

## **As crises financeiras internacionais e o Brasil desde 1929: 80 anos de uma história turbulenta**

Paulo Roberto de Almeida \*

### **1. Questões sistêmicas relativas às crises financeiras**

Todas as crises financeiras, sem exceção, têm uma mesma *causa fundamental*: o excesso de liquidez, ou seja, o crescimento do numerário, como se dizia antigamente – geralmente por permissividade da autoridade pública –, alimentado por ativos dos mais diversos tipos e turbinado por taxas de juros irrealistas (isto é, inferiores ao que seriam as taxas de juros “normais” de mercado). A expansão dos ativos se dá com a euforia dos agentes quanto a ganhos sempre crescentes nos mercados em que atuam – bolsas, imóveis, derivativos financeiros etc. – até que o movimento inverso se produz, geralmente em situação de pânico, dada a inação das autoridades e o comportamento de manada da maior parte dos atores do mercado.

O começo do movimento de inversão nos mercados pode ser dado pelo aumento repentino dos juros ou pela súbita realização, por parte dos investidores, de que o retorno dos seus ativos não poderá ser aquele esperado; daí o início da retirada, que logo se converte em manifestações de pânico ou de quedas em dominó, levando as autoridades a intervirem atabalhoadamente, geralmente em caráter tardio ou com alcance apenas parcial. *As modalidades e os efeitos imediatos e mediatos* de uma crise financeira são, obviamente diversos a cada vez, assim como são distintos *os resultados e as consequências institucionais*, em termos de regulação ulterior desses mercados, muito embora mecanismos e canais de transmissão possam ser similares ou funcionalmente equivalentes, em todos eles. Estes são os conceitos básicos em torno dos quais se organiza este ensaio, bem mais focado numa análise qualitativa do problema, do que numa descrição quantitativa das crises financeiras – vistas como processos, bem mais do que como eventos – dos últimos oitenta anos.

Sem ter pretensão de fornecer um detalhamento descritivo, são apresentados na seção seguinte cinco quadros sintéticos relativos às mais importantes crises financeiras ocorridas nas economias de mercado nos últimos oitenta anos, grosso modo desde 1928 (posto que a quebra da Bolsa de Nova York vinha se manifestando desde um ano antes, por tendências ao declínio em vários dos títulos negociados). Antes disso, a seleção efetuada no quadro sintético sobre as crises financeiras desde aquela data (vide no apêndice) – construído a partir dos ensinamentos de

Charles Kindleberger, mas complementado por este autor para as três mais recentes e acrescentado de uma linha relativa ao Brasil – oferece uma visão panorâmica das crises mais importantes dos últimos 80 anos, com base na qual se poderá efetuar uma análise conceitual das mais importantes nesse período.

Caberia, talvez, antes de iniciar a análise, inclusive com relação ao Brasil, descrever brevemente as funções de um sistema financeiro e monetário sólido e equilibrado. Um sistema financeiro estável e funcional deveria, em princípio:

- (a) fornecer liquidez adequada, para sustentar a atividade econômica, controlando o nível geral do provisionamento monetário, sabendo-se que, por um lado, os intermediários “criam” moeda – ao recolocar depósitos à vista novamente em circulação – e que, por outro lado, parte dos ativos se torna menos líquida no curso do processo, pois eles são investidos em empreendimentos de maturações diversas;
- (b) proporcionar crédito suficiente, a preços de mercado, sobretudo em situações de restrições temporárias de liquidez, mediante injeções de recursos;
- (c) promover ajustes em casos de desequilíbrios no nível geral de liquidez (o que, no plano internacional, é representado por situações de déficits de balanço de pagamentos, quando a injeção de crédito suplementar se faz em moeda de reserva internacional);
- (d) promover a confiança na estabilidade do sistema, posto que toda e qualquer crise representa, antes de tudo, uma quebra de confiança quanto ao valor real e a disponibilidade dos ativos.

No plano doméstico, quem zela pelo bom funcionamento desse sistema são as autoridades monetárias e financeiras – geralmente ministros de finanças e presidentes de bancos centrais; mas elas enfrentam diversos constrangimentos para promover a estabilidade dos mercados financeiros *ex-ante*, ou seja, para prevenir a formação de determinadas bolhas especulativas que são inerentes ao comportamento dos atores. No mundo real, as decisões das autoridades são adotadas sob forte incerteza informacional, sob pressão de grupos de interesse e sob forte viés ideológico. Como as expectativas dos agentes de mercado são sempre superiores às possibilidades da economia real, a formação de bolhas é inevitável, e sua implosão tão certa quanto imprevisível.

As interações entre as economias nacionais e o sistema financeiro internacional são sempre intensas no caso das economias de mercado, por mais que as autoridades nacionais tentem insular o sistema doméstico dos fluxos erráticos advindos do exterior, o que é obviamente impossível em circunstâncias normais, seja no padrão ouro, seja no do ouro-dólar. Entretanto, no plano mundial não existe, a rigor, nenhuma autoridade com capacidade legítima e poder intrínseco para resolver problemas que possam se apresentar ocasionalmente. Tanto o FMI quanto

outras entidades do setor – Banco Mundial, Banco Internacional de Compensações, Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários e outras – possuem mandatos e jurisdições que permitiriam, em princípio, manter a solidez de algumas das instituições monetárias e financeiras de suas áreas respectivas de atuação. Mas esses órgãos não possuem, de fato, capacidade impositiva sobre as ações dos membros e sócios dessas instituições ou sobre os milhares de agentes privados (empresas financeiras ou particulares) que atuam nesses segmentos (estes últimos colocados, por definição, sob a jurisdição exclusiva das autoridades nacionais).

Crises financeiras são inevitáveis em economias de mercado, tendo em vista: de um lado, os interesses contraditórios entre os níveis de risco e de retorno (sempre opostos) associados às várias opções abertas à aplicação das poupanças individuais e coletivas; de outro, os diferentes mecanismos de regulação institucional existentes no vasto mercado de gerenciamento dessas poupanças. Credores e poupadores desejem obter, para os seus ativos, a maior taxa de juros possível, ao passo que devedores e investidores a querem no menor nível possível, sendo que o encontro dessas duas vontades deveria se realizar no mercado.

O mercado, na ausência de barreiras artificiais ou determinações políticas, estabeleceria naturalmente a taxa de equilíbrio, mas governos se empenham em puxar o patamar para cima ou para baixo em função de suas necessidades (dívida pública) ou de interesses que nem sempre refletem a mais pura racionalidade econômica. Determinados investimentos, públicos ou privados, são inerentemente especulativos, na medida em que representam uma tentativa de antecipar-se a necessidades e/ou dinâmicas futuras (valorização de um ativo, aumento da demanda para um determinado bem, aparecimento de carências de determinados bens públicos, etc.), de tal modo que o risco é parte da engrenagem do sistema, tanto em períodos de expansão quanto de declínio econômico.<sup>1</sup>

A criação de “liquidez” nos canais sempre inovadores do mundo das finanças irriga, sem dúvida alguma, a economia globalizada, mas também infla artificialmente a carteira desses agentes. Uma vez detectado o descompasso entre a riqueza real e a ilusão financeira, a queda é inevitável, tanto mais rápida e catastrófica quanto são erráticas e confusas as primeiras reações das autoridades. Mas não se pode esquecer que,

---

1 Cf. Paulo Roberto de Almeida, “Falácias acadêmicas, 4: o mito do Estado corretor dos desequilíbrios de Mercado”, *Espaço Acadêmico* (ano VIII, n. 91, dezembro de 2008, link: <http://www.espacoacademico.com.br/091/91pra.htm>).

no intervalo, a circulação de ativos gerou inúmeros negócios e permitiu a criação de riqueza real e não apenas a simples ilusão de riqueza (por alguns chamada de “financeirização da economia”).

A economia de mercado tem essa grande virtude, de antecipar ganhos em situação de risco constante, mas também pode produzir algumas grandes ‘tragédias’, como essas crises recorrentes no setor financeiro. Dependendo da magnitude, elas atingem de maneira significativa a economia real, posto que toda e qualquer ‘ação especulativa’ sempre visa se conectar a ativos reais. De fato, as críticas reiteradas à ‘financeirização’ da economia não apresentam muita consistência, mesmo se o crescimento do setor financeiro é uma realidade inescapável de qualquer economia moderna de mercado: ocorre que, em algum momento do processo, os aplicadores sempre precisam partir de alguma riqueza real – posto que eles não emitem dinheiro, capacidade alocada aos órgãos emissores ou aos bancos – para começar sua atividade ‘especulativa’. No movimento final, os ativos nominais mobilizados – títulos públicos, certificados privados, até mesmo moedas – precisam se reencontrar com ativos reais, para que alguma transferência de riqueza possa se realizar, eventualmente com ganhos para as duas partes, ainda que assimétricos. De todos os ativos financeiros negociados nos mercados capitalistas, aqueles que, historicamente, produziram os retornos mais elevados sempre foram, no longo prazo, as ações de companhias privadas (justamente os ativos que se apresentam como de comportamento mais errático no curto prazo); ouro e patrimônio imobiliário perdem consistentemente das ações no ranking das aplicações mais lucrativas.

## **2. Visão sintética das principais crises financeiras desde 1929**

Charles Kindleberger retraça bolhas especulativas e crises desde o episódio da “tulipomania”, na Holanda do século XVII (1637). Mas podemos começar este breve relato das crises financeiras contemporâneas por aquela que é conhecida como a ‘mãe de todas as crises’. De fato, a crise de 1929 tornou-se, supostamente, o paradigma inexecutável do gênero, que não pode – ou que pelo menos não deveria – ser replicado por qualquer outra nova crise do presente ou do futuro, com o cortejo de desemprego e de miséria que apavora os líderes políticos desde então. Os quadros conjunturais apresentados nos parágrafos a seguir e os textos analíticos se concentram, não no ‘pico’ das crises, mas nos processos enquanto tais, envolvendo suas causas, os efeitos diretos e indiretos e as consequências no plano regulatório. A partir de sua leitura podemos

examinar os fatores dominantes que estiveram presentes no deslanchar de cada uma delas, os efeitos imediatos que se manifestaram no seu seguimento conjuntural e os resultados delongados que essas crises provocaram, em termos de mudanças institucionais e ajustes regulatórios.

1928-1939		
Fatores dominantes	Efeitos no período	Resultados institucionais
Especulação com ações; quebra da Bolsa NY (1929); enxugamento da liquidez; aumento do protecionismo; não-conversibilidade cambial	Perdas patrimoniais, quebra de instituições financeiras, cessação de pagamentos, controle de capitais, recessão e depressão por toda a década	Ajuste pelo mercado, seguido de medidas keynesianas mais adiante prolongaram o <i>timing</i> da recuperação; medidas restritivas no setor bancário

O capitalismo dos anos 1920 não era exatamente liberal ou “desregulado” como pretendem alguns. Os experimentos de “engenharia econômico-financeira” que tinham começado com a Grande Guerra foram prolongados no período subsequente, com manipulações diversas sobre a paridade das moedas e as contas públicas. As próprias iniciativas adotadas durante a fase mais aguda da crise podem ter prolongado a recuperação, a criar um quadro de expectativas e incertezas que paralisou muitas decisões de retomada dos negócios, tanto porque o fulcro da ação de vários governos foi a redistribuição “social” das perdas, piorando o ambiente de negócios.

O Brasil, duramente atingido pela baixa do preço do seu principal produto de exportação, adotou medidas keynesianas *avant la lettre*, como retenção de estoques de café pelo governo com financiamento aos produtores – um equivalente funcional da manutenção da demanda agregada – para evitar o aprofundamento da recessão. Ainda assim, como para a maior parte dos países, a penúria de financiamento durou pelo menos uma década e meia, até a regularização da dívida brasileira nos anos 1940.

A solução institucional para a desordem monetária e financeira surgiria apenas em 1944, em Bretton Woods, sob a forma de um padrão ouro-dólar que se prolongou muito além de suas possibilidades objetivas, em vista dos desequilíbrios acumulados pelos EUA. As paridades estáveis – mas ajustáveis, com autorização do FMI – podem não ter sido adequadas para acomodar os desequilíbrios entre as economias européias e a japonesa, de um lado, e a americana, de outro, esta acumulando vários déficits.

1965-1975		
Fatores dominantes	Efeitos no período	Resultados institucionais
Déficits comercial e fiscal nos EUA; insuficiência de ouro para atender às obrigações do garantidor; pressão por troca de ativos (mas apenas França é bem sucedida); suspensão do padrão ouro-dólar pelos EUA	Desvalorização imediata do dólar traz grandes prejuízos à Alemanha e ao Japão; anarquia monetária e depreciação das <i>commodities</i> levam ao aumento do dólar e a turbulências financeiras; primeira alta do petróleo	Incapacidade do sistema em definir um novo padrão monetário: modificação do convênio do FMI e flutuação de moedas; acordos do Smithsonian e do Plaza levam à desvalorização administrada do dólar

Além da guerra do Vietnã e dos gastos com programas de inclusão social, os EUA tinham espalhado muitos dólares pelo mundo, cujo resgate foi evitado até o momento do desenlace (agosto de 1971), quando o compromisso de Bretton Woods foi solenemente ignorado. Na sequência, o FMI perde o mandato para administrar as paridades cambiais e os países ganham autonomia para determinar o regime cambial a ser adotado e o valor externo de suas moedas; mas a maioria adere à flutuação administrada. Os países da então Comunidade Econômica Européia tentavam, pouco antes, estabelecer as bases de uma moeda comum, movimento que seria retomado apenas duas décadas depois, a partir da conformação do mercado único em 1992.

O Brasil, que nunca tinha sido muito heterodoxo em matéria de política cambial – convivendo com ágios, leilões de divisas, taxas múltiplas e diferentes modalidades de manipulação cambial, até a reunificação das taxas, no início dos anos 1960 – adotou o regime de mini-desvalorizações a partir de meados dessa década, segundo os impulsos inflacionários; a indexação generalizada logo em seguida manteve o ritmo da erosão monetária durante os vinte anos seguintes, até a estabilização do Plano Real. O período clássico de Bretton Woods coincidiu com uma carência de divisas e, portanto, inadimplências ocasionais, o que era resolvido mediante negociações com o Clube de Paris ou apelos ao FMI para eventuais ajustes.

1979-1985		
Fatores dominantes	Efeitos no período	Resultados institucionais
Grandes déficits comercial e fiscal nos EUA; excesso de liquidez leva a enorme endividamento na América Latina; aumento dos juros nos EUA e crise da dívida no México e no Brasil (1982)	Atração de capitais para os EUA e revalorização do dólar; inadimplências na América Latina e processo de transferência de recursos da periferia para o centro; FMI comanda planos de ajuste;	Bancos constituem comitês assessores para renegociar dívidas dos países afetados; FMI cria novos programas de ajuste; Tesouro-EUA oferece planos de trocas da dívida (Baker e Brady)

As duas crises do petróleo e a crise da dívida fragilizam a situação dos países mais pobres e dos importadores líquidos de petróleo, fazendo com o que o FMI passe a administrar programas de ajuste estrutural de balanço de pagamentos, a partir da introdução de novas facilidades de crédito. Os países da América Latina, com o Chile à frente, dão início a um longo processo de ajustes financeiros e de reformas econômicas – abertura econômica, liberalização comercial, privatizações de empresas estatais, entre outras – que receberão o epíteto de neoliberais, segundo a tendência consolidada por Margareth Thatcher na Grã-Bretanha e por Ronald Reagan nos EUA, sistematizadas depois nas regras do Consenso de Washington pelo economista John Williamson. O Brasil seguiu, tímida e lentamente, a tendência dos demais países latino-americanos, mas tardiamente e, em geral, de forma incompleta. Os países mais pobres, por iniciativa do G7, serão beneficiados por *write-offs* de suas dívidas, renegociadas e reduzidas no âmbito do Clube de Paris (sob supervisão do FMI).

A outra tendência liberalizante do período é a liberalização dos fluxos de capitais e a constituição de um mercado de capitais integrado, com consórcios bancários operando em euro-moedas e em dólares internacionais. Na verdade, os países da OCDE já exibiam compromissos de liberalização de investimentos desde 1960. Mas a liberalização progressiva dos movimentos de capitais só é alcançada quando as autoridades monetárias se convencem da inutilidade prática dos controles financeiros numa situação em que os mercados se expandiram muito acima da sua capacidade de intervenção. Ainda assim, a tentativa do FMI de ganhar autoridade sobre o setor – ou seja, converter os controles em exceção, não a regra, sujeita a jurisdições nacionais – submerge com as crises dos anos 1990: propostas de emendas ao convênio constitutivo, no sentido de lhe conceder esse mandato, são descartadas quando do agravamento das crises, entre o final de 1997 e o início de 1998.

<b>1994-2002</b>		
<b>Fatores dominantes</b>	<b>Efeitos no período</b>	<b>Resultados institucionais</b>
Abundância de fluxos inunda os mercados emergentes de capitais de todo o tipo; a rigidez cambial estimula ataques especulativos às moedas; déficits prolongados de transações correntes atuam como gatilho	Desvalorizações desastrosas desde o México (1994) dão início a quebras em série em países da Ásia e na Rússia (1998); Brasil faz acordos preventivos com o FMI (1998, 2001, 2002) e evita inadimplência	FMI desiste de liberalizar movimentos de capitais; países aderem à flutuação; G20: G8 + 12 países emergentes; Fórum de Estabilidade Global; BIS: Basiléia II; aumento das reservas em divisas

Diferente das crises das dívidas nacionais dos anos 1980 – cujos passivos foram construídos essencialmente a partir de recursos de consórcios bancários e empréstimos oficiais – a “primeira crise financeira do século XXI”, segundo a designação do então Diretor-gerente do FMI (Michel Camdessus), aberta pelo México em dezembro de 1994, foi formada basicamente por emissões soberanas e por imensos montantes de fundos de investimento (derivativos financeiros), cujos recursos circulavam em bolsas e em companhias de países emergentes. O Tesouro dos EUA, nesse momento, pressionava os países a liberalizarem seus setores financeiros e o FMI pretendia fazer do livre fluxo de capitais a regra, não a exceção. O Brasil não chegou a quebrar, tendo sido salvo por três pacotes sucessivos do FMI e outros participantes (1998, 2001 e 2002, por US\$ 41,5 bilhões, US\$ 15 bilhões e US\$ 30 bilhões, respectivamente).

Os países emergentes alteraram, em grande medida, seus regimes cambiais e acumularam enormes reservas em divisas (alguns constituindo fundos soberanos com montantes expressivos, a partir de excedentes comerciais e fiscais de caráter estrutural). Isso explica que, a nova estação de crises, a partir de 2005, tenha se formado basicamente no centro do sistema, poupando os emergentes de seus impactos mais devastadores, mas não de suas consequências inevitáveis: redução dos mercados de exportação, inversão dos fluxos de investimentos, penúria de créditos e baixa geral nos preços dos ativos, em especial das commodities mais transacionadas (a começar pelo petróleo).

<b>2005-201?</b>		
<b>Fatores dominantes</b>	<b>Efeitos no período</b>	<b>Resultados institucionais</b>
Juros exageradamente baixos e expansão dos empréstimos hipotecários, transformados em derivativos financeiros; crise das subprimes levou à inadimplência generalizada e enxugamento da valorização artificial dos ativos	Quebra de bancos de investimentos e contaminação de outras instituições; governos montam pacotes de resgate e injetam liquidez no sistema, quando a crise passa do setor financeiro à economia real	Processo em curso: provável reforço das regras de controle sobre derivativos, com possível engessamento do sistema; estatização temporária de instituições financeiras e de algumas empresas ditas estratégicas

Os juros foram mantidos artificialmente baixos por muito tempo, e o crédito facilitado, supostamente para evitar nova recessão, eventualmente derivada dos atentados de 11 de setembro de 2001. Quando os juros voltaram a aumentar, a partir de 2005, instalou-se a inadimplência resultante da farra de empréstimos Ninja (*No income, nor job, or assets*). Alegou-se a temida repetição da crise de 1929 para justificar medidas de tipo keynesiano (injeção de recursos a pretexto de redução dos créditos bancários). A nacionalização de bancos é, sem dúvida, temporária, mas há quem se entusiasme com o “fim do capitalismo”. Como diria Mark Twain, rumores a esse respeito são certamente exagerados...

No caso do Brasil, os bons fundamentos da política econômica implementada a partir de 1999 permitiram ganhos de oportunidade a partir do grande crescimento da economia mundial a partir de 2002, com demanda ampliada pelos produtos de exportação, crédito abundante e pletora de investimentos diretos, o que abriu, pela primeira vez na história, uma situação credora no plano financeiro externo. Mas a crise a partir do centro impactou da mesma forma a economia brasileira, pelos canais dos créditos comerciais, do financiamento externo e da queda geral dos mercados de exportação.

### **3. Elementos comuns às diversas crises financeiras nas economias de mercado**

A partir do aprofundamento da crise financeira no centro do sistema, em setembro-outubro de 2008, e da sua transposição para o campo da economia real, os principais países envolvidos na turbulência ativaram os canais de diálogo e promoveram duas reuniões do G20 financeiro – em novembro de 2008, em Washington, e em abril de 2009, em Londres – mas as declarações em nível de cúpula, alcançadas nas duas ocasiões, foram abundantes na retórica e pouco práticas quanto a resultados efetivos. O único acerto possível de obter foi o provimento de recursos para que o FMI dispusesse de liquidez em volume suficiente para novos empréstimos emergenciais até a altura de US\$ 750 bilhões, ainda assim com a emissão de títulos por parte do próprio FMI – pelo valor de US\$ 500 bilhões, modalidade de financiamento inédita em sua história – e com a provável continuidade da dependência financeira americana dos emergentes asiáticos.

Um debate infrutífero foi travado em torno de novas medidas regulatórias. Mas caberia aqui um pequeno alerta contra um excesso de entusiasmo nesse capítulo. A adoção de normas prudenciais mais rígidas ou mais intrusivas – talvez um Basileia III, preconizado pelo G20 financeiro – certamente reduziria o potencial de alavancagem do sistema financeiro para iniciar novos negócios e criar riquezas. O sistema passaria a funcionar em ritmo mais lento, com banqueiros arrastando uma bola de ferro nos pés, e o sistema econômico produzindo menos liquidez para irrigar novos negócios, mas só até a próxima crise.

Uma síntese das características comuns às diversas crises financeiras do século 20 e início do presente pode ser vista no quadro abaixo, que apresenta alguns elementos recorrentes desses desequilíbrios sistêmicos.

<b>Características comuns às crises financeiras</b>		
<b>Fatores dominantes</b>	<b>Efeitos no período</b>	<b>Resultados institucionais</b>
Especulação com algum tipo de ativo facilitada por excesso de liquidez e juros mantidos artificialmente baixos; assimetrias de informação entre poupadores (credores) e tomadores (devedores); desequilíbrios	Perdas patrimoniais; quebra de instituições financeiras; redistribuição das riquezas; intervenções sempre tardias dos governos (responsáveis monetários pensam como se estivessem na crise anterior e adotam medidas erradas);	Na primeira fase, tendência à regulação (ex-post, talvez excessiva); depois, novos mecanismos regulatórios no plano nacional-internacional tentam coibir as práticas abusivas do período anterior (com sucesso relativo e

persistentes nas contas públicas e no balanço de transações correntes quebram confiança na moeda do país;	moratórias e inadimplências generalizadas nos países em desequilíbrio; alteração de regimes cambiais;	apenas tardio); deságios e <i>write-offs</i> são inevitáveis; redistribuição de riquezas e de responsabilidades.
---	---	--

O setor financeiro é inerentemente inovador e tende, portanto, a fazer uso intensivo das novas tecnologias de comunicação (rapidez nas transferências de dinheiro eletrônico) e de informação, criando novos produtos (derivativos), para atender a uma clientela cada vez mais rica, inclusive nos países em desenvolvimento. As novas facilidades disseminam também os riscos e os efeitos de manada (contágio entre países). Burocratas governamentais e autoridades financeiras não são capazes de acompanhar a simultaneidade de ações dos mercados financeiros; daí respostas tardias e pouco adequadas. Mas, mesmo se fossem capazes, poderiam incorrer em outro comportamento inadequado, que os economistas chamam de *moral hazard*, ou seja, o estímulo à irresponsabilidade pelo excesso de garantias prévias.

De fato, para os que acreditam que as crises financeiras são criadas por um bando de especuladores gananciosos, por aplicações arriscadas e irresponsáveis de banqueiros sedentos de lucros, enfim, por capitais voláteis que pairam incessantemente como abutres sobre economias fragilizadas e outras concepções do gênero, seria preciso lembrar que todos especulam, inclusive e principalmente os governos. Todos nós especulamos, todos os dias, em busca de oportunidades de ganho, atrás, por vezes, de promessas mirabolantes (como, por exemplo, ao comprar um bilhete de loteria ou fazer determinadas apostas arriscadas). Os governos também especulam, normalmente sob a forma de dívidas exageradas, obviamente nem sempre para investimento (pois isto não seria especulação), mas para gastos eleitorais, apostando em que o futuro será necessariamente melhor do que o presente. A conta sempre chega mais à frente, sob a forma de mais encargos para a futura geração.

Governos também especulam, por vezes irracionalmente, ao decidir, por exemplo, descontinuar um determinado regime de concessões públicas para a exploração de algum recurso natural valioso – digamos petróleo – introduzindo em seu lugar outro regime, que pode aparecer como mais vantajoso, quando políticos oportunistas pensam em se beneficiar da existência das “fabulosas riquezas” desse recurso, equiparado, para todos os efeitos, a “um bilhete premiado de loteria”. Quando o governo em causa, em lugar de retirar os benefícios da manutenção do regime anterior, capaz de garantir os investimentos necessários à exploração desse recurso, prefere, hipoteticamente, discutir a criação de uma nova estatal, para “dar à sociedade” os frutos desse “presente de Deus”, ele está invariavelmente especulando, e pode também estar matando a

sua “galinha dos ovos de ouro”. A aposta pode revelar-se ariscada e o “especulador-ganancioso” perde por pretender vender a pele do urso antecipadamente. Pode-se dizer que o governo especula com um recurso tangível convertido artificialmente em ativo “financeirizado”.

#### **4. O debate político sobre os requerimentos da estabilidade financeira**

Com base nos ensinamentos fornecidos pelas diferentes crises financeiras examinadas neste breve ensaio – que cobriu mais aspectos sistêmicos do que questões tópicas – parece possível traçar alguns requerimentos para a estabilidade econômico-financeira dos países individualmente e do sistema internacional, em consequência. Os elementos da estabilidade financeira, em seus aspectos estritamente operacionais, poderiam ser resumidos como segue: fortalecimento da supervisão bancária, por meio de legislação apropriada; reforma financeira com diminuição das barreiras à concorrência entre as instituições; saneamento de bancos públicos, com intervenção e liquidação de instituições débeis; seguro de depósitos (mas limitado, para não produzir o risco moral); regulação prudencial, de acordo com normas internacionais (em parte aplicadas em bases multilaterais, mas essencialmente a partir de instituições nacionais, em função das características sempre únicas dos sistemas financeiros domésticos).

Todos esses elementos, contudo, não seriam de grande valia se não fossem precedidos e acompanhados de um conjunto de outros requerimentos relativos à disciplina macroeconômica. Esta poderia ser vista como composta de algumas regras simples, mas essenciais: redução do endividamento público, com contas fiscais em relativo equilíbrio; preservação do valor de compra da moeda, o que significa níveis baixos de inflação; juros de mercado, sem as distorções que os governos costumam introduzir nos mercados de crédito, geralmente por meio dos bancos públicos; a estabilidade financeira pode ser conseguida concomitantemente ao estabelecimento de um sistema bancário sujeito a fortes pressões concorrenciais; aumento das reservas internacionais, na medida necessária para enfrentar turbulências externas; câmbio flutuante, com um mínimo de intervenções da autoridade monetária.

No plano externo, abertura e competição são também importantes para assegurar ganhos de produtividade e competitividade nos mercados internacionais; por fim, “ampla liberdade comercial, por conta de seus efeitos na formação dos preços internos, do estímulo à

especialização produtiva, do impacto sobre a competitividade das empresas (acesso a máquinas/equipamentos e matérias-primas estrangeiras), e a elevação do bem-estar dos consumidores”.

Mesmo que cada país tem o seu próprio ‘receituário’ para garantir um processo de crescimento sustentado, de forma geral, as economias de melhor desempenho relativo costumam apresentar alguns elementos coincidentes quanto aos diferentes componentes político-estruturais desse processo. Eles poderiam ser resumidos nos seguintes aspectos: estabilidade macroeconômica, competição microeconômica, bom funcionamento das instituições públicas (para minimizar os custos de transação), alta qualidade dos recursos humanos (para garantir ganhos de produtividade) e abertura ao comércio internacional e aos investimentos estrangeiros.

A discussão aqui tende a se concentrar nos modelos ideais de desenvolvimento (ideais no sentido weberiano de “típico-ideais”, não que sejam factíveis de existirem em exclusividade ou num vácuo sistêmico). Estes modelos, ainda que isto pareça uma simplificação, costumam ser alinhados nos dois pólos de agregação de interesses e de valores no terreno econômico-político, quais sejam: a escola liberal (que tende a enfatizar o poder dos mercados) e a escola intervencionista (que reconhece o poder dos mercados, mas insiste em que eles não conseguem se auto-corriger, nem distribuir ganhos e perdas de maneira equilibrada, necessitando, portanto, a ação do Estado). Esse tipo de maniqueísmo é obviamente extremamente redutor, sobretudo em se tratando de políticas públicas (macroeconômicas ou setoriais), terreno no qual os governos tendem a ser bem mais pragmáticos do que ideológicos.

Reconhecendo, no entanto, que os governos são formados por pessoas com valores e ideologias, suscetíveis, portanto, de se deixarem influenciar pelas idéias políticas de algum ‘economista morto’, segundo a expressão de um deles, John Maynard Keynes – que continua surpreendentemente vivo para seguidores sem muita imaginação –, pode-se tentar agrupar essas idéias no seguinte quadro analítico:

<b>Idéias e princípios em confronto no terreno econômico-financeiro</b>	
<b>Escola Liberal</b>	<b>Escola Estruturalista</b>
Contas públicas equilibradas	Indução a investimentos estatais e privados
Emissão monetária ajustada ao crescimento	Estímulos fiscais para gerar emprego
Pouca propensão a políticas setoriais	Controle extensivo sobre setores estratégicos

Sem barreiras ao ingresso de competidores	Regulação intrusiva e escolha de vencedores
Baixa regulação e competição aberta	Extenso rol de normas e fiscalização ativa
Sistema tributário simples e auto-contido	Tributação “corretora” para fins distributivos
Juros de mercado, o mais possível livres	Regulação monetária para fins “indutivos”
Independência do Banco Central	Submissão do BC aos objetivos do governo
Câmbio flutuante, livre conversibilidade	Câmbio administrado, restrições às trocas
Liberdade de movimento de capitais	Controle sobre entrada e saída de fluxos
Livre contratação no mercado de trabalho	Legislação compulsória, direitos coletivos
Ausência de restrições ao capital estrangeiro	Regras estritas, segundo interesse nacional

Esse tipo de confronto ideológico – ainda que apresentado de maneira caricatural e deliberadamente maniqueísta na tabela acima – persistirá, provavelmente, pelo futuro previsível, uma vez que somos todos, ainda, prisioneiros de algum economista morto, qualquer que seja a escola a que ele pertença. Mas, na verdade, nenhum governo – salvo os muito estúpidos – aplica em estado quimicamente puro qualquer uma das receitas de política econômica tal como sintetizadas acima. De fato, alguns governos, liderados por caudilhos salvacionistas e orientados por algum economista ‘iluminado’, podem pretender ressuscitar a ‘teoria do valor’, de escasso valor prático na condução efetiva da política econômica: os resultados mais previsíveis podem ser o desmantelamento da economia de mercado, a fuga de capitais (a começar pelos próprios nacionais), controles extensivos e baixo crescimento, além de inflação e destruição da moeda nacional.

Em todos os demais casos, contudo, o pragmatismo tende a prevalecer, com uma combinação a mais possível inteligente de “receitas” de uma ou outra escola, segundo as necessidades e conveniências do momento. As circunstâncias podem tornar os homens – inclusive os públicos – um pouco mais inteligentes do que eram ao início de seu processo de aprendizado, mas acredita-se, também, que uma boa formação acadêmica (com uma forte dose de conhecimento histórico e de treino econômico) pode ajudar na tarefa de bem administrar um país (e deixá-lo a salvo de turbulências financeiras).

Qualquer pessoa medianamente bem informada sobre os problemas econômicos e sociais brasileiros sabe que sua solução requer uma série de reformas estruturais no plano regulatório, incidindo notadamente sobre: reforma fiscal e tributária (como o objetivo de simplificação e diminuição da carga fiscal, obviamente); maior transparência nas políticas públicas de compras governamentais e licitações; redução do tamanho

do Estado; liberalização do ambiente de negócios para novos empreendimentos; desregulamentação e ampliação do mercado de créditos, aumentando a concorrência no setor; aumento da competição em geral, para diminuir as distorções de preços relativos; reforma comercial (com maior abertura externa e redução das barreiras); liberalização ainda maior do mercado de câmbio; continuidade do programa de privatização de estatais; liberalização do mercado de trabalho; melhoria da qualidade do ensino público nos primeiros ciclos; reforma política com diminuição da distorção na representação e redução do espectro partidário; e muitas outras mais. Sem dúvida, uma agenda carregada para o próximo presidente...

\* Paulo Roberto de Almeida é diplomata de carreira, doutor em ciências sociais e professor de Economia Política Internacional no Centro Universitário de Brasília ([www.pralmeida.org](http://www.pralmeida.org)).

**Resumo:** Análise conceitual do sistema financeiro internacional e suas crises recorrentes, a partir de 1929, com destaque para seu impacto no Brasil. Discussão sobre eventuais medidas alternativas de política econômica e as mudanças institucionais no sistema financeiro internacional.

Brasília, 7 de junho de 2009

Apêndice: quadro sintético das crises financeiras internacionais.

## Esquema estilizado das crises financeiras internacionais, 1929-2009

<i>Anos:</i>	<i>1929</i>	<i>1931-33</i>	<i>1950-60s</i>	<i>1974-75</i>	<i>1982-1987</i>	<i>1995-2001</i>	<i>2008-2009</i>
<i>Países:</i>	Estados Unidos	Europa	Em escala mundial	EUA e mundial	América Latina	Internacional	EUA e mundial
<i>Processo ou evento associado:</i>	Final da expansão continuada do pós Primeira Guerra	Interrupção da ajuda americana sob forma de empréstimos	Conversibilidade sem coordenação de políticas macroeconômicas	Colapso do sistema de Bretton Woods, aumento dos preços do petróleo	Grandes projetos de desenvolvimento em meio à estagflação dos países avançados	Expansão dos mercados financeiros, capitais especulativos, ataques terroristas	Exacerbação do crédito imobiliário; propagação via derivativos nos demais mercados
<i>Especulação anterior com:</i>	Terra até 1925; ações em bolsa, 1928-29	(Não aplicável)	Câmbio, principais moedas	Ações, obrigações financeiras, imobiliário, super-petroleiros	Cartéis de <i>commodities</i> (petróleo), mercados bancários privados	Derivativos financeiros, letras do tesouro denominadas em dólar	Hipotecas subprime, derivativos e ativos financeiros (ações) sobrevalorizados
<i>Expansão monetária a partir:</i>	Ações compradas na margem	Empréstimos dos EUA	(Não aplicável)	Mercado de eurodólares	Reciclagem de petrodólares, euro-mercados	Vários tipos de liquidez, dólar e eurodólar	Instrumentos financeiros, ativos ultra-alavancados,
<i>Pico especulativo:</i>	Setembro 1929	1929-31	Especulação nos mercados futuros de moedas dos países:	1969	1979-1982	1995-1997	2003-2007 (chochilo do Federal Reserve e das <i>rating agencies</i> ?)
<i>Crise: quebras bancárias, pânico financeiro</i>	Outubro 1929	Áustria, maio 1931; Alemanha, jun. 1931; Grã-Bretanha, set. 1931; Japão, dez. 1931; EUA, março 1933	França, 1958; Canadá, 1962; Itália, 1963; Grã-Bretanha, 1964; França, 1968; EUA, 1973, etc.	1974-1975	Agosto-setembro de 1982: inadimplência do México, insolvência do Brasil, <i>defaults</i> gerais na região	México: dez. 94; Ásia: julho 1997; Rússia: agosto 1998; Brasil: nov. 98-jan. 99; Turquia: jan. 01; Argentina: set. 2001	EUA: segundo semestre de 2007 a setembro-outubro de 2008; disseminação na Europa e Japão em 2008; Mundo?
<i>Empres-tador de última instância:</i>	Operações no mercado aberto do Federal Reserve de NY	Esforços mitigados dos governos dos EUA e da França	Rede de ajuda mútua do BIS (empréstimos entre bancos centrais, GAB)	Rede do BIS, FMI	Pacotes de “ajuda” dos bancos privados, esquemas oficiais (FMI, Baker-Brady)	FMI, G-7, bancos multilaterais, BIS	Bancos centrais dos principais países desenvolvidos e países emergentes
<i>Consequências para o Brasil:</i>	Queda nos mercados externos, perdas com o café, crise e revolução política	Recessão temperada por medidas anti-cíclicas (queima de café), suspensão de pagamentos, controle de câmbio	Inadimplência ocasional, renegociação das obrigações externas no âmbito do Clube de Paris e bilateralmente	Crédito externo generoso para projetos de desenvolvimento, grande aumento da dívida externa	Insolvência financeira, renegociação com o setor bancário privado, cartas de intenção com o FMI, controle de câmbio, moratória em 1987	Dependência capitais voláteis, juros altos, novos empréstimos e negociação de três acordos preventivos com o FMI (1998, 2001 e 2002)	Redução dos créditos externos; desvalorização cambial com retração de investimentos financeiros, queda nos preços das <i>commodities</i> .

Fonte: Paulo Roberto de Almeida, *Os Primeiros Anos do Século XXI: o Brasil e as relações internacionais contemporâneas* (São Paulo: Paz e Terra, 2001); parcialmente adaptado a partir de Charles Kindleberger, *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises* (New York: Basic Books, 1978), p. 259; as três últimas colunas e última linha foram elaboradas pelo autor.