na Europa, infelizmente, temos sistemas bancários severamente danificados, o que vai limitar

a capacidade de recuperação dessas regiões. Grandes operações de socorro por parte do FED, do Banco da Inglaterra, do Banco Central Europeu, do Banco Nacional da Suíça ou do Banco Central Russo impediram o colapso dos bancos “grandes demais para falir”, sobretudo depois que a falência do Lehman Brothers ensinou sobre os riscos de deixar falir uma instituição financeira de importância sistêmica. Mas, em cada uma dessas áreas, ainda temos de descobrir como transformar estes bancos-zumbis em credores fortes e vigorosos. Claro, sabemos que estes bancos precisarão de reservas de capital substancialmente maiores no futuro, e tais iniciativas de recapitalização podem acontecer com apoio financeiro do mercado de ações, outras instituições financeiras – por exemplo, fundos de ações privados ou *private-equity funds* –, ou do governo. A ideia do governo Obama de realizar testes de estresse com 19 instituições financeiras sistemicamente importantes nos Estados Unidos para determinar suas necessidades futuras de capital é um primeiro passo importante nessa direção. É igualmente urgente tratar dos ativos tóxicos ainda pesando na contabilidade dos principais bancos do mundo, causando perdas adicionais, consumindo capital já escasso e minando a confiança pública. O Tesouro dos Estados Unidos, primeiro com Paulson em 2008 e, em seguida, Geithner em 2009,¹ tentou, sem sucesso, descobrir como montar uma nova infraestrutura de compradores financiados publicamente que adquirissem ativos tóxicos de bancos americanos com desconto. Outros países, como a Grã-Bretanha e a Alemanha, tomaram caminho semelhante, com o objetivo de dividir suas instituições bancárias mais vulneráveis e com maior prejuízo em “boas” e “ruins” e liquidar as ruins gradualmente. A partir da experiência da Suécia e do Japão na década de 1990, sabemos que crises bancárias sistêmicas só podem ser resolvidas se os bancos tiverem uma maneira de livrar-se dos ativos depreciados sem sofrer grandes perdas de desvalorização. Não devemos perder muito tempo antes de efetivamente resolver a questão dos ativos tóxicos na contabilidade dos bancos, porque a profundidade da crise global em curso ameaça deixar os bancos já enfraquecidos com cada vez mais ativos deteriorados.

À medida que tentamos trazer os bancos doentes de volta à boa saúde, também precisamos reconhecer que a atual crise foi essencialmente resultado de falha regulatória e, portanto, só pode ser resolvida com um esforço apropriado de rerregulação. Embora haja discussões e trabalhos preparatórios nesse sentido nas principais economias desenvolvidas, precisamos de uma abordagem global coordenada sobre a questão, uma vez que os bancos são realmente transnacionais em sua natureza e, como tal, operam além de fronteiras nacionais. Assim, é imperativo que se chegue a um consenso quanto ao que é necessário para um regime regulatório global eficaz, um esforço que talvez seja realizado de maneira mais eficiente no âmbito do G-20, do Fórum de Estabilidade Financeira e/ou

1. Secretários do Tesouro dos Estados Unidos nos períodos referidos.

do Banco de Compensações Internacionais. Nos últimos seis meses, começamos a identificar áreas de acordo com os passos necessários: níveis de capitalização mais elevados e robustos para os bancos aplicados de maneira contracíclica – ver, por exemplo, sistema espanhol de *dynamic provisioning*; supervisão mais rigorosa das instituições financeiras sistemicamente importantes, com maior coordenação entre supervisores nacionais; regras de divulgação de informação mais severas; limites na remuneração de executivos e melhores sistemas de incentivo para executivos do setor bancário; e estruturas mais estáveis para os mercados financeiros. Estas áreas de acordo são destacadas nos três principais relatórios publicados este mês (março de 2009) sobre a crise bancária e o que deve ser feito a respeito em termos de iniciativas de regulação e supervisão – o relatório *The Larosière Group* (2009) para a Comissão Europeia, o Relatório *Turner* da Financial Services Authority britânica e o Relatório *Geithner* do Tesouro Americano. Todos estão disponíveis na internet e vale a pena lê-los.

Finalmente, tanto a administração de Obama como os líderes europeus se comprometeram com um novo nível de intervenção regulatória, o da supervisão macroprudencial, que envolve a criação de um regulador de risco sistêmico que tenta identificar surgimento de bolhas insustentáveis, alavancagem excessiva, e/ou qualquer outro desdobramento no sistema de crédito com grande potencial de distúrbios. Este plano levanta várias questões importantes. A primeira é quem deve ser responsável pela regulação do risco sistêmico, e, nesse ponto, os americanos acreditam firmemente que deveria ser tarefa de bancos centrais como o Federal Reserve. Além disso, quais devem ser os poderes de tais reguladores macroprudenciais no sentido de impedir que os excessos identificados possam explodir o sistema? Tais ferramentas, como índices de alavancagem, exigência de depósitos sobre os ativos e participações obrigatórias em financiamentos de alto risco, podem ser úteis. Há, em terceiro lugar, a questão fundamental de saber se as autoridades monetárias serão capazes de identificar riscos sistêmicos potenciais. Isso requer observadores com mentalidade diferente da apresentada pela visão convencional de mercados automaticamente autoequilibrados e investidores racionais. Os reguladores de risco sistêmico deverão ser bem versados em teorias da dinâmica de crises financeiras, especialmente Hyman Minsky (1964, 1982, 1986) sobre a instabilidade financeira.

4.2 Reformas de médio prazo

A dupla tarefa de reparação e de rerregulação do setor financeiro será realizada durante o próximo ano ou dois na maioria das principais economias do mundo. À medida que estas reformas são implementadas, a atenção irá voltar-se para a segunda dimensão da crise – os desequilíbrios globais e o sistema monetário internacional vigente que a produziu. O longo período de prosperidade

que precedeu esta crise foi impulsionado pela capacidade de os Estados Unidos acumular em grandes e crescentes déficits comerciais, financiados automaticamente por países superavitários que mantinham suas reservas denominadas em dólares americanos. Nesse sentido, os Estados Unidos exerceram a função de “locomotiva” na economia mundial, permitindo que muitos países – nações industriais (Europa e Japão), economias emergentes (China, Brasil etc.) e produtores de *commodities* (por exemplo, Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) e Rússia) – realizassem seu crescimento impulsionados pelas exportações. Esta interdependência entre os Estados Unidos como “comprador de última instância” para o resto do mundo e os países superavitários impulsionados pelas exportações se tornou especialmente acentuada após 2003, quando a bolha imobiliária americana ofereceu às famílias com casa própria – inclui cerca de 70% dos domicílios do país – meios de tomar empréstimos em quantidades crescentes contra os preços ascendentes de suas casas. No auge, em 2006, as dívidas de consumidores e os custos do serviço da dívida alcançaram níveis recordes – 137% do produto interno bruto (PIB) e 18% da renda disponível, respectivamente –, e os americanos gastaram US\$ 107 por cada US\$ 100 que produziram. Estas são grandezas insustentáveis e a crise atual nada mais é que o resultado de uma ruptura desta dinâmica de crescimento.

Com o desenrolar da crise, percebemos que não será possível retornar ao *status quo* anterior. Em outras palavras, o consumidor americano já não será capaz de absorver as mercadorias excedentes de produtores dependentes da exportação em todo o globo. Temos uma grande crise financeira que se transformou em uma crise de superprodução global. Esta mudança na natureza da crise irá se manifestar não só em potenciais falências de grandes empresas industriais – por exemplo, fabricantes de automóveis americanos, como a General Motors e a Chrysler – e varejistas – Circuit City nos Estados Unidos. Não, a crise de superprodução também irá se manifestar em termos de aumento da instabilidade financeira. Por um lado, a disseminação das “dívidas incobráveis” nos balanços dos bancos em todo o mundo os enfraquecerá ainda mais. Talvez ainda mais dramática, no entanto, será uma crise da dívida pública. Isso pode afetar vários países que têm experimentado grandes aumentos de déficits orçamentários e ausência de meios para controlá-los a tempo, como a Inglaterra ou os países do Leste Europeu – da Hungria à Letônia. No entanto, o alvo mais importante de uma crise de confiança sobre a dívida pública seja os Estados Unidos, cujo déficit orçamentário aumentou de cerca de 3% do PIB, antes da crise, para 12% a.a. durante os próximos anos. Obama compreende os perigos de se ter esse imenso déficit por muito tempo, mas os membros do congresso e o clima político do país em geral não querem tomar medidas de corte de gastos e/ou de aumento de receitas para que os déficits diminuam ao longo do tempo.

A chave aqui é entender que, se os investidores começarem a se preocupar com os déficits orçamentários americanos, acabarão por desencadear uma crise de confiança no dólar e seu *status* de moeda mundial, colocando, assim, em questão o atual sistema monetário internacional, que conferiu à moeda americana um papel dominante que já não pode ou deve desempenhar. Esse capítulo da dinâmica de crise pode não estar muito longe, e, nesse contexto, há um coro crescente de formuladores de políticas chineses expressando preocupações sobre o acúmulo excessivo de reservas denominadas em dólares. Embora o dólar tenha se fortalecido ao longo do ano passado, enquanto investidores em pânico olhavam para a moeda, veículo do mundo, como um porto seguro, foi temporário. Em breve, poderemos ter uma inversão com um dólar mais fraco e aumento da taxa de juros no Tesouro Americano, colocando em risco todo o trabalho de recuperação e preparando o terreno para uma crise ainda mais profunda do sistema monetário internacional.

Então, podemos mudar da assimetria entre os déficits externos dos Estados Unidos e os excedentes do resto do mundo para um sistema mais complexo de três blocos de moeda isolados, com livre comércio e os fluxos de capital em cada bloco, mas com relações protecionistas e competitivas entre estes. Um destes blocos é liderado pelos Estados Unidos e se baseia no domínio constante do dólar como unidade de reserva e de transação entre os membros do bloco. Não está claro quantos ou quais países irão compor tal bloco. Um segundo bloco irá surgir em torno do euro e será composto por países da Europa não membros da União Europeia, bem como da parte não europeia do Mediterrâneo e algumas antigas colônias da Europa. Finalmente, a China irá tomar medidas cada vez mais agressivas para desregulamentar o iuane e, assim, fazê-lo circular internacionalmente, mesmo que só para conseguir escapar da atual situação de armadilha do dólar. Assim, surgirá uma zona de influência chinesa, não apenas no Leste da Ásia, mas também em algumas áreas da África e da América Latina, onde a China tem feito grandes compromissos de recursos e de cooperação nos últimos anos.

Essa configuração em tríade da economia mundial será difícil de gerir, por conta da competição dos três blocos monetários por influência e mercados. Produtores de *commodities* – como a OPEP – e grandes economias de mercado emergentes – Brasil, Índia etc. – tentarão diversificar suas reservas entre as três principais moedas e, assim, terão a chave para o potencial de estabilidade desse sistema fragmentado. Ainda assim, a contradição inerente entre fragmentação monetária e concentração financeira – com a crise tendo deixado as finanças globais controladas por um número ainda menor de bancos transnacionais gigantescos – exigirá uma gestão cuidadosa e a introdução de novos mecanismos de políticas para tal finalidade. Nesse contexto, provavelmente retornaremos à ideia de John Williamson (1983) de um sistema de margens de flutuação

(*target zones*) das moedas-chave mundiais, que evitaria que a economia mundial sofresse grandes variações nas taxas de câmbio provocadas pelas tensões entre três rivais praticamente iguais. Essa estabilização das taxas de câmbio, experimentada sem sucesso pela primeira vez pelos países do G-7 no Acordo do Louvre em 1987, requer uma grande medida de articulação política internacional, em particular que as principais potências no centro de cada bloco monetário – Estados Unidos, Alemanha e China – contenham os desequilíbrios da balança de pagamentos em seus próprios blocos e contrabalancem por meio da cooperação política quaisquer desenvolvimentos assimétricos que ameacem trazer problemas se não forem controlados.

4.3 Reformas de longo prazo

Ao mesmo tempo, existe a distinta possibilidade de que venhamos a tomar medidas importantes no médio prazo em direção a um sistema monetário internacional totalmente diferente, não mais com base na moeda nacional como meio de troca internacional. É hora de voltar a uma ideia desenvolvida por John Maynard Keynes perto do fim de sua vida, em preparação para a Conferência de Bretton Woods: a de uma nova ordem econômica mundial baseada em uma nova forma supranacional de moeda – que ele chamou de “Bancor” – emitida e gerida por uma União Internacional de Compensação.² Já temos uma forma embrionária de tal moeda supranacional: os direitos especiais de saque (DES), emitidos pelo FMI. Em sua configuração atual, o DES constitui uma cesta de quatro moedas principais, com uma quota dominante para o dólar, seguido do euro, e pequenas partes para a libra esterlina e o iene. Em breve, o DES passará a incluir o iuane e, nas últimas semanas, oficiais chineses já começaram a discutir a proposição de tal alteração.

Mas há grandes mudanças em curso no que diz respeito aos DES, em particular uma nova grande emissão que iria aumentar os recursos do FMI para o combate à crise em um momento em que muitos de seus membros irão precisar de assistência para sobreviver à contração mundial. Ao que parece, o assunto estará na agenda da próxima reunião do G-20, em Londres. Há décadas não tem havido novas emissões de DES, uma vez que os Estados Unidos têm sistematicamente vetado tal medida porque poderia prejudicar o *status* monetário especial do dólar. Assim, uma nova emissão de DES seria um passo muito significativo, especialmente se realmente ficar na faixa de US\$ 250 bilhões, como está sendo discutido na preparação para Cúpula do G-20 em Londres. Mesmo um acordo desse tipo pode ser difícil de realizar na prática, uma vez que novas questões dependem de aprovação parlamentar dos países cujas moedas compõem a cesta de DES. Em outras palavras, o Congresso dos Estados Unidos teria de aprovar uma grande alocação orçamentária de dólares para o FMI, se houver emissão de DES. É pro-

2. Cf. Keynes (1941) e também Guttman (1994), para uma versão atualizada.

vável que haja bastante oposição política entre os membros do congresso tanto de direita como de esquerda, uma vez que as preocupações com efetuar gastos somam-se à resistência de salvar banqueiros e ajudar estrangeiros. É precisamente sobre este ponto que talvez vejamos uma nova discussão, ou seja, como despolitizar a questão dos DES e dar mais controle do processo a um FMI fortalecido. Para que os DES tornem-se uma contrapartida útil ao dólar e outras moedas importantes e, eventualmente, a nova peça central de uma ampla reforma institucional, deve haver maior facilidade e liberdade para sua emissão. Por exemplo, o FMI pode emitir títulos nos mercados mundiais de capital que seriam utilizados para lastrear os DES e poderiam até ser denominados nessa moeda. Assim, poderíamos ver também crescente uso e circulação de DES por entidades privadas, para que essa nova forma de moeda mundial possa crescer e consolidar-se no sistema monetário internacional. Nesse ponto, o FMI, em cooperação com bancos centrais nacionais, poderia estabelecer contas de substituição para absorver o excesso de dólares, euros e iuanes vendidos por alguém disposto a segurar os DES.

Portanto, podemos prever um longo período de transição no qual os DES venham a competir com as principais moedas. Se for este o caso, pode ser interessante encontrar um mecanismo de alocação eletrônica dos DES em um sistema de pagamento oficialmente controlado. Dessa forma, poderíamos direcionar DES recém-emitidos para o financiamento de atividades de interesse social e de promoção do crescimento. Seria então concebível configurar parte essencial da economia mundial de forma totalmente diferente da que estamos acostumados. Usando DES especificamente alocados, poderíamos financiar a provisão de bens públicos globais a custos acessíveis, desde fontes de energia alternativas, preservação ambiental, produção e distribuição de alimentos orgânicos, educação, pesquisa, saúde, até a segurança econômica e política, como novos pilares do crescimento da economia mundial – especialmente se a economia mundial atualmente organizada não puder substituir o consumidor americano como centro de sua dinâmica de crescimento. Talvez fosse ainda mais interessante a ideia de usar a alocação de DES para construir um sistema financeiro alternativo progressivo que integraria bancos de poupança, cooperativas de financiamento, esquemas de microfinanças, bancos de investimento com base em parcerias, sindicatos de crédito sem fins lucrativos e fundos mútuos ou de pensões socialmente responsáveis ao sistema de pagamentos de DES. Tal sistema tenderia a financiar os pilares de crescimento do bem público. Tal conjunto de instituições, reconstituído e voltado para a esfera social, poderia ser reforçado com novos impostos mundiais em apoio a esses objetivos de bem público, como o Imposto Tobin sobre transações financeiras internacionais ou um imposto sobre o carbono, desestimulando o uso de combustíveis fósseis. Seja como for, a ideia seria que este novo sistema progressivo de DES pudesse competir lado a lado com o sistema pós-crise de instituições

financeiras com fins lucrativos e que utilizasse moedas-chave nas transações internacionais. Se, como eu suspeito, o sistema de DES conseguir superar o restritivo sistema voltado para o lucro e atrair alocação de recursos cada vez maior por meio de um sistema de contas de substituição, então, teremos de fato aproveitado esta crise para colocar em prática uma transição gradual e logicamente convincente para um sistema socioeconômico muito melhor e mais humano, compatível com os desafios que enfrentamos juntos como um único planeta no século XXI.

REFERÊNCIAS

BERNANKE, Ben. *Deflation: making sure “it” doesn’t happen here*. Remarks before the National Economists Club. Washington, DC, 21 Nov. 2002.

_____. *Essays on the great depression*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2005.

DEPARTMENT OF THE TREASURY. *Financial regulatory reform: a new foundation*. Washington, DC, 17 June 2009. Disponível em: <http://financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf>.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *The turner review: a regulatory response to the global banking crisis*. London, Mar. 2009. Disponível em: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf>.

FISHER, Irving. The debt-deflation theory of great depressions, *Econometrica*, p. 337-357, Mar. 1933.

GUTTMANN, Robert. *How credit-money shapes the economy: the United States in a global system*. Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1994.

KEYNES, John M. *The general theory of employment, interest and money*. London: Harcourt, Brace and Company, 1936.

_____. Proposals for an international currency union. In: MOGGRIDGE, Donald (Ed.). *The collected writings of John Maynard Keynes*, v. 25. Activities 1940-1944. Shaping the Post-war World: the clearing union, 1941. London: MacMillan, 1980, p. 42-66.

MINSKY, Hyman P. Longer waves in financial relations: financial factors in more severe depressions. *American Economic Review*, v. 54, n. 2, p. 324-335, 1964.

_____. *Can “it” happen again? essays on instability and finance*. Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1982.

_____. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven, CT: Yale University Press, 1986.

THE LAROSIÈRE GROUP. *Report of the high-level group on financial supervision in the EU*. Chaired by Jacques de Larosière. Brussels, 25 Feb. 2009. Disponível em: <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf>.

WILLIAMSON, John. *The exchange rate system*. Washington, DC: Institute for International Economics, 1983.