

CRISES FINANCEIRAS

HISTÓRIA E ACTUALIDADE

Luciano Amaral

Decorria tranquilo o próspero Verão de 2007 quando a palavra *subprime* começou a aparecer timidamente nas páginas dos jornais económicos. Pouca gente conhecia exactamente o seu significado e qual o seu potencial de destruição. Ficou então a saber-se que designava um segmento do mercado hipotecário americano, o da concessão de empréstimos para aquisição de casa própria a pessoas de baixos rendimentos e, logo, de elevado risco de incumprimento. O nome servia para o opor ao segmento *prime*, das hipotecas de baixo risco. Ficou também a saber-se que muitos dos contraentes de hipotecas *subprime* começavam então a mostrar dificuldades para cumprir as suas prestações. Mas, na linguagem perfeitamente tranquila dos analistas económicos da época (própria de quem nunca viveu uma crise como a dos anos 1930 ou sequer dos anos 1970), o sistema financeiro era suficientemente robusto para absorver uns quantos faltosos. Foi então que chegou o dia 9 de Agosto e o Sistema da Reserva Federal americana (normalmente conhecido por «Fed»), juntamente com o Banco Central Europeu (BCE), injectaram cerca de 90 mil milhões de dólares de liquidez nos sistemas bancários europeu e americano. Como diz Larry Elliot, o editor de economia do diário inglês *Guardian*, havia aqui estranhos ecos de um outro Agosto, o de 1914, quando o arquiduque Francisco Fernando foi assassinado em Sarajevo no dia 4: um episódio aparentemente de pequena dimensão associar-se-ia a uma crise de proporções planetárias. De facto, assim começou a parecer quando, no mês seguinte, o Banco de Inglaterra se viu obrigado a injectar liquidez no banco Northern Rock, levando a algo que já não se via em Inglaterra desde meados do século XIX: uma corrida aos depósitos. De repente, no Outono de 2007, o próspero Verão de 2007 parecia já outro século.

Estes eventos deixaram o mundo um pouco perplexo. Eles seguiam-se a um longo período de crescimento mais ou menos ininterrupto da economia mundial desde meados da década de 1980, quando finalmente se deu a superação da crise dos anos 1970. Até ao final de 2007, os sucessivos sinais de crise puderam ainda ser interpretados como manifestações controláveis, idênticas ao *minicrash* de Wall Street de 1987 ou à chamada «crise das *dotcom*» de finais dos anos 1990 ou ao breve pânico subsequente

aos ataques de 11 de Setembro de 2001. Em todas essas circunstâncias, a acção determinada das autoridades monetárias americanas tinha restabelecido rapidamente a confiança, tendo-se associado apenas a pequenos episódios recessivos ou meros sobressaltos. Era de esperar que assim voltasse a suceder. Como sempre se verifica durante longos períodos de prosperidade, muita gente prestou-se a anunciar o fim das crises. Houve quem chamasse a este período a era da «Grande Moderação», expressão que recebeu consagração quase oficial quando o presidente do Conselho de Governadores do Sistema da Reserva Federal, Ben Bernanke, a usou num célebre discurso em Washington DC, em Fevereiro de 2004. «Grande Moderação» queria essencialmente dizer que a era da grande volatilidade económica estava ultrapassada e que uma das razões para isso seria a acrescida capacidade das autoridades monetárias para suavizarem os ciclos económicos. Vivia-se ainda sob o efeito do suposto «Greenspan touch», expressão que descrevia o talento do antecessor de Ben Bernanke para compreender e antecipar os ciclos económicos, intervindo a tempo de evitar subidas e descidas excessivas. No entanto, para Bernanke, como para muitos economistas, a questão não era individual, mas de sistema: os bancos centrais tinham agora melhores métodos de diagnóstico, tinham mandatos mais claros e melhores maneiras de intervir.

Só que, durante um ano, de Setembro de 2007 a Setembro de 2008, nenhuma das medidas tomadas (consistindo essencialmente em sucessivas injeções de liquidez no sistema financeiro e reduções das taxas de juro centrais) trouxeram estabilidade. Em Março de 2008, o vetusto Bear Stearns declarou-se incapaz de fazer face às responsabilidades. No sentido de evitar um movimento de pânico nos mercados, Fed e Tesouro americano montaram uma operação de salvamento, consistindo numa injeção de liquidez em troca da aquisição parcial da propriedade pelo banco JP Morgan Chase e da garantia dos activos do Bear Stearns por aquelas agências do Estado. Se o caso Northern Rock era apenas o de um pequeno banco no segundo mais importante mercado financeiro mundial, aqui estávamos a chegar às grandes instituições centrais. Até que em Setembro de 2008 tudo piorou. No dia 15, o não menos vetusto banco de investimento Lehman Brothers declarou falência, sem que o Governo americano tivesse tentado salvá-lo, apesar de algumas tergiversações iniciais. O risco para o conjunto do sistema era idêntico ao da falência do Bear Stearns, mas a Administração terá então tentado sinalizar que não poderia acorrer em salvação de todas as instituições financeiras em dificuldades. Tudo se complicou no dia seguinte, quando a seguradora AIG também ameaçou falência. Depois de uma espera angustiante, o Tesouro e o Fed decidiram injectar a liquidez necessária para a sua sobrevivência. Imediatamente a seguir a estes dois acontecimentos as bolsas mundiais tiveram um colapso, com quedas de cerca de 20 por cento na última semana de Setembro, algo só antes visto na crise dos anos 1930 e no sobressalto de 1987. Como então se especulava na imprensa, o problema estava no facto de os «mercados» não saberem qual iria ser a atitude dos governos perante as dificuldades das instituições financeiras: salvar ou deixar falir. Dado o pânico,

os governos optaram então pela salvação. Estatuiu-se implicitamente que certas instituições financeiras não podiam falir.

Esta simples descrição, onde a intervenção estatal é omnipresente, sobretudo com o objectivo de impedir o sistema de mercado de desempenhar o seu principal papel até às últimas consequências (sancionar com a falência decisões empresariais erradas) mostra como atribuir culpas a entidades mais ou menos fantasmagóricas como o «capitalismo selvagem» ou o «neoliberalismo» é a pior maneira de compreender a crise financeira que atravessamos.

ATRIBUIR CULPAS A ENTIDADES MAIS OU MENOS FANTASMAGÓRICAS COMO O «CAPITALISMO SELVAGEM» OU O «NEOLIBERALISMO» É A PIOR MANEIRA DE COMPREENDER A CRISE FINANCEIRA QUE ATRAVESSAMOS.

Essencial aqui é compreender o mecanismo do crédito nas economias capitalistas. Nas palavras de Richard Baldwin: «como puderam uns quantos devedores maltrapilhos nos Estados Unidos fazer um Landesbank alemão ajoelhar, obrigar um grande banco francês à reestruturação e compelir o Fed e o Banco Central Europeu a usar injeções de dinheiro em regime de emergência?»¹ A resposta está na expansão do crédito, que apareceu nesta crise sob a forma de novos produtos financeiros, nomeadamente a securitização de dívida hipotecária e os *swaps* de crédito (muitas vezes conhecidos como «derivados», que ficaram famosos pelas suas siglas inglesas – CDS: Credit Default Swaps; ou CDO: Collateralized Debt Obligations). Já veremos um pouco mais abaixo como eles funcionavam, mas deve compreender-se desde já que o seu principal efeito foi idêntico ao de qualquer mecanismo de crédito: expandir a sua oferta a partir de uma base monetária cada vez menor.

PERMANÊNCIA HISTÓRICA DAS CRISES

Antes de olharmos com mais detalhe para esta crise, talvez devêssemos estar conscientes de que as crises financeiras são uma permanência histórica, que antecedem o capitalismo e que não desaparecerão quando o capitalismo desaparecer. Charles P. Kindleberger, na sua clássica obra sobre crises financeiras *Manias, Panics and Crashes*², recenseia cerca de quarenta crises, a primeira das quais datando de 1618. Poder-se-á dizer que estamos a falar de um período suficientemente recente para ser incluído na «idade capitalista». Depende de como definirmos o capitalismo (algo que bastante gente parece não querer definir bem), mas nos séculos XVII e XVIII com dificuldade estaremos a falar de «capitalismo selvagem» ou de «neoliberalismo». Talvez o período histórico que mais próximo esteve de uma espécie de «idade de ouro» liberal tenha sido o século XIX, pelo menos na Europa, na América do Norte e na Oceânia. O século XX é já bastante diferente. Karl Polanyi³ mostrou-o muito bem: a partir do século XX, como reacção às presumíveis «brutalidades» do liberalismo, resultaram regimes como o comunismo, o fascismo e o Estado-Providência moderno, consolidado no pós-II Guerra Mundial.

Mas mesmo que aceitássemos a presença contínua do capitalismo desde o século XVII (ou até mesmo antes), a verdade é que é possível identificar crises financeiras em períodos bastante anteriores. Para sermos mais correctos, nem sempre é possível identificá-las em tempos tão remotos (para os quais a documentação não é muito abundante). O que há é notícia de endividamento, e onde houve endividamento certamente houve crises para o pagar. Niall Ferguson, nas suas obras sobre poder e dinheiro, entretém-se a identificar processos de endividamento privado desde a antiga Babilónia⁴. E, sem ser necessário recuar a tempos tão distantes e obscuros, são famosos os incumprimentos de dívida das coroas medievais, como, por exemplo, os de Eduardo III de Inglaterra e de Roberto de Nápoles, que em 1340 arruinaram as casas bancárias florentinas dos Bardi, dos Peruzzi e dos Acciaiuoli⁵. Sendo que também é conhecida a tendência das monarquias europeias desde o princípio da Idade Média para quebrarem o valor da moeda, uma óbvia maneira de financiar despesas excessivas.

Como notam Richard Sylla, Richard Tilly e Gabriel Tortella⁶, muito antes de entidades económicas privadas necessitarem de financiamento a uma escala que ia além das capacidades de proprietários individuais, já os governos precisavam dele. Os seus objectivos sempre foram diversos: solidificar e aumentar a sua autoridade, centralizar o poder do Estado, promover projectos de desenvolvimento económico com o propósito de aumentar o poder da «comunidade», ou a guerra contra outros estados. Não admira, por isso, como continuam a notar estes autores, que houvesse uma ligação muito estreita entre a criação dos primeiros bancos ocidentais e a aquisição de dívida pública, com o objectivo de oferecer liquidez a estados dela necessitados⁷. Note-se até como a famosa «revolução financeira» inglesa, para muita gente o início do capitalismo moderno, consistiu sobretudo na criação do Banco de Inglaterra, cujo propósito principal era adquirir dívida pública, sendo-lhe oferecido como compensação o monopólio da emissão monetária⁸. Também o sistema bancário americano surgiu essencialmente como consequência de duas coisas: da necessidade de financiar as dívidas contraídas durante a Guerra de Independência e da necessidade de financiar as despesas dos estados da União⁹. Lembre-se como aquela que terá talvez sido a primeira instância de «alavancagem», e a inovação financeira mais importante para a expansão do crédito bancário (as *reservas fraccionais*, i.e., a capacidade de um banco manter nos seus cofres capitais muito inferiores ao valor dos depósitos reclamáveis pelos seus clientes), foi instituída pelo primeiro banco central do mundo (o sueco Sveriges Riksbank, fundado em 1656)¹⁰. Foi este princípio, progressivamente adoptado por outras instituições financeiras do mundo ocidental (e hoje em dia a prática padrão de qualquer banco), que pela primeira vez permitiu aos bancos dedicarem-se ao crédito às actividades económicas.

CRISES CAPITALISTAS

Evidentemente que nada disto quer dizer que não haja formas de crédito, de endividamento e de crise específicas ao capitalismo (tomando aqui como capitalista o período

posterior às revoluções liberais dos séculos XVIII e XIX). Para Schumpeter, aliás, o crédito seria a essência do capitalismo: sem ele, o capitalismo não existiria¹¹. De acordo com Schumpeter, o capitalismo avançaria por grandes saltos tecnológicos, financiados pelo sistema bancário. Claro que Schumpeter, um economista «malandro», como Friederich Hayek um dia o definiu a Raymond Aron¹², não se limitou a descrever o funcionamento do capitalismo. Identificou também as suas contradições e a forma como, através delas, se punha a si próprio em causa. Schumpeter procurou mostrar a tendência inevitável do capitalismo para a socialização, assim se liquidando a si próprio. Ora, um dos aspectos da actividade económica mais socializados é, precisamente, o crédito e a finança.

Já vimos acima como, muito antes de grandes empresas capitalistas requererem largos volumes de crédito, essa «necessidade» foi sentida pelos estados. Também vimos como o nascimento dos modernos sistemas financeiros sempre se associou a actividades estatais. E ainda hoje o sistema financeiro

é muito mais dependente da acção e da regulação do Estado do que qualquer outra actividade económica privada. Na verdade, mesmo quando detidas por privados, as instituições financeiras acabam por representar quase-extensões do poder público, desempenhando de resto funções semelhantes, sobretudo no domínio da emissão monetária: o que é o crédito senão emissão monetária sob outra forma?

AINDA HOJE O SISTEMA FINANCEIRO É MUITO MAIS DEPENDENTE DA ACÇÃO E DA REGULAÇÃO DO ESTADO DO QUE QUALQUER OUTRA ACTIVIDADE ECONÓMICA PRIVADA.

O sistema bancário e financeiro tem como objecto da sua actividade o dinheiro. Ora este é, nos actuais sistemas de moeda fiduciária, dependente do monopólio detido pelo Estado não só para o imprimir como, de uma maneira geral, para definir o seu «preço» (as taxas de juro de referência). Ou seja, numa primeira instância essencial, a oferta monetária depende da política monetária. Mas esta não é a única forma de criação de dinheiro. As outras dependem dos bancos e demais instituições financeiras. Os bancos envolvem-se na actividade do crédito através do sistema de reservas fraccionais. Ou seja, ao emprestarem aquilo que não é seu mas apenas foi confiado à sua guarda, os bancos criam nova moeda e, portanto, são um agente crucial de oferta monetária. Mais uma vez o Estado não está ausente desta actividade. Assim como no início foi necessário que ele instituisse o princípio das reservas fraccionais, cabe-lhe também definir o volume de reservas que cada banco deve deter para fazer face aos pedidos dos depositantes. Ora, quanto maiores forem as reservas menor será a oferta de nova moeda e quanto menores elas forem maior será a oferta de nova moeda. Embora o nível das reservas bancárias seja a forma mais convencional de intervenção do Estado neste domínio, não é a única: outra é a produção de legislação que autorize novos produtos, os quais permitem às instituições financeiras multiplicarem os seus empréstimos a partir de uma base monetária cada vez menor. Eis algo a reter para uma boa compreensão da actual crise, muito associada a novos produtos financeiros.

Como vimos, Schumpeter considerava que o capitalismo dependia de forma essencial do crédito. Só o crédito (e o correspondente endividamento dos empresários) permitiria a introdução de inovações. Aqui é importante entender algo crucial: capitalismo não é igual a propriedade privada. Num determinado sentido, o capitalismo corresponde mesmo a uma certa redução da propriedade privada, através da sua concentração, da sua socialização (por via da fragmentação sob a forma de acções), do assalariamento de antigos produtores e da entrega da responsabilidade de gestão das empresas a um corpo de gestores profissionais¹³. Como nota Marx, n' *O Capital*,

«a transformação dos meios de produção individualizados e pulverizados em meios de produção socialmente concentrados; a transformação, portanto, da propriedade anã de muitos na propriedade gigante de poucos e a expropriação do solo da grande massa da população [...] forma a pré-história do capital. [...] A propriedade privada que é detida pessoalmente [...] é suplantada pela propriedade privada capitalista, que se baseia na exploração de trabalho alienado, embora formalmente livre.»¹⁴

O capitalismo corresponde portanto já a um passo em direcção ao socialismo. O crédito, precisamente, dá um contributo essencial para o grau acrescido de capitalização e, por conseguinte, para a concentração da propriedade e a socialização da actividade económica. Na verdade, o principal efeito do crédito é criar uma situação de aparente (apenas aparente) aumento da poupança para fins de investimento. O abaixamento da taxa de juro assim gerado torna comparativamente vantajosa a acumulação de capital em relação à mão-de-obra disponível, do que resulta a expansão de actividades mais intensivas em capital. Em consequência, as empresas de maior dimensão expandem-se mais, sobretudo através da expropriação das de menor dimensão, onde a intensidade do capital é menor¹⁵. Daí que o crescimento das modernas formas de crédito se tenha historicamente feito acompanhar não só do aumento da dimensão das empresas industriais e comerciais como também da dissolução da propriedade (dispersa por accionistas, em vez de concentrada em indivíduos e famílias) e da separação entre propriedade e gestão. As modernas empresas de grande escala não são já geridas pelo empresário a título individual (ou pela família) mas pelo gestor assalariado¹⁶. Como notou Ronald Coase, o grande papel económico da empresa, em particular a grande empresa moderna, consiste em subtrair aos mecanismos de mercado uma série de decisões económicas, que passam então a ser decididas de forma hierárquica, autoritária e administrativa dentro da estrutura empresarial¹⁷. Baseado em ideias parecidas, James Burnham foi mesmo capaz de propor uma espécie de utopia/distopia, que não imaginava muito distante na maior parte dos países ocidentais e via já em acção (em 1941) na Alemanha nazi e na URSS. O capitalismo e o socialismo estariam então a passar por uma «revolução gestonária» (*managerial revolution*)¹⁸. A fase histórica do capitalismo estaria a encerrar-se, mas, ao contrário da profecia

marxista, não iria dar lugar à do socialismo. Iria dar lugar a um novo e original «Estado gestor».

Ou seja, o crédito é essencial para os ciclos de inovação típicos do capitalismo, mas o capitalismo tende naturalmente por esse processo para uma certa socialização. Só que a socialização tende a criar agentes económicos e tipos humanos muito diferentes dos do capitalismo inicial. Com a sua multidão de assalariados, accionistas e gestores, as empresas de estádios mais avançados do capitalismo redundam nas massas democráticas actuais, sem propriedade (ou apenas com um fragmento de propriedade, sob a forma de acções) e, portanto, estritamente dependentes da capacidade de criação de emprego pelas grandes empresas. Por conseguinte, quando o emprego falha porque as empresas entram em crise, assalariados e accionistas não detêm já a propriedade necessária para fazerem face a ela, passando a estar dependentes da capacidade de assistência do Estado, que lhes oferece subsídios de desemprego e outros mecanismos assistenciais. O capitalismo tende, portanto, também por aqui a gerar a sua própria dissolução.

Neste ponto volta a estabelecer-se uma relação muito próxima entre finança e Estado. Por um lado, porque esta actividade assistencial tende a gerar o seu próprio mecanismo burocrático, reflectido na expansão das administrações públicas que todos podemos testemunhar nas economias mais ricas. Ora, o crescimento deste aparelho administrativo obriga o Estado a incorrer em cada vez mais despesas, para as quais os impostos quase nunca são suficientes, daqui resultando a persistência histórica dos défices orçamentais e da dívida pública¹⁹. Os estados modernos são, portanto, geralmente endividados, necessitando, por isso, da assistência constante do sistema financeiro, que vai correspondendo a essa necessidade multiplicando os salários convertidos em depósitos, através da reserva fraccional e outros instrumentos. A ligação entre Estado e finança faz-se ainda, por outro lado, através da sua indissociável ligação institucional. É o Estado quem define as condições gerais de liquidez da economia através da impressão monetária e da fixação das taxas de juro centrais, e é o Estado quem pode legislar no sentido de tornar mais ou menos fácil o uso dos fundos disponibilizados no sistema financeiro para fins de crédito. Cria-se assim, portanto, a necessidade de uma negociação permanente entre os agentes do sistema financeiro e os responsáveis públicos, a qual acaba muitas vezes até na circulação de pessoal entre cargos públicos e privados. O sistema financeiro é pois muitas vezes conduzido a desempenhar, ele próprio, funções normalmente associadas ao Estado, como seja a criação de condições de crédito ao consumo, de crédito à compra de carro ou habitação próprios. Ou seja, o sistema financeiro torna-se um braço dos modernos estados-providência. Como veremos, tudo isto esteve presente na crise que agora atravessamos.

EXEMPLOS HISTÓRICOS

O capitalismo é, portanto, indissociável das crises generalizadas, criadas pelo movimento alternado de expansão do crédito e sua subsequente contracção. A lista de crises do

capitalismo é muito extensa. Charles Kindleberger²⁰ inicia o seu relato na crise Kipper-und Wipperzeit, no Sacro Império Romano, e segue pela famosa «mania das tulipas» de 1636-1637, na Holanda, pelas bolhas da Mississippi Company e da South Sea Company, em 1719-1720, terminando na crise japonesa dos anos 1990. A última edição da obra é de 1996, faltando-lhe pelo menos, por isso, listar a crise asiática de 1997-1999, as crises escandinavas do princípio dos anos 1990, a crise dotcom do início do século XXI e a crise actual.

Num exercício mais quantitativo, Michael Bordo, Barry Eichengreen, Daniela Klingebiel e Maria Soledad Martinez-Peria²¹ distribuíram as crises financeiras por quatro grandes períodos desde o fim do século XIX: o período do padrão-ouro, de finais do século XIX até à I Guerra Mundial, caracterizado por câmbios fixos e livre circulação internacional de capitais; o período de entre as duas guerras mundiais, caracterizado pelas tentativas malsucedidas de retorno aos câmbios fixos e à liberalização de capitais, e que redundaria na Grande Depressão dos anos 1930; o período dito de «Bretton-Woods», caracterizado por câmbios fixos (embora ajustáveis) e restrições à livre circulação internacional de capitais; e finalmente o período pós-1973, caracterizado por câmbios flutuantes e uma progressiva liberalização da circulação internacional de capitais. Os dados mostram um grande incremento do número de crises a partir dos anos 90 do século XX face ao período anterior. Ou, vistos de outra forma, mostram um grande número de crises durante todo o século XX, menor no início do século e quase inexistente durante o curto período de «Bretton-Woods».

Dada a associação cronológica entre liberalização internacional de capitais a partir dos anos 1990 e aumento da frequência de crises, será tentador estabelecer uma relação causal entre os dois fenómenos. No entanto, como notam Bordo, Eichengreen, Klingebiel e Martinez-Peria, o período anterior à I Guerra Mundial mostra uma associação entre liberalização da circulação internacional de capitais e uma frequência relativamente pequena de crises. Por outro lado, o período da maior crise económica e financeira internacional (os anos 1930) não é caracterizado por uma significativa liberalização de

A LIBERALIZAÇÃO INTERNACIONAL FACILITA O CONTÁGIO, MAS TEMOS DE CONTINUAR A OLHAR PARA DENTRO DE CADA PAÍS PARA PERCEBERMOS MELHOR AS CRISES.

capitais²². Para além disso, se olharmos com atenção para o conjunto das crises bancárias desde os anos 1970 listadas por Gerard Caprio e Daniela Klingebiel²³, verificamos que a maior parte delas foram sobretudo internas. A liberalização finan-

ceira internacional terá certamente contribuído para a rapidez do contágio, visível tanto na crise asiática de 1997-1999 como na actual. Mas mesmo muitas das crises mais marcantes em economias avançadas nos anos 1990 (como a escandinava e a japonesa) resultam sobretudo de desequilíbrios financeiros internos. Em suma, a liberalização internacional facilita o contágio, mas temos de continuar a olhar para dentro de cada país para percebermos melhor as crises.

Aqui valerá talvez a pena lançar um olhar um pouco mais detalhado sobre algumas das crises paradigmáticas do sistema capitalista, para podermos estabelecer uma comparação com a actual crise. Quatro são particularmente marcantes: a Grande Depressão da década de 70 do século XIX, que foi a primeira grande crise internacional do sistema capitalista; a Grande Depressão dos anos 1930, a maior de todas; a crise escandinava da primeira metade dos anos 1990, normalmente considerada um modelo de resolução dos problemas de endividamento bancário; e a crise japonesa iniciada em finais dos anos 1980, a qual ainda hoje dura e é normalmente considerada, por isso mesmo, um modelo de como não resolver uma crise bancária.

Um aspecto interessante deste conjunto de crises é que, se exceptuarmos a dos anos 1930, todas apresentam certos elementos comuns. Em primeiro lugar, a liberalização pelo poder político de algumas práticas do sistema bancário, com o objectivo de o pôr a contribuir para determinadas políticas sociais, sobretudo políticas de habitação. Em segundo lugar, a criação de bolhas de crédito, essencialmente concentradas no sector imobiliário. Em terceiro lugar, políticas monetárias ou orçamentais expansionistas ajudando a alimentar a bolha.

A crise dos anos 70 do século XIX tem origem na expansão do crédito na Europa e nos Estados Unidos, na sequência da Guerra Franco-Prussiana. Depois da derrota, a França foi obrigada a fazer pagamentos ao recém-unificado Império Alemão a título de reparações de guerra, o que ofereceu a este uma inesperada expansão de liquidez. Como o novo império se procurava então afirmar não só como nação mas também como potência europeia, lançou-se numa série de políticas que continham simultaneamente uma dimensão desenvolvimentista e outra social. O instrumento utilizado, para além da despesa pública, foi o crédito bancário. O mercado financeiro foi liberalizado, através de legislação que deu origem a um conjunto de novas instituições bancárias (de que ficou famoso o Deutsche Bank). Os novos bancos, por estímulo também legislativo, concentraram grande parte da sua actividade emprestadora no mercado hipotecário. Ao lado, na Áustria, rapidamente se adoptaram as mesmas políticas. Em simultâneo, nos Estados Unidos, vivia-se a febre dos caminhos-de-ferro. Abundando os capitais na Alemanha e na Áustria, graças à bolha imobiliária, muitos foram canalizados para a construção ferroviária do outro lado do Atlântico. Durante cerca de dois anos tudo pareceu correr pelo melhor: as cidades alemãs e austríacas cresciam, o caminho-de-ferro expandia-se pela América e os lucros bancários e bolsistas eram elevados. Até que, em 1873, começaram as primeiras dificuldades de pagamentos de hipotecas; mal se tornou visível que o problema era sério, a Bolsa de Viena conheceu um colapso. Logo se seguiu uma série de falências bancárias na Áustria, na Alemanha e nos Estados Unidos. À época ainda não se aplicava de forma tão sistemática a política hoje comum de, em caso de crise, salvar mais ou menos indiscriminadamente o sector financeiro. A maior parte dos bancos em dificuldades faliram. Onde a reacção política se fez sentir foi noutra domínio. Todos estes países, que tinham adoptado ao longo dos anos

1850 e 1860 políticas livre-cambistas, regressaram então ao protecționismo, ao mesmo tempo que se lançavam na exploração dos seus impérios coloniais – é a época da «corrida a África». A crise duraria toda a década de 1870, algo certamente explicável por estas políticas penalizadoras do crescimento²⁴.

A crise dos anos 1930 é a maior e mais emblemática das crises que o sistema capitalista conheceu até hoje. No entanto, é um pouco difícil extrair muitas lições genéricas dela, dado o seu carácter específico. Na origem está a I Guerra Mundial. A guerra destruiu o sistema de cooperação económica internacional simbolizado pelo padrão-ouro, que tinha caracterizado a segunda metade do século XIX (apesar da ressurgência protecționista dos anos 1870). Quando ela terminou, era desejo expresso dos governos dos diversos países regressar a essa idade mítica. Um sistema de câmbios fixos foi então restaurado, mas as taxas escolhidas revelaram-se desadequadas à nova realidade das diferentes economias. Deste modo, antes da guerra comercial dos anos 1930, os anos 1920 conheceram uma guerra cambial generalizada, com os vários países manipulando as suas taxas de câmbio de forma a fazerem face a desafios momentâneos. Ou seja, os governos dos diferentes países revelaram-se incapazes de coordenar um regresso ao entendimento económico internacional. A guerra colocou os Estados Unidos no lugar de maior credor internacional, posição anteriormente assumida pela Grã-Bretanha. Dadas as exigências feitas (sobretudo pela França) à Alemanha no sentido de ela pagar um conjunto de reparações de guerra, esta defrontou-se com sérios problemas de liquidez. Coube aos Estados Unidos o papel de seu credor, para fazer face a estas dificuldades. Durante algum tempo foi possível aos Estados Unidos emprestar abundantemente e à Alemanha pagar, graças a um bom comportamento económico. Esta conjugação de factores criou nos Estados Unidos uma bolha bolsista que começou a preocupar as autoridades monetárias americanas a partir de 1928. As taxas de juro de referência foram aumentadas de forma progressiva, assim tentando controlar-se a bolha. Mas as consequências iniciais não foram as desejadas. Os capitais que anteriormente se dirigiam à Alemanha passaram a escolher o mercado de capitais americano, assim inflacionando ainda mais a bolha bolsista. A resposta foi continuar o processo de aumento da taxa de juro, na presunção de que um nível das taxas capaz de parar a bolha acabaria por ser encontrado. A bolha efectivamente rebentaria, na famosa quinta-feira negra de 24 de Outubro de 1929. Mas fez mais do que isso: iniciar-se-ia então um violento processo de contracção do crédito, que começou por ser sentido a nível interno, mas depois teve repercussões internacionais. Os Estados Unidos, o maior credor mundial, deixava agora de alimentar o mercado mundial de capitais. Em 1930, a Alemanha, o país mais dependente dos capitais americanos, conheceu uma série de falências bancárias. Os outros países não ficaram alheios ao fenómeno e experimentaram também dificuldades. Os diversos governos procuraram, numa primeira fase, resolver o problema recorrendo às desvalorizações competitivas. Não dando esta política resultado, apostaram, numa segunda fase, no protecționismo. A falta de coordenação nestes passos

não permitiu a nenhuma das economias conhecer retomas económicas sólidas e duradouras durante todos os anos 1930. Quando, em 1939, começou a II Guerra Mundial, a situação económica internacional era ainda extraordinariamente instável: os Estados Unidos conheciam mesmo uma segunda depressão desde 1937. Daí que, com alguma imprecisão, muita gente diga que foi a guerra a pôr termo à Grande Depressão. Como é evidente, só é possível dizê-lo se a guerra for considerada solução para alguma coisa. Ainda mais porque, depois da guerra, foi ainda preciso desfazer as distorções por ela criadas. Isto significa que talvez se devesse considerar a crise ultrapassada apenas a partir dos anos 1950, com o regresso à cooperação económica internacional e às elevadas taxas de crescimento típicas dessa década e da seguinte²⁵.

A crise escandinava dos anos 90 do século XX volta a estar associada a um movimento de liberalização bancária visando comprometer o sistema financeiro numa política de habitação social. Nos anos 1980, os países escandinavos viviam uma grave crise orçamental e monetária, cujas razões se prendiam com a dificuldade em manter o nível

de despesa característico do seu «modelo social». Um dos primeiros passos de reforma tinha já sido dado com o desenvolvimento do sistema de subsídios reembolsáveis aos estudos e à habitação. No

final dos anos 1980, os governos escandinavos decidiram passar este significativo volume financeiro para a administração do sistema bancário. Mas a passagem requeria a liberalização desse sistema. O grande volume de fundos envolvido, juntamente com a nova capacidade do sistema para expandir o crédito, gerou uma enorme bolha imobiliária, coadjuvada por uma política orçamental expansionista (apenas temperada pela política monetária mais restritiva). Finalmente, entre 1991 e 1992, os governos decidiram travar a bolha através das políticas orçamental e monetária. Estas políticas não se limitaram a controlar a bolha, causando mesmo o colapso do sistema bancário. A reacção à crise foi muito significativa. Imediatamente, as políticas monetárias e orçamentais deixaram de ser restritivas; as moedas foram desvalorizadas; e foi implementado um mecanismo de salvamento maciço do sector bancário. Este plano, que acabou por ser bastante bem-sucedido, é hoje apresentado como um modelo no género. Grande quantidade de fundos foi injectada nos bancos em troca da sua nacionalização total ou parcial. O princípio foi garantir o capital dos credores, mas não dos accionistas. Os activos problemáticos foram reestruturados e, passado algum tempo, relançados no mercado embora sob formas diferentes das originais. Na Suécia, chegou mesmo a ser criado um dito «banco mau», concentrando todas as actividades relacionadas com a reestruturação dos produtos. O custo destes programas foi elevado: dois por cento do PIB na Noruega, 3,9 por cento na Suécia e nove por cento na Finlândia; a crise prolongou-se por quase uma década²⁶.

A CRISE ESCANDINAVA DOS ANOS 90
DO SÉCULO XX VOLTA A ESTAR ASSOCIADA A UM
MOVIMENTO DE LIBERALIZAÇÃO BANCÁRIA
VISANDO COMPROMETER O SISTEMA FINANCEIRO
NUMA POLÍTICA DE HABITAÇÃO SOCIAL.

As origens da crise japonesa remontam ao bom comportamento da economia nos anos 1980, sobretudo graças às exportações para os Estados Unidos, na sequência de uma série de acordos comerciais muito favoráveis ao país. Dada a peculiar estrutura empresarial do Japão, o extraordinário afluxo de capitais daqui resultante foi sobretudo canalizado para a alimentação de um processo de reinvestimento e não de consumo. Progressivamente, contudo, as oportunidades de investimento foram-se tornando mais escassas. Foi então que os sectores imobiliário e financeiro surgiram como salvadores. O sector bancário foi liberalizado e a legislação mudada no sentido de o redireccionar para o empréstimo hipotecário para habitação a baixo custo. A consequência foi uma bolha imobiliária, que rebentaria em 1989, perante as primeiras dificuldades no pagamento das prestações. A resposta política foi significativa, mas restrita apenas a dois domínios, o monetário e o orçamental. As taxas de juro chegaram rapidamente a zero, mas a economia não reflacionou, antes pelo contrário entrou num processo de deflação. A responsabilidade pela ineficácia da política monetária é atribuída por muitos analistas ao plano de salvamento bancário, o qual consistiu basicamente na injeção permanente de fundos sem exigir contrapartidas. O resultado foi que os bancos japoneses continuaram a receber fundos sem emprestar ao resto da economia, assim impedindo o relançamento. Até hoje, passados já vinte anos, os problemas do sector bancário japonês não foram enfrentados com clareza, e a economia continua a não passar de um crescimento medíocre²⁷. Um exercício corrente consiste em opor esta resposta à escandinava. A diferença essencial teria residido no facto de a última se ter concentrado no ressarcimento de credores e não de accionistas. Desta forma, o Estado pôde intervir adquirindo propriedade dos bancos e reestruturando os seus activos mais problemáticos. Já no Japão os accionistas não foram afectados e os balanços dos bancos continuaram sobrecarregados de activos de retorno duvidoso.

Um olhar genérico sobre este conjunto de crises e respectivas respostas políticas mostra que, se exceptuarmos a Grande Depressão dos anos 1930 e as suas peculiaridades, todas elas mostram o padrão anteriormente assinalado: políticas económicas expansionistas associam-se à tentativa das autoridades de mobilizar o sistema financeiro tanto para ajudar ao crescimento como para desenvolver políticas sociais, sobretudo no domínio do imobiliário. A consequência é a criação de um ciclo de inflação de crédito, que redundava na inevitável alternância da fase de sobreexpansão seguida da de crise.

Em termos de resolução das crises, nenhum dos exemplos é particularmente animador. As duas grandes crises internacionais, a dos anos 70 do século XIX e a dos anos 30 do século XX, foram enfrentadas com recurso ao protecçãoismo e/ou às desvalorizações competitivas. Cada uma delas, certamente por efeito das políticas usadas, prolongou-se por uma década (a dos anos 1870), ou por um período indeterminado (a dos anos 1930), entre uma década e duas. Já as crises escandinava e japonesa parecem ter sido sobretudo assuntos nacionais, embora com soluções substancialmente diferentes. Num dos casos

(o escandinavo), a questão dos activos problemáticos foi enfrentada com determinação, embora com custos significativos; no outro (o japonês), a questão não foi enfrentada da mesma forma, criando uma situação de crise prolongada.

A CRISE ACTUAL

Nesta comparação, onde poderíamos situar a crise que atravessa actualmente a economia mundial? Em primeiro lugar, não devemos ter dúvidas sobre a sua gravidade. Barry Eichengreen e Kevin O'Rourke verificam como, quer em termos de queda dos mercados bolsistas como do produto e do comércio externo, o padrão agora seguido pela economia mundial é idêntico ao da Grande Depressão dos anos 1930²⁸. E Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff notam que em termos dos indicadores anteriores e posteriores à declaração da crise (seja nos preços no mercado imobiliário, como no valor das acções bancárias, nos endividamentos público e externo e no comportamento do produto), a crise segue nos Estados Unidos o padrão das mais graves crises nos anos 1980 e 1990²⁹.

Quanto às razões da crise, parece claro estarmos perante mais um episódio de expansão insustentável do crédito. Os novos produtos financeiros, não obstante a sua complexidade por vezes estonteante, não seriam senão exemplos ultramodernos do velho crédito. Tal como nos episódios do passado, teríamos uma combinação entre mudanças legislativas, política monetária, relaxamento na supervisão e nos padrões de concessão de crédito, e crescimento do crédito por via dos novos instrumentos. Sendo de juntar a tudo isto o quadro económico internacional, onde o crescente endividamento dos Estados Unidos estaria associado de forma causal à acumulação de poupança na China. Portanto, a associação da crise apenas com o mercado hipotecário *subprime* seria superficial: o crescimento desse mercado não seria senão a consequência de outras tendências de maior profundidade.

Começemos pelas mudanças legislativas. Em 2003, o Presidente George W. Bush assinou o «Dream Downpayment Act», cujo propósito era o subsídio à compra de casa própria por famílias pobres. No essencial, as instituições financeiras eram autorizadas a diminuir os requisitos de credibilidade dos clientes para a concessão de empréstimos hipotecários. Ao mesmo tempo, as famosas empresas Fannie Mae e Freddie Mac³⁰ foram pressionadas a garantir a qualidade de empréstimos hipotecários de famílias pobres, mesmo quando podiam dar origem a problemas de incumprimento³¹. No entanto, o processo parece ter começado antes, ainda sob a Administração Clinton, sempre com o mesmo propósito: facilitar a aquisição de casa própria por parte de famílias pobres. Em 2004, a entidade reguladora do sistema bancário americano, a Securities Exchange

A ASSOCIAÇÃO DA CRISE APENAS COM O MERCADO HIPOTECÁRIO *SUBPRIME* SERIA SUPERFICIAL: O CRESCIMENTO DESSE MERCADO NÃO SERIA SENÃO A CONSEQUÊNCIA DE OUTRAS TENDÊNCIAS DE MAIOR PROFUNDIDADE.

Commission (SEC), diminuiu os requisitos de capital a serem apresentados pelas instituições financeiras, algo em que os Estados Unidos foram acompanhados pela União Europeia (UE). A nova legislação permitiu um aumento substancial da alavancagem – a relação entre crédito concedido e base de capital das instituições. As entidades reguladoras dos Estados Unidos e da Europa permitiram também, desde finais da década de 1990, que as instituições financeiras deslocassem o registo de grande número de activos para fora dos seus balanços, para os chamados veículos de investimento estruturado. Nestes veículos foram sobretudo colocados os *swaps* de crédito (CDS: Credit Default Swaps) e os chamados «produtos estruturados» (CDO: Collateralized Debt Obligations). Também estes veículos constituíram uma forma de aumentar o crédito em relação à base de capital, pois pura e simplesmente deixavam de constar dos balanços dos bancos, multiplicando a alavancagem. Apesar da aparente complexidade institucional destes veículos e instrumentos, o seu princípio é bastante simples e resume-se a uma maior facilidade na expansão do crédito. Ambos correspondem a formas de comercialização do risco, ao permitirem a sua transacção entre diferentes instituições. No caso dos CDO, foi possível combinar num mesmo produto financeiro empréstimos hipotecários *subprime* com activos praticamente sem risco. A ideia era que o risco associado aos activos *subprime* seria diluído na qualidade dos restantes activos: em caso de incumprimento dos clientes *subprime*, os activos de qualidade compensá-lo-iam. No caso dos CDS foi possível ir transferindo o risco de incumprimento de instituição para instituição: se uma delas não cumprisse, outra cobriria o risco; se esta não cumprisse, outra o faria, e por aí fora, num grande encadeamento de responsabilidades. A ideia era que, num certo ponto, o processo de incapacidade de pagamento encontraria uma instituição sólida que travaria a sequência. Toda esta estranha arquitectura funcionou bem enquanto não se verificaram incumprimentos sucessivos. Mas a partir do instante em que começaram, duas coisas aconteceram: por um lado, dado o reempacotamento dos empréstimos hipotecários, deixou de ser possível saber-se onde estavam as hipotecas *subprime*, e aquilo que anteriormente era a caução dada pelos activos de qualidade aos de baixa qualidade, inverteu-se: agora eram os de baixa qualidade a contaminar os de elevada qualidade; por outro lado, este facto gerou uma desconfiança em série entre instituições, levando a uma incapacidade maciça para cobrir os riscos contratualizados. Em suma, como Ben Bernanke resumiu a questão:

«embora a *débaçle* do *subprime* tenha desencadeado a crise, os desenvolvimentos no mercado americano de hipotecas foram apenas um aspecto de um *boom* de crédito muito mais vasto, cujo impacto transcendeu o mercado hipotecário e afectou muitas outras formas de crédito. Alguns aspectos deste *boom* incluíram o declínio generalizado dos padrões de garantia, falhanços na supervisão da actividade emprestadora por investidores e agências de *rating*, e um uso acrescido de instrumentos de crédito complexos e opacos, que demonstraram ser fracos sob pressão.»³²

Sobre tudo isto pairou ainda a relação económica entre os Estados Unidos e a China, a qual foi sendo forjada desde o início do século. No essencial, o processo pode resumir-se da seguinte forma: as reformas económicas chinesas iniciadas nos anos 1990 permitiram introduzir novos padrões de produção no país e uma maior ligação ao mercado mundial. A China transformou-se no grande exportador de produtos industriais para o resto do mundo, mas, dada a estrutura social do país (caracterizada por baixos salários e longas horas de trabalho), os rendimentos assim obtidos foram sendo sobretudo canalizados para a poupança. Esta permitiu o reinvestimento na indústria, mas foi ainda canalizada para outro fim: comprar dólares e dívida americana. Como diz Niall Ferguson, «a República Popular da China transformou-se no banqueiro dos Estados Unidos da América»³³. O mecanismo acabou por ser simples: o largo volume de exportações chinesas para os Estados Unidos deveria, a prazo, gerar uma valorização do *renmimbi* relativamente ao dólar. No entanto, para o evitar, de forma a não eliminar a expansão das exportações no mercado americano, as autoridades monetárias chinesas promoveram a aquisição seja de dólares seja de activos denominados em dólares, desta forma compensando a tendência para a valorização do *renmimbi*. Os americanos puderam, assim, continuar a comprar os bens chineses não só produzidos em condições de baixo custo como ainda não penalizados pelo agravamento potencial da taxa de câmbio. Puderam, portanto, endividar-se, já que a sua dívida era paga com poupança chinesa. Esta abundância de poupança permitiu taxas de juro baixas, que continuaram a fomentar a expansão do crédito nos Estados Unidos. «Bem-vindos ao maravilhoso país dual chamado “Chimérica” – China mais América», como o coloca outra vez Niall Ferguson³⁴. Foi a «Chimérica», com a sua sobreabundância de poupança, que permitiu a expansão do crédito, a multiplicação dos novos produtos financeiros e todo o processo que, no final, conduziu ao colapso de 2007-2008.

As reacções políticas à crise foram extremamente interessantes, sobretudo por revelarem mais uma vez a ligação muito próxima entre o poder político e o sistema financeiro. Como vimos acima, as primeiras reacções consistiram em injectar liquidez, para prover a problemas imediatos. Quase em simultâneo, o Fed iniciou um processo de abaixamento da taxa de juro central, que, embora num primeiro momento não tenha sido seguido pelo BCE (numa atitude a requerer ainda melhor compreensão), começou a fazê-lo a partir do Outono de 2008, quando a crise se agravou. Depois vieram os planos de salvamento. Logo no início de Outubro de 2008, o então secretário do Tesouro Henry Paulson propôs o seu famoso Troubled Asset Relief Plan (TARP) que, depois de algumas hesitações da parte do Congresso americano, foi aprovado. Na versão inicial, o plano propunha-se simplesmente usar um montante de 700 mil milhões de dólares (o equivalente a cerca de seis por cento do PIB dos Estados Unidos) para comprar os activos problemáticos aos bancos (maioritariamente CDO) de forma a restabelecer o funcionamento do mercado para estes títulos. Mas duas semanas depois, sob a influência do plano entretanto aprovado pelo Governo britânico, o TARP passou também a contem-

plar a possibilidade de recapitalização dos bancos com assunção de participações do Estado na propriedade. Entretanto, desde Fevereiro de 2009, já com o secretário do Tesouro Geithner, foram criadas parcerias público-privadas para a aquisição de activos problemáticos.

Quanto ao plano britânico, não só desde o princípio previu a aquisição de propriedade dos bancos, como correspondeu a um volume da economia muito maior (entre 15 por cento e 20 por cento do PIB). O Estado viria mesmo a adquirir proporções importantes do capital de bancos tão emblemáticos como o Royal Bank of Scotland ou o Lloyd's Banking Group. Nos restantes países europeus, as reacções foram variadas, mas em todos eles se recorreu a uma combinação de garantias estatais com ajudas directas, numa intervenção combinada que, de acordo com a agência de notícias Bloomberg, representa mais do que a totalidade do PIB alemão.

Entretanto, dos Estados Unidos à China, os vários países do mundo foram lançando planos de estímulo orçamental muito agressivos, de tal forma que se estima já para 2009 uma explosão dos défices: o défice orçamental dos Estados Unidos deverá atingir cerca de 14 por cento do PIB e o do Reino Unido cerca de 11 por cento. Nos restantes países europeus, eles variam em dimensão, mas todos se agravaram substancialmente. Como é evidente, estas evoluções colocam o problema do endividamento a médio e longo prazo dos estados e países ocidentais. O exemplo do Japão parece indicar a ameaça: de 1991 até hoje, a dívida pública japonesa passou de cerca de 60 por cento do PIB para cerca de 170 por cento, o que se explica pela lentidão do crescimento económico e a sucessão de «planos de estímulo» (ao ritmo de quase um por ano) à economia.

As grandes questões que hoje se colocam são: como vai decorrer esta crise? Quanto tempo vai demorar? Como se resolverá? Olhando para os grandes exemplos históricos, muita gente se perguntará: será esta outra Grande Depressão, que afinal não teve solução dentro dos padrões institucionais da época e apenas se «resolveu» através de uma guerra mundial? Será uma crise de tipo escandinavo, em que a intervenção do Estado foi decidida e decisiva, limpando o sistema bancário da dívida incobrável acumulada nos anos anteriores? Ou será uma crise de tipo japonês, em que o Estado não intervém de forma decidida ao nível da propriedade dos bancos, assim contribuindo para o arrastamento da frágil situação bancária e, por conseguinte, para um longo período de baixo crescimento?

De todos estes modelos, o escandinavo costuma ser apresentado como o preferível, quase como um ideal. No entanto, convém ter em atenção alguns aspectos que moderam o optimismo. Em primeiro lugar, as crises escandinavas demoraram cerca de dez anos a resolver-se. Ou seja, se houve uma solução relativamente «feliz», ela não deixou de ser demorada. Em segundo lugar, a dimensão e a natureza das crises são essencialmente diferentes. As crises escandinavas foram, acima de tudo, crises nacionais sem implicações internacionais muito acentuadas. Ora, a actual crise é sobretudo

internacional e uma replicação do tipo de acção tomado pelos governos escandinavos à escala internacional requereria grande coordenação entre os governos. Contudo, essa coordenação não é fácil. Se um país adoptar estas medidas e os outros não o fizerem, o problema poderá ficar por resolver, dadas as grandes ramificações internacionais do sistema financeiro. Ou seja, uma acção daquele tipo num país pode nem sequer significar a resolução da crise nesse mesmo país, dado que os problemas nos outros poderão continuar a contaminar a sua resolução. A consequência tem sido, até agora, o uso de abordagens desgarradas que, tudo somado, fazem lembrar mais o caso japonês.

No fundo, é como se o mundo esperasse a ocorrência de um milagre: que o crescimento económico regressasse sem necessidade de particulares reestruturações económicas. De facto, o crescimento permitiria uma recuperação dos rendimentos dos agentes económicos que tornaria automática a resolução da crise. Só que o regresso do crescimento não parece independente da reconversão do sistema financeiro. O que o caso japonês mostra (e que parece estar a repetir-se na corrente crise) é que a constante canalização de recursos para o sistema financeiro sem exigências de reestruturação e reconversão corresponde a uma espécie de prémio aos incumpridores. No caso japonês, isso significou uma triplicação da dívida pública sem resultados visíveis no crescimento. Isto precisamente porque o sistema financeiro absorveu os fundos públicos disponibilizados para ajudar a amortizar os empréstimos incobráveis sem os disponibilizar para novo crédito que estimulasse a economia de forma saudável.

Onde chegamos àquilo que parecem ser as únicas três «soluções» possíveis para a actual crise: ou a insolvência de quem é tecnicamente insolvente mas não fecha as portas porque continua a receber ajudas públicas; ou o crescimento continuado da dívida pública, numa espécie de ciclo vicioso sem saída aparente; ou, então, um processo inflacionário que elimine a dívida pelo simples fenómeno da alteração monetária do seu valor. Na realidade, a segunda solução, o aumento continuado da dívida, tem como horizonte praticamente inevitável, na ausência de crescimento económico, a terceira, ou seja, a criação de um processo inflacionário. Quando os governos forem incapazes de manter o crescimento da dívida tenderão a utilizar o processo da impressora de dinheiro para a pagarem. De resto, algo do género deveria já ter acontecido no Japão. Se não aconteceu foi porque os participantes no sistema financeiro internacional mantêm ainda a esperança de que um dia o crescimento económico regressará em força àquele país e, por isso, que proximamente, em vez de continuar a aumentá-la, o Japão será capaz de pagar a sua dívida pública. Continuam assim a pedir remunerações baixas para a sua compra. Mas basta que deixem de acreditar para que o risco associado a ela (e o correspondente juro) aumente e o custo do seu cumprimento pelo Estado japonês se torne cada vez mais difícil. Nessa altura, o impulso (e, no fundo, a necessidade) para a utilização da impressão monetária e o correspondente processo inflacionário surgiria com naturalidade. O sistema financeiro internacional tem até

agora aguentado o caso japonês. Mas será capaz de aguentar um caso japonês à escala planetária? Se o não conseguir, então o mundo inteiro poderá estar às portas de um processo idêntico ao das crises da América Latina nos anos 80 e 90 do século XX, com acumulações monstruosas de dívida, incapacidade para a pagar e processos de inflação galopante.

CONCLUSÃO

Tem-se ouvido falar muito nesta crise sobre a derrota de qualquer coisa a que se dá o nome de «neoliberalismo». No entanto, aquilo que parece estar mais ameaçado não é essa entidade difusa e difícil de compreender, mas sim o capitalismo democrático e de bem-estar característico do mundo ocidental a seguir à II Guerra Mundial. Na realidade,

O SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL TEM ATÉ AGORA AGUENTADO O CASO JAPONÊS. MAS SERÁ CAPAZ DE AGUENTAR UM CASO JAPONÊS À ESCALA PLANETÁRIA?

as economias ocidentais não são liberais desde pelo menos a I Guerra Mundial. Hoje em dia, a proporção da despesa pública nestes países varia entre 30 por cento do PIB e acima de 50 por cento. Se uma certa liberalização das economias teve lugar

desde os anos 1980, a verdade é que não alterou este quadro em profundidade. Terá apenas impedido o seu crescimento. É interessante constatar que, em grande medida, o que essa liberalização fez foi atribuir ao sistema financeiro funções que antes cabiam ao Estado. Houve, portanto, uma tentativa de privatização das políticas públicas de «bem-estar».

Em vez de continuarmos a usar o inútil bordão do «neoliberalismo», talvez fosse mais interessante compreender que vivemos há muito tempo num tipo de regime misto a que poderíamos chamar democracia liberal. Os regimes mistos, tão louvados como os mais perfeitos na Política de Aristóteles, sê-lo-iam precisamente graças à sua imperfeição, ao juntarem componentes de diferentes códigos políticos. O liberalismo por si só não implica a legitimidade democrática, bem pelo contrário. Mas a democracia por si só também não garante a liberdade. O equilíbrio demoliberal é, por definição, instável e vive em permanente ameaça de crise. Convindo aqui acrescentar outro elemento do puzzle: estas são ainda sociedades capitalistas, em termos de regime económico, algo que não se confunde com o liberalismo. Também o capitalismo é um sistema económico misto, onde se combinam de forma igualmente instável uma componente liberal e outra autoritária. Ora, como Schumpeter mostrou, o capitalismo tem uma tendência para a «socialização», fenómeno a que James Burnham chamou «gestionarização». Ou seja, o capitalismo tende a liquidar-se a si próprio, dissolvendo a propriedade privada e fazendo ascender aos postos de comando um conjunto de «gestores» (da economia, da sociedade e da política). Mas ao mesmo tempo que o faz dissolve tanto a componente liberal quanto a componente democrática das correntes sociedades ocidentais. É este trilema económico e político (e social) que se encontra em causa na actual crise inter-

nacional. Para a sua resolução, alguns propõem soluções mais liberais, outros mais democráticas, outros ainda mais autoritárias. Daqui sairá uma nova combinação de cada um destes elementos que terá algo da combinação já existente mas associando-os de forma diferente.

Entretanto, seria também interessante que não se criassem ilusões acerca da eliminação das crises no futuro. Se, por hipótese, o actual sistema capitalista fosse substituído, vale a pena aqui invocar a experiência histórica, que nos mostra como as crises de dívida sempre existiram, embora não assumindo a forma capitalista de crises financeiras generalizadas. Por exemplo, as monarquias europeias de Antigo Regime, caíram quase todas afundadas em acumulações insustentáveis de dívida. Foi quando quiseram aumentar os seus recursos fiscais para a enfrentar que se confrontaram com o problema que definiu a revolução americana mas que, no fundo, resume todo o problema de uma época: *no taxation without representation* (não haverá mais impostos sem mais representação). Ou seja, alargar a base fiscal implicaria uma nova legitimação do sistema político, e essa legitimação já não era a das monarquias tradicionais, mas a de um conjunto mais alargado de agentes sociais sobre quem a fiscalidade recairia.

Por outro lado, para usar mais um exemplo histórico completamente diferente, as sociedades comunistas do pós-guerra também se desintegraram sob o efeito de um endividamento insustentável. De facto, uma das suas características era o desprezo pelo muito burguês equilíbrio entre receitas e despesas. O que contava era produzir cada vez mais, independentemente de constrangimentos. Estas eram, portanto, economias vocacionadas para um permanente subsídio à produção. As unidades produtivas comunistas endividavam-se para cumprirem os objectivos dos planos e sistematicamente viam as suas dívidas perdoadas. Na realidade, isto significou a criação de um processo inflacionário, que só não se tornava declarado graças ao controlo administrativo dos preços. Mas acabou por apresentar-se sob outra forma: a escassez de géneros nos mercados oficiais e a criação de um mercado negro generalizado.

A verdade é que o endividamento é a mais velha actividade do mundo. É a forma social encontrada para vencer a frustração colocada pelas limitações materiais à realização de objectivos. O endividamento apresenta-se sempre sob formas institucionais diferentes, e cada uma tem implicações políticas, económicas e sociais diferentes. Mas o essencial permanece. Quanto mais tudo muda, mais fica na mesma. **RI**

NOTAS

- 1 BALDWIN, Richard – «Preface». In FELTON, Andrew, e REINHART, Carmen (eds.) – *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*. Disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>
- 2 KINDLEBERGER, Charles P. – *Manias, Panics and Crashes, A History of Financial Crises*. Nova York: John Wiley & Sons, 1996.
- 3 POLANYI, Karl – *The Great Transformation, The Political and Economic Origins of Our Time*. Boston: Beacon Press, 1944.
- 4 FERGUSON, Niall – *The Ascent of Money, a Financial History of the World*. Londres: Allen Lane, 2008, pp. 30-31; Idem – *The Cash Nexus, Money and Power in the Modern World, 1700-2000*. Londres: Penguin Books, 2002, p. 111.
- 5 FERGUSON, Niall – *The Ascent of Money, a Financial History of the World*, p. 41.
- 6 SYLLA, Richard, TILLY, Richard, e TORTELLA, Gabriel – «Introduction: comparative historical perspectives». In SYLLA, Richard, TILLY, Richard e TORTELLA, Gabriel (eds.) – *The State, The Financial System and Economic Modernization*. Cambridge: Cambridge University Press, 1999, p. 1.
- 7 *Ibidem*, pp. 2-3.
- 8 *Ibidem*, pp. 4-5.
- 9 *Ibidem*, pp. 9-10.
- 10 FERGUSON, Niall – *The Ascent of Money, a Financial History of the World*, p. 49.
- 11 SCHUMPETER, Joseph A. – *The Theory of Economic Development*. Cambridge Ma: Harvard University Press, 1968.
- 12 CASANOVA, Jean-Pierre – «Introduction». In SCHUMPETER, Joseph A. – *Capitalisme, Socialisme et Démocratie*. Paris: Payot, 1991.
- 13 Cf. CHANDLER, Alfred – *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*. Cambridge, Ma: Harvard Belknap, 1977.
- 14 MARX, Karl – *O Capital*. Lisboa: Edições Avante, 1990-1997.
- 15 Para uma descrição do mecanismo do crédito, cf. MISES, Ludwig von, HABERLER, Gottfried, ROTHBARD, Murray N., e HAYEK, Friedrich A. – *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*. Auburn, Al: Mises Institute, 1996.
- 16 Para uma descrição clássica deste processo, cf. CHANDLER, Alfred – *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*.
- 17 COASE, Ronald H. – *The Firm, the Market and the Law*. Chicago: Chicago University Press, 1988.
- 18 BURNHAM, James – *The Managerial Revolution, What is Happening in the World*. Nova York: John Day, 1941.
- 19 V. TANZI, Vito, e SCHUCKNECHT, Ludwig – *Public Spending in the Twentieth Century, A Global Perspective*. Cambridge: Cambridge University Press, 2000.
- 20 KINDLEBERGER, Charles P. – *Manias, Panics and Crashes, A History of Financial Crises*.
- 21 BORDO, Michael, EICHENGREEN, Barry, KLINGEBIEL, Daniela, e MARTINEZ-PERIA, Maria Soledad – «Is the crisis problem growing more severe?». In *Economic Policy*. Vol. 16, N.º 32, Abril de 2001.
- 22 Cf. REINHART, Carmen, e ROGOFF, Kenneth – «This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises». In *NBER Working Paper*. N.º 13882, 2008.
- 23 CAPRIO JR, Gerard, e KLINGEBIEL, Daniela – «Episodes of systemic and borderline financial crises». In World Bank Research Dataset, 2003. Disponível em: <http://econ.worldbank.org>
- 24 V. MILWARD, A. S., e SAUL, S. B. – *The Development of the Economies of Continental Europe, 1850-1914*. Londres: Allen & Unwin, 1977.
- 25 Para tudo isto, cf. KINDLEBERGER, Charles P. – *The World in Depression, 1929-1939*, Berkeley: University of California Press, 1973; SCHWARTZ, Anna, e FRIEDMAN, Milton – *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963; e ROTHBARD, Murray H. – *America's Great Depression*. Auburn, Al: Mises Institute, 2000.
- 26 Para tudo isto, cf. MAI, Nicola – «Lessons from the 1990s Scandinavian banking crises». In *JP Morgan Chase Bank, Economic Research Global Data Watch*, Maio de 2008, e ENGLUND, Peter – «The Swedish banking crisis: roots and consequences». In *Oxford Review of Economic Policy*. Vol. 15, N.º 3.
- 27 Para tudo isto, cf. KANAYA, Akihiro, e WOO, David – «The Japanese banking crisis of the 1990s: sources and lessons». In *IMF Working Paper* 00/7, Janeiro de 2000; e BURKETT, Paul, e HART-LANDSBERG, Martin – «The economic crisis in Japan, mainstream perspectives and an alternative view». In *Critical Asian Studies*. 35:3, 2003.
- 28 EICHENGREEN, Barry, e O'ROURKE, Kevin H. – «A tale of two depressions». In *Vox*, Disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>
- 29 REINHART, Carmen M., e ROGOFF, Kenneth S. – «Is the 2007 U.S. sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison». In *NBER Working Paper*. N.º 13761, 2008; e Idem – «The aftermath of financial crises». In *NBER Working Paper*. N.º 14656, 2009.
- 30 De nome completo: Federal National Mortgage Association e Federal Home Loan Mortgage Corporation, respectivamente.
- 31 FERGUSON, Niall – *The Ascent of Money, a Financial History of the World*, p. 267.
- 32 Discurso de Ben Bernanke a 13 de Janeiro de 2009 perante o Board of Governors of the Federal Reserve System. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>.
- 33 FERGUSON, Niall – *The Ascent of Money, a Financial History of the World*, p. 334.
- 34 *Ibidem*, p. 335.