

A Crise Financeira nos EUA: Causas, Consequências e Desdobramentos Teóricos

Marcelo Milanⁱ

Resumo

Este artigo descreve analiticamente algumas das causas e consequências da crise financeira que eclodiu nas economias capitalistas avançadas em 2007, em particular nos Estados Unidos. O trabalho diferencia as causas estruturais, que se formaram desde a década de 70, das causas conjunturais que surgem nos anos 1990 e 2000. Adicionalmente, o artigo busca discutir a contribuição das teorias econômicas ortodoxas para o potencial e a realização da crise, bem como os impactos da mesma sobre o pensamento econômico.

Palavras-chave: crise financeira, recessão, Estados Unidos, teoria econômica.

Classificação JEL: G01, E32, B5, A11

Introdução

O capitalismo mundial enfrenta atualmente uma contínua crise econômica e financeira. Dentre tantas outras flutuações, a assim chamada Grande Recessão representa certamente a pior já experimentada desde a Grande Depressão dos anos 20/30, com uma prolongada e acentuada

ⁱ Professor do Departamento de Economia e Relações Internacionais, do Programa de Pós-Graduação em Economia (área de desenvolvimento econômico) e do Programa de Pós-Graduação em Estudos Estratégicos Internacionais da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Correio eletrônico: milan.econ@gmail.com. Endereço: Av. João Pessoa, 52, Sala 33, Porto Alegre, 90046-901. O autor agradece os comentários e sugestões de dois pareceristas anônimos, sem os responsabilizar pelos eventuais erros remanescentes.

deterioração da atividade econômica, declínio da produção, do crédito, e do emprego (ROUBINI, 2008). Em seu relatório anual de 2009, no auge da crise, a OECD considerou o colapso o maior desafio da instituição desde sua criação (OECD, 2009). Nos Estados Unidos, epicentro da crise mundial, a economia experimentou uma forte desaceleração, enviando choques por todo o mundo. Dado o papel do setor imobiliário na formação da bolha especulativa e na posterior intensificação da crise, os preços dos imóveis sofreram rápida queda após o estouro da bolha que os sustentou. Instituições financeiras entraram em colapso, enquanto outras foram socorridas pelo governo ou nacionalizadas. Os estímulos fiscais e monetários foram temporários e puderam apenas substituir a deterioração acentuada pela estagnação, não solucionando as causas da crise.

Uma crise de proporções históricas exige um análise histórica, e tentativas de entender o desenrolar da crise no calor dos acontecimentos sempre implica um risco de simplificar e omitir aspectos cruciais que ainda não se desenvolveram totalmente. Sem embargo, como a crise já vai entrar em seu quinto ano, há alguns aspectos que permitem delinear as origens, as principais causas do colapso econômico-financeiro e o provável desenrolar da mesma. Um dos objetivos deste trabalho é tentar identificar os principais determinantes da crise econômico-financeira, bem como as interrelações entre os mesmos, lançando mão de várias tradições heterodoxas presentes na academia norte-americana, mas sem a pretensão de articulá-las¹. Um outro objetivo deste trabalho é discutir como a crise se relaciona com o pensamento econômico. Esta discussão permite identificar, para além dos determinantes materiais, as origens intelectuais da crise, que não são totalmente autônomas das causas financeiras, econômicas ou institucionais, como será sugerido em seguida.

O artigo está organizado da seguinte forma: na segunda seção são discutidas as origens históricas e estruturais da crise financeira, principalmente a evolução dos mercados e instituições financeiras nos EUA, mas também a forte concentração de renda e a estagnação dos salários reais. Ainda nesta seção são abordados os desdobramentos conjunturais que aceleraram o processo. A terceira parte discute como a conjuntura conflui para a estrutura na geração da crise e aprofunda

o desequilíbrio inicial. A quarta seção discute as implicações para o pensamento econômico, em particular a relevância das diferentes teorias econômicas para entender a crise e as deficiências mais visíveis da economia ortodoxa em suprir análises e instrumentos para entender e explicar crises em geral e esta crise em particular. A conclusão fecha o artigo.

Os fatores estruturais e conjunturais da crise

Ainda que REINHART e ROGOFF (2009) tenham tentado sintetizar os principais efeitos das crises financeiras em geral sobre a atividade econômica, a magnitude dos acontecimentos presentes faz desta crise algo singular. A gravidade da mesma tem paralelos apenas na Grande Depressão, também aprofundada após um grave colapso financeiro. EICHENGREEN e O'ROURKE (2009) sugerem que a crise atual guarda fortes similaridades com a Grande Depressão em seus movimentos iniciais. De qualquer forma, estes estudos tem uma limitação analítica, na medida em que descrevem e calculam impactos quantitativos, mas não avançam na explicação das causas fundamentais deste evento singular.

Em toda crise existem dois grandes conjuntos de causas potenciais: fatores estruturais e fatores conjunturais (MÉSZÁROS, 2006)². Na verdade estes componentes não são facilmente separáveis, estando intrínseca e dialeticamente ligados. Da mesma forma, muitos fatores não causam diretamente a crise, mas podem contribuir para iniciá-la ou ampliá-la. Contudo, o imperativo de entender a crise em suas múltiplas dimensões torna importante ao menos se tentar diferenciá-las para propósitos analíticos. Esta separação permite enfatizar a contribuição de diferentes determinantes e, ao mesmo tempo, enfatizar os fatores fundamentais e separá-los dos fatores derivados ou exógenos, proporcionando um melhor entendimento da crise em sua totalidade, em cada um de seus estágios cronológicos i.e., origem, desenvolvimento, ápice e desdobramentos, bem como suas determinações espaciais e suas implicações políticas e intelectuais.

O neoliberalismo e os determinantes estruturais da crise

Desregulamentação e liberalização financeira

Se as origens mais remotas das crises do capitalismo podem ser encontradas na própria formação deste sistema no século XVI, a origem das crises financeiras contemporâneas se encontra na desregulamentação e liberalização financeira dos anos 1980, rompendo com as experiências das décadas anteriores. A Grande Depressão levou à regulamentação do sistema financeiro nos Estados Unidos a partir dos anos 1930 com a introdução da lei Glass-Steagal e a regulamentação Q, e posteriormente com o imposto para equalização de lucros nos anos 60. No resto do mundo capitalista avançado a a regulamentação avança a partir de meados da década de 1940, com o o regime de Bretton Woods baseado em taxas de câmbio fixas mas ajustáveis e na imposição de controles de capitais. A Grande Depressão deixou claro que os diferentes mercados – e os mercados financeiros em particular – não se auto-regulam e que mercados financeiros desregulados levam inevitavelmente a crises.

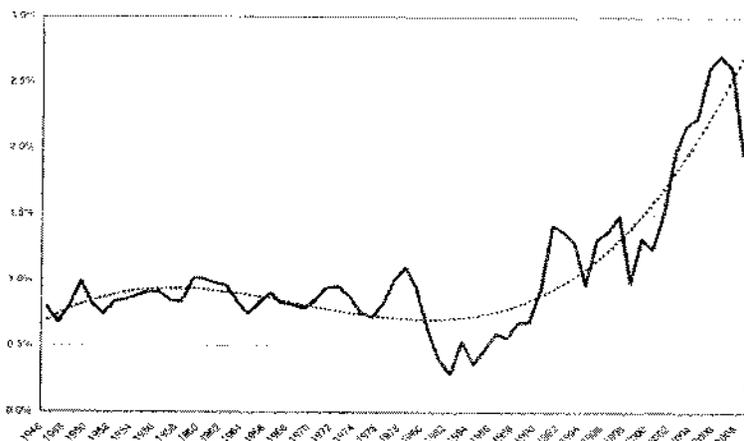
RUSSELL (2008) argumenta que, nos EUA, as reformas opuseram os diferentes interesses capitalistas, com os segmentos industrial e comercial sendo favorecidos por taxas de juros reduzidas. O setor financeiro se tornou subordinado ao setor não-financeiro, mas também obteve ganhos, principalmente com a regulamentação Q, que impôs limites às taxas de juros pagas pelos bancos sobre depósitos à vista, além de promover a estabilidade do sistema bancário ao reduzir a competição por depósitos. Ao mesmo tempo, a autora sugere que este arranjo era frágil, criando incentivos para inovações financeiras que tinham por objetivo evitar os rígidos termos do compromisso forçado. Um dos resultados foi o fortalecimento do mercado de euro-dólares e euro-títulos e a criação dos certificados de depósito no final dos anos 1960 e início dos anos 1970. Este processo produziu também um sistema bancário paralelo (shadow banking system), onde instituições operavam como bancos, mas sem qualquer regulamentação específica. Com o colapso do sistema de Bretton Woods em 1971, outras inovações financeiras que tiveram importante participação no colapso financeiro de 2007 foram introduzidas, em função da enorme volatilidade que se seguiu à liberalização dos mercados: os derivativos financeiros de câmbio

e taxas de juros. Por sua vez, o processo de desregulamentação formal teve início com as mudanças institucionais promovidas por Ronald Reagan nos anos 1980. Nos anos 1990, Bill Clinton, sob a orientação de Larry Summers, Alan Greenspan e Robert Rubin, continuou o processo formal de desregulamentação com a lei Gramm-Leach-Bliley.

Uma das consequências deste processo de desregulamentação foi um aumento da fragilidade e instabilidade financeira. ALLEN e GALE (2007) e ROGOFF e REINHART (2008), reportam a virtual inexistência de crises financeiras, bancárias, cambiais ou monetárias durante os anos 1950 e 1960. Desde então houve um aumento na frequência de todos os tipos de crise como resultado do processo de desregulamentação e liberalização financeira, tanto nos EUA como no resto do mundo. As causas são, entre outras, um aumento da volatilidade do preço dos ativos financeiros e principalmente dos próprios fluxos financeiros, que aumentam o potencial e a realização de crises de natureza abrangente, já que os setores financeiro-monetário e produtivo-comercial estão intrinsicamente ligados. A crise assume um caráter abrangente quando a produção e a circulação de dinheiro, dívidas, mercadorias e capitais é abruptamente afetada por desequilíbrios financeiros. É certo que muitas destas crises não geraram perturbações reais mais profundas comparáveis em escala e profundidade à Grande Recessão atual, como no caso da quebra do fundo de proteção LTCM em 1998. Isto sugere que outros fatores precisam ser incorporados à análise. De qualquer forma, há um processo de formação permanente de bolhas financeiras, isto é, uma tendência de elevação especulativa no preço de alguns ativos seguida de rápida desvalorização em cascata de muitos ativos.

Como explicar a desregulamentação se o período de controles financeiros ocorreu simultaneamente à era dourada do capitalismo ocidental? O gráfico 1 abaixo sugere uma resposta em termos de uma rápida expansão dos lucros financeiros em relação à renda nacional.

Gráfico 1
 Lucros (Líquidos de Impostos) do Setor Financeiro, mais Dividendos Pagos,
 como Fração da Renda Nacional



Fonte: Elaborado pelo autor, com base nas contas de Fluxos de Fundos (Flow of Funds Accounts) do Banco Central Americano (tábua F.6) (a linha pontilhada mostra a tendência temporal de melhor ajuste)

PHILLIPON E RESHEFF (2009) mostram uma forte correlação entre desregulamentação financeira e rendimentos relativos no setor financeiro, ou seja, a remuneração relativa dos financistas tende a aumentar consideravelmente durante períodos de desregulamentação. Isto sugere que a desregulamentação pode ser interpretada como uma re-emergência das finanças, associada à uma crescente transferência de renda e riqueza para os rentistas.

Financeirização

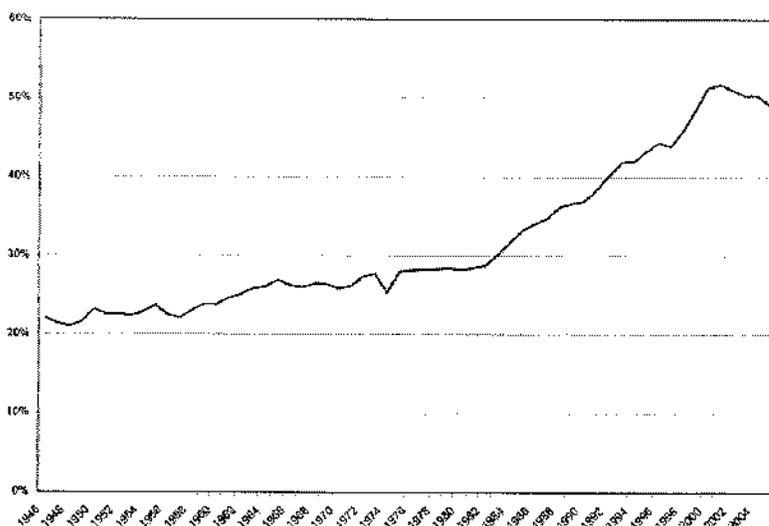
O processo de desregulamentação e liberalização financeira levou a um segundo desenvolvimento: a financeirização da economia. Como sugere STOCKHAMMER (2004), este processo pode ser visto sob diferentes perspectivas. Em primeiro lugar, há o crescimento dos ativos financeiros das corporações não-financeiras por meio de subsidiárias. Muitas vezes este processo se inicia como um desdobramento das atividades industriais e comerciais. As empresas formam subsidiárias financeiras especializadas na provisão de crédito para a aquisição dos bens produzidos pela empresa matriz. Estas subsidiárias têm o lastro

da matriz e possuem uma grande liquidez. Isso faz com que tenham avaliações de risco muito favoráveis, permitindo captar recursos de curto prazo a taxas de juros muito baixas, alavancando as operações. São exemplos a GMAC ligada à General Motors e a GE Capital ligada à General Electric. A GMAC se envolveu na crise das hipotecas sub-preferenciais ao financiá-las e comprar papéis lastreados nas mesmas. As operações financeiras muitas vezes se tornam autônomas e as subsidiárias acabam utilizando recursos para outras finalidades, principalmente para captar parte da expansão dos lucros financeiros na economia, o que acaba por contribuir para o aumento dos mesmos, em um sistema de retro-alimentação. As contas do produto e renda nacional (NIPA) do Bureau of Economic Analysis dos EUA mostram que os lucros financeiros como proporção do lucro de todas as corporações foi de 8% em 1947, atingindo 20% em 1970, para 46% em 2001, após atingir 3% em 1982.

Uma segunda forma de financeirização é a acumulação de ativos financeiros no próprio balanço patrimonial das empresas, como mostra o gráfico 2.

Gráfico 2

Ativos financeiros como proporção dos ativos totais das corporações não financeiras



Fonte: Elaborado pelo autor, com base nas contas de Fluxos de Fundos (Flow of Funds Accounts) do Banco Central Americano (tábua B.102) (a linha pontilhada mostra a tendência temporal de melhor ajuste)

MARTHINSEN (2005) argumenta que neste segundo período a tesouraria das empresas se transformou em um centro de lucro e tomada de riscos, e não mais uma fonte de liquidez para as operações não-financeiras e um colchão para amortecer flutuações nas operações. Adicionalmente, existe uma pressão, desencadeada pela assim chamada 'revolução dos acionistas' (STOCKHAMMER, op. cit.), para que as empresas gerem lucros elevados no curto prazo, o que pode levar a uma maior especulação financeira.

Outra característica da financeirização é a formação de grandes conglomerados financeiros, cuja concentração e centralização de recursos permite influenciar fluxos e preços financeiros no mundo inteiro. Da mesma forma, houve um rápido crescimento dos investidores institucionais, tanto os relativamente mais antigos (fundos de pensão, fundos mútuos e seguradoras) como os novos (fundos de patrimônio privado - private equity, os fundos de proteção - hedge funds, e fundos soberanos - sovereign funds). Porém, com a possível exceção dos fundos soberanos, não há nada de essencialmente novo na operação destes instrumentos, que muitas vezes apenas mutualizam somas individuais e repartem, de forma limitada, os ganhos e as perdas. São apenas novos repositórios para uma dada riqueza, que poderiam simplesmente aumentar a competição com os instrumentos tradicionais, pressionando para a elevação da rentabilidade por meio de maior alavancagem. Todavia, na medida em que a atuação dos mesmos eleva a rentabilidade financeira, mais ativos e passivos financeiros são criados, e a elevada alavancagem aumenta os riscos e a instabilidade financeira global.

Isso sugere que a financeirização, ao ampliar e concentrar o estoque de riqueza financeira comparado à riqueza real, e permitir maior alavancagem, torna o sistema econômico mais frágil e mais sensível aos choques financeiros possibilitados pela desregulamentação e liberalização que provê liberdade irrestrita de ação dos especuladores. Neste caso, caberia perguntar se não houve nenhum ganho para a sociedade com todas estas inovações. Paul Volcker argumentou recentemente que a maior inovação financeira das últimas décadas foi a criação dos caixas eletrônicos e que todas as demais não tem qualquer benefício para a economia (The Wall Street Journal, 2009b). Ou seja, muitas das recentes inovações são mecanismos desenvolvidos para

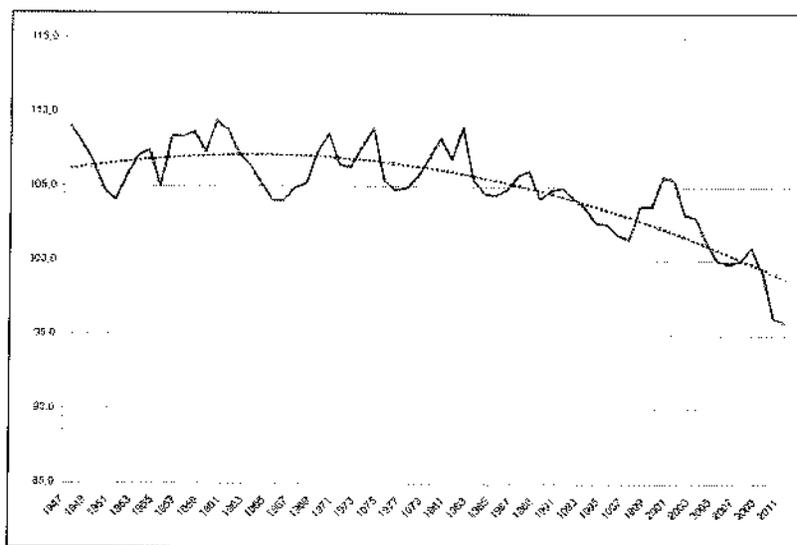
evitar regulamentações ou tributação e transferir renda para o setor financeiro.

Distribuição de renda, consumo e endividamento – para além do prestador sub-preferencial (subprime)

Como discutido acima, o aumento na frequência de crises financeiras no período recente não conduziu automaticamente a crises econômicas profundas na mesma velocidade. É preciso então considerar de que forma outros aspectos levaram a um aprofundamento da crise, dada a instabilidade financeira proporcionada pelos outros dois componentes estruturais. Considera-se geralmente o aumento na inadimplência dos empréstimos sub-preferenciais como estando na origem mais imediata da crise. Neste caso, as companhias financeiras induziram famílias, muitas vezes de forma fraudulenta, a tomarem empréstimos sem qualquer comprovação de capacidade de pagamento para comprarem imóveis, muitas vezes assumindo que o preço dos mesmos só poderia subir, e que a dívida sempre poderia ser refinanciada em termos mais favoráveis³. Todavia, o crédito imobiliário residencial é sempre apenas uma fração do crédito total. Os empréstimos sub-preferenciais eram apenas uma parte do crédito imobiliário, e uma fração ainda menor do crédito total. Os calotes, ainda que com taxas elevadas de crescimento, não comprometeram a totalidade do crédito adiantado a este segmento. Isto sugere que a eclosão da crise não se explica apenas pelo aumento da inadimplência neste setor, mesmo que amplificado pelos aspectos estruturais discutidos anteriormente, que reduziram a resiliência do sistema financeiro. A rápida deterioração da economia real que se seguiu sugere a existência de um outro determinante fundamental.

A explicação pode residir no fato de que houve nos EUA um pronunciado processo de concentração da renda - já que a riqueza sempre foi concentrada - nas últimas décadas, conforme mostrado por SAEZ e PIKETTY (2007). O gráfico 3 mostra a tendência da renda do trabalho como fração da renda nacional.

Gráfico 3
Índice da participação da renda do trabalho na renda nacional (2005 = 100)



Fonte: Elaborado pelo autor, utilizando a base de dados do Bureau of Labor Statistics disponibilizado pelo FED de Saint Louis (FRED), tabela PR583006173 (a linha pontilhada mostra a tendência temporal de melhor ajuste)

Da mesma forma, o poder de compra do salário mínimo federal atingiu seu maior valor em 1968. Desde então o mesmo vem decrescendo, com uma breve recuperação apenas nos últimos anos. A renda real dos trabalhadores está estagnada desde os anos 70. FLECK ET AL. (2011) mostram que nas últimas décadas houve uma crescente discrepância entre compensação real, incluindo benefícios, e ganhos de produtividade, e que esta diferença aumentou fortemente desde o início do neoliberalismo nos anos 80. Com uma poupança reduzida, qualquer ampliação dos gastos exigiria um aumento do endividamento dos trabalhadores em geral, e não apenas dos emprestadores subpreferenciais.

WOLFF (2010) discute o papel que as subsidiárias financeiras das empresas, junto com outras instituições, assumiram ao prover crédito para os trabalhadores, e não apenas crédito imobiliário. A compressão salarial real num contexto de crescimento da produtividade implica em uma superexploração dos trabalhadores, e tenderia a gerar um desequilíbrio caracterizado por um excesso contínuo de produção ou

capacidade ociosa⁴. Para evitar tal excesso, muitas empresas e instituições passaram a adiantar crédito aos trabalhadores para que mantivessem o consumo elevado. O endividamento levou a um crescimento dos lucros financeiros, representando uma massiva redistribuição de renda dos trabalhadores para executivos financeiros, rentistas e especuladores. A relação entre desigualdade econômica, desregulamentação e financeirização fica evidente, ainda que não explique a crise.

Com relação à crise financeira, o crescimento do endividamento para financiar os gastos agregados dos trabalhadores sem um correspondente aumento da renda gera desequilíbrios financeiros e balanços patrimoniais frágeis, e esta tendência se torna insustentável quando estendida por um longo período. O desequilíbrio ocorre entre as receitas que permitem pagar o serviço da dívida, estagnadas, e as obrigações que precisam ser honradas no curto prazo, crescentes. Não se efetua o 'alisamento' intertemporal do consumo, como suposto nos modelos ortodoxos, com uma renda real estagnada e consumo crescente. A fragilidade ocorre quando os fluxos de caixa não são suficientes para honrar os compromissos, e uma nova dívida é necessária para refinarçar a dívida velha. E houve uma proliferação de cartões de crédito na economia estado-unidense no período. O problema seria minorado, mas não resolvido, se os trabalhadores pudessem obter algum ganho com a valorização especulativa de ativos no contexto da financeirização, por meio de bolhas tanto no mercado financeiro como no mercado de imóveis. Mas considerando-se a predominância de investidores institucionais nos mercados financeiros e o fato de a acumulação de ativos financeiros por parte dos trabalhadores ocorrer apenas de forma indireta, por meio de fundos de pensão, esta solução seria inviável. Restam as residências, os únicos ativos a que a maior parte dos trabalhadores nos EUA têm acesso. De fato, as hipotecas eram refinanciadas e a diferença entre ativo e passivo era utilizada para financiar gastos de consumo e especulação no mercado de imóveis, e não para abater a dívida crescente.

Contudo, a existência simultânea de compressão salarial real e consumo alimentado por crédito não cria, necessariamente, excesso de consumo ou mesmo bolhas especulativas, já que o crédito adiantado poderia apenas repor o poder de compra perdido pela defasagem entre

salário e produtividade, ao mesmo tempo que os encargos da dívida reduziriam a renda disponível. FOSTER and MAGDOFF (2009) sugerem que o consumo, financiado por dívida, cresceu mais rápido que a renda. E o forte aumento no preço das residências em algumas regiões mostra que houve um crescimento descompassado no volume de compra, característicos dos mercados especulativos. Desta forma, a dupla exploração dos trabalhadores, tanto pela diferença entre a produtividade e os rendimentos reais como pela carga de juros da dívida decorrente do maior endividamento⁵, criou um desequilíbrio fundamental corrigido apenas temporariamente pelo crescimento especulativo do valor dos ativos, incluindo os imóveis. Os índices de inadimplência cresceram também nos setores automotivo e de cartões de crédito, sugerindo que o problema tem uma natureza global, não setorial. Por outro lado, houve também uma bolha especulativa no setor imobiliário comercial, reflexo da redistribuição de renda do trabalho para o capital.

Parece então que há um problema estrutural de superprodução por trás da crise, com o crescimento dos gastos agregados sendo sustentados apenas pelo endividamento dos trabalhadores e pela continua criação de bolhas financeiras que sustentariam o consumo apenas parcialmente via efeito riqueza. Trata-se de uma estrutura macroeconômica exaurida segundo PARENTEAU (2007) e PALLEY (2009). Assim, um excesso de produção, lucros e capital fictício é parte da explicação da profundidade da crise, cuja correção exigiria uma destruição e desvalorização massiva de capitais, com deflação, ou uma forte redistribuição de renda, pouco provável sob o neoliberalismo. É sintomático que houve uma contínua desaceleração da inflação nos EUA antes da crise, além de uma deflação no auge da mesma. Estes fatos são consistentes com a idéia de que os efeitos da superprodução foram reprimidos pela criação de um excesso de gastos financiados com crédito e bolhas financeiras. Com o estouro da bolha imobiliária, e a contração do crédito, o excesso de gastos desapareceu e os preços caíram, mas foram novamente estabilizados pelas políticas expansionistas, impedindo uma nova depressão. O desemprego eleva a produtividade e os lucros, mas não os salários, reforçando as tendências estagnacionistas da economia. Em suma, *o problema estrutural não se refere a um segmento da população, aos*

emprestadores sub-preferenciais, mas a um conflito distributivo muito mais amplo entre capital e trabalho.

Os Componentes Conjunturais da Crise

Inovações financeiras

Além dos aspectos estruturais discutidos, houve uma série de inovações financeiras que, sendo um desdobramento do processo de financeirização, contribuíram para a eclosão da crise, bem como para o aprofundamento da mesma, na medida em que atuaram de forma simultânea no sentido de gerar perdas financeiras.

Securitização e subsidiárias financeiras

Os empréstimos imobiliários sub-preferenciais eram intermediados por financeiras, que tinham um interesse em efetuar o maior volume possível de empréstimos, dado que o risco das operações de crédito não afetaria a comissão que receberiam dos bancos. Os bancos, por sua vez, não assumiam o risco de crédito devido à securitização⁶. Neste processo os empréstimos eram agrupados em camadas de acordo com o risco de inadimplência, transformados em títulos que eram então vendidos para investidores institucionais. As camadas consideradas mais seguras recebem uma avaliação de risco AAA ou equivalente pelas agências de avaliação de risco, enquanto as camadas menos seguras possuem um risco maior e os títulos lastreados nestas camadas pagavam taxas de juros maiores. Os investidores assumiam os riscos, mas da mesma forma que muitos títulos podres (junk bonds) poderiam ser colocados em uma carteira, diversificando riscos e aumentando o retorno ajustado, muitas hipotecas de emprestadores sub-preferenciais poderiam ser agrupadas e utilizadas como lastro para os títulos emitidos, presumindo que dificilmente um grande número de empréstimos entraria em inadimplência simultaneamente. Neste caso os riscos de cada carteira individual que continha esses papéis eram menores que o valor dos empréstimos individuais originais. O fluxo de caixa gerado pelo pagamento do serviço da dívida, ajustado pela frequência histórica

de calote de alguns tomadores, pagaria os compradores destes títulos. E ainda se poderia comprar uma apólice de seguro contra o risco de inadimplência por meio das permutas de risco de crédito (credit default swaps). No caso de inadimplência acima de um certo patamar, as seguradoras, como a AIG, pagariam a conta, e para isso recebiam um prêmio mensal. Assim, todo o risco gerado nesta cadeia de operações ficava formalmente com as seguradoras.

Por outro lado, nem sempre eram os bancos que transformavam os empréstimos em títulos. Para isto criaram subsidiárias conhecidas como SIV (veículos estruturados de investimento) e SPE (entidades de propósito específico). Estas subsidiárias possuíam um risco mínimo de inadimplência e poderiam emitir letras comerciais com juros reduzidos. Os recursos obtidos seriam então usados para comprar a carteira de empréstimos a ser securitizada e também para adquirir títulos lastreados em hipotecas. Os SIV recebiam os pagamentos dos mutuários e os repassavam aos investidores institucionais. A maioria destas subsidiárias operavam em paraísos fiscais, em um ambiente de reduzida regulamentação.

Quando as taxas de juros de curto prazo foram reajustadas a partir de 2004, o nível de inadimplência aumentou substancialmente, incluindo as hipotecas sub-preferenciais. Os títulos lastreados nestas hipotecas e em outros empréstimos se desvalorizaram, gerando perdas bilionárias para bancos e investidores alavancados ao redor do mundo. Ao invés de perdas concentradas apenas em algumas instituições, a securitização espalhou as perdas por um número elevado de carteiras. O valor dos imóveis recuperados pelos bancos também despencou. Com o aprofundamento da crise e o aumento no desemprego, mesmo hipotecas consideradas menos arriscadas, ou de segunda geração, e igualmente securitizadas, entraram em inadimplência, amplificando as perdas iniciais.

Obviamente, os bancos não venderam todos os títulos e hipotecas, ficando com alguns em seus balanços na expectativa de receber juros elevados para compensar pelo risco. Isto significa que a avalanche de inadimplência também afetou os bancos, mas em menor escala que os investidores institucionais. Como estes haviam tomado emprestado o dinheiro a curto prazo para alavancar os retornos, as perdas foram

magnificadas, gerando um momento Minsky quando as vendas de ativos se tornaram imprescindíveis para honrar as obrigações. Porém, a venda generalizada de ativos em um mercado com poucos compradores reduziu o valor de outras classes de ativos, incluindo ações e títulos do governo. Uma deflação de dívidas foi deflagrada, e uma catástrofe ainda maior não ocorreu porque o banco central agiu como emprestador de última instância e organizou operações de resgate de algumas instituições.

ARMs (Hipotecas com taxas reajustáveis)

As hipotecas com taxas reajustáveis (HTRs) foram uma inovação introduzida pelos bancos nos anos 90. O propósito seria ajustar as taxas de juros de longo prazo das hipotecas de acordo com mudanças nas taxas de juros de curto prazo, reduzindo assim o risco de variações na taxa de juros que deriva do descasamento estrutural entre ativo e passivo intrínseco à atividade de transformação de maturidade. O uso de taxas reajustáveis também permite um rápido ajuste no caso de mudanças inesperadas na inflação. A maior parte das hipotecas sub-preferenciais estava baseada em taxas reajustáveis, sendo mais frequentes nos Estados onde os preços dos imóveis subiam mais rapidamente devido à especulação. Quando o FED decidiu aumentar as taxas de juros de curto prazo em 2004, as taxas de juros das hipotecas foram reajustadas, elevando a taxa de inadimplência. Porém, no período de 2001 a 2004 houve uma desconexão entre as taxas variáveis de curto prazo e fixas de longo prazo, com as últimas não seguindo a forte redução das primeiras. Isto significa que os bancos deixaram de realizar lucros ao usar HTRs para as novas hipotecas que permaneceram no balanço entre 2001 e 2004 e realizaram perdas ao usar estas taxas para novas hipotecas que foram retidas quando o FED apertou a política monetária ao final de 2004. Como discutido anteriormente, estas perdas não foram elevadas se se considera o valor das hipotecas sub-preferenciais no mercado de crédito imobiliário e no mercado de crédito global, além da securitização de recebíveis. Mas certamente contribuíram, ainda que em menor escala, para fragilizar algumas instituições com carteiras de empréstimos pouco diversificadas.

Um componente conjuntural da crise recente é a concentração de riscos em algumas poucas instituições, levantando dúvidas sobre a capacidade de diversificação ou proteção proporcionadas pelos derivativos. É mais provável que a expansão dos derivativos financeiros contribuiu para aumentar a especulação nos mercados financeiros. As posições alavancadas permitidas por estes instrumentos magnificaram os riscos, muitas vezes maior do que o próprio sistema poderia absorver. Nas condições atuais de desregulamentação, ao invés de controlados ou reduzidos como nos anos 1950 e 1960, a volatilidade nas taxas de juros, taxas de câmbio e preço dos ativos financeiros em geral, se tornam uma mercadoria, fazendo da volatilidade uma característica da operação de mercados financeiros.

As permutas envolvendo operações de crédito (CDS) estão centralmente presentes na eclosão da crise. De acordo com a Associação Internacional de Permutas e Derivativos (ISDA), o mercado de balcão das permutas de crédito cresceu de cerca de US\$ 631 bilhões em 2001 para US\$ 62 trilhões no segundo semestre de 2007. Estes instrumentos representam um novo nível na economia da especulação. Muitos especuladores adquiriram as permutas sem estarem expostos ao risco de crédito, criando um grande volume de obrigações potenciais para as seguradoras, que nestas operações não eram reguladas enquanto tal. Ou seja, simplesmente passou-se a especular sobre a capacidade dos tomadores em pagar suas obrigações (DAS, 2009). E este arranjo criou uma grande vulnerabilidade, já que as operações de venda estavam concentradas em uns poucas instituições, geralmente grande seguradoras. Quando os mutuários deixaram de pagar suas hipotecas, a seguradora AIG possuía uma grande parcela deste mercado, e não conseguiu honrar todas as suas obrigações. Neste caso o governo federal teve de emprestar fundos para a seguradora para evitar o agravamento do colapso financeiro. Outros investidores e especuladores não conseguiram se antecipar racionalmente a estes movimentos e ajustar suas carteiras de forma a evitar o colapso do setor financeiro e outros desarranjos de caráter sistêmico. E muitas vezes o fizeram de forma a reforçar a instabilidade inicial.

A crise foi magnificada pela existência de outros derivativos mais

complexos. Estes incluem uma família de instrumentos derivativos de características semelhantes, mas com diferentes obrigações que dão lastro a outros ativos criados a partir da agregação destas obrigações, e.g. CDO (obrigações colateralizada por dívida), CMO (obrigações colateralizadas por hipotecas), CLO (obrigações colateralizadas por empréstimos) e CBO (obrigações colateralizadas por títulos). Quando a própria CDO é utilizada para lastrear a emissão de outra CDO, tem-se uma CDO ao quadrado. Neste caso trata-se de uma carteira de títulos lastreando a emissão de outros títulos, com a própria carteira sendo financiada por meio da emissão de títulos. Estes contratos permitem utilizar um volume maior de ativos que servem como garantia ou colateral, aumentando a diversificação do conjunto e reduzindo, junto com as garantias, o risco do título, mas ao mesmo tempo alavancando as operações, já que as emissões de títulos são limitadas apenas pela demanda. Os ativos usados como colateral produzem um fluxo de pagamentos baseados em uma taxa de juros fixa para as CDOs. Os detentores de parcelas da dívida recebem um fluxo de pagamentos baseados em uma taxa variável (GOODMAN e FABOZZI, 2002). A natureza especulativa da inovação fica evidente. E na medida em que dívidas são ativos para emprestadores ou investidores e passivos para os tomadores, a rápida expansão destes papéis deixou o sistema financeiro fragilidade e sensível a flutuações nas taxas de juros. Os riscos nunca são reduzidos, apenas transferidos de carteira para carteira, ou de instituição para instituição, e em muitos casos magnificados, até que a bolha que sustenta esta ciranda estoura, gerando perdas generalizadas por todo o sistema financeiro.

Classificação de riscos e fraudes

As agências de classificação de risco de crédito, que avaliam a capacidade de pagamento de tomadores, isto é, quão arriscados são os títulos emitidos, tiveram um papel fundamental na crise. Muitas obrigações colateralizadas por hipotecas sub-prefenciais obtiveram uma avaliação de risco melhor do que grandes corporações multinacionais ou mesmo países soberanos. Induzidos por estas avaliações, ou mesmo pela proteção das permutas de risco de crédito, muitos investidores

compraram CMOs e sofreram perdas quando o nível de calote, que não correspondia ao risco efetivo, aumentou. Por outro lado, existe um claro conflito de interesses, já que investidores pagam por estes serviços, criando um incentivo para as agências emitirem avaliações favoráveis. Da mesma forma, o mercado financeiro nos EUA, e não apenas o setor sub-preferencial, é caracterizado por fraudes generalizadas. Além das fraudes no sistema imobiliário, investidores se envolveram em esquemas de pirâmides do tipo Ponzi e informação privilegiada⁷. E mesmo grandes bancos mentiram sobre a taxas de juros cobradas nos empréstimos interbancários atrelados à LIBOR, distorcendo as taxas que indexam seus custos para evitar desconfiança (The Wall Street Journal, 2008b). Ainda que verdadeira, a LIBOR simplesmente reflete o custo de empréstimos de grandes bancos com enorme poder de mercado não o preço do capital determinado pelo 'livre' funcionamento do mercado monetário⁸. Similarmente, dois fundos de proteção do banco Merrill Lynch fraudaram seus clientes e criaram as condições efetivas para transferir os efeitos do estouro da bolha imobiliária para todo o sistema financeiro, amplificando a crise.

Marcação a mercado

A crise atual gerou dúvidas sobre o uso da regra contábil de marcação a mercado ao invés do custo histórico de aquisição para precificar ativos. De fato, a marcação a mercado pode agravar situações de incerteza e desestabilizar ainda mais o setor financeiro, amplificando a crise, quando mercados financeiros evoluem para um grau maior de irracionalidade. Steve Ross, em comunicação com DELONG (2008), sugere que características empresariais intrínsecas, como conhecimento e habilidades, não podem ser negociadas no mercado, e portanto não tem valor de mercado intrínseco, apenas indireto, na capacidade de gerar rendimentos futuros. De acordo com Ross, estas características são fundamentais durante períodos de crise, quando a irracionalidade do mercado financeiro atinge o ápice e o valor de mercado de todas as empresas declinam rapidamente⁹.

Ross também nota que os valores dos ativos, ajustados ao risco, têm um componente de reversão a média, mas a marcação a mercado não capta

este aspecto. Isto não é surpreendente, dado que não se pode saber quando os preços vão reverter à média ou em que velocidade, e principalmente pelo fato de que em mercados especulativos dificilmente o preço vai permanecer na média. Este valor médio é uma construção analítica externa aos eventos e muda de acordo com a própria evolução destes eventos¹⁰. Outros problemas incluem o fato de mudanças nos valores dos ativos serem imprevisíveis, que prêmios para compensar riscos mudam de forma diferente para cada empresa, e que nem sempre os custos de capital variam proporcionalmente com mudanças nos riscos avaliados pelo mercado financeiro.

Por outro lado, os financistas não poderiam precificar o risco e o valor de muitas inovações financeiros, dada a inexistência de dados históricos para produzir estatísticas ou de expectativas 'racionais' que pudessem antecipar corretamente resultados futuros. Da mesma forma, a engenharia financeira criou inovações tão complexas que nem mesmo os mais experientes analistas e especuladores entendem. Dado que poucos participantes entendem o que está sendo negociado, o interessante é negociar um grande volume de transações, embolsar as comissões, e passar o produto para a frente. Apenas quando a crise irrompe fica claro que, como não se pode entender o que foi negociado, não há como reviver a liquidez dos mercados para transacionar 'racionalmente' tais instrumentos. E dado que não há como precificar estes instrumentos, o uso de simulação computacional surge como solução parcial, tanto por meio de uso de informação sobre produtos similares ou por puro exercício de adivinhação. Estes métodos convencionais se tornam necessários durante períodos de maior incerteza, mas os mesmos são extremamente frágeis. Assim, se é evidente que a marcação a mercado tende a amplificar os movimentos nos preços e gerar um efeito em cascata, o problema não parece estar na regra contábil em si, e sim na especulação desenfreada e na irracionalidade dos mercados financeiros proporcionadas pela financeirização, que tornam a regra apenas uma catalizadora, embora importante, da crise.

Outras pretensas causas

Seria impossível listar e ainda mais discutir todas as causas apresentadas para a crise, dadas as limitações de espaço. Mas algumas razões popularizadas merecem um escrutínio maior. Tentou-se

argumentar, por exemplo, que Fannie Mae e Freddie Mac, empresas privadas e orientadas pelo lucro até 2008, quando foram nacionalizadas, foram igualmente responsáveis pela crise. Isso porque o governo federal dava garantias à dívida das entidades, um subsídio implícito aos empréstimos imobiliários adquiridos para securitização, o que criava um incentivo para a securitização de empréstimos sub-preferenciais. Contudo, no início as instituições apenas compravam empréstimos de clientes preferenciais, gerando títulos lastreados em hipotecas "confiáveis". Quando os bancos de investimentos passaram a comprar de forma massiva empréstimos sub-preferenciais gerados por financeiras e a expandir a participação no mercado, a lógica concorrencial levou Fannie Mae e Freddie Mac a securitizar hipotecas sub-preferenciais entre 2006 e 2007, quando a bolha já estava prestes a explodir. Neste caso a decisão dos dirigentes e acionistas não tem nenhuma relação com as garantias governamentais, apenas com pressão concorrencial por lucros que move o capitalismo e a incapacidade de se antecipar racionalmente à possibilidade de que as garantias governamentais não poderiam cobrir todas as apostas especulativas destas entidades¹¹.

Um outro argumento sustenta que as agências de avaliação de risco (Moody's, Standard & Poors, Fitch, Finamac) falharam porque são oligopólios respaldados pelo governo, que concederia o status de 'organizações nacionalmente reconhecidas de avaliação estatística' apenas a um pequeno grupo de empresas, limitando a competição (The Wall Street Journal, 2008a). Contudo, o risco de um título mobiliário não depende da estrutura de mercado subjacente às firmas que o medem ou da existência de uma mera denominação legal. Um título podre é um título podre, não importa se as empresas se juntaram em um cartel lastreado em fé pública para emitir uma avaliação favorável ao mesmo. E se houvesse de fato uma distorção causada pelos fatores mencionados, nada poderia impedir investidores privados, supostamente racionais, de percebê-la. Mesmo sendo obrigados a utilizar estas agências para avaliar os riscos dos novos instrumentos financeiros, mercados efetivamente eficientes teriam como ajustar os preços dos mesmos, reduzindo a demanda e o preço pelos títulos sub-avaliados, com o consequente aumento do retorno para compensar pelo risco. Obviamente, isto não ocorre não porque as agências possuem um *imprimatur* oficial ou pela

ausência de concorrência perfeita, mas porque os mercados em geral, e o mercado financeiro em particular, não são eficientes (STIGLITZ e GROSSMAN, 1980). Além do mais, existe um processo normal de concentração bancária e financeira, típico do capitalismo como já antecipado por Lenin, que não se restringe ao setor de classificação de riscos. Se o problema é a estrutura de mercado, todo o sistema financeiro americano seria 'sub-preferencial', como já discutido anteriormente.

TAYLOR (2009), comissionado pela conservadora Instituição Hoover para analisar as causas da crise, obteve, não surpreendentemente, uma conclusão conservadora. Trabalhos nesta linha sugerem que as crises no capitalismo tem uma única fonte: falhas de governo¹². Taylor argumenta que o FED manteve as taxas de juros muito baixas por muito tempo, se comparadas com sua regra. Outros autores seguem a linha de Taylor e argumentam que as políticas monetárias frouxas de Greenspan provocaram a crise (FLECKENSTEIN, 2008). Argumento similar é adotado também pelo presidente do FED de Cleveland, JORDAN (1999). Jordan reafirma que as crises financeiras são inevitáveis e sempre o resultado de mal gerenciamento de riscos pelo governo. Como o FED é parcialmente um órgão do governo responsável por gerenciar riscos, a probabilidade de crises financeiras só tende a aumentar quando seus dirigentes acreditam que o FED só pode contribuir para criar crises, corroborando *cum hoc ergo propter hoc* o ponto de vista de que 'as crises são inevitáveis' na presença de um banco central¹³. O estouro da bolha e a crise subsequente atingiu até mesmo o juiz conservador Richard Posner, que concede ser esta a principal crise do capitalismo desde a Grande Depressão. Para POSNER (2009) a causa da crise está no determinante estrutural associado à desregulamentação dos mercados financeiros, entendida como uma forma de falha do governo. Aqui tem-se novamente a infalível e infalseável visão de que, quando o governo regula os mercados há perdas de eficiência, pois qualquer interferência mínima do governo é vista como uma intromissão nos negócios privados, mas que quando o governo não regula também há perdas na forma de crises, desta vez pelo próprio fato de o governo não ter interferido nos negócios privados.

Contrariando Taylor e Jordan, o presidente do Institute for International Finance (IIF) argumenta que os principais responsáveis

pela crise foram os próprios executivos financeiros, ao avaliarem mal seus riscos (IIF, 2008). Alan Greenspan, até então um ardoroso defensor do livre cambismo, em seu testemunho à comissão de supervisão e reforma governamental em 23 de Outubro de 2008, concluiu que havia algo de profundamente errado com sua filosofia do livre mercado ou neoliberalismo, que ela simplesmente não funciona (NYT, 2008). Este reconhecimento modificou a percepção e avaliação do trabalho de Greenspan à frente do Banco Central. De maestro na condução da política monetária e responsável pela prosperidade dos anos 90 com crescimento e baixa inflação, virou subitamente responsável pela crise financeira global.

BLINDER (2009) similarmente afirma que a causa principal da crise está na estrutura de compensação de executivos, com banqueiros tendo incentivos para assumirem grandes riscos com o dinheiro dos acionistas, gerando elevados retornos e compensações extremamente infladas por um curto período de tempo, até que o sistema financeiro imploda e a sociedade como um todo tenha de arcar com o prejuízo. Esta explicação, porém, é parte do problema estrutural associado à distribuição de renda.

Outra explicação responsabiliza a Lei de Reinvestimento Comunitário de 1977 (CRA), por meio da qual os bancos são obrigados a destinarem parte de seus empréstimos às comunidades onde atuam, isto é, às famílias e empresas locais. Os bancos não podem discriminar contra comunidades de baixa renda habitadas por negros, que antes eram discriminados pelo 'livre' mercado. De acordo com esta narrativa, os bancos sofreram calotes dos emprestadores sub-preferenciais por serem obrigados a emprestar recursos para estes pela LRC, gerando distorções no processo decisório sobre concessão de crédito. Contudo, os empréstimos feitos sob a LRC não perfazem uma grande fração da carteira de empréstimos bancários, e mesmo se todos os empréstimos pela CRA não fossem repagos, o impacto não deveria produzir a crise financeira da magnitude que se viu nos EUA. Além do mais, nem todos os recursos emprestados foram para emprestadores sub-preferenciais. Os bancos centrais de Boston e de São Francisco fizeram um estudo comparando as as taxas de calote de empréstimos feitos sob a LRC e todos os outros empréstimos, e concluiu que as taxas de calote eram similares (CHAKRABARTI et. al. 2009).

O Estouro da bolha, o colapso econômico-financeiro e a reação política

Dada a crescente acumulação de desequilíbrios estruturais, a existência de perturbações de ordem conjuntural, manifestações destas tendências, atuando de forma simultânea permitiu que a crise se realizasse e se aprofundasse, dando início à Grande Recessão. Após a elevação das taxas de juros em 2004 em um contexto de fragilidade financeira e o início da deflação da bolha em 2006, houve uma ampliação do desequilíbrio financeiro, pois a dívida contraída pelas famílias ficou maior que o valor do ativo financiado. Esta deflação gerou reflexos nos produtos financeiros alavancados e derivados destas operações de crédito. A passagem da forma latente da crise para a efetiva conduziu à falência de dois fundos de proteção do banco Meryll Lynch em junho de 2007, após perdas alavancadas no mercado de obrigações colateralizadas atreladas às hipotecas sub-preferenciais. O jornal *The Wall Street Journal* (2007) ilustra como estas inovações financeiras amplificaram a crise (itálicos adicionados):

“Norma CDO I Ltda., o nome completo, é um dos novos tipos de investimentos hipotecários criados nos extores do boom imobiliário nos EUA. *Ao invés de distribuir os riscos de uma expansão global do financiamento residencial, os instrumentos magnificaram e concentraram os efeitos da implosão das hipotecas sub-preferencial.* Eles estão por trás das dezenas de bilhões de dólares de desvalorização em alguns dos maiores bancos do mundo, incluindo os US\$ 9.4 bilhões anunciados na última semana pelo Morgan Stanley. Norma mostra como investidores em Wall Street, em seus esforços para manter um mercado lucrativo funcionando, levaram uma boa idéia muito longe. Criado sob encomenda de um fundo de proteção de Illinois para uma aposta feita sob medida em hipotecas sub-preferenciais, o veículo veio a existir por meio de Merrill Lynch & Co., e um grupo de parceiros pouco conhecidos. *Em seu uso de novos derivativos, Norma contribuiu para um mercado especulativo que tornou minúsculo o valor das hipotecas sub-preferenciais no qual estava baseado.* Ele foi também parte de uma corrente de investimentos relacionados a hipotecas que assumiram posições casadas. *A prática gerou taxas para um punhado de grandes bancos. Mas, dizem os críticos, criou pouco valor para os investidores ou a economia em geral.*”

“Todos estavam passando o risco para o próximo negócio and mantendo-o dentro de um sistema fechado”, diz Ann Rutledge, chefe da Consultoria R&R, uma consultoria de finanças estruturadas em Nova York. “Se você assume meu risco e eu assumo o seu, nós podemos dizer o que quer que seja sobre o valor dele e gerar desta forma comissões. *É como...criar valor artificialmente*”.

O estouro da bolha imobiliária generalizou perdas. A partir de então os fundamentos psicológicos dos mercados financeiros ruíram, a confiança desapareceu e o sistema de crédito congelou, levando a uma série de falências em função da marcação a mercado. Quando o governo americano adotou a política de *laissez faire* com o Lehman Brothers ao final de 2008, ignorando que as perdas estavam imbricadas com outros setores e instituições, a situação se deteriorou ainda mais, levando o capitalismo estado-unidense às fronteiras de uma nova depressão. A adoção de uma política de livre mercado, que raramente funciona mesmo em períodos de menor pressão, durante uma grave crise financeira, ampliou seu potencial desestabilizador. A quebra do Lehman Brothers aumentou o desespero dos agentes, dada a alavancagem e a ramificação de seus passivos por todo o sistema financeiro global. O banco de investimento Bear Sterns também faliu e o Merrill Lynch foi vendido compulsoriamente para o Bank of America, marcando o fim de Wall Street como conhecida até então. O Goldman Sachs, onde o secretário do Tesouro Hank Paulson trabalhou por muitos anos, foi socorrido indiretamente pelo governo por meio de empréstimos de US\$ 85 bilhões à AIG, dado que a seguradora tinha um enorme passivo acumulado na venda de permutas de risco de crédito. Ao injetar recursos na seguradora o banco central impediu um forte calote nas obrigações que a mesma devia ao Goldman Sachs. E novas operações de socorro e um plano para retirar os ativos tóxicos dos balanços das instituições financeiras, TARP, foram necessários, dado o volume de fundos em risco. Cerca de 400 bancos faliram desde 2008, enquanto outros foram socorridos ou parcialmente nacionalizados pelo governo, com os contribuintes tendo de arcar com parte dos custos deste socorro financeiro a instituições que são consideradas grandes demais para falir.

Com o aprofundamento da crise, muitos segmentos financeiros cessaram completamente de funcionar, com as perdas alavancadas

dizimando valores e liquidez. Outros voltaram a funcionar de forma forçada após atuações do FED, como no mercado de letras comerciais (commercial paper), essencial para muitas empresas captarem crédito de curto prazo. Muitos instrumentos, antes considerados extremamente líquidos e seguros, como títulos com taxas determinadas em leilões (ARS), papéis de longo prazo que se comportam como papéis de curto prazo pelos contínuos lances dos potenciais compradores, se mostraram ilíquidos e arriscados. Alguns fundos mútuos do mercado monetário, como o First Reserve Fund, com carteiras de investimentos supostamente seguras e líquidas, tiveram uma redução no valor líquido de seus ativos abaixo de US\$ 1 pela primeira vez na história.

Alan Greenspan, Paul Krugman e Joseph Stiglitz, propuseram a nacionalização temporária dos bancos insolventes no auge da crise. MOSELEY (2009) propôs a nacionalização permanente dos mesmos, argumentando que os problemas voltariam em maior escala com a reprivatização dos bancos após a socialização das perdas dos mesmos. Como a crise está longe de ser debelada, e ainda há preocupações com o risco de calote das hipotecas comerciais, das dívidas bancárias e das dívidas soberanas na Europa aumentar, dizimando as recentes injeções de capital nas instituições financeiras, uma nova onda de quebra e falências pode levar o setor financeiro ao colapso completo, e a nacionalização se tornará inevitável.

Estes eventos foram antecipados por Wojnilower em seu clássico artigo sobre crises de crédito nos EUA (WOJNIIOWER, 1982): sempre que instituições financeiras erram em suas avaliações de risco e exageram na alavancagem, as opções se tornam ou o colapso completo do sistema financeiro, e dada a centralidade das relações monetárias e financeiras no sistema capitalista, do sistema econômico como um todo, ou o socorro do governo às instituições financeiras. Obviamente, o governo geralmente socorre estas instituições com auxílio financeiro, socializando as perdas. O aspecto a ser considerado é o tamanho das instituições. Ser considerado grande demais para falir é uma forma de seguro, econômico e político, típica do capitalismo, derivadas das tendências normais à concentração e centralização de capitais. As perdas potenciais não funcionam como freios à especulação das grandes instituições financeiras, enquanto os elevados ganhos temporários nunca

são totalmente ameaçados e permanecem privados¹⁴. A alternativa seria deixar grandes instituições, tornadas grandes pela própria dinâmica capitalista, mas com balanços interrelacionados com toda a economia, falir e levar o sistema econômico ao colapso. A própria crise acelerou o processo de concentração e centralização, recriando o problema em bases ainda maiores. O Bank of America comprou o Countrywide e o Merrill Lynch, o JP Morgan Chase comprou o Washington Mutual, e Wells Fargo adquiriu o Wachovia. A mundialização financeira permitiu que a crise se alastrasse para outros países, seguindo um padrão similar ao dos EUA.

De acordo com o NBER, a crise financeira levou à recessão, que teve início em Dezembro de 2007. Muitas famílias perderam suas residências, a produção foi reduzida e a taxa de desemprego, ainda que não tenha atingido os níveis da Grande Depressão na medida oficial, cresceu rapidamente e permanece elevada em muitos países, inclusive nos EUA, onde o mercado de força de trabalho é considerado flexível. Muitas empresas foram fechadas, destruindo capital, mas não a ponto de eliminar o excesso de superprodução de capital e mercadorias mencionados anteriormente. O FED reduziu as taxas de juros e a economia não respondeu. Quando a forte injeção de liquidez nos bancos pelo FED reduziu as taxas do mercado interbancário a quase 0%, caracterizando uma situação de armadilha da liquidez, reforçada pelo fato de os bancos acumularem um grande volume de reservas, foram propostas medidas de facilitação quantitativa.

Com o fracasso das tentativas iniciais de expansão monetária, o governo passou a tentar a reativação econômica por meio de políticas fiscais, em um contexto de elevado endividamento. No início de 2008 o governo Bush cortou os impostos para os contribuintes de maior renda para estimular a economia, de acordo com o modelo de distribuição “de cima para baixo” (trickle down). A economia não se estabilizou. Apenas a ampliação dos gastos públicos, já sob a presidência de Obama, conseguiu evitar a queda livre da economia para a Depressão, que entrou em um processo de prolongada estagnação. Contudo o desequilíbrio fundamental associado a desigualdade não é eliminado pelos contínuos déficits orçamentários, que apenas postergam o ajuste e repõem em condições cada vez mais acentuadas os potenciais problemas associados a uma superprodução¹⁵. O

agravamento e a continuidade da crise e a necessidade de respostas políticas mais agressivas deixou evidente que os mercados não se auto-ajustam, ou que talvez um período de 10 ou 20 anos seja muito longo para o longo prazo cronológico dos seres humanos, cuja expectativa de vida não alcança 80 anos para a maior parte dos países. Outras soluções propostas incluem medidas regulatórias do sistema financeiro. Certamente, estas medidas poderiam minorar o problema estrutural associado à desregulamentação. Mas não fica claro como a questão da financeirização e principalmente da distribuição de renda seria solucionada.

Da crise econômico-financeira à crise da teoria econômica

Outro aspecto da crise, com implicações estruturais e conjunturais, diz respeito à economia ortodoxa. Este aspecto não escapou a Keynes em sua análise da Grande Depressão na *Teoria Geral* (minha ênfase):

“Além do mais, acontece que as características do caso especial assumido pela teoria clássica não são estas da sociedade econômica em que efetivamente vivemos, com o resultado que seu ensino é equivocado e **DESASTROSO** se nós tentarmos aplicá-la aos fatos da nossa experiência. (Keynes, 1983, cap. 2)”

Não há dúvidas de que o neoliberalismo foi uma tentativa de aplicar os ensinamentos da escola [neo]clássica ‘aos fatos da nossa experiência’. É preciso enfatizar o termo ‘tentativa’. O livre mercado é um conceito abstrato referente a um estado puro, ideal, e por consequência, inatingível no mundo real. Mas pode-se sempre tentar aplicar estes princípios afastados da realidade por meio de políticas e medidas governamentais – daí a importância central do poder – e o resultado é geralmente insatisfatório, quando não totalmente desastroso como na crise atual¹⁶. Krugman, em palestra recente na LSE, afirmou que a macroeconomia ortodoxa atual é no melhor dos casos ‘espetacularmente inútil’, e no pior caso ‘positivamente prejudicial’. FINE E MILONAKIS (2011) igualmente apontam para a crise do mainstream e as tarefas dos economistas políticos.

MASKIN (2010) explicita um desconhecimento total da crise ao defender a visão ortodoxa. Ele sugere uma teoria de crises bancárias para entender uma crise financeira em que corridas bancárias foram mínimas. Este descompasso entre teoria e realidade levou Krugman a denominar o período corrente a 'era obscura da macroeconomia' e a se perguntar como os economistas puderam errar tão feio na prevenção e explicação da crise (KRUGMAN, 2009a e 2009b). Krugman se refere à macroeconomia de equilíbrio com expectativas racionais, principalmente a teoria dos ciclos econômicos reais, os novos Clássicos e os novos Keynesianos, além da hipótese dos mercados eficientes. Todas estas teorias estão baseadas ou 'fundamentadas' na microeconomia neoclássica, o que também levanta, ou pelo menos deveria levantar, dúvidas sobre este ramo da teoria. Krugman argumenta que a irrelevância da teoria econômica ortodoxa se deve ao fato de os economistas ortodoxos confundirem beleza matemática com a verdade. LEVITT (2009) justifica que, dada a insuficiência de dados macroeconômicos 'confiáveis', os macroeconomistas ortodoxos estão preocupados apenas em resolver problemas matemáticos - isto é, reproduzir modelos com fundamentos microeconômicos neoclássicos. A macroeconomia da irrelevância conduz à irrelevância da macroeconomia convencional para entender os fatos da experiência.

Todas estas análises críticas da economia ortodoxa enfatizam a dificuldade de explicar e prever a possibilidade de crises profundas nas economias capitalistas. Se a previsão precisa da eclosão de crises em geral é impossível, o que se pode fazer é considerar a possibilidade das mesmas a partir da acumulação insustentável destes desequilíbrios estruturais e o desenvolvimento de desajustes conjunturais que tornaram as crises financeiras mais frequentes. Uma bolha especulativa de US\$ 8 trilhões de dólares não poderia ser facilmente ignorada, como notou recentemente a rainha do Reino Unido. CABALLERO (2010) argumenta no simpósio sobre macroeconomia e crise financeira, organizado pelo *Journal of Economics Perspectives*, que é tautológico dizer que uma crise profunda jamais poderia ser prevista, já que se a crise pudesse ser prevista ela não seria tão severa. Em seguida ele discute as relações - ou falta de - entre os modelos de equilíbrio geral estocásticos e dinâmicos e finanças corporativas, mas não discute a

questão fundamental de porque as crises não são tratadas pelos manuais ortodoxos de economia, mesmo sendo recorrentes e cada vez mais frequentes. É então sintomático que se organize um simpósio sobre a crise *ex post* e não se tenha percebido a bolha quando esta estava se formando. Pelo contrário, os macroeconomistas ortodoxos discutiam 'a grande moderação' às vésperas do colapso. Robert Lucas, pai da moderna macroeconomia de equilíbrio, afirmou que o ciclo econômico estava resolvido, e que portanto qualquer evolução econômica de 'livre' mercado seria automaticamente sustentável, no sentido de não gerar flutuações excessivas e persistentes no produto. Os autores que foram perspicazes para notar, direta ou indiretamente, este processo em termos da sua sustentabilidade no longo prazo, como Mészáros, Wolff, Roubini, Shiller, Stiglitz e Dean Baker, entre outros, acabaram por antecipar a ocorrência da crise e suas consequências. Robert Shiller, por exemplo, na segunda edição de sua obra *Exuberância Irracional*, mostra claramente a formação da bolha no mercado imobiliário americano. Como ainda não se inventou um mecanismo de sustentação continuada de bolhas, estas acabam por estourar, e quando isto ocorre há uma grande possibilidade de consequências negativas para a economia real.

Dada a evidente inadequação da economia ortodoxa, KALETSKY (2009a e 2009b) e BOUCHARD (2008) culpam os economistas neoclássicos pelo desastre financeiro e propõem a necessidade de uma revolução na economia¹⁷. Ou seja, a teoria econômica que advoga o livre-cambismo é parte orgânica da crise, estando enraizada tanto nos seus aspectos estruturais como conjunturais. Estruturais na medida em que defende a desregulamentação e liberalização financeiras, dada a ineficiência na alocação da poupança global com mercados regulamentados. Já o fenômeno da financeirização é aparentemente totalmente desconhecido destes autores, mas seria facilmente justificado em termos de aumento da eficiência no gerenciamento de riscos, redução dos custos de transação, aumento da informação, etc. A teoria da distribuição fornece uma justificativa para a concentração de renda e riqueza. Ainda mais importante, a crescente diferença entre produtividade e compensação real dos trabalhadores nos EUA, que vem ocorrendo por um período histórico longo o suficiente para caracterizar um longo prazo cronológico, não cabe no arcabouço teórico

ortodoxo, já que nesta teoria a compensação é sempre determinada pela produtividade no longo prazo. Assim, MANKIW (2006) enfatiza apenas os períodos para os quais a divergência entre produtividade e compensação é reduzida e que portanto supostamente corroborariam a teoria neoclássica da distribuição, ignorando a verdadeira tendência de longo prazo desde os anos 1980¹⁸. Como não existe na ortodoxia um problema de distribuição, não se fazem as necessárias mediações entre o crescimento da desigualdade e a dinâmica econômica e financeira que deriva da mesma.

Ainda sobre este problema estrutural, no caso dos contratos existe uma assimetria dependendo da classe social envolvida, assimetria essa que reforça a transferência e a concentração de renda por trás da desigualdade de rendimentos nos EUA. No caso dos rentistas, existe o princípio da santidade dos contratos. Não podem ser modificados nem desrespeitados. Quando a seguradora AIG argumentou que deveria pagar bônus milionários para os executivos que levaram a companhia à beira da falência, mesmo após receber uma capitalização bilionária do governo federal, o argumento empregado na defesa dos bônus foi que os pagamentos estavam estipulados em contratos, e que portanto deveriam ser honrados. Houve uma forte reação quando o governo, ao se tornar o novo 'proprietário' ou acionista majoritário, tentou impedir tais pagamentos. Mas quando as montadoras General Motors e Chrysler propuseram reduções salariais, e de benefícios e direitos trabalhistas *estipulados em contrato* aos trabalhadores, sob pena de perderem postos de trabalho, não houve similar reação. As consequências distributivas são óbvias¹⁹.

As relações da teoria ortodoxa com os desenvolvimentos conjunturais ocorrem na medida em que as inovações são sempre consideradas desejáveis e que os mercados se auto-regulam na ausência de intervenções governamentais. Bolhas financeiras seriam difíceis de se perceber, pois mercados eficientes sempre tendem ao equilíbrio dado pelos fundamentos reais no longo prazo. Fraudes seriam aspectos inevitáveis, mas irrelevantes, cujos custos de prevenção seriam maiores que os benefícios. Avaliações equivocadas de risco derivam da falta de concorrência produzida pelo governo. Os mercados sempre determinam os preços de forma eficiente, e portanto a marcação a mercado seria

desejável em qualquer circunstância. A teoria dos mercados eficientes assume que transações voluntárias entre agentes privados são ou socialmente ótimas pela condução da mão invisível ou irrelevantes se não criam produtos úteis. Assim, valores artificiais isolados são facilmente descartados pelo sistema financeiro, na ausência de ações do governo que tornem o problema maior. Com relação às inovações financeiras, MILLER avaliou os desastres financeiros causados pelos derivativos no início da década de 1990 da seguinte forma (1997, p. 24, *italicos adicionados*):

“Se, por outro lado, notas estruturadas, CMOs e opções exóticas não preenchem um vazio – não ajudam a completar o mercado, como diriam os economistas, então elas devem deixar de existir de forma definitiva. E a eliminação das mesmas não deve ser vista como um custo social, mas como um dos benefícios sociais associados aos recentes desastres causados pelos derivativos. *Em suma, uma demonstração vivida (como se ainda fosse necessário) que nossos mercados e instituições financeiras são plenamente capazes de reconhecer e rejeitar ‘dejetos radioativos’ sem intervenção de reguladores do governo.*”

Os mercados financeiros não apenas não foram capazes de eliminar os dejetos radioativos que produzem, e nem poderiam, já que havia incentivos privados em mantê-los, como continuaram produzindo lixo tóxico em larga escala, inundando o sistema financeiro global. A história financeira do capitalismo levanta dúvidas sobre a capacidade de mercados dominados pela lógica especulativa em se depurarem e eliminarem sem grandes perturbações os instrumentos inúteis criados por instituições financeiras privadas. Estes mesmos instrumentos geram lucros elevados no curto prazo para aqueles que sabem como vendê-los, muitas vezes a investidores supostamente racionais e capazes de compreendê-los e entenderem as consequências de os terem em suas carteiras. Mas a história econômica não tem sido muito utilizada pelos economistas ortodoxos²⁰. Se o critério proposto por Milton Friedman para adjudicar entre diferentes teorias econômicas, a capacidade das mesmas em efetuar previsões acuradas independentemente de quão irrealistas sejam as hipóteses do modelo, fosse aplicado à teoria dos

mercados eficientes que serve de base para a conclusão de Miller, a mesma não passaria no teste. Robert Shiller afirma que a teoria dos mercados eficientes foi um dos erros mais importantes na história do pensamento econômico (FOX, 2009, p. 197).

Apesar das inegáveis inconsistências e discrepâncias com o mundo real, não se pode falar de uma crise interna na economia ortodoxa, dada a própria natureza da produção social das teorias econômicas. Prova disso é que os economistas ortodoxos não se convenceram da irrelevância de seus modelos em entender e explicar a crise (NYT, 2009). Na medida em que há uma crise, trata-se de uma crise de percepção social da inadequação da ortodoxia, mas que não redundará em mudanças profundas na forma como a economia é ensinada, ou na revolução postulada por Kaletsky, já que a principal função exercida pela teoria ortodoxa é ideológica. Mesmo que tenha implicações materiais, a mesma se nutre da continuidade de uma certa forma de organização sócio-econômica chamada de capitalismo.

Todavia, a revolução reclamada por Kaletsky não é necessária em termos de conteúdo. Qualquer alteração no corpo de conhecimento científico vai necessariamente encontrar aspectos já desenvolvidos pela economia heterodoxa, pois as recém-descobertas críticas ao mainstream têm sido formuladas há décadas. E isto se torna mais evidente durante períodos de crise, quando as vozes dissonantes da heterodoxia ganham um maior interesse, dada a ausência de respostas convincentes por parte dos economistas ortodoxos. Este vazio cria oportunidades, ainda que temporárias. Por exemplo, muitas perguntas sem resposta foram direcionadas para Minsky e sua hipótese da instabilidade financeira. De fato, a heterodoxia oferece importantes paradigmas alternativos para entender as características fundamentais de uma economia capitalista e não apenas os aspectos perversivos que conduzem a falhas contínuas na operação do sistema econômico. Minsky aprofundou o conhecimento sobre as finanças capitalistas nas flutuações cíclicas, e sua hipótese da instabilidade financeira é empregada por Kindleberger para entender episódios de crises financeiras para um longo período histórico. Keynes enfatizou a instabilidade cíclica do capitalismo, enquanto Kalecki enfatizou a importância do conflito distributivo para se entender a dinâmica estrutural e conjuntural do capitalismo.

Obviamente, não apenas os economistas trabalhando nesta tradição têm algo a dizer sobre o capitalismo em geral e sobre o capitalismo contemporâneo em particular. STRANGE (1986) prescientemente comparou o desenvolvimento do sistema financeiro nos anos 80 a um cassino. Isto antes da explosão dos instrumentos derivativos, finanças fora do balanço, títulos lastreados em ativos, securitização, obrigações colateralizadas de dívida, notas estruturadas, etc.

Da mesma forma, Marx possui uma rica teoria sobre as tendências históricas e estruturais mais gerais do capitalismo²¹. No volume III do *Capital* ele trata do potencial para o surgimento de crises a partir das operações de crédito, isto é, da possibilidade de crises financeiras como o impulso das grandes perturbações cíclicas do capitalismo (MARX, 1988, p. 276):

“Em um sistema de produção, onde toda a continuidade do processo de reprodução se baseia no crédito, a crise deve obviamente ocorrer – uma tremenda corrida aos meios de pagamento – quando o crédito subitamente desaparece e apenas pagamentos à vista tem validade. À primeira vista... a crise como um todo parece ser meramente uma crise monetária e creditícia... Mas a maioria dos títulos [letras de câmbio, ou faturas, que não podem ser convertidas em dinheiro] representa compras e vendas reais, cuja extensão além das necessidades sociais é...a base de toda crise.”

Da mesma forma, a citação do *The Wall Street Journal* sobre a amplificação da crise mostra a criação artificial de valor que contribuiu para a bolha especulativa. O valor artificial nada mais é do que o capital fictício discutido por Marx (HUDSON 2010, HENWOOD 1998). Ou seja, existem alternativas teóricas para se entender o capitalismo e suas tendências estruturais e conjunturais.

Conclusão

A Grande Depressão tem dois conjuntos de causas fundamentais. O primeiro conjunto de causas é estrutural. A liberalização e a desregulamentação financeira tornaram o sistema financeiro

extremamente frágil. A divergência entre compensação e produtividade conduziu ao endividamento e criou uma situação insustentável no longo prazo cronológico. Bolhas financeiras sustentaram a demanda nas últimas décadas, evitando que a superprodução tivesse seus efeitos sentidos com mais força. Do ponto de vista conjuntural, as fraudes na concessão de financiamentos imobiliários, os equívocos na avaliação dos riscos dos papéis lastreados em hipotecas, a concentração dos principais fluxos financeiros nas grandes instituições financeiras, tornando-as mais sensíveis a perdas com a alavancagem proporcionada pelos instrumentos derivativos, criaram uma situação potencialmente explosiva quando somada ao quadro anterior.

A crise que se acometeu sobre as economias capitalistas avançadas não se aproxima do fim. A profundidade da crise se explica pela continuidade dos problemas estruturais. Estes problemas fragilizaram a economia, enquanto os aspectos conjunturais traduziram a fragilidade em crise financeira deflagrada. A solução da crise exige uma modificação estrutural e correção das perturbações conjunturais, que estão fortemente associadas. Até o momento as soluções propostas não confrontaram os aspectos fundamentais por trás da crise, tanto a financeirização, que amplifica as perturbações financeiras conjunturais, como a crise de superprodução derivada da dupla exploração dos trabalhadores. A expansão fiscal que leva a capacidade de endividamento dos países ao limite apenas posterga a necessidade de se eliminar e desvalorizar capitais e redistribuir renda. Mesmo a regulamentação proposta não parece ser suficiente para evitar desequilíbrios, o que reflete o poder político do setor financeiro derivado da financeirização. Os aspectos conjunturais podem ser confrontados, mas a contínua existência de incongruências estruturais pode levar ao surgimento de novos desenvolvimentos que redundem em um novo agravamento da crise. Para evitar novas perdas, as instituições financeiras têm se capitalizado, muitas vezes com subsídios do governo para a venda de ativos podres, mas os problemas fundamentais permanecem, tendo em vista que os ativos não são eliminados, apenas transferidos de uma instituição para outra, e uma prolongada recessão pode varrer os novos aportes de capital em um curto período de tempo, realimentando a fragilidade e a instabilidade do sistema financeiro e conduzindo a uma nova depressão.

Esta possibilidade sugere que a visão ortodoxa é limitada e geralmente conduz a resultados econômicos negativos. Como argumenta o relatório da BROOKINGS INSTITUTION (2011), na nova configuração do capitalismo nos países avançados os bancos centrais precisam focar na estabilidade financeira e na formação de bolhas e menos em metas inflacionárias. Mas isto requer que estas instituições tenham uma independência, não de governos perdulários, e sim principalmente dos especuladores que precisam de volatilidade para assumir riscos e colocam em risco todo o sistema econômico. Do contrário, o governo seguirá socorrendo estas instituições, e os economistas ortodoxos vão seguir simplesmente justificando esta enorme transferência de renda e riqueza dos trabalhadores para o setor financeiro. E políticas que modificam a distribuição de renda e riqueza em favor dos segmentos de maior renda podem contribuir para aprofundar os desequilíbrios estruturais e instabilidades conjunturais típicos de uma economia capitalista.

Obviamente, o potencial aprofundamento da crise econômica, que superficialmente parece já estar ocorrendo, tende a aumentar a rejeição ao capitalismo, principalmente o capitalismo desenfreado e desregrado que se tentou impor aos trabalhadores nos EUA e no resto do mundo e aumentar a aceitação de alternativas, ainda que sejam formas mais reguladas de capitalismo, com uma extensa rede de proteção social de caráter necessariamente temporário. As consequências seriam uma coerente rejeição do mainstream. Significa isto que o ensino ou a pesquisa de economia devera mudar em breve? Dificilmente, dadas as condições atuais de produção e reprodução das teorias econômicas ortodoxas. Mais importante ainda, a confiança na capacidade dos mercados se auto-regularem e auto-corrigirem cumpre uma função ideológica que pode cessar apenas com o fim da estrutura econômica que a sustenta. Grandes grupos capitalistas financiam institutos e programas de pesquisa ortodoxa, e muitos economistas ortodoxos estão na folha de pagamentos de grandes instituições, como mostrado no documentário 'Trabalho interno'. Cabe aos economistas políticos seguirem avançando no entendimento do funcionamento do capitalismo e na crítica do mesmo. A transformação da forma dominante de organização sócio-econômica é condição *sine qua non* para a mudança das idéias dominantes que nela se sustentam.

Abstract

This paper discusses some of the causes and consequences of the financial crisis that hit the advanced capitalist economies in 2007, with particular emphasis on the United States. The work differentiates the long-term structural causes that started in the 1970s, from the short- and medium-term causes that began in the 1990s and 2000s. Finally, the articles brings forth the contribution of orthodox economic theory to the potential and realization of the crisis, as well as the likely impacts of the crisis on the economic thought.

Key words: crisis, finance, United States, economic theory.

Referências

- ALLEN, Franklin e Douglas GALE. *Understanding financial crises*. Nova York: Oxford University Press, 2007.
- ALVI, Sahil. *Efficient markets do not exist: A primer on perpetual market disequilibrium hypothesis*, 2010. Acesso em 20/11/2011. Disponível em: <http://seekingalpha.com/instablog/668504-sahil-alvi/86211-efficient-markets-do-not-exist-a-primer-on-perpetual-market-disequilibrium-hypothesis>
- BEBCHUK, Lucian, Alma COHEN e Holger SPAMANN (2010) The wages of failure: executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008. *Yale Journal on Regulation*, Vol. 27, pp. 257-282, 2010.
- BLINDER, Alan. *Crazy compensation and the crisis*. The Wall Street Journal, p. A15, 28 de Maio de 2009.
- BRENNER, Robert. *The economics of global turbulence*, Nova York: Verso, 2006.
- BROOKINGS INSTITUTION. *Rethinking central banking*. Washington DC, 2011
- CABALLERO, Ricardo J. Macroeconomics after the crisis: Time to deal with the pretense-of-knowledge syndrome. *Journal of Economic Perspectives*, 24(4): 85-102, 2010.
- CHAKRABARTI, Pabral, David ERICKSON, Ren S. ESSENE, et al. (eds.) *Revisiting the CRA: perspectives on the future of the community*

- reinvestment act, Federal Reserve Banks of Boston and San Francisco, Fevereiro, 2009.
- DAS, Satyajit. *Surreal realities of the CDS market*. RGE Monitor, 2009. Acessado em 20/11/2011. Disponível em: http://www.rgemonitor.com/financemarkets-monitor/255319/satyajit_das_on_lehman_cds_settlement_epilogue
- DELONG, Brad. *On the defects of mark-to-market accounting*, 2008. Acesso em 26/11/2011. Disponível em: <http://delong.typepad.com/sdj/2008/12/on-the-defects.html>
- EICHENGREEN, Barry e K.H. O'ROURKE. *A tale of two depressions*, 2009. Acesso em 26/11/2011. Disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>
- FINE, Ben e Dimitris MILONAKIS. 'Useless but true': economic crisis and the peculiarities of economic science. *Historical Materialism*, 19,2, pp. 3-31, 2011.
- FOSTER, John Bellamy and Fred MAGDOFF. *The great financial crisis – causes and consequences*. Nova York: Monthly Review Press, 2009.
- FOX, Justin. *The myth of the rational market – A history of risk, reward, and delusion in Wall Street*. Nova York: HarperBusiness, 2009.
- FLECK, Susan, John GLASER and Shawn SPRAGUE. The compensation-productivity gap: a visual essay. *Monthly Labor Review*, January, 2011.
- FLECKENSTEIN, William. *Greenspan's bubbles: The age of ignorance at the federal reserve*. Nova York: McGraw-Hill, 2011.
- FRANK, Thomas. *How dysfunction helps the GOP- The party says its own mistakes prove government can't work*. The Wall Street Journal, p. A11, 1 de Julho de 2009.
- GALBRAITH, James. *The predator state – How conservatives abandoned the free market and why liberals should too*. Nova Iorque, The Free Press, 2007.
- GOODMAN, Laurie e Frank FABOZZI. *Collateralized Debt Obligations – Structures & Analysis*. Nova York, Wiley Finance: 2002.
- GROSSMAN, Sanford J. e Joseph E. STIGLITZ. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, Volume 70, Issue 3, 1980.
- HENWOOD, Doug. *Wall Street – How It Works and For Whom*. Nova York,

- Verso, 1998.
- HUDSON, Michael. From Marx to Goldman Sachs: The fictions of fictitious capital, and the financialization of industry. *Critique*, Vol. 38, Issue 3, 2010.
- INTERNATIONAL BUSINESS TIMES. Nouriel 'Dr. Doom' Roubini: 'Karl Marx was right'. 13 de Agosto de 2011.
- INSTITUTE FOR INTERNATIONAL FINANCE (IIF). Final Rreport of the IIF committee on market best practices, 2008.
- JORDAN, Jerry. *Financial crises and market regulation*. Federal Reserve Bank of Cleveland, 1999.
- KALETSKY, Anatole. Goodbye homo economicus. *Prospect Magazine*, April, p. 157, 2009a.
- _____. Economists are the forgotten guilty men. Times Online, 5 de Fevereiro, 2009b.
- KEYNES, J. M. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Abril Cultural, 1983.
- KRUGMAN, Paul. *Hangover theorists*, 2008. Acesso em 2/9/2011. Disponível em: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/12/27/hangover-theorists/>
- _____. *A dark age of macroeconomics*, 2009a. Acesso em 2/9/2011. Disponível em: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/01/27/a-dark-age-of-macroeconomics-wonkish/>
- _____. *How did economists get it so wrong?* New York Times Magazine, 2 de Setembro, 2009b.
- LENIN, Vladimir. *Imperialismo: Etapa Superior do Capitalismo*. Campinas, FE/UNICAMP, 2011.
- LEVITT, Steven. *The anti-macroeconomics roar grows louder*. 2009. Acesso em 20/10/2011. Disponível em: <http://freakonomics.blogs.nytimes.com/2009/06/03/the-anti-macroeconomics-roar-grows-louder/>
- MAGNUS, George. *The convulsions of political economy*. UBS Investment Research, 2011.
- MANKIWI, Gregory. *Macroeconomics*. 6ª Edicao. Nova York, Worth Publishers: 2006.
- MARTHINSEN, John. *Risk Takers: Uses and Abuses of Financial Derivatives*. Nova York, Prentice Hall: 2005.

- MARX, Karl. *O Capital*, Vol. III. 3a edição. São Paulo, Nova Cultural: 1988.
- MASKIN, Eric. *Eric Maskin on economic theory and the financial crisis*. 2010. Acesso em 16/12/2011. Disponível em: <http://thebrowser.com/interviews/eric-maskin-on-economic-theory-and-financial-crisis?page=3>
- MÉSZÁROS, István. The Structural Crisis of Politics. *Monthly Review*, Volume 58, Issue 04 (September): 2006.
- MILLER, Merton. *Merton Miller on Derivatives*. Nova York, Wiley: 1997.
- MOSELEY, Fred. Time for permanent nationalization - If the big banks are 'too big to fail', they should be public. *Dollars & Sense Magazine*, Março-Abril, 2009.
- THE NEW YORK TIMES. *Greenspan concedes errors on regulation*. 2008. Acesso em 29/11/2011. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2008/10/24/business/economy/24panel.html>
- THE NEW YORK TIMES. *Ivory tower unswayed by crashing economy*. 2009. Acesso em 30/10/2011. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2009/03/05/books/05deba.html?pagewanted=all>
- OECD. *Annual Report 2009*. Paris, 2009. Acesso em 25/5/2011. Disponível em: <http://www.oecd.org/dataoecd/38/39/43125523.pdf>
- PHILLIPON, Thomas e Ariell RESHEF. *Wages and human capital in the US financial industry: 1909-2006*. Cambridge, NBER Working Paper 14.644: 2009.
- PALLEY, Thomas. *America's exhausted paradigm: macroeconomic causes of the financial crisis and great recession*. Washington DC, New America Foundation: 2009.
- PARENTEAU, Robert W. *U.S. household deficit spending: A rendezvous with reality*. Levy Economics Institute, Public Policy Brief, 88A, 2007.
- POSNER, Richard. *A Failure of capitalism – The crisis of '08 and the descent into depression*. Cambridge, Harvard University Press, 2009.
- ROGOFF, Kenneth e Carmen REINHART. *This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises*. 2008. Acesso em 30/10/2011. Disponível em: http://www.publicpolicy.umd.edu/news/This_Time_Is_Different_04_16_2008%20REISSUE.pdf
- _____ *The aftermath of financial crises*. Cambridge, NBER Working Paper 14.656, 2009.
- ROUBINI, Nouriel. *The worst financial crisis since the great depression*. RGE Monitor. 2008. Acesso em 25/5/2011. Disponível em : <http://>

- www.rgemonitor.com/roubini-monitor/253618/the_worst_financial_crisis_since_the_great_depression
- _____. e Stephen MIHM. *Crisis economics: A crash course in the future of finance*. Nova York, Penguin Press: 2010.
- RUSSELL, Ellen. *New deal banking reforms and keynesian welfare state capitalism*. Nova York, Routledge: 2008.
- SAEZ, Emmanuel e Thomas PIKETTY. Income inequality in the United States, 1913-2002. Em: A.B. ATKINSON and T. PIKETTY (eds.) *Top incomes over the twentieth century: a contrast between continental European and English-speaking countries*. Oxford, Oxford University Press, 2007.
- STOCKHAMMER, Engelbert. Financialisation and the slowdown of accumulation, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28(5), pages 719-741, 2004.
- STRANGE, Susan. *Casino Capitalism*. Nova York, Wiley-Blackwell: 1986.
- SWEEZY, Paul. The federal deficits: the real Issues. *Monthly Review*, Abril, 1984.
- TAYLOR, John. *Getting off track – How government actions and interventions caused, prolonged, and worsened the financial crisis*. Stanford, Hoover Institution Press: 2009.
- The Wall Street Journal. *Wall Street wizardry amplified credit crisis*. 27 de Dezembro, pp. A1 and A11, 2007.
- The Wall Street Journal. *AAA oligopoly*. 26 de Fevereiro, p. A18, 2008a.
- The Wall Street Journal. *Study casts doubt on key rate*. 29 de Maio, p. A10, 2008b.
- The Wall Street Journal. *Fed sees up to \$ 599 billion in bank losses*. 8 de Maio, pp. A1-A2, 2009a.
- The Wall Street Journal. *Volcker praises the ATM, blasts finance execs, experts*. 2009b. Acesso em 30/10/2011. Disponível em: <http://blogs.wsj.com/marketbeat/2009/12/08/volcker-praises-the-atm-blasts-finance-exec-experts/>
- WOJNOWER, Alber. The Central Role of Credit Crunches in Recent Financial History. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 277-326, Washington D.C.: 1980.
- WOLFE, Richard. *Capitalism Hits the Fan. The global economic meltdown and what to do about it*. Nova York, Olive Branch Press: 2010.

Notas

¹ Obviamente, tal escolha implica uma perda de homogeneidade explicativa que se tem quando se segue um único referencial, mas por outro lado aumenta a flexibilidade interpretativa para entender um fenômeno eminentemente complexo. Como o objetivo não é efetuar uma comparação entre as diferentes abordagens heterodoxas da crise, nem articular as diferentes visões em um todo coerente, acreditamos que esta estratégia não complete o objetivo central do artigo.

² Mészáros emprega a distinção para analisar crises políticas, mas evidentemente a diferença pode ser aplicada a outras esferas do conhecimento.

³ ROUBINI e MIHM (2010) afirmam que o sistema financeiro como um todo nos EUA é também 'sub-preferencial' ou de qualidade duvidosa.

⁴ BRENNER (2006) argumenta que existe de fato um excesso de capacidade em alguns setores, como o automobilístico.

⁵ Cabe notar que as taxas de juros nos EUA são limitado por leis anti-usura em muitos Estados. Mas a legislação não inclui empréstimos atrelados ao dia do pagamento (em que o tomador emite um cheque pré-datado para a data de pagamento do salário) ou empréstimos lastreados em penhoras de automóveis e agiotagem. E este seria um mercado prontamente acessível aos emprestadores sub-preferenciais.

⁶ A securitização foi introduzida em larga escala para resolver uma outra crise financeira relacionada ao setor imobiliário, a das associações de poupança e empréstimo dos anos 80 e posteriormente foi estendida para outras operações de crédito.

⁷ O operador Raj Rajaratnam foi acusado de obter informação privilegiada. Já Bernard Madoff e R. Allen Sanford, considerados ícones da iniciativa privada, do empreendedorismo e do livre-mercado, foram pegos em fraudes bilionárias por meio de esquemas de pirâmides financeiras. Estes banqueiros conseguiram amealhar imensa riqueza e ao mesmo tempo levar um grande número de investidores à bancarrota.

⁸ Enquanto muitas teorias ortodoxas ainda consideram a existência de mercados perfeitamente concorrenciais, Lenin sugerira uma posição monopolista ocupada pelos grandes bancos já no início do século XIX. Em seu ensaio sobre o imperialismo e a divisão socialista, Lenin argumentava que quatro ou cinco bancos gigantes manipulavam por completo a vida econômica nos EUA. Em seu clássico estudo sobre o imperialismo já propunha o o predomínio do capital financeiro. Estes aspectos têm em comum a explícita análise de relações de poder político, econômico e financeiro entre países e diferentes grupos e classes econômicas. E poder significa controle do fluxo de insumos, produtos, tecnologia, e dinheiro, além de estruturas de preços e influência sobre a política econômica que enviesam a distribuição de renda e riqueza em favor daqueles que o detêm.

⁹ Na mesma linha, Keynes supostamente afirmou que o mercado financeiro poderia permanecer irracional por mais tempo que os agentes podem permanecer líquidos, gerando perdas e contribuindo para uma contração generalizada de crédito.

¹⁰ ALVI (2010) sustenta uma avaliação similar

¹¹ Por outro lado, muitas instituições privadas não precisaram de garantias fiscais explícitas, já que existe a 'opção de venda do mico para o FED' (ou FED put) caso alguma atividade especulativa gere perdas.

¹² Ou trabalhadores reunidos em sindicatos.

¹³ Thomas Frank, colunista do *The Wall Street Journal*, sugere que esta é a estratégia conservadora: eliminar o poder regulatório e financeiro do Estado, reduzir a qualidade dos serviços públicos e depois argumentar que o Estado de fato não funciona e que deve ser novamente reduzido (FRANK, 2009).

¹⁴ Lucian BEBCHUK et al. (2010) sugerem que os banqueiros não sofreram com a elevada desvalorização dos ativos que se seguiu ao estouro da bolha, pois haviam vendido seus ativos gradualmente durante a fase de alta.

¹⁵ Paul Sweezy percebeu bem este dilema nos anos 80, quando os desequilíbrios estruturais já estavam presentes, ao escrever que (SWEETZY, 1984, p.1): "In short, today's capitalism finds itself on the horns of a dilemma: it can't live without deficits and it can't live with them." No mesmo artigo Sweezy menciona Albert Wojnilower, para quem os déficits fiscais nos EUA eram o único instrumento separando a economia de uma grande depressão (ibid.).

¹⁶ James Galbraith (GALBRAITH, 2007) argumenta que nos EUA os conservadores abandonaram a fé no livre mercado há muito tempo, dado que a prática é impossível, dedicando-se então a pilhar o Estado e adotar políticas predatórias no sentido sugerido acima por Thomas Frank.

¹⁷ Caminhando neste sentido, o especulador George Soros fundou recentemente o Institute for New Economic Thinking para financiar pesquisas contrárias ao mainstream em economia.

¹⁸ Lenin explica adequadamente esta seletividade. No prefácio à edição francesa do seu livro sobre o imperialismo, ele afirma que: "dada a infinita complexidade dos fenômenos da vida social, podem-se encontrar sempre os exemplos ou dados isolados que se queiram para confirmar qualquer hipótese".

¹⁹ A postura e a orientação anti-salário mínimo, anti-trabalho e anti-sindicato dos economistas ortodoxos sugerem que não existem teorias neutras em economia. John Cochrane, por exemplo, argumenta que a atual crise nos EUA tem um fator positivo ao criar incentivos para carpinteiros em Nevada fazerem algo mais do que bater martelo em prego (KRUGMAN, 2008).

²⁰ Um pouco antes de sua morte em 2009, Paul Samuelson recomendou o estudo sério de história econômica. E argumentou que "Macroeconomics -- even with all of our computers and with all of our information -- is not an exact science and is incapable of being an exact science." (The Atlantic, 2009).

²¹ A crise também provocou uma nova onda de interesse em Marx. Nouriel Roubini, em entrevista ao *The Wall Street Journal* em 11 de Agosto de 2011, declarou que Marx estava certo sobre o capitalismo (INTERNATIONAL BUSINESS TIMES, 2011). O economista senior

do banco UBS, George Magnus (MAGNUS, 2011), também elogiou Marx, dizendo que suas análises tem relevância para o mundo moderno. Comentando George Magnus, o jornalista Joe Weisenthal declara em tom humorado que se sabe que há um pânico quando a classe capitalista assume que Marx estava de fato correto (BUSINESS INSIDER, 2011).