

José Wagner de Oliveira

Crises Financeiras

Monografia apresentada ao Departamento de Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, como requisito para obtenção do título de especialista em Contabilidade e Finanças

Professor Orientador: Dr. Fábio Dória Scatolin.

Curitiba
2010

Agradecimentos

A Deus em especial que me socorreu nas horas de desânimo a qual me sentia incapaz, e sempre me deu força para continuar, pelo precioso dom da vida, pela perseverança e pela vitória alcançada.

Aos meus pais *Aparecido Ramos de Oliveira e Tereza Clemência dos Santos Oliveira*, por me ensinar a viver com dignidade, respeito e honestidade, pelo carinho e apoio nos momentos de desânimo, onde sempre juntos unimos forças para alcançar nossos objetivos, pela palavra amiga que acolhe e me leva a tranquilidade, deixando as dificuldades partir sempre no momento certo.

Aos meus irmãos *Marlene Ramos de Oliveira Dias, Fladimir Ramos de Oliveira, Ana Elisa de Oliveira e Ana Lúcia de Oliveira* que a todo o momento estiveram ao meu lado me apoiando e me ajudando e a todos meus outros familiares e vizinhos que sempre me apoiaram incondicionalmente.

Aos meus amigos com quem estive durante todo esse período de estudos, sempre juntos nas dificuldades e conquistas, no qual me ajudaram muito para chegar nesse momento desejado.

Aos mestres e Doutores *Moisés Prates Silveira, Vicente Pacheco, Jackson Ciro Sandrini, Vilson José Masutti, Fábio Dória Scatolin, Jaime Bettoni, Eros Eloy da Silva Nogueira, Luís Carlos de Souza, Dewey Wollmann, Ana Paula Mussi Szabo Cherobim, Márcia Maria dos Santos Bortolucci, Antonio Cesar Pitela, Simone Bernardes Voese e Márcio Luciano Scherer* que através de seus ensinamentos nos levaram a vitória.

Resumo

OLIVEIRA, J.W de **Crises Financeiras**

O presente trabalho de pesquisa tem como objetivo geral, analisar como as crises de um país afeta a economia de outros e como objetivos específicos analisar as causas das varias crises financeiras que assombraram os sistemas financeiros de vários países nas últimas décadas do século XX e primeira do século XXI, analisar os efeitos da crise financeira americana na vida do cidadão e analisar os efeitos da crise nas principais economias mundiais. Sendo uma pesquisa Bibliográfica qualitativa. A pesquisa abrangeu a leitura, análise e interpretação de livros, periódicos, textos legais e documentos. Tendo como conclusão que com a grande interdependência entre as nações que surgiram depois da Segunda Guerra Mundial. Existe um estreito relacionamento entre as nações. Visto que, crises iniciadas em um determinado país espalham-se por outros em questão de meses. Foi assim com as crises da Argentina e do Chile nos 80 e do México nos anos 90. Estas crises tiveram seus efeitos em outras economias, mas de forma mais contida; devido ao fato de serem economias pequenas, comparadas com a Americana e a japonesa. Já a crise da Ásia ocorrida nos anos 90 teve um efeito mais devastador na economia mundial, pois, ela afetara primeiramente uma economia de grande porte, a japonesa e depois se espalhou por outras economias do leste asiático; afetando indiretamente outras economias ao redor do mundo. A crise subprime americana foi ainda pior, uma vez que, iniciou-se na maior economia do mundo; depois espalhara pelo mundo afetando diretamente grandes economias como China, Canadá, Brasil e Eurozona, que são suas maiores parceiras comerciais e indiretamente pequenas economias como as do leste europeu fora da Eurozona. A crise subprime teve um efeito muito mais devastador à economia mundial, comparando-a com outras crises, devido ao fato de que o Dólar americano é a moeda internacional mais importante do mundo e foi desvalorizada com a crise, prejudicando o comércio internacional mundial.

Palavras chave: Crises na América Latina, Crises Financeiras na Ásia e A Crise do Subprime.

Sumário

1-Introdução.....	V
2- Metodologia.....	VII
3- CRISES FINANCEIRAS NA AMÉRICA LATINA E NA ÁSIA.....	VIII
3.1- Crises financeiras na América Latina.....	IX
3.1.1- Origens das crises financeiras.....	IX
3.1.2- Crises financeiras no México.....	XIII
3.1.3 - Crise financeira na Argentina.....	XVII
3.1.4 - A América Latina saindo da crise.....	XX
3.2 - Crises financeiras na Ásia.....	XXIV
3.2.1 – Crise financeira na Tailândia.....	XXXII
3.2.2 – O boom da crise tailandesa.....	XXXVII
3.2.3 – A crise tailandesa contagia a Ásia.....	XL
3.2.4 – A vulnerabilidade das economias asiática.....	XLIII
4 - A CRISE DO SUBPRIME.....	XLVII
4.1 – Origens da Bolha Imobiliária.....	XLVIII
4.2 - O estouro da crise.....	L
4.3 - A crise Subprime espalha-se para outros setores da economia americana.....	LIII
4.4 – A crise Subprime chegou ao Brasil.....	LVI
4.5 – A Crise Subprime espalha-se pelo mundo.....	LVIII
4.6 - Possíveis medidas para evitar crises como a do Subprime.....	LX
5 - CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	LXIV
6 - BIBLIOGRAFIA.....	LXV

1- INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo geral analisar como as crises de um país afeta a economia de outros. Tendo a seguinte estrutura: no item 3 analisaremos as causas e os efeitos das crises financeiras ocorridas na América Latina nos anos 80 e na Ásia nos anos 90, já no item 4 analisaremos as causas e efeitos da crise subprime americana e serão apontadas possíveis medidas para evitar crises como a do subprime.

O presente trabalho tem ainda como objetivo específico analisar as causas das várias crises financeiras que assombraram os sistemas financeiros de vários países nas últimas décadas do século XX e primeira do século XXI;

A maior crise econômico-financeira dos últimos 40 anos iniciou-se no sistema imobiliário norte-americano, mais precisamente no chamado Sistema Subprime; em sentido amplo, subprime é um crédito de risco, concedido a um tomador que não oferece garantias suficientes para se beneficiar da taxa de juros mais vantajosa, em sentido mais restrito, o termo é empregado para designar uma forma de crédito hipotecário para o setor imobiliário, surgida nos Estados Unidos e destinada a tomadores de empréstimos que representam maior risco. Esse crédito imobiliário tem como garantia a residência do tomador e muitas vezes era ligado à emissão de cartões de crédito ou a aluguel de carros. A Crise do subprime é uma crise financeira desencadeada em 2006, a partir da quebra de instituições de crédito dos Estados Unidos, que concediam empréstimos hipotecários de alto risco, arrastando vários bancos para uma situação de insolvência e repercutindo fortemente sobre as bolsas de valores do mundo inteiro. A crise tornou-se pública a partir de Fevereiro de 2007, e havia fortes tendências de atingir generalizadamente todos os setores econômicos de todas as economias do mundo. Esta notícia teve um efeito devastador na economia, uma vez que, a concessão de crédito ficou mais embaraçada, o governo passou a controlar o sistema bancário de maneira mais rígida, encarecendo o valor do crédito a pessoas físicas e jurídicas.

Com o encarecimento do crédito e a rigidez no controle da concessão de novos empréstimos e financiamentos, a próxima etapa da crise foi à desaceleração da economia, uma vez que, quase todas as vendas do comércio mundial são realizadas a prazo, sobretudo em dois setores relevantes da economia mundial que são o Automobilístico e o Imobiliário, estes dois setores empregam diretamente e

indiretamente milhões de pessoas no mundo, uma crise que atinge qualquer um desses dois setores causa danos terríveis na economia mundial, uma vez que, estes setores são à base da economia de qualquer país

Após estas fases veio a recessão econômica, uma vez que, todas as empresas produzem menos com o receio de não ter mercado para negociar sua produção, a consequência da recessão é o desemprego, uma vez que, com as reduções na produção muitas máquinas ficam ociosas na empresa. Essa é a pior fase da crise, uma vez que, ela passa a atingir todas as classes e setores da economia, desde um simples dono de uma mercearia de bairro até uma mega empresa do setor automobilístico como a General Motors e até mesmo grandes bancos como o Bank of American.

2 - METODOLOGIA

Quanto aos procedimentos, o presente trabalho caracteriza-se como uma pesquisa Bibliográfica qualitativa. A pesquisa bibliográfica abrange a leitura, análise e interpretação de livros, periódicos, textos legais e documentos. Todo material recolhido deve ser submetido a uma triagem, a partir da qual é possível estabelecer um plano de leitura. Trata-se de uma leitura atenta e sistemática que se faz acompanhar de anotações que eventualmente, poderão servir à fundamentação teórica do estudo. Assim sendo, deve ser uma rotina tanto na vida profissional de professores e pesquisadores, quanto na dos estudantes que desenvolvem pesquisas acadêmicas. Isso porque a pesquisa bibliográfica tem por objetivo conhecer as diferentes contribuições científicas disponíveis sobre determinado tema. Ela dá suporte a todas as fases de qualquer tipo de pesquisa, uma vez que auxilia na definição do problema, na determinação dos objetivos, na construção de hipóteses, na fundamentação da justificativa da escolha do tema e na elaboração do relatório final. Encontra-se em Andrade (1999), Gil (1991), Severino (2000) importantes diretrizes para o êxito na pesquisa bibliográfica, no que se refere à leitura, análise e interpretação de textos e livros.

3 – CRISES FINANCEIRAS NA AMÉRICA LATINA E NA ÁSIA

Introdução às crises da América Latina e da Ásia

As crises da América Latina e da Ásia ocorreram em tempos diferentes e tiveram naturezas e conseqüências distintas. A crise da América Latina teve suas causas ligadas principalmente a incapacidade de seus governantes em gerir os problemas internos. O que causou crises na América Latina foram medidas, conquanto amadoras de alguns governos, como por exemplo, privatizar empresas locais, por barreiras as importações e imprimir papel moeda de forma exagerada. Estas medidas causam desconfianças no mercado externo; fazendo com que os países latino-americanos deixassem de receber investimentos estrangeiros.

As conseqüências da crise latina foram locais devido a pouca representatividade de suas economias no comércio internacional. O fato é que crises ocorridas em economias pequenas como: México e Argentina, não têm efeitos de grandes proporções na economia mundial.

Já a crise da Ásia teve suas causas ligadas a fatores diferentes aos da crise da América Latina. Os fatores da crise da Ásia foram distintos inclusive dentro do próprio continente. O que levou o Japão a crise, por exemplo, foi o excesso de crédito e o rápido desenvolvimento de alguns setores de sua economia que levaram o preço das ações de empresas a valores estratosféricos. Já a crise na Tailândia, ocorreu devido à medida do governo em fixar a moeda local, o Baht, com o Dólar, americano. Está medida encareceu seus produtos juntos aos outros países da Ásia, que tinham suas moedas locais, com cotação inferior ao Dólar. Os demais países asiáticos afetados pela crise foram afetados pelo efeito cascata, onde anos mais tarde com a crise na América, muitos investidores migraram seus investimentos para o continente asiático. Com o estouro da crise no Japão estes mesmos investidores fizeram o caminho contrário; causando crises financeiras e cambiais em alguns países do continente asiático.

3.1- Crises financeiras na América Latina

3.1.1 – Origens das crises financeiras

Como é sabida desde a Revolução Industrial no século XVIII a relação entre os países tornaram-se mais próximas, foi nesta época em que começou a surgir o termo Globalização, que é a interdependência entre as nações capitalistas. Desde esta época o comércio internacional cresceu de forma acentuada, e é neste contexto que surge para as nações a necessidade de uma moeda internacional, aceita em todo o mundo, atualmente temos o Dólar americano como moeda internacional.

O fato de termos a moeda americana como referência para o comércio torna o mundo todo muito ligado a tudo que ocorre na economia americana, ainda mais nos últimos 15 anos com a queda do Iene japonês e com o forte desenvolvimento da economia chinesa que comercializa muito com os americanos, tornando a moeda deles cada dia mais forte.

É nestes contextos que surgem para o mundo atual o principal instrumento de crescimento das economias dos países desenvolvidos que é o crédito.

Pense no que seria a vida do cidadão nos dias de hoje se não fosse o crédito, a cerca de 20 anos atrás uma ínfima parcela da população tinha cartões de crédito. Atualmente o número de cartões de crédito cresceu centenas de vezes, parece besteira às vezes nem parar para pensar o quanto isto é importante para o desenvolvimento de um país. Pois um país desenvolvido é aquele que consome bastante, não o que a balança comercial é positiva no final do ano. Se parar e analisar um pouco notará que a balança comercial americana é negativa e nem por isto eles são uma economia subdesenvolvida, por outro lado a balança comercial brasileira é positiva e nem por esta razão o País é desenvolvido. Tudo isto trazido ao tema apenas para ilustrar o quanto o consumo é importante na economia de um país.

Com as inúmeras crises ocorridas nos últimos tempos. Os sistemas financeiros globais tornaram-se um grande desafio econômico para quem defende a Globalização. Após a Segunda Guerra Mundial, as crises financeiras sempre ocorreriam depois de períodos em que eram mandados grandes volumes de capital líquido para economias em desenvolvimento. (M. WOLF, Rec. Sist.Fin. Global 2009, p.1.)

Essa situação corriqueira ¹ converteu os sistemas financeiros globais no maior desafio econômico para quem defende a integração da economia mundial, processo hoje quase universal. Porém, esses desafios não afrontam apenas a política econômica. Ao contrário, o funcionamento do sistema financeiro enquadra-se completamente no domínio dos economistas. Se os sistemas financeiros globais não contribuem em nada, senão para semear catástrofes em seu rastro, torna-se quase impossível defender os atuais níveis de integração econômica, quanto mais empenhar-se por maior estreitamento. . (M. WOLF, Rec. Sist.Fin. Global, 2009, p.1)

Apontando para a onda de crises, alguns economistas eminentes condenam diretamente a integração financeira. Entre eles destaca-se o ganhador do Prêmio Nobel, Joseph Stiglitz, das universidades de Columbia e Manchester, e Jagdish Bhagwati, também de Columbia, o mais notável proponente contemporâneo do comércio liberal. Os dois economistas concordam entre si a respeito de poucos pontos, mas este sem dúvida é um deles. (M. WOLF, Rec. Sist.Fin.Global, 2009, p.2)

Embora quase todos os economistas reconheçam os benéficos do livre-comércio, essa quase unanimidade definitivamente não se aplica às finanças liberais. Quanto a esse tópico, as opiniões na profissão se dividem de maneira muito igualitária. George Soros, o melhor exemplo no mundo contemporâneo de raposa financeira, que se converteu em pretense zelador do galinheiro, também tem sido crítico persistente dos mercados financeiros. Os desastres financeiros também têm exercido conseqüências diretas e funestas sobre a política das economias emergentes. Por causa do vagalhão de crises financeiras devastadoras, o ânimo público na América Latina se voltou acentuadamente contra o tão condenado “neoliberalismo” no continente.

A integração financeira oferece vantagens potenciais para mercados financeiros liberais. Mas a exploração dessas vantagens e, ao mesmo tempo, a minimização dos riscos impõem enorme desafio. A experiência das últimas três décadas é prova conclusiva dessa realidade. Mesmo em meados da década de 1980, poucos economistas compreendiam o potencial para desastres da interação entre liberalização dos sistemas financeiros, integração financeira global e sistema financeiro monetário internacional. Notável exceção foi o falecido Carlos Díaz Alejandro, o mais sábio de todos os economistas latino-americanos, em artigo

presciente, publicado em 1985. Hoje, todos já sabemos mais; porém, apenas depois de uma longa série de lições brutais.

No entanto, para agir melhor, precisamos compreender tanto as vantagens quanto os perigos dos sistemas financeiros globais liberais. Ainda hoje, grandes quebras de safras ou oscilações violentas nos preços de determinada commodity pode exercer impacto significativo sobre um país desenvolvido. O preço do petróleo é exemplo óbvio. No entanto, nos países de alta renda, assim como na maioria dos países em desenvolvimento mais avançados, nenhum setor produtivo isolado é capaz de afetar toda a economia. Porém, o impacto das crises financeiras sacode a economia inteira. Na verdade, esses efeitos não raro afetam muitas economias ao mesmo tempo. Para compreender a natureza desses riscos e os desafios políticos deles decorrentes, precisamos conhecer tanto a microeconomia das finanças quanto a macroeconomia das taxas de câmbio, das finanças públicas e da política monetária. A microeconomia e a macroeconomia se encontram nas finanças.

Embora as crises financeiras mais significativas sejam internacionais, nada há de inconcebível em crises financeiras apenas internas. Entre as crises financeiras mais importantes das últimas três décadas, a crise japonesa de 1990 é a que mais se aproxima de evento predominantemente doméstico. Embora tenha decorrido de causas internacionais e tenha produzido conseqüências internacionais, o Japão era e ainda é país credor. Por essa razão, foi relativamente fácil para as autoridades gerenciar a crise sem conseqüências drásticas para o resto do mundo. Na verdade, a crise japonesa poderia ter sido resolvida com muito mais rapidez e eficácia. Era muito fácil para os governantes levantar empréstimos entre a própria população. Já as crises que envolviam fornecedores externos de capital – e, por definição globalização significa inclusão de estrangeiros nos sistemas financeiros- tendem a ser muito mais custosas e de manejo bem mais difícil.

Os estrangeiros, em geral, não confiam muito nos governos de outros países, mormente nos de países menos desenvolvidos. Mais importante, as autoridades internas do país em crise não alistar estrangeiros à força. Acima de tudo, as crises que envolvem capital estrangeiro geralmente acarretam crises cambiais e, portanto, com muita freqüência, degeneram em “crises gêmeas”, nas quais a interação do colapso das taxas de câmbio com grandes dívidas líquidas em moeda estrangeira descamba para a insolvência em massa do setor privado, inclusive com

bancarota do sistema financeiro. Nessa situação, as autoridades internas freqüentemente perdiam acesso aos mercados financeiros mundiais e se tornavam incapazes de socorrer o sistema financeiro sem ajuda externa.

Qualquer país do mundo afetado por este tipo de crise para sair dela é difícil, principalmente países subdesenvolvidos cuja confiança em seus governantes é duvidosa. Investidor estrangeiro nenhum emprestará dinheiro a países com pouca capacidade de solvência, o México e a Argentina já passaram por situações semelhantes. Para sair de tais situações tiveram de implantar inúmeras reformas como veremos adiante.

3.1.2- Crises financeiras no México.

Os países latino-americanos sempre se caracterizaram nas décadas de 70 e 80 do século XX por governos populistas e militaristas que não levavam aspectos importantes da economia a sério, como: saúde, educação, infra-estrutura na malha rodoviária e ferroviária e, sobretudo o câmbio, este sim o mais importante de todos estes citados. (P. KRUGMAN, A crise de 2008, 2009, p.31).

Um trágico exemplo disto foi o México que na década de 90 atravessou uma das maiores crises financeiras desde a crise de 1930 na Bolsa de Nova York. Tudo começou na década de 80 quando o país suspendeu barreiras às importações, privatizou empresas estatais e eliminou déficits orçamentários e controlou a inflação, contrariando outros países que tomara medidas drásticas. Estas medidas deram resultados rápidos, não em termos de maior eficiência, mas também em consequência da confiança renovada dos investidores estrangeiros quanto à economia do país. (P. KRUGMAN, A crise de 2008, 2009, p.35)

Essas reformas foram inovações de jovens bem-educados, que pretendiam promover o México em país moderno, acreditando que, para tanto, precisavam tornar a economia mexicana mais integrada com a economia mundial. A economia do país estava aberta para investidores estrangeiros, com ampla garantia de seus direitos de propriedade. Eles estavam dispostos a modernizar o México queriam que as indústrias deles desenvolvessem por meio de empresas nacionais para atender o próprio país, o dinheiro do exterior era bem-vindo desde que não significasse controle externo, era permitido que as empresas contraíssem empréstimos em bancos nos Estados Unidos, desde que as ações com direito a voto permanecesse nas mãos dos mexicanos.

Essa política foi ineficiente, haviam muitas fábricas voltadas à exportação, que tinham permissão para operar apenas numa faixa estreita perto da fronteira americana.

No final dos anos 80 a cautela tradicional foi lançada aos ventos. A economia do país entrou em um surto de prosperidade febril, impulsionada por novas descobertas de petróleo, pelos altos preços do petróleo nos mercados internacionais e pelos enormes empréstimos dos bancos estrangeiros. . (P. KRUGMAN, A crise de 2008, 2009, p.34).

Com todos estes problemas internos, alguns deixados de herança pela crise internacional do petróleo entram em cena uma nova geração. ²*Está nova classe se tornara cada vez mais influente no partido dominante e no governo do México. Bem-educada, com pós-graduação em Harvard ou no MIT, inglês fluente e abordagem internacionalista, eram, contudo, bastante mexicanos para navegar com desenvoltura nas águas do fisiologismo e do clientelismo político do PRI, mas demasiado americanizado para acreditar que os acontecimentos deveriam ser diferentes. A crise econômica deixou a velha guarda, os “dinossauros” sem respostas; o “tecnocrata”, capazes de explicar como as reformas de livre mercado haviam funcionado no Chile, com o crescimento orientado para exportações dera resultado na Coréia do Sul, como se tinha conseguido a estabilização monetária em Israel, vira-se na situação de homens do momento.*

Em dezembro de 1994, diante do constante escoamento das reservas internacionais, as autoridades mexicanas precisavam decidir sobre um plano de ação. Uma alternativa para estancar as perdas seria aumentar a taxas de juros, tornando mais atraente para os mexicanos residentes manter o dinheiro em pesos e, talvez, também aliciando dinheiro estrangeiro. Porém, o aumento das taxas de juros seria prejudicial para as empresas e para o consumo; e, depois de vários anos de crescimento decepcionante, o México já estava à beira da recessão. Outra hipótese será desvalorizar o peso – reduzir o seu valor em termos de dólares – na esperança de que essa medida tivesse as mesmas conseqüências ocorridas na Inglaterra, 16 meses antes. Ou seja, no melhor dos casos, a desvalorização poderia não apenas tornar mais competitiva as exportações mexicanas, mas também convencer os investidores estrangeiros de que os preços dos ativos mexicanos estavam atraentes, até possibilitando a redução da taxa de juros. (P. KRUGMAN, A crise de 2008, 2009, p.48).

O México optou pela desvalorização. Mas o fez de forma atabalhoada. A conseqüência esperada da desvalorização cambial é que os especuladores digam. “Tudo bem acabou!” e parem de apostar em sua queda contínua. Foi como funcionou na Inglaterra e na Suécia, em 1992. O perigo é que os especuladores, ao contrário, interpretaram a desvalorização como indício de queda ainda maior, intensificando ainda a especulação. Para evitar esse círculo vicioso, o governo deveria observar certas regras. Primeiro, se o caso de desvalorizar, a desvalorização

deve ser bastante grande. Do contrário, apenas se criam expectativas de maiores desvalorização. Segundo, logo depois da desvalorização, emita todos os sinais de que a situação está sob controle, de que as autoridades econômicas são pessoas responsáveis, que compreendiam a importância de tratar bem os investidores, e assim por diante. Se assim não for, a desvalorização pode confirmar e alimentar dúvidas sobre a solidez da economia e deflagrar o pânico.

O México não observou essas regras. A desvalorização inicial foi de apenas 15%, a metade do que vinham sugerindo economistas como Dornbusch. E o comportamento das autoridades públicas foi tudo menos tranquilizador. O novo ministro da Fazenda, Jaime Serra Puche, pareceu arrogante e indiferente à opinião dos credores internacionais; ainda pior, logo ficou claro que os empresários mexicanos haviam sido consultados sobre desvalorização antecipadamente, dispondo de informações privilegiadas inacessíveis aos investidores externos. A fuga de capital maciça agora era inevitável, e o governo mexicano em breve se viu forçado a abandonar de vez a taxa de câmbio fixa.

No entanto, Serra Puche foi rapidamente substituído e o México começou a emitir os sinais certos. Até seria o caso de supor que todas as reformas posteriores a 1985 trariam alguma contribuição. Mas, não: os investidores estrangeiros estavam em estado de choque – perplexos – ao descobrir que o México não o baluarte que parecia, e quiseram sair a qualquer custo. Em breve, o peso despencara à metade do valor anterior a crise. (P. KRUGMAN, A crise de 2008, 2009, p.49).

O problema mais premente era o próprio orçamento público. Os governos cuja credibilidade financeira é suspeita têm dificuldade em vender bônus de longo prazo e, em geral, acabam com valores substanciais de dívidas de curto prazo, que devem ser roladas a intervalos freqüentes. O México foi exceção; e a necessidade de pagar altas taxas de juros sobre a dívida foi uma das principais fontes das dificuldades fiscais da década de 1980. Como é sabido, um dos grandes benefícios do acordo Brady, de 1989, foi que, ao aumentar a confiança dos investidores, criou condições para que o México rolasse suas dívidas de curto prazo a taxas de juros muito baixas. Agora, esses ganhos estavam perdidos, e mais: em março o México pagava aos investidores juros de 75%. Pior ainda, na tentativa de convencer os mercados de que não desvalorizaria a moeda, o México convertera bilhões em dívidas de curto prazo nos chamados tesobonos, que eram títulos indexados ao

dólar. Quando peso afundou, o tamanho dessas dívidas dolarizadas explodiu. E toda a publicidade em torno do problema do tesobonos apenas reforçou a sensação de pânico

Com isto, a crise financeira do governo transbordou para o setor privado. Em 1995, o PIB real do México caiu 7%; a produção industrial, 15%. Milhares de empresas faliram; centenas de milhares de trabalhadores perderam o emprego. Algo tão colossal quanto o que ocorrera com os Estados Unidos em fins da década de 20 e começo da década de 1930. Tem que ter certo cuidado na conversão de títulos de curto prazo para longo em moeda estrangeira, pois, se a determinada moeda se valoriza, os valores da dívida dos títulos vão para valores exorbitantes, e foi o que ocorrera com o México quando converteu os tesobonos em dólar americano.

3.1.3 - Crise financeira na Argentina

Como é sabido de todos os brasileiros os argentinos são um tanto quanto pretensiosos; apesar deste sentimento de rivalidade que temos com os argentinos, que obviamente é sadio, a afinal somos o maior parceiro comercial deles atualmente. Na primeira metade do século passado eles tinham todas as situações para se sentirem assim em relação aos brasileiros. ⁴*“Rico como um argentino.” Esse era o epíteto comum na Europa, antes da Primeira Guerra Mundial, quando a Argentina era vista pelo público e pelos investidores como a terra da oportunidade. O exemplo da Austrália, do Canadá, e dos Estados Unidos.*

A Argentina era um país rico em recursos, um dos destinos favoritos tanto para emigrantes quanto para o capital europeu. Buenos Aires era uma cidade graciosa com atmosfera européia, eixo de uma rede ferroviária de primeira classe, construída e financiada pelos ingleses, que recolhia o trigo e a carne dos pampas a serem exportados para o mundo. Interligada pelo comércio e pelos investimentos à economia global e conectada pelos cabos telegráficos aos mercados de capitais mundiais, a Argentina era membro respeitado do sistema internacional anterior à guerra.

É verdade que, mesmo naquela época, a Argentina, às vezes já demonstrava certa tendência para imprimir dinheiro em excesso e para enfrentar dificuldades no serviço de sua dívida externa. Porém, situação semelhante ocorria com os Estados Unidos. Poucos imaginavam que a Argentina ficaria tão para trás.

O período entre as duas guerras foi difícil para Argentina, assim como para todos os países exportadores de recursos. Os preços dos produtos agrícolas estavam baixos na década de 1920 e entraram em colapso na década de 1930. A situação foi agravada ainda mais pelo acúmulo de dívida nos anos de vacas gordas. Com efeito, a Argentina era como o agricultor que se endividou demais nos bons tempos e que agora se encontra dolorosamente espremida entre preços em queda e as despesas fixas com o pagamento de empréstimos. No entanto, a Argentina não se saiu assim tão mal quanto se esperar durante a Grande Depressão. Seu governo se mostrou menos doutrinário que os dos países avançados dispostos a defender as propriedades monetárias a todo custo. Graças ao peso desvalorizado, ao controle da fuga de capitais e à moratória na amortização da dívida, a Argentina conseguiu recuperar-se razoavelmente bem depois de 1932; na verdade, em 1934, os

européus mais uma vez emigrava para lá, onde tinha melhores perspectivas de encontrar trabalho.

Mas o sucesso das políticas heterodoxas durante aqueles anos difíceis contribuiu para o desenvolvimento de hábitos de governos que se demonstravam cada vez mais destrutivo com o passar do tempo. Os controles de emergência sobre o câmbio se transformaram em conjunto assustadoramente complexo de regulamento que desestimulavam as empresas e fomentavam a corrupção. As limitações temporárias às importações se converteram em barreiras permanentes e possibilitaram a sobrevivência de indústrias de ineficiência espantosa. As empresas nacionalizadas se tornaram sorvedouros de fundos públicos, empregando centenas de milhares de pessoas e, ainda assim, não prestando serviços essenciais de qualidade. E as despesas públicas financiadas por meio de endividamento crescente reiteradamente escapavam a qualquer controle, gerando surtos inflacionários cada vez mais avassaladores. (P. KRUGMAN, A crise de 2008, 2009, p.41)

Na década de 1980, as coisas iam de mal a pior. Depois da derrota fragorosa na Guerra das Malvinas, em 1982, o governo militar da Argentina foi deposto e Raúl Alfonsín assumiu o poder, com promessas de revitalizar a economia. Mas a crise da dívida da América Latina atingiu a Argentina com a mesma intensidade com que assolou toda a região, contribuindo para o fracasso retumbante da tentativa de Alfonsín de estabilizar os preços mediante a adoção de nova moeda, o austral. Em 1989, o país padecia de verdadeira hiperinflação, com os preços subindo a taxa anual de 3000%.

O vitorioso nas eleições de 1989 foi Carlos Menem, peronista, ou seja, do partido fundado por Juan Domingos Perón, cujas políticas nacionalistas e protecionistas, mais que qualquer outro fator, contribuiu para que a Argentina retrocedesse à categoria de país de Terceiro mundo. Mas Menem, como logo se constatou, estava preparado para adotar versão econômica da viagem de Richard Nixon à China. Nomeou ministro da Fazenda Domingo Cavallo, PhD por Harvard, que elaborou plano de reformas ainda mais radical que o do México.

Parte do plano envolvia a abertura da Argentina para os mercados mundiais- e, em especial, acabava com o hábito tradicional e destrutivo de tratar as exportações agrícolas do país como vacas leiteiras, a serem tributadas com alíquotas proibitivas, de modo a subsidiar todas as demais atividades.

A privatização do imenso setor estatal, absolutamente ineficiente, também se desenvolveu em ritmo acelerado. Como as políticas públicas da Argentina, até então, se incluíram, em tese, entre as piores do mundo, as reformas fizeram enorme diferença. Porém, o toque diferencial de Cavallo foi à reforma monetária com o objetivo de encerrar definitivamente a história inflacionária do país, ele ressuscitou um sistema monetário que praticamente havia sido esquecido pelo mundo moderno.

O regime era muito comum nas possessões coloniais européias. Em geral, essas colônias podiam emitir a própria moeda. Porém, seu valor era atrelado de forma rígida ao da moeda da metrópole e sua solidez era garantida por lei, exigindo que as emissões de moeda local fossem integralmente lastreadas por reservas em moeda forte. Ou seja. O público tinha o direito de converter a moeda local em libras ou em francos, a taxa fixa legal, e o banco central tinha a obrigação de manter quantidades suficientes de moeda da metrópole para assegurar a conversão da totalidade da moeda local.

Nos anos do pós-guerra, com o declínio dos impérios coloniais e com a ascensão da gestão econômica ativa, os currency boards caíram em desuso. É verdade, em 1983, Hong Kong, ao enfrentar corrida contra a moeda, instituiu um currency boards, atrelando o dólar de Hong Kong ao dólar dos Estados Unidos, à taxa de 7,8. Mas Hong Kong era, em si, relíquia colonial, ainda que imbuída de dinamismo extraordinário, e o precedente não atraiu muita atenção.

No entanto, a necessidade de credibilidade da Argentina era desesperadora e Cavallo retornou ao passado. O malfadado austral foi substituído pelo peso redivivo, com taxa de câmbio fixa de Um para Um em relação ao dólar – cada peso em circulação se ancorava em um dólar de reserva. Após décadas de abusos contra a moeda, a Argentina havia renunciado, por força de lei, à própria capacidade de imprimir dinheiro, a não ser que alguém quisesse trocar um dólar por peso

Com todas estas medidas tomadas por Cavallo os resultados vieram rapidamente, a inflação caiu para quase zero. Argentina negociou um acordo Brady, como o México assim também o havia feito, os investidores estrangeiros voltaram a investir no país e a economia real se acelerou rapidamente, após anos de queda, o PIB, cresceu um quarto em três anos.

3.1.4 - A América Latina saindo da crise

A América Latina no início dos anos 90 necessitava com urgência de dólares com que o México pudesse liquidar os Tesobonos no vencimento, dólares que permitissem à Argentina imprimir pesos para emprestá-los aos bancos.

⁵O pacote mexicano foi maior, o mais urgente e, politicamente mais difícil dos dois. Embora boa parte do dinheiro tenha provindo de agências internacionais, com o Fundo Monetário Internacional, a Europa e o Japão encaravam o socorro ao México como problema principalmente dos Estados Unidos, razão por que os estados Unidos deveriam entrar em fatia considerável do dinheiro. Infelizmente, forças políticas se arregimentaram contra o salvamento. Os que haviam combatido com tenacidade o NAFTA (Acordo de Livre Comércio da América do Norte) encaram a crise com oportunidade de desforra e se opuseram a que o dinheiro dos contribuintes fosse utilizado para socorrer os mexicanos e seus bancos. Ao mesmo tempo, os conservadores não viam com bons olhos a idéia em si de intervenção governamental para sustentar os mercados, e, em especial, não aprovavam a interferência do Fundo Monetário Internacional, que interpretavam como um avanço rumo ao governo mundial. Logo ficou claro que o Congresso americano não liberaria fundos para o socorro ao México. (P. KRUGMAN, A crise de 2008, 2009, p.52)

Felizmente, concluiu-se que o Tesouro dos Estados Unidos poderia utilizar, a seu critério, o Exchange Stabilization Fund. (Fundo de Estabilização Cambial), pote de dinheiro destinado a intervenções de emergência nos mercados cambiais externos. A intenção da legislação que constituiu esse fundo era, evidentemente, estabilizar o valor do dólar, mas a letra da lei não era expressa nesse sentido. Assim, com criatividade admirável, o Tesouro lançou mão desse recurso para, ao contrário, estabilizar o peso. Recorrendo ao ESF e a outras fontes, rapidamente disponibilizou-se para o México formidável linha de crédito de US\$ 50 bilhões; e, após vários meses arrebentar o coração, a situação financeira de fato começou a estabilizar-se.

Essas operações de resgate do México e da Argentina não evitaram grave contração da economia – bem pior, na realidade, que a do primeiro ano de crise da dívida da década de 1980. Mas, em fins de 1995, os investidores começaram a acalmar-se, acreditando que, talvez, os países não estariam em colapso. As taxas de juros caíram; os gastos aumentaram; e, em breve, o México e a Argentina

estavam em rápida recuperação. Para milhares de empresas e milhões de trabalhadores, a crise havia sido devastadora. Mas ela terminou mais cedo do que se receava ou esperava.

Dois anos depois da crise da tequila, parecia que tudo voltara à normalidade. O México e a Argentina prosperavam; os investidores que se mantiveram calmos na verdade se saíram bem. E assim, de modo perverso, o que deveria ter sido um alerta se transformou, ao contrário, em fonte de complacência. Embora poucos tenham compilado, de forma explícita, da crise da latino-americana, um resumo informal da sabedoria convencional pós-tequila seria mais ou menos o seguinte.

Primeiro, a crise tequila não teve nada a ver com a atuação do mundo em geral: Ela foi consequência de o México ser o México. Suas causas foram erros da política mexicana – sobretudo, a aceitação da sobrevalorização cambial; a expansão, em vez da contração do crédito, quando se iniciou a especulação contra o peso; e a forma desastrosa como se conduziu a desvalorização em si, exasperando os investidores. E a intensidade da queda da atividade econômica, após desvalorização, resultou, sobretudo, da situação político-econômica, sobretudo difícil do México, com seu legado ainda pendente de populismo e antiamericanismo. Até certo ponto, se poderia afirmar que a queda na atividade econômica foi punição pela fraude nas eleições de 1988.

A lição a ser aprendida, em suma, é que a derrocada do México foi de pouca relevância para resto do mundo. É verdade que a crise transbordou para o restante da América Latina; mas a passagem de raspão da Argentina pelo colapso financeiro, por alguma razão, não deixou marcas profundas na memória mundial, talvez em face do vigor da recuperação. E, sem dúvida, a crise tequila não ocorreria em economias bem dirigidas, sem toda uma história de populismo macroeconômica, como as economias miraculosas da Ásia.

Outra lição diz respeito não ao México, mas a Washington – ou seja, ao Fundo Monetário Internacional e ao Departamento do Tesouro dos Estados Unidos. A crise pareceu demonstrar que Washington mantinha a situação sob controle; que dispunha de recursos e de conhecimentos para conter até mesmo graves crises financeiras. Rapidamente se mobilizou enorme ajuda a favor do México; e a operação de socorro surtiu resultados. Em vez dos sete anos de vacas magras da década de 1980, a crise da tequila acabou em um ano e meio. Parecia que o dono

da bola tinha progredido nesse tipo de coisas. Passados, 14 anos do início da crise da tequila, quando boa parte do mundo, inclusive os Estados Unidos, enfrenta crise financeira que apresenta semelhanças marcantes com os eventos de 1994-95, não há dúvida de que aprendemos as lições erradas com a crise da América Latina.

Ao contrário, deveríamos ter repetido a indagação do economista Guilherme Calo, do Banco Mundial e depois da Universidade de Maryland, em sucessivas reuniões: “Por que se aplicou punição tão severa a um crime tão pequeno?” Já no rescaldo da crise da tequila, era muito fácil rever as políticas adotadas pelo México, quando irromperam as primeiras chamas, e encontrar numerosos erros.

Porém, o fato é que, na época, elas pareciam muito boas, e mesmo a posteriori, era difícil identificar falhas bastante graves para justificar a catástrofe econômica de 1995. Deveríamos ter levado mais a sério a indagação de Calvo – com suas implicações em termos da existência de mecanismos que transformaram pequenos erros em grandes desastres. Deveríamos ter analisado com mais cuidado os argumentos de alguns comentaristas, segundo os quais, na realidade, não se cometeram grandes erros, exceto a rápida seqüência de trapalhadas que arremessaram o México na contramão das percepções do mercado, deflagrando um processo de pânico justificado.

Em conseqüência, também deveríamos ter percebido que os acontecimentos de México poderiam repetir-se em outros lugares; que o aparente sucesso de uma economia e a admiração dos mercados e da mídia por seus gestores não representam garantias de imunidade contra crises financeiras repentinas.

Em retrospectiva, também é evidente que demos muito crédito a “Washington”, ao FMI e ao Tesouro dos Estados Unidos. É verdade que essas instituições agiram com coragem e determinação e que os resultados foram afetados pelo espírito de desforra. Porém, sob escrutínio mais minucioso, os presságios não eram assim tão bons para que se conseguisse reprisar o desempenho. De saída, a mobilização do dinheiro resultou de prestidigitação legal, que se justificou, sobretudo, pelo significado do México para os interesses dos Estados Unidos. O dinheiro não surgiria com tanta rapidez e facilidade em crises futuras. O socorro ao México também foi simplificado pela cooperação do governo mexicano: A equipe de Zedillo não tinha orgulho a engolir ao menos em relação à história do México – e

concordava plenamente com Washington sobre o que precisava ser feito. O relacionamento com os países asiáticos acostumados a negociar em posição, e com os líderes asiáticos, afeitos a conduzir as situações à sua maneira seria muito diferente.

Talvez, acima de tudo não compreendemos a extensão que o México e Washington simplesmente tiveram sorte. O socorro não foi, na verdade, plano bem elaborado que atacou a essência da crise. Resumiu-se, isto sim, em injeção de dinheiro, em condições de urgência, para salvar um governo sitiado, que fez a sua parte ao adotar medidas dolorosas, não só por serem as mais eficazes naquelas condições, mas também, acima de tudo, para demonstrar a seriedade do governo e, assim restaurar a confiança dos mercados. Os esforços foram bem-sucedidos, embora somente depois de a economia tiver sido punida com rigor. Porém, não havia boas razões para supor que a mesma estratégia seria eficaz na próxima vez.

Com os empréstimos concedidos pelo FMI e principalmente pelos Estados, o México conseguiu dólares para sanar sua segunda crise em menos de 20 anos. O que ninguém estava preparado era para a eclosão poucos anos depois, de nova crise na Ásia, no estilo tequila, seja para a ineficácia de nova operação de socorro, também no estilo tequila. Estávamos ainda menos preparados para a crise global que irrompeu 2007. O mais estranho sobre nossa inépcia foi que a maior economia da Ásia já enfrentava sérias dificuldades – e vinha demonstrando extrema incapacidade para cuidar dos próprios negócios, mas este assunto será tratado no capítulo seguinte.

Por derradeiro, as crises do México e da Argentina tiveram várias semelhanças. Porém a de maior destaque é que nenhum desses países conseguiu sanar suas crises sem a ajuda estrangeira. Ambos precisaram recorrer à ajuda de fundos internacionais como o FMI para emprestar-lhes Dólares para que pudessem novamente voltar a imprimir suas moedas. Além disso, puderam assim lançar mão da política de fixação do câmbio, ou seja, para cada Dólar em circulação no país, um peso.

3.2 - Crises financeiras na Ásia

Como é sabido, nenhum país do mundo está livre de passar por uma crise financeira, ao longo dos anos houve várias crises financeiras espalhadas pelo mundo, porém sempre afetando países com economias de pequenos portes como México e Argentina, que não tivera influências colossais em outras economias, devido ao volume pequeno de negócios internacionais que estes países representavam.

Assim sendo, as crises resolveram pegar um gigante no comércio internacional, os fantásticos japoneses, com suas grandes empresas de alta tecnologia. Nenhum outro país no mundo tivera tão importante desenvolvimento industrial e econômico que o Japão, que saíra de um simples país tipicamente agrário a ser a segunda maior economia do globo. Mas como tudo na vida tem um preço; o preço pelo fabuloso desenvolvimento industrial japonês foi à pior crise financeira vivida pelo país em toda sua história.

⁶No começo de 1990, a capitalização de mercado do Japão – o valor de mercado total das ações de todas as empresas do país- era maior que a dos Estados Unidos, cuja população equivalia a duas vezes a do Japão e cujo o PIB correspondia a mais que o dobro daquele do Japão. A terra que nunca fôra barata no Japão superpopuloso, se tornara incrivelmente cara: De acordo com factóide amplamente divulgado, a milha quadrada sob o Palácio Imperial de Tóquio valia mais que todo o estado da Califórnia. Bem- vindo à “economia de bolha” equivalente japonês dos vibrantes anos 1920.

O fim da década de 1980 foi época de prosperidade para o Japão caracterizada por rápido crescimento, baixo desemprego e altos lucros. Contudo, nenhum fundamento econômico justificava a triplicação dos preços das terras e das ações. Mesmo naquele tempo, muitos observadores achavam que havia algo de patológico e irracional na prosperidade financeira do Japão – que empresas tradicionais, em setores de crescimento lento, não deveriam valer tanto quanto empresas em crescimento acelerado, com índices preço-lucro de 60 ou mais. Porém, como são comuns nos casos de mercados eufóricos, os céticos carecia de argumentos, ou de coragem, para justificar sua falta de convicção; a sabedoria convencional descobria todos os tipos de justificações para os preços estratosféricos.

As bolhas financeiras não são algo novo. Desde a euforia com as tulipas até a empolgação com a internet, mesmo mais sensato dos investidores tem dificuldade em não se deixar levar pelo impulso ou em adorar visão de longo prazo, quando todos estão ficando ricos. Porém, considerando a reputação dos japoneses em praticar o pensamento estratégico em longo prazo, a percepção comum de que o Japão S.A, era mais economia que economia de mercado, aberta para todos, a extensão da bolha ainda é algo surpreendente.

O fato é que a fama do Japão em termos de visão de longo prazo e de controle social dos investimentos sempre superou a realidade. Os especuladores imobiliários, que geralmente obtinham vantagens extraordinárias prerrogativas, mediante suborno de políticos, e que não raro conquistavam outras prerrogativas especiais, por meio de conexões Yakuza, sempre desempenharam papel importante no cenário japonês, desde tempos imemoriais. Os investimentos especulativos em imóveis quase provocaram uma crise bancária na década de 1970; situação evitada apenas por meio de um surto inflacionário, que reduziu o valor real da dívida dos especuladores e possibilitou a liquidação de empréstimos até então incobráveis. No entanto, as proporções da bolha japonesa eram surpreendentes. Será que haveria alguma explicação para o fenômeno, que não se limitasse à mera psicologia de massa.

Bem, ocorre que a bolha do Japão foi apenas um de vários acessos de febre especulativa em todo o mundo durante a década de 1980. Todos esses surtos tinham a característica comum de serem financiados principalmente por empréstimos bancários – em especial, instituições financeiras quase sempre comedidas começavam a oferecer crédito a investidores propensos ao risco e, não raro, até de honestidade questionável, em troca de taxas de juros um pouco acima das vigentes no mercado. O caso mais famoso foi o das associações de poupança e empréstimos dos Estados Unidos, representados no imaginário popular pela imagem do banqueiro de cidade pequena, cuja sinceridade e honestidade fôra retratada por Jimmy Stewart, em Itens a Wonderful Life, mas que, na década de 1980, passou a identificar-se, ao contrário, com a dos magnatas perdulários do mercado imobiliário texano. No entanto, erupções semelhantes de empréstimos duvidosos também ocorreram em outros lugares, mormente na Suécia – outro país que, em geral, não evoca febres especulativas. Os economistas há muito tempo argumentam que, por

trás de todos esses episódios, encontra-se o mesmo princípio econômico. O princípio é conhecido como risco moral.

O termo “risco moral” se originou no setor de seguros. Desde muito cedo, sobretudo no ramo de incêndio, as seguradoras perceberam que os proprietários com seguro total contra perdas apresentavam a tendência curiosa de sofrerem incêndios destruidores – sobretudo quando mudanças nas condições vigentes reduziam o valor de mercado de seus prédios a nível inferior ao da cobertura do seguro.

As operações de empréstimos, em si mesmas, tendem a gerar risco moral. Suponha que exista uma pessoa astuta, mas sem dinheiro, e que, com base em sua notória sagacidade, alguém decida emprestar-lhe um bilhão de dólares, para investir no que ela consideraria mais adequado, desde que ela comprometesse a liquidar o empréstimo em um ano. Mesmo com alta taxa de juros, seria um grande negócio para ela: Tomaria o empréstimo de um bilhão, aplicaria o dinheiro em algo capaz de oferecer retorno, mas também pode resultar em perda total, e torceria pelo melhor. Se o investimento der certo, ela ganha; se der errado, declara falência pessoal e vai embora.

Evidentemente, essa é a razão por que ninguém emprestaria um bilhão de dólares a alguém, sem capital próprio, para investir no que o tomador considerar mais interessante, por mais que o mutuário pareça inteligente. Os credores geralmente impõem restrições à utilização do dinheiro emprestado, além de exigir que o devedor invista quantias substanciais com recursos próprios, de modo a ter boas razões para evitar perdas

Não raro, contudo, os mutuantes parecem esquecer essas regras e emprestam grandes soma, sem muitas perguntas, a mutuários que ostentam reputação notória de saberem o que estão fazendo. Em outras ocasiões, as exigências de que o tomador invista quantia significativa, com recursos próprios, se transformou em fonte de instabilidade no mercado. Quando os ativos perdem valor, quem os adquiriu com dinheiro emprestado às vezes se depara com “chamada de margem”, ou seja, deve investir mais dinheiro próprio ou liquidar os empréstimos com a venda dos ativos, forçando ainda mais a queda dos preços, processo que tem sido elemento central das atuais crises financeiras. Porém, deixando de lado as

patologias do mercado, outra razão contribui para inobservância das regras: o risco moral é bancado pelo dinheiro dos contribuintes.

Não houve nada de misterioso sobre o início da prostração econômica do Japão em 1991: mais cedo ou mais tarde a bolha financeira acabaria estourando e quando ocorresse o estouro a conseqüência seria declínio nos investimentos, no consumo e, portanto, na demanda total. A mesma situação ocorreu nos Estados Unidos, depois da bolha do mercado de ações, na década de 1990, e, outra vez, após a ruptura da bolha habitacional, na década seguinte. No entanto, a pergunta é porque os formuladores de políticas, em especial, o banco central, não foram capazes de repor a economia em movimento. (P. KRUGMAN, A crise de 2008, 2009, p.62).

Indo em uma posição contrário a dos países latino-americanos que rotineiramente viviam crises financeiras, o Japão jamais havia passado por tal experiência. Mas além da crise financeira viria ainda o pior para uma economia aquecida como a japonesa que é a recessão econômica.

⁷*No decêndio seguinte ao estouro da bolha, o PIB japonês efetivamente caiu em apenas dois anos.*

Mas, ano a ano, o crescimento ficava cada vez mais abaixo não dos anteriores, mas também de qualquer estimativa razoável de sua capacidade. No decêndio seguinte a 1991, em apenas um ano o Japão cresceu à taxa média do decêndio anterior. Mesmo que se adote estimativa conservadora do crescimento do “produto potencial” do Japão, ou seja, o nível que seria atingido com o pleno emprego dos recursos, o produto real cresceu tão rápido quanto o produto potencial em apenas um ano.

Os economistas reservaram uma daquelas famosas frases canhestras para designar essa experiência japonesa: “recessão de crescimento”. Recessão de crescimento é o que ocorre quando a economia cresce, mas não com rapidez suficiente para acompanhar a expansão da capacidade, o que resulta em aumento contínuo da ociosidade de máquinas e trabalhadores. Em geral, as recessões de crescimento são um tanto raras, pois os surtos de prosperidade e prostração tendem a ganhar impulso, gerando fases cada vez mais nítidas de crescimento acelerado ou de declínio acentuado da atividade econômica. No entanto, basicamente, a recessão de crescimento do Japão durou uma década, situação que o deixou tão abaixo do

ponto em que deveria estar que quase se configurou novo fenômeno: depressão de crescimento.

A morosidade da deterioração da economia japonesa é, em si, fonte de muita confusão. Com a depressão se infiltrou sorrateiramente no país, em nenhum momento ocorreram manifestações de clamor público para que o governo adotasse medidas drásticas. Como a locomotiva econômica do Japão perdeu força aos poucos, em vez de dar freada brusca e estrepitosa, o próprio governo passou a adotar critérios cada vez menos rigoroso na avaliação do desempenho da economia, encarando o crescimento continua como validação de suas políticas, muito embora a atividade econômica estivesse bem aquém do nível em que poderia e deveria estar. Ao mesmo tempo, analistas japoneses e estrangeiros tendiam a assumir que, por ter avançado com tanta lentidão durante tanto tempo, a economia não tinha condições de crescer em ritmo mais acelerado.

A reação comum às recessões é reduzir às taxas de juros a quase zero – permitir que as pessoas tomem empréstimos baratos de vales para que comecem a sair novamente ao consumo. O Japão demorou em tomar a atitude de cortar as taxas de juros depois do estouro da bolha, porém acabara reduzindo as taxas zero.

A resposta clássica, a que em geral associa ao nome de John Maynard Keynes, é que, se o setor privado não gastar o suficiente para manter o pleno emprego, o setor público deve preencher a lacuna. A receita consiste em o governo contrair empréstimos e usar fundos para financiar projetos de investimento públicos – se possível, para bons propósitos, embora esse aspecto seja secundário – e, assim, gerar empregos, o que aumentaria a propensão a gastar, o que geraria ainda mais empregos, e assim por diante. A Grande Depressão nos Estados Unidos foi superada mediante programa maciço de obras públicas, financiado por déficits orçamentários, conhecido como Segunda Guerra Mundial.

Contudo o Japão tentou levantar sua economia durante a década de 1990, o governo lançou uma série de pacotes de estímulo, tomando dinheiro emprestado para construir rodovias e pontes, sem se importar muito com as efetivas necessidades do país em termos de obras públicas. Esses pacotes sempre criaram empregos impulsionaram a economia como um todo. A política econômica do Japão se caracterizava por estranha combinação de complacência e fatalismo – e pela notória relutância em analisar com persistência por que as coisas deram tão errado.

Na verdade a crise japonesa fôra vista como um acidente por economistas, uma vez que o Japão tinha ótimas taxas de crescimento em anos anteriores, além disso, era fácil para o governo japonês sanar a crise, bastava que ele emprestasse dinheiro da própria população, visto que, o Japão era país credor à época.

Após tomar inúmeras medidas, como reduzir a taxa básica de juros, lançarem um imenso pacote de infra-estrutura e concessão aberta de créditos, mesmo assim o governo não conseguira impulsionar o mercado de câmbio japonês.

⁸*O problema é que esses programas não foram suficientes para sacudir o iene. Em 1991, o governo japonês gerava superávit orçamentário muito grande (2,9% do PIB). Em 1996, a situação já revertera para déficit nada desprezível de 4,3% do PIB. No entanto, a locomotiva econômica ainda estava rateando. Enquanto isso, os déficits crescentes começavam a preocupar o Ministro das Finanças do Japão, já receoso em relação ao desequilíbrio orçamentário no longo prazo. A grande fonte de inquietação e a demografia; o que talvez tenha muito a ver com os altos níveis de poupança e a baixa demanda de investimento do Japão.*

Em 1997, prevaleceram às vozes da responsabilidade fiscal, e o primeiro-ministro Ryutaro Hashimoto aumentou os impostos para reduzir o déficit orçamentário. Em 1988, o Japão lançou novo programa maciço de obras públicas. Mas agora a questão fiscal já viera à tona e se recusava a submergir. Os investidores logo perceberam que o Japão estava projetando déficit de 10 % do PIB e que o índice de dívidas públicas sobre o PIB já estava acima de 100%, números que geralmente se associam a países latino-americanos e que envolvem riscos de hiperinflação. Ninguém realmente esperava que o Japão viesse a ser acometido de hiperinflação; mas os investidores, ao menos, estavam ficando um pouco preocupados com a solidez em longo prazo das finanças públicas japoneses. Em suma, a tentativa de dar a partida na economia com gastos públicos financiados por déficits orçamentários parecia estar chegando aos limites.

Diante de tais situações quais eram as soluções para os problemas internos japoneses?

Se os gastos públicos são o remédio mais comum para economias estagnadas, o bombeamento de recursos para os bancos é outra. Opinião muito difundida sobre Grande Depressão atribui sua longa duração aos prejuízos de longo prazo infligidos aos mercados de crédito pela crise bancária de 1930-31. Segundo

esse entendimento, alguns empresários, na condição de credores qualificados, estariam dispostos a gastar mais, se tivessem acesso ao crédito. Porém, os bancos em condições de conceder esses empréstimos haviam cessado sua atividade ou não conseguiriam levantar fundos, em razão da quebra de confiança do público em relação às instituições financeiras.

Além disso, os bancos japoneses haviam concedido muitos créditos de liquidação duvidosa nos anos de economia de bolha, e a longa estagnação subsequente também tornaram incobráveis vários outros empréstimos. Nessas condições, uma das teorias sobre prostração japonesa era a de que o país caíra em armadilha da liquidez principalmente por que seus bancos padeciam de debilidade financeira aguda; bastava reconstruir seus bancos para promover e a recuperação da economia. E, em 1998, os legisladores japoneses aprovaram outro plano de socorro aos bancos, no valor de US\$ 500 bilhões.

Outra escolha para o Japão era fazer necessário para gerar um pouco de inflação. Essa escolha exige algumas explicações.

A verdade é que havia muito tempo os economistas não refletiam com seriedade sobre a questão das armadilhas de liquidez. Antes dos problemas do Japão na década de 1990, a experiência mais recente, até então, de grande economia aparentemente enleada em armadilha da liquidez foi a dos Estados Unidos, na década de 1930. E os historiadores pareciam menosprezar o significado desse precedente, argumentando que não se tratava de verdadeira armadilha da liquidez – que o FED poderia ter tirado o país da enrascada, se tivesse insistido com afinco- ou que resvaláramos para aquela situação apenas em conseqüência de erros extraordinários de política pública, cuja recidiva eram improvável. Assim, quando as linhas gerais da armadilha da liquidez do Japão se tornaram claras, em meados da década de 1990, os economistas estavam despreparados.

A economia japonesa enfim começou a apresentar alguns sinais de recuperação em 2003. O PIB real passara a crescer pouco mais de 2% ao ano, o desemprego caíra e a deflação corrosiva que afligia economia atenuou-se, embora ainda não houvesse indícios de inflação.

Contudo, fôra às exportações que fizeram a economia japonesa desatolar. Em meados desta década, os Estados Unidos incorriam em enormes déficits, importando vastas quantidades de produtos manufaturados. Partes desses bens

provinham do Japão, embora a fatia de maior crescimento fosse à de itens oriundos da China e de outras economias emergentes. Mas o Japão também se beneficiou do aumento das exportações provenientes da China, pois muitos manufaturados chineses contêm componentes fabricados no Japão. Por tanto, parte do reverso do surto de importações dos Estados Unidos fôra o aumento das exportações japonesas e a recuperação da economia do país.

Por derradeiro, o Japão ainda não se libertou de maneira completa e definitiva da armadilha da liquidez. A taxa de juros básica do Japão era de apenas 0,5%. Isso significa que o Banco do Japão tinha muito pouco espaço para reduzir os juros.

3.2.1 – Crise financeira na Tailândia

Como sabido por todos; o Japão é um país asiático, porém o Japão possui uma economia gigantesca, por está razão a crise japonesa fôra tratada de forma isolada das demais crises asiáticas dos anos 90. Além disso, o colapso de crises no continente asiático começou pelo Japão como já descrito anteriormente, contaminando todo o resto do continente.

O primeiro vizinho a ser contaminado foi à Tailândia, devido seu processo de industrialização tardio, fôra envolvido por um emaranhado de empresas japonesas.

⁹em termos relativos, a Tailândia foi retardatária no milagre asiático. Tradicional exportadora de produtos agrícolas, sua transformação em grande centro industrial se iniciou apenas na década de 1980, quando empresas estrangeiras – sobretudo japonesas – começaram a instalar fábricas no país. Mas, quando a economia de fato decolou, a ascensão foi realmente impressionante. Com a migração da população rural para as áreas urbanas, à medida que bons resultados obtidos pelas primeiras levas de investidores estrangeiros estimularam novos investimentos, a Tailândia passou a ostentar taxas de crescimento de 8% ao ano, ou mais. Em breve, os famosos templos de Bangkok ficaram a sombra de impotentes torres comerciais e residências. O exemplo dos países vizinhos a Tailândia se converteu em lugar no qual milhões de pessoas emergiam da pobreza abjeta para na pior das hipóteses, passar a viver de maneira um pouco mais digna, ao mesmo tempo em que outras acumulavam grandes fortunas.

Até princípios da década de 1990, a maior parte dos investimentos que impulsionavam o crescimento provinha da poupança dos próprios tailandeses: o dinheiro externo construiu as grandes fábricas exportadoras, mas os empreendedores locais criaram e financiaram os pequenos negócios, com as próprias poupanças, e ergueram os novos blocos de escritórios e apartamentos, com os depósitos bancários das famílias. Em 1991, a dívida externa da Tailândia era pouco menor que suas exportações anuais – índice de modo algum trivial, mas ainda dentro dos limites de segurança.

Contudo, durante a década de 1990, a auto-suficiência financeira da Tailândia começou a erodir-se. A queda do Comunismo, ao atenuar a percepção do risco de desapropriação radical, contribuiu para que os investimentos fora dos limites de segurança do mundo ocidental parecessem menos arriscados que antes. No

início da década de 1990, as taxas de juros nos países avançados estavam excepcionalmente baixas, porque os bancos centrais tentavam estimular as economias, para que superassem a recessão branda da época, e muitos investidores partiram para o exterior, em busca de rendimentos elevados. Talvez ainda mais importante, os fundos de investimentos cunharam novo nome para o que até então denominado Terceiro Mundo ou países em desenvolvimento: agora é “mercados emergentes”, a nova fronteira das oportunidades financeiras.

Os investidores responderam em manadas. Em 1990, os fluxos de capital privado para os países em desenvolvimento eram de US\$ 42 bilhões, e órgãos oficiais, como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial, financiavam mais investimentos no Terceiro Mundo que todos os investidores privados em conjunto. No entanto, em 1997, enquanto o fluxo de dinheiro oficial efetivamente desacelerara, o ingresso de capitais privados nos países em desenvolvimento quintuplicara para US\$ 256 bilhões. De início, boa parte do dinheiro rumou para a América Latina, principalmente para o México; porém, depois de 1994, os fluxos se dirigiram, cada vez mais, para as economias aparentemente mais seguras do sudeste da Ásia.

Como o dinheiro saía de Tóquio ou de Frankfurt para Bangkok ou para Jacarta. Os empréstimos para a Ásia eram japoneses ou europeus – por sabedoria ou sorte, os bancos americanos se mantiveram a margem. O que acontecia com o dinheiro quando chegava ao destino?

Começamos com uma transação típica: Um banco japonês concede um empréstimo a uma “companhia financeira” tailandesa, instituição cujo principal propósito é agir como esteira rolante de fundos estrangeiros. A companhia financeira, agora, tem ienes, que são repassados a um empreendedor imobiliário local, por meio de novo empréstimo, a taxas de juros altas. Contudo, a empresa tailandesa quer contrair o empréstimo em baht, não em ienes, uma vez que precisa comprar terras e pagar os trabalhadores em moeda local. Então, a companhia financeira vai ao mercado cambial e troca ienes por baht.

No entanto, o mercado cambial, como outros mercados, é regido pela lei da oferta e demanda: aumente seu preço por algo, e seu preço geralmente sobe. Ou seja, a demanda de baht pela empresa financeira tenderá a elevar o valor do baht em comparação com o de outras moedas. Porém, durante os anos de boom, o banco central da Tailândia estava empenhado em manter taxa de câmbio estável

entre o baht e o dólar americano. Portanto, o impacto direto daquele primeiro empréstimo em iene eram aumento tanto nas reservas internacionais do Banco da Tailândia quanto na oferta de moeda na economia tailandesa, assim como expansão do crédito na economia – decorrente não só do empréstimo concedido diretamente pela companhia financeira, mas também de novos empréstimos oferecidos pelos bancos em que a oferta de moeda incremental fora depositada. E, como boa parte dos empréstimos concedidos pelos bancos acabava retornando aos próprios bancos na forma de novos depósitos, a mesma quantia original financiava ainda mais empréstimos, e assim por diante, por meio do processo clássico de “multiplicados monetário”.

O resultado de ingresso crescente de empréstimos externos na economia foi à expansão maciça do crédito, o que deflagrou uma onda de novos investimentos. Parte deles se concentrou na construção civil, principalmente em prédios comerciais e residenciais, mas outra parcela substancial se destinou à pura especulação, principalmente com imóveis, mas também com ações. No início de 1996, as economias do sudeste da Ásia estavam começando a apresentar forte semelhança com a “bolha econômica” do Japão de fins da década de 1980.

Por que será que as autoridades monetárias não contiveram o surto especulativo? A resposta é que tentaram, mas fracassaram. Em todas as economias asiáticas, os bancos centrais tentavam “esterilizar” os ingressos de capitais: obrigado a vender baht no mercado cambial, o Banco da Tailândia, tentava comprar de volta a mesma quantia em baht, mediante venda de títulos no mercado, ou seja, tomando emprestado o dinheiro que acabara de imprimir. Mas esses empréstimos empurravam para cima as taxas de juros, tornando os empréstimos externos ainda mais atraentes e intensificando ainda mais os fluxos de entrada de ienes e dólares. O esforço de esterilização fracassou: o crédito continuava em expansão.

A única maneira pela qual o banco central poderia ter evitado a disparada da oferta de moeda e de crédito teria sido desistir de fixar a taxa de câmbio – simplesmente permitindo a valorização baht. E isso é, de fato, o que muitos “zagueiros de poltrona” hoje dizem que a autoridade monetária da Tailândia deveria ter feito. Mas, na época, essa solução parecia má idéia. O baht mais forte diminuía a competitividade das exportações tailandesas nos mercados mundiais; pois os salários e os demais custos seriam mais elevados em dólares. Além disso, em geral,

o clima de confiança no ambiente de negócios e que o país era muito pequeno para suportar as amplas flutuações da taxa de câmbio com que convivem os Estados Unidos.

E, assim, permitiu-se que o boom seguisse seu curso natural. Por fim, como diria qualquer livro-texto de economia, a expansão da moeda e do crédito encontrou os próprios limites. A disparada dos investimentos, assim como o surto de gastos pelos novos consumidores afluentes, desencadeou uma onda de importações, ao mesmo tempo em que a prosperidade econômica acarretava aumento de salários, tornando as exportações tailandesas menos competitivas; sobretudo pelo fato de a China importante concorrente da Tailândia, havia desvalorizado a moeda em 1994. Em consequência, o crescimento das exportações desacelerou, gerando enorme déficit comercial. Em vez de alimentar a moeda e o crédito internos, os empréstimos em moeda estrangeira começaram a pagar as importações.

Alguns economistas – a exemplo dos desenvolvimentistas mexicanos em principio da década de 1990 – argumentavam que os déficits comerciais da Tailândia, da Malásia e da Indonésia eram indícios não de debilidade, mas de vigor econômico, demonstrando que os mercados estavam exercendo o seu papel. Repetindo o argumento: como questão de pura contabilidade, um país que esteja atraindo entradas líquidas de capital deve gerar déficit em conta corrente de igual tamanho. Portanto, se os ingressos de capital no sudeste da Ásia eram justificáveis em termos econômicos, também o eram os déficits comerciais. E por que não seria razoável que o mundo investisse muito capital no sudeste da Ásia, considerando o crescimento sem precedentes e a estabilidade econômica da região. Afinal, não se tratava de orgia de gastos dos governos: Embora a Indonésia e a Malásia não tenha resistido à tentação de desenvolver projetos públicos grandiosos, as grandes obras eram financiadas por receitas correntes e os orçamentos estavam mais ou menos equilibrados. Portanto, os déficits comerciais eram produtos de decisões do setor privado.

No entanto, muitos observadores, cada vez mais numerosos, começaram certa inquietação, à medida que os déficits da Tailândia e da Malásia chegavam a 6%, 7% e 8% do PIB – números que haviam sido exibidos pelo México antes da crise da tequila. A experiência do México convencera alguns economistas de que os fluxos de capital internacionais, embora representassem decisões autênticas do

setor privado, não eram necessariamente confiáveis. A euforia dos investidores em relação às perspectivas da Ásia apresentava semelhanças perturbadoras com o entusiasmo pela América Latina de dois anos antes. E a experiência mexicana também sugeria que a reversão da exuberância do mercado, quando ocorresse, seria violenta e refratária.

Também deveriam ter percebido que a alegação segundo a qual os empréstimos contraídos pela Ásia representavam decisões independentes do setor privado refletia exatamente, pois o sudeste da Ásia, como o Japão nos anos de bolha, enfrentava o problema do risco moral – algo que, em breve, seria denominado de “Capitalismo de compadres”.

Retornarei àquela nossa companhia financeira tailandesa, a instituição que contraiu empréstimos em ienes e deflagrou todo o processo de expansão do crédito. O que exatamente eram essas empresas financeiras? Não se tratava de bancos comuns: em geral, tinham poucos depositantes, quando muito. Tampouco eram como os bancos de investimentos ocidentais, repositários de informações especializadas, capazes de orientar os fundos disponíveis para os usos mais rentáveis. Nessas condições, qual era a razão de ser dessas entidades? O Traziam para a mesa? (P. KRUGMAN, A crise de 2008, 2009, p.81, 82 e 83)

A resposta, basicamente, era conexões políticas – não raro, na verdade, o proprietário da companhia financeira era parente de algumas autoridades de governo. Portanto, a alegação de que as decisões sobre o valor dos empréstimos e dos investimentos representavam julgamentos do setor privado, não passives de questionamentos, e um tanto vazia. Sem dúvida, os empréstimos às companhias financeiras não estavam sujeitos aos tipos de garantias formais que protegiam os depósitos nas associações de poupança e empréstimos dos Estados Unidos. Mas os bancos estrangeiros que emprestavam dinheiro a companhias financeiras do sobrinho do ministro merecem perdão por acreditar que contavam com um pouco de proteção adicional, que o ministro encontraria maneiras de socorrer a empresa se seus investimentos não correspondessem às expectativas. E os emprestadores estrangeiros estavam certos: em quase 90% dos casos, os credores externos de companhias financeiras realmente foram amparados pelo governo tailandês quando eclodiu a crise.

3.2.2 – O boom da crise tailandesa

Durante toda a década de 1990 a saúde financeira da Tailândia passara por maus momentos, atingida pela forte crise que afetou o Japão. Porém seu momento mais crítico foi na segunda metade da década de 1990.

¹⁰*Em 1996 e na primeira metade de 1997, a máquina de crédito que produzira o surto de prosperidade da Tailândia reverteu seu movimento. Em parte, a reversão foi provocada por eventos externos: os mercados para alguns produtos da Tailândia entraram em queda e a desvalorização do iene japonês tornou a indústria do sudeste da Ásia um pouco menos atraente. No entanto, em boa parte, tratou-se apenas de a banca ganhar dos jogadores, o que, no longo prazo, é inevitável: número crescente de investimentos especulativos que haviam sido financiados, de maneira direta ou indireta, por empréstimos externos baratos, desandou. Alguns especuladores quebraram e algumas companhias financeiras saíram do mercado. Em consequência, os emprestadores externos relutavam cada vez mais em conceder novos empréstimos.*

A perda de confiança foi, até certo ponto, processo auto-reforçador. Enquanto os preços dos imóveis e os mercados de ações estavam em ascensão, até os investidores questionáveis tendiam a parecer bons. Quando a bolha começou a esvaziar, as perdas passaram a acumular-se, comprometendo ainda mais a confiança e promovendo nova redução na oferta de empréstimos. Mesmo antes da crise de 2 de julho, o valor das terras e das ações já havia caído para níveis bem abaixo do pico.

O encolhimento dos empréstimos externos também trouxe problemas para o banco central. Com a diminuição da entrada de ienes e de dólares, a demanda por baht no mercado de câmbio declinou; enquanto isso, a necessidade de converter baht em moedas estrangeiras para pagar as importações mantinha-se inalterada. Para evitar a desvalorização do baht, o Banco da Tailândia teve de fazer o oposto do que fazia, quando o capital começou a ingressar no país: entrou no mercado para trocar dólares por ienes por baht, a fim de sustentar a própria moeda. Porém, há uma diferença importante entre tentar manter a moeda baixa e tentar manter a moeda alta. O Banco da Tailândia consegue aumentar a quantidade de baht tanto quanto quiser, pois simplesmente pode imprimir a moeda; mas não pode imprimir dólares. Mas cedo ou mais tarde, o país ficaria sem reservas.

A única maneira de sustentar o valor da moeda teria sido reduzir a quantidade de baht em circulação, aumentando as taxas de juros e, em consequência, tornando atraente, mais uma vez, tomar empréstimos em dólares para reinvestir em baht. Mas isso acarretaria problemas de outra natureza. Com enfraquecimento do surto de investimento, a economia tailandesa desacelerou – reduziu-se a atividade de construção civil, eliminando empregos, diminuindo a renda e desencadeando demissões no restante da economia. Embora ainda não fosse recessão plena, a economia não mais mantinha o estilo a que se acostumara. Aumentar as taxas de juros significaria desestimular ainda mais as taxas de investimento, e talvez, empurrar a economia para uma queda inquestionável.

A alternativa era liberar a moeda: parar de comprar bahts e permitir o declínio da taxa de câmbio. Mas era hipótese também era pouco atraente, não só porque a desvalorização cambial comprometeria a reputação do governo, mas também porque muitos bancos, companhias financeiras e outras empresas tailandesas tinham dívidas em dólares. Se o dólar valorizasse em relação ao baht, muitos desses devedores se tornariam insolventes.

Assim, o governo tailandês entrou em estado de agitação indecisa. Não queria permitir a queda do baht; tampouco pretendia adotar as medidas internas duras que estancariam a perda de reservas.

Tudo isso seguia o enredo consagrado: era o prelúdio clássico da crise cambial, do tipo que os economistas adoram analisar por meio de modelos matemáticos – e os especuladores amam provocar. À medida que se evidencia a falta de coragem do governo para apertar os parafusos da economia interna, também se tornava cada vez mais provável a desvalorização do baht. Porém, como a depreciação cambial, por enquanto, não passava de especulação, ainda era tempo de tirar proveito do até então evento futuro e incerto. Enquanto a taxa de câmbio baht-dólar tendia a manter-se estável, o fato de as taxas de juros da Tailândia se situarem vários pontos acima das vigentes nos Estados Unidos era incentivo para tomar empréstimo em dólar e repassá-los em baht. Porém, com a alta probabilidade de desvalorização cambial iminente, o incentivo mudou de sentido – agora era interessante tomar empréstimos em baht, na expectativa de redução de seu valor em dólar, e adquirir dólares, na expectativa de aumento de seu valor em baht. Assim, os empresários locais passaram a dever em baht e liquidaram os

empréstimos em dólar; os tailandeses afluentes se desfizeram de seus investimentos em bônus do governo e compraram títulos do Tesouro dos Estados Unidos; e, por fim, mas não menos importante, alguns fundos de hedge internacionais de grande porte passaram a contrair empréstimos em baht e a aplicar o dinheiro levantado em dólar.

Todas essas iniciativas induziam à venda de baht e à compra de outras moedas, ou seja, exigia que o banco central comprasse ainda mais baht para impedir a desvalorização da moeda, o que consumia suas reservas internacionais em ritmo ainda mais acelerado – reforçando, por sua vez, a convicção de que o baht seria desvalorizado mais cedo ou mais tarde.

Alguma dessas medidas realizadas pelo governo tailandês lembra o que recentemente fez o Banco Central do Brasil para impedir a queda acentuada do dólar. A diferença é que o Brasil não vivia uma crise cambial terrível como vivia a Tailândia à época. Há uma pequena diferença o Brasil tinha uma taxa de câmbio flutuante em relação ao dólar, já o governo tailandês mantinha a taxa de câmbio fixa com o dólar americano. Outro aspecto o Brasil possuía reservas de dólares suficientes para fazer isto, o governo tailandês, não. Outro aspecto é que no Brasil o dólar estava caindo devido ao fato de investidores estrangeiros estarem investindo no país e o Banco Central comprou dólares apenas para equilibrar o valor da moeda americano em relação à brasileira para não prejudicar as exportações do país. Já a Tailândia estava colhendo o que plantou, os tailandeses estavam se livrando do Baht devido o alto preço da moeda Americana. Então o país estava nas mãos de especuladores profissionais, que visavam apenas lucro.

3.2.3 – A crise tailandesa contagia a Ásia

Com a crise japonesa afetando a economia da Tailândia era questão de tempo até a crise espalhar-se por outras partes do continente asiático, uma vez que, é comum na atual conjuntura econômica mundial países vizinhos manter um estreito relacionamento entre suas economias, havendo trocas comerciais e cambiais entre eles.

A crise japonesa afetar outras economias não era nenhuma surpresa para os especialistas, devido ao tamanho da economia japonesa, sendo a segunda maior do mundo à época; mas surpresa fôra a crise da Tailândia afetar outras economias, uma vez que, a Tailândia é quase que insignificante no cenário do comércio internacional e cambial.

¹¹Àquela altura, já não havia dúvidas de que a Tailândia se achava em grandes dificuldades. A moeda da vizinha Malásia também fora atingida a rúpia da Indonésia se desvalorizou em cerca de 30 %. O sentimento geral no recinto era de que a Tailândia provocara a própria desgraça; e poucos tinham simpatia pela Malásia, que, como a Tailândia, vinha gerando grandes déficits em conta corrente nos últimos anos, e cujo primeiro-ministro piorara a situação com suas denúncias sobre os especuladores do mal. Porém, todos concordavam que, embora a Indonésia tivesse acertado ao deixar a moeda flutuar – na verdade, muitos foram os elogios à gestão econômica da Indonésia – a debilidade da rúpia de fato carecia de fundamentos. Afinal, os déficits em conta corrente da Indonésia nem de longe eram tão grandes em relação ao PIB quanto os de seus vizinhos – correspondentes a menos de 4% do PIB, o déficit em conta corrente da Indonésia, em 1996, era efetivamente menor que, por exemplo, o da Austrália. A base de exportações do país – em parte, matérias-primas e, em parte, produtos industrializados intensivos em mão-de-obra – parecia sólida; e, em geral, os fundamentos da economia eram fortes.

Em três meses, a Indonésia estava em situação ainda pior que a do resto do sudeste asiático; na verdade, a caminho de uma das piores quedas na atividade econômica da história mundial. E a crise se disseminara não só por todo o sudeste da Ásia, mas também para a Coreia do Sul, economia distante, cujo PIB era o dobro do da Indonésia e o triplo do da Tailândia.

Às vezes. Há boas razões para o contágio econômico. Um velho adágio ensina que quando os Estados Unidos espirra, o Canadá pega gripe; o que não é de admirar. Pois boa parte da produção do Canadá é vendida nos mercados do seu gigantesco vizinho do sul. E existiam alguns vínculos diretos entre as economias asiáticas atingidas pela crise: a Tailândia é mercado para os produtos da Malásia e vice-versa. Talvez a transmissão tenha sido um pouco agravada pela tendência das economias asiáticas de vender produtos similares a terceiros: quando a Tailândia desvalorizou a moeda, as roupas que ela exporta para o Ocidente ficaram baratas e, portanto, a margens de lucro dos produtores indonésios de itens semelhantes também se tornaram mais estreitas.

Porém, todas as estimativas indicavam que esses extravasamentos diretos entre os mercados de produtos das economias asiáticas simplesmente não poderiam ter sido fator importante na difusão da crise. Em especial, o papel da Tailândia em relação à Coreia do Sul, seja como de mercado, seja como de concorrente, equivalia a pouco mais que mero erro de arredondamento para a economia coreana, muito maior.

Fonte de contágio mais poderosa talvez tenham sido as ligações financeiras mais ou menos diretas. Não que os tailandeses fossem grandes investidores na Coreia, ou vice-versa; mas o fluxo de dinheiro para a região freqüentemente era canalizado pelos “fundos dos mercados emergentes”, que juntavam todos os países num mesmo saco. Quando chegavam as más notícias sobre a Tailândia, o dinheiro se escoou desses fundos e, em conseqüência, deixou de fluir para os demais países da região.

No entanto, ainda mais importante que esses mecanismos de vasos comunicantes foram à maneira como as economias asiáticas se associavam entre si na mente dos investidores. O apetite dos investidores pela região fora alimentado pela percepção do compartilhamento do “milagre asiático”. Quando a economia de um dos países se revelou não tão miraculosa, abalou-se a fé em todas as demais. Os sábios de Woodstock talvez vissem a Indonésia de forma muito diferente da Tailândia, mas o investidor das ruas estava menos seguro e, por via de dúvidas, começou a retirar o dinheiro.

Por derradeiro, quaisquer que fossem as diferenças entre aquelas economias, algo em comum entre elas era a suscetibilidade ao pânico autovalidável.

Os sábios de Woodstock estavam errados sobre a Indonésia e os investidores em pânico tinham razão; não porque os sábios estivessem enganados sobre as virtudes da Indonésia, mas porque haviam subestimado sua vulnerabilidade. Na Malásia, na Indonésia, na Coreia do Sul e na Tailândia, a perda de confiança nos mercados deflagrou um círculo vicioso de colapso econômico e financeiro. Não importava que essas economias fossem pouco interligadas em termos de fluxo físico de mercadorias. As conexões existiam na mente dos investidores, que encaravam os problemas de determinada economia asiática como fatos negativos para as demais. E quando uma economia é vulnerável ao pânico autovalidável, a crença se converte em realidade. (P. KRUGMAN, A crise de 2008, 2009, p.95 e 96)

3.2.4 – A vulnerabilidade das economias asiática

Como já visto ao longo dos tempos, crises não escolhem o tamanho de uma economia para afetar determinado país, crises existem desde que o mundo é mundo. No transcurso desta obra vimos que crises afetaram economias pequenas, como a Tailândia e grandes como, o Japão; e ainda iremos discorrer mais adiante sobre a crise do Subprime americana. Mas ao longo dos tempos não tínhamos visto ainda, crises afetarem uma região inteira como ocorrera na década de 1990 com o Sudeste Asiático.

¹²Por que a Ásia experimentou crise econômica tão terrível e por que ela começou em 1997? Como dizia Bill Clinton, a resposta depende do que se quer dizer com “porque”. Talvez a pergunta diga respeito aos fatos específicos que precipitaram a crise; ou, ainda mais importante, talvez a indagação seja sobre as causas da extraordinária vulnerabilidade da Ásia.

Caso se insista em atribuir a culpa pelo desencadeamento da crise asiática a algum evento específico, há uma lista de suspeitos de sempre. Um é a taxa de câmbio entre o iene e o dólar: no período de 1995 a 1997, o iene, que, misteriosamente, dispara para níveis estratosféricos, despencou de volta ao solo. Como muitas moedas asiáticas estavam mais ou menos atreladas ao dólar, à conseqüência foi o encarecimento das exportações desses países, tanto no mercado japonês quanto em outros mercados, na competição com produtos japoneses, o que contribuiu para a desaceleração dessas economias exportadoras. A desvalorização da moeda chinesa em 1994 e, em termos mais amplos, a competição cada vez maior que a China, cuja mão-de-obra é mais barata, também contribuiu para a redução das exportações da Tailândia e da Malásia. E, ainda por cima, ocorreu queda mundial na demanda de produtos eletrônicos, em geral, e de semicondutores, em especial, áreas em que as economias asiáticas tendem a ser especialistas.

Porém, a Ásia já superara muitos choques anteriores mais intensos. O colapso dos preços do Petróleo, em 1985, por exemplo, foi duro golpe para a Indonésia, exportadora de petróleo; no entanto, a economia driblou a adversidade. A recessão de 1990-91, que não foi muito severa, mas afetou boa parte do mundo industrial, reduziu a demanda pelas exportações asiáticas, mas não desacelerou, de

modo algum, o impulso da região. Assim, questão importante é o que ocorrera com a Ásia, a ponto de essas adversidades desencadearem uma avalanche econômica.

Alguns líderes asiáticos – sobretudo o primeiro-ministro malaio, Mahathir – tinham uma resposta pronta: conspiração. Na realidade, Mahathir argumentava não só que o pânico na Ásia fora tramado, deliberadamente, por grandes operadores de mercado financeiros, como George Soros; mas também que o próprio Soros atuara sob instruções do governo americano, que pretendia repor os asiáticos arrogantes em seu devido lugar. Com o passar do tempo, a atitude de Mahathir, de demonizar os fundos de hedge, como responsável por todos os males começou parecer um pouco menos tola que de início, quando ele partiu para a sua arenga acusatória. Realmente, o papel dos fundos de hedge parece bastante importante. Porém, essa participação se tornou crucial, mormente em 1998, quando, a propósito, as atividades de Soros e de outros eram muito contrárias aos objetivos dos Estados Unidos. No entanto, a teoria de conspiração não se sustenta como explicação das origens da crise.

Por outro lado, muita gente no Ocidente transformou a história do colapso da Ásia em tipo de apólogo, no qual as economias recebiam a merecida punição pelos pecados do “capitalismo de compadres”. Depois da catástrofe, todos tinham uma história sobre a intemperança e a corrupção desenfreada na região – sobre aquelas companhias financeiras, sobre planos grandiosos da Malásia referentes a um “corredor tecnológico”, sobre a fortuna da família Suharto, sobre diversificação bizarra dos conglomerados coreanos.

Primeiro, embora o compadrio e a corrupção fossem muito reais na Ásia, não eram fenômenos novos. Os chaebol coreanos eram, basicamente, empresas familiares disfarçadas de grandes empreendimentos modernos. As famílias proprietárias havia décadas estavam acostumadas a tratamentos especiais – acesso preferencial ao crédito, a guias de importação e a subsídios públicos. Ademais, aquelas foram décadas de crescimento econômico espetacular. Não era um bom sistema pelos padrões ocidentais; mas, efetivamente, funcionou muito bem durante 35 anos. Essa mesma descrição se aplica, em menos grau, a todas as economias enredadas na crise. Por que será que suas falhas só se tornaram cruciais em 1997?

Outra questão correlata: Se a crise foi castigo merecido pelos pecados das economias asiáticas, como se explica que países em diferentes estágios de

desenvolvimento se chocassem contra o muro ao mesmo tempo. A Coréia, em 1997, não estava muito longe do estágio de país desenvolvido, com renda per capita comparável à dos países do sul da Europa, enquanto a Indonésia ainda era país muito pobre, onde o progresso podia ser medido em termos de ingestão de calorias por dia. Como é possível que esse par tão incompatível mergulhasse ao mesmo tempo em crise?

A única resposta sensata, pelo menos para mim, é que a crise não foi, antes de tudo, punição pelos vícios do passado. Havia falhas reais nessas economias, mas a principal delas era a vulnerabilidade ao pânico auto-realizável.

Retornando à questão das corridas aos bancos: em 1931, cerca de metade dos bancos dos Estados Unidos faliram. Esses bancos não eram idênticos. Alguns sofriam de péssima gestão; outros assumiram riscos excessivos, mesmo em face do que sabiam antes de 1929; ainda existiam os que eram bem gerenciados, mesmo sob gestão conservadora. Porém, com a disseminação do pânico e com a ansiedade generalizada dos depositantes para sacar dinheiro imediatamente, nada disso era relevante: sobreviveram apenas bancos extremamente conservadores, que haviam mantido em caixa proporção elevadíssima dos depósitos. Do mesmo modo, a Tailândia era economia mal gerenciada, que contraíra empréstimos excessivos para investir em projetos duvidosos; a Indonésia, apesar de toda a corrupção, era muito menos culpada e, de fato, tinha virtudes imaginadas pelos sábios; mas, no pânico, todas essas distinções perdem a importância.

Por derradeiro, as economias asiáticas estavam mais vulneráveis ao pânico em 1997 que cinco ou dez anos antes. Está é uma afirmativa verdadeira; mas não em razão do capitalismo de compadres nem de políticas públicas que, sem dúvida, eram consideradas inadequadas. Ao contrário, a vulnerabilidade delas aumentou em parte como consequência da abertura de seus mercados financeiros, ou, em outras palavras, pelo fato de, na verdade, se tornarem melhores economias de mercado, não piores. E também ficaram mais suscetíveis por terem aproveitado as vantagens sua nova popularidade perante os financiadores internacionais para contrair dívidas substanciais com o mundo exterior. Essas dívidas intensificaram o ciclo de realimentação entra perda de confiança e colapso financeiro, e vice-versa, agravando o círculo vicioso da crise. Não que o dinheiro tenha sido mal gasto; parte

dele foi, mas nem todo. Contudo, as dívidas, agora, ao contrário das anteriores, eram em dólares – o que acabou provocando a derrocada dessas economias.

4 - A Crise do Subprime

Introdução a crise do Subprime

Segundo Robert J. Shiller, ¹⁴*A crise do Subprime é o nome pelo qual ficará conhecido um ponto de inflexão histórico da economia e da cultura atual. Essa crise é, em seu cerne, o resultado de uma bolha especulativa do mercado imobiliário que começou a explodir, nos Estados Unidos, em 2006, e que causou rupturas em muitos países na forma de fracassos financeiros e de forte contenção do sistema global de crédito. Provavelmente, as forças liberadas pela crise do Subprime provavelmente se alastrarão por anos a fio, produzindo mais e mais efeitos colaterais. O estancamento do crédito assumiu proporções históricas e certamente trará forte impacto econômico. Mais importante ainda: essa crise impulsionou mudanças sociais fundamentais – mudanças que afetam os hábitos de consumo, os valores, as formas de convívio. Daqui para frente, todos estarão conduzindo suas vidas ou seus negócios de maneira um pouco diferente.*

Permitir que essas mudanças destrutivas prosseguissem sem impedimento algum, resultará em danos não apenas para a economia, mais para o tecido social – a confiança e o otimismo que as pessoas sentem uma pelas outras, pelas instituições e pelo estilo e de vida – por muitas décadas.

Além disso, a crise do Subprime americana ficará marcada para sempre na história humana; como sendo o ponto em que economistas e o governo dos Estados Unidos pararam para refletir sobre a atual conjuntura do mercado imobiliário, traçando novas regras para a condução do mercado, criando novos órgãos de controles internos para o mercado imobiliário.

4.1 – Origens da Bolha Imobiliária

A Crise do Subprime inicia-se no sistema imobiliário americano, em seguida espalha-se para outros setores da economia. ¹⁵A *está altura, o mundo inteiro já ouviu falar dos problemas no mercado imobiliário do subprime, que começou a aparecer nos Estados Unidos em 2007. O preço das casas e das propriedades vinha se expandindo rapidamente desde final dos anos 90 e os investimentos em imóveis pareciam ser a rota certa para segurança financeira e até mesmo para o enriquecimento.*

A taxa de posse de títulos de propriedade aumentou no período de 1997-2005 para todas as regiões, todas as faixas etárias, todos os grupos raciais e todas as faixas de rendas. De acordo com o censo americano, a taxa de propriedade aumentou de 65,7% para 68,9%, o que representava um aumento de 11,5% no número de casas próprias ocupadas, naquele período. O aumento na taxa foi maior no Oeste americano, para aqueles que tinham menos de 35 anos, para quem tinha renda abaixo da média e para os hispânicos ou negros.

Encorajar a compra da casa própria vale à pena e era um objetivo nacional admirável. Conduzia a um senso de participação e pertencimento. Além disso, altas taxas de propriedades eram benéficas ao desenvolvimento de uma sociedade saudável. O dilema do subprime nos Estados Unidos, no entanto, apontava para o excesso de promoção. A propriedade da casa própria, com todas suas vantagens, não era o arranjo de moradia ideal para todas as pessoas, nem para todas as circunstâncias. Somente agora estaríamos começando a compreender a realidade disso, dado que as taxas de propriedade vêm caindo nos Estados Unidos desde 2005.

Quais era a série de eventos que originou a crise do subprime? Fornecedores de crédito excessivamente agressivos, avaliadores de imóveis benevolentes e mutuários complacentes proliferavam alimentando o boom imobiliário. Os primeiros credores hipotecários, chamados de originadores, planejavam vender as hipotecas para terceiros, os agentes de securitização, e paravam de se preocupar com o risco de pagamento. Em geral, fizeram apenas esforços negligentes para estimar a capacidade de pagamentos dos emprestadores – mas, com frequência, falharam em verificar a declaração de renda dessas pessoas junto a órgãos da Receita Federal. Muitas vezes, esses credores originais os mais

ingênuos, com histórico ruim de crédito, a emprestar no mercado imobiliário inflado do subprime. Esses empréstimos eram empacotados, vendidos e revendidos de forma sofisticada e enigmática para investidores ao redor do mundo, cirando o palco para uma crise de proporções verdadeiramente globais. A bolha do mercado imobiliário, combinada com o sistema explícito de incentivos do processo de securitização, ampliou os riscos morais, encorajando, mais adiante, alguns dos piores atores entre os credores imobiliários.

Com os preços em altos dos imóveis, construir casas se tornava altamente lucrativo, e a porcentagem de investimentos em imóveis no PIB americano subiu de 6,3% no terceiro trimestre de 2005, o maior nível desde o boom de 1950-1951, pré-Guerra da Coréia. O imenso estoque de novas casas começava a saturar o mercado e, apesar das previsões otimistas dos líderes nacionais, os preços das casas americanas começavam a cair em meados de 2006. À medida que os preços caíam a uma taxa acelerada, o boom da construção civil ruiu.

Concomitantemente, as taxas dos empréstimos começaram a se recompor a níveis ainda mais altos após o término de um período inicial de acomodação. Os mutuários, particularmente os tomadores subprime, começaram a não pagar, porque, com frequência, deviam muito mais do que suas casas valiam ou eram incapazes de suportar pagamentos mensais maiores com suas receitas do momento. No momento, muitas instituições financeiras que participaram daquilo que fora considerado um admirável mundo novo de expansão da casa própria e inovações financeiras exóticas encontravam-se em graus variados de estresse. O mercado de crédito mundial mostrou sintomas de entesouramento.

Mas toda esta facilidade que fora concedida aos americanos para adquirir crédito nos momentos bons da economia, era fato certo de que, o mercado de preços de qualquer item, que tem em abundância a tendência era cair, além disso, situação tornara pior com notícias de que muitos compradores não conseguiriam pagar suas prestações. Imagine isto acontecendo em massa em uma economia movida pelo crédito como a Americana, aonde 70 % do PIB vem do consumo das famílias. Consumo este financiado em sua maioria por crédito fácil, que não estava mais a disposição dos americanos com o estouro da crise, medo de não receber valores emprestados tomara conta dos bancos americanos. (Desastre Global, F. Canzian, Ed. Publifolha 2009, P.14).

4.2 - O estouro da crise

A crise do Subprime estourou em setembro de 2008 com a notícia da queda do centenário banco de investimento Lehman Brothers, uma instituição com mais de 150 de existência e cerca de 30 mil funcionários. A situação piorara ainda mais com a notícia de que o banco Merrill Lynch seria incorporado ao Bank of America.

Mais tarde fôra descoberto que o próprio Bank of America e o Citigroup, líderes do mercado norte-americano estavam quebrados.

¹⁶Iniciava-se assim a maior crise econômico-financeira desde 1929, ano que marcou o chamado começo da Grande Depressão. O que se viu na seqüência da quebra do Lehman Brothers em 2008 foi tão terrível quanto fascinante. Assim como nos anos 1930, mundo caminhava mais uma vez de mãos dadas para o abismo, na direção do que agora se convencionou chamar de Grande Depressão.

Embora esse novo desastre global seja singularmente complexo por envolver bancos, Bolsas de Valores, gigantes à beira da falência como General Motors e milhões de pessoas que perderam empregos e imóveis, sua causa é vulgar. Pode ser resumida em uma palavra: endividamento.

Nada de extraordinário em termos econômicos ocorreu nos últimos anos como a onda de endividamento das famílias, empresas e bancos em quase todos os cantos do planeta. Foi esse ciclo de acumulação de débitos que proporcionou ao mundo o mais longo período de crescimento em décadas ate 2007.

Diante de todo este cenário maravilhoso de negócios com imóveis, crescendo sem parar a décadas; uma vez que, o mercado imobiliário é diferente do mercado acionário, o primeiro pode crescer anos sem nenhuma queda repentina, já o segundo oscila várias vezes em períodos curtos, até mesmo de um dia para o outro; diante desta situação os bancos de investimento americanos concederam empréstimos de forma desordenada.

Nos últimos anos, muitos bancos, nos Estados Unidos emprestaram até US\$ 35 para cada US\$ 1 que tinham em depósito ou garantias. Esse processo, denominado “alavancagem”, se espalhou rapidamente, e principalmente no setor imobiliário.

Em pouco tempo tinha créditos para todos. Na época do boom era assim, se o sujeito respira, então tem crédito para ele. Sendo assim, milhões foram ao mercado para comprar casas financiadas, inflando artificialmente os preços. Os

valores só subiam. As famílias também colocavam seus imóveis cada vez mais valorizados como garantia para novos empréstimos, usados na compra de automóveis ou para viagens.

Os bancos não só concediam mais créditos. Eles “empacotavam” as dívidas e mutuários em papéis “exóticos”. E revendiam esses mesmos papéis a investidores ao redor do globo.

A garantia por trás do papelório. Prestações mensais de mutuários que deviam não só o financiamento de suas casas, mas automóveis e viagens que essas mesmas casas (ainda não pagas) “garantiam”.

Até que o esquema explodiu, levando bancos e empresas a cortar de uma hora para outra o fluxo inédito de crédito a compradores de imóveis e outros bens.

É isso o que explica a abrupta queda da atividade entre o último trimestre de 2008 e a primeira metade de 2009. Foi o fim do crédito farto e irresponsável que alimentava dívidas e a expansão econômica.

Agora, com a pior crise aparentemente ficando para trás, a bonança pode ser apenas uma trégua.

Para livrar o mundo de uma nova depressão, às famílias, bancos e empresas endividadas juntaram-se aos governos. Eles prevêem endividamento recorde nos próximos anos para bancar o resgate global dos sistemas financeiros e corporativo.

A recuperação tende a ser lenta, com desemprego muito elevado. Mas o mercado financeiro parece navegar na alegria de uma nova “bolha”, praxe dos últimos anos. A atual, explicitada pela valorização das Bolsas, é inflada por gastos estatais recorde e pelo agressivo corte de empregos e custos, destinados a gerar lucros e dividendos a acionistas.

No Velho Oeste norte-americano, desbravadores entediados colocavam bestas irracionais para lutar em arenas improvisadas. Principalmente ursos contra touros. Os movimentos dos animais criaram o imaginário que hoje rege o mercado de ações nos Estados Unidos: quando o touro cabeceia para cima, o mercado sobe; quando o urso lança as garras para baixo, ele cai.

Em todo este contexto descrito da crise do Subprime, fica claro que, o que ocasionou a crise foi à ganância dos bancos em ter lucros cada vez mais elevados, para que seus diretores ganhassem cada vez valores mais exorbitantes de bônus.

Tudo isto teria sido evitado, se houvesse um controle maior do governo na concessão de empréstimos para financiamentos de imóveis e uma responsabilidade maior dos bancos em conceder novos empréstimos; é absurdo imaginar que se aceite um bem financiado, não quitado, como garantia na concessão de um novo financiamento de outro bem.

Além disso, tem ainda a parcela do cidadão oportunista que existe em todos os lugares do mundo, a pessoas mais informadas vendo que existia a possibilidade de se obter financiamento de um novo bem, dando outro já financiado como garantia; procuravam os bancos e tomavam novo financiamento, imagine está situação sendo realizada por milhões de pessoas, não há crédito que agüente, mais cedo ou mais tarde está bolha iria estourar como ocorrera em setembro de 2008.

Caso da imigrante filipina Alona Llavori. ¹⁷*Naquela época, ela estava comprando duas casas financiadas no valor total de US\$ 807 mil em Stockton, na Califórnia, região metropolitana de São Francisco. Morava em uma, de US\$ 450 mil, e alugava a outra de, de US\$ 357 mil.*

Com a crise, Llavori estava morando de aluguel. Ela perdeu seus dois imóveis por falta de pagamento das prestações. Seu pequeno negócio, de seguros residências, fôra afetado em cheio pelo estouro da bolha imobiliária, obrigando-a a entregar os imóveis ao banco. As duas prestações juntas somavam US\$ 4.400 mil ao mês. Com está situação ela lutava para pagar o aluguel de US\$1.500 mil mensais.

Além de perder suas duas casas e morar de aluguel, Llavori corria o risco de ter de mudar de novo. Assim como ela, o proprietário da casa que ela alugava tinha dois imóveis, também financiados. Ele também estava inadimplente.

4.3 - A crise Subprime espalha-se para outros setores da economia americana

Com a notícia da quebra de bancos importantes como o Lehman Brothers e a incorporação de outras instituições financeiras pelo Bank of America; e a notícia de falência da gigante do setor seguros AIG a crise espalhou-se por outros setores da economia americana de forma devastadora.

¹⁸A Bolsa de Valores de Nova York não fica na Wall Street, mas na Broad Street. E a economia dos Estados Unidos também não está em Wall Street, mas no que os norte-americanos chamam de “Main Street”, ou Rua Principal. É na rua que estão às lojas, as fábricas e os consumidores.

Àquela semana ficou claro que a crise financeira já chegou à “Main Street”, e o principal meio de contágio foi o mercado de crédito. Com bancos quebrados ou sendo fundidos em efeito dominó, o mercado de crédito nos Estados Unidos se transformou em um “Vale da Morte”, seco em dinheiro para fazer a economia rodar.

As maiores montadoras de veículos anunciaram perdas enormes de faturamento em setembro. Uma das principais causas foi o enxugamento do mercado Subprime de crédito para veículos. Até o ano passado, quase 70% das pessoas que tinham um bom histórico de crédito nos Estados Unidos conseguiam, mesmo assim, financiar a compra de um veículo. Esse total caiu para 22% agora, derrubando as vendas da Ford, General Motors e Chrysler.

Entre os consumidores, nova pesquisa do FED (o Banco Central americano) mostrou que dobrou entre abril e setembro de 2008, o número de bancos (de 30 % para 65%) que passaram a adotar políticas mais restritivas para a concessão de financiamentos, tanto para cartões de crédito quanto para redes de varejo.

Além de vender menos, as empresas estão estranguladas com a falta de crédito para girar suas atividades no dia-a-dia, como pagar salários e comprar matérias-primas para produzir. Nas duas últimas semanas do mês de setembro de 2008, as maiores companhias americanas conseguiram levantar juntas apenas US\$ 6 bilhões colocando títulos no mercado. Em tempos normais, elas conseguiriam esse valor em um único dia.

Em no mesmo mês, o FMI divulgou um relatório traçando um horizonte muito ruim para a economia norte-americana. Uma recessão forte e de longa duração não está descartada.

Ao analisar 113 crises em vários países nos últimos 30 anos, o Fundo considerou que a crise do Subprime, nos Estados Unidos, é a que mais se assemelhou a uma “tempestade perfeita”. Isso porque ela acertou em cheio o consumidor, que é quem faz, em última estância, a economia andar.

Mais de dois terços do PIB norte-americano eram gerados pelo consumo, que era movido pelo crédito, que àquele momento estava em falta. Além disso, os americanos nunca estiveram tão endividados quanto àquela época: deviam US\$ 14 trilhões e estão bem mais pobres do que em 2007, quando suas ações na Bolsa e o preço de suas casas tinham começado a despencar.

Está situação torna bizarra a discussão sobre os Estados Unidos deveria ou não ajudar os bancos em perigo. Não fazê-la agora seria a pior das alternativas. US\$ 850 Bilhões que equivalem a 6% do PIB norte-americano. O valor seria financiado por um endividamento maior, algo que teria impacto apenas indireto no dia-a-dia das pessoas e que pode ser equacionado a longuíssimo prazo.

Já uma recessão forte e prolongada teria conseqüências rápidas e diretas, sobre emprego e renda.

Se isso de fato acontecesse, um custo de 6% do PIB pagos em longo prazo será uma pechincha.

A crise também se alastrou mais claramente dos Estados Unidos para a Europa. No final daquela semana, Alemanha e Reino Unido tiveram de emitir declarações oficiais de socorro a bancos e garantias de depósitos bancários. A atitude de distanciamento pueril que os governos europeus vinham adotando havia alguns dias. Como a fosse uma “crise americana”, foi varrida na marra.

Mas os Estados Unidos eram o epicentro do problema. Avolumam-se sinais cada vez mais claros de que uma recessão, nada pequena, estava a caminho. Nunca os bancos e consumidores do país estiveram tão endividados. Como a crise era de crédito, dificilmente seria rápida a solução.

Várias empresas e redes de lojas já entendiam a gravidade da situação. A palavra “recessão” já estava nas vitrines, e algumas cadeias faziam liquidações de até 60%. Prevendo o pior, pareciam tentar adiantar algum dinheiro agora para um tempo de vacas mais magras.

No mercado de crédito, também caíra à ficha sobre as enormes dificuldades de implantação do pacote de US\$ 700 bilhões aprovado pelo Congresso.

Desentupir o mercado de crédito, onde mesmo os grandes bancos e empresas estavam com enormes dificuldades de financiamento, poderia levar semanas, senão meses.

O Tesouro ainda mal montava a equipe de gerenciamento disso. O FED já entendia a gravidade e estava ampliando linhas de crédito e seu alcance no mercado. À época, falava-se em mais de US\$ 900 bilhões em liquidez.

A situação foi que apesar dos pesares o governo norte-americano acabou aprovando um pacote de medidas econômico em ajuda a os bancos quebrados nos Estados Unidos no valor de US\$ 700 bilhões, e acabou comprando os títulos podres do Subprime e tornou-se acionistas em várias empresas que receberam ajuda deste pacote, em troca o governo, exigiu bônus menores a diretores e passou controlar mais de perto as atividades de empréstimos destes bancos. A lição que fica é que, será que os americanos aprenderam que não basta encher o mercado de crédito para facilitar o consumo de bens duráveis, é necessário que os tomadores dos empréstimos tenham uma mínima condição de quitar essas prestações em longo prazo, caso contrário basta uma notícia de que determinado setor está quebrado para voltar toda a euforia do mercado de crédito, que é em suma importantíssimo, o que seria da economia mundial se não fosse do crédito, com certeza o consumo cairia em 70%.

4.4 – A crise Subprime chegou ao Brasil

A Crise Subprime começou atingindo o sistema imobiliário norte-americano e em seguida afetando outros setores da economia, sobretudo o bancário e o automobilístico.

Mas como os Estados Unidos é a maior economia do mundo, diretamente ou indiretamente todas as nações do mundo têm negócios com os Estados Unidos, que é o maior mercado consumidor do mundo, uma crise nesta economia gigantesca atingiu várias outras economias, inclusive a brasileira.

¹⁹O mercado brasileiro foi um dos mais castigados por aquele movimento, não necessariamente por expectativa de forte desaquecimento de sua economia. A Bovespa era uma das que vinham se mantendo mais valorizadas desde o início da crise. Depois sucumbiu na esteira de uma real perspectiva de forte queda na atividade em todo o planeta.

Altamente influenciada pelos preços de commodities, que deveriam ser afetados por uma recessão, não havia outra direção para a Bolsa brasileira, a não ser a queda.

Todos os setores vinham “bombando” nos últimos meses, imobiliário, automobilístico, industrial etc. começaram a apresentar sinais de fraquezas. Em menor proporção, o que nos afetou foi exatamente o que estava na base da crise nos Estados Unidos e em outras economias: o crédito.

Entre setembro e outubro de 2008, o volume de operações de crédito para aquisição de bens no Brasil encolheu 32,2%. O setor de veículos foi o mais atingido com uma redução de 40% e o de crédito pessoal teve uma redução de 14%. A única modalidade de crédito que crescera foi a do Cheque Especial. Isto indicava, inclusive, que mais famílias ficaram com a corda no pescoço e precisaram se endividar.

Se o ano tivesse terminado em setembro de 2008, o Brasil teria crescido 6,3%. Mesmo se os efeitos da atual crise financeira mundial fossem violentíssimos e o Brasil não crescesse nada no último trimestre de 2008, o País cresceria 4,8% em 2008.

O resultado do PIB do terceiro trimestre trouxe duas informações sensacionais: tanto o consumo das famílias, que representa 60% do PIB; quanto os investimentos no setor produtivo bateram recordes em 2008.

Se não houvesse a crise no horizonte, o Brasil teria passado pelo seu ciclo econômico mais virtuoso em décadas. Estaríamos discutindo àquele momento maneiras de desacelerar um pouco por risco de inflação e para que continuasse evoluindo de forma sustentada.

Contudo o Brasil foi mesmo afetado pela Crise Subprime americana, não haveria como não ser. Devido ao fato de o valor da moeda ser flutuante, o Brasil foi atingido em cheio no valor do câmbio. O valor da moeda americana chegou a ser cotado em R\$ 2,43 no final de 2008, prejudicando muito as exportações brasileiras do período de vários setores como: automobilístico, frios, aeroespacial, mineral, calçados ECT.

Os Estados Unidos eram nossos maiores compradores de veículos e aviões, como eles não tinham crédito para comprar se quer uma simples moradia, como teriam crédito para adquirir estes bens de certa forma supérfluos.

O Brasil somente não fôra atingido de maneira mais drástica pela Crise Subprime porque os Estados Unidos deixara de ser o nosso maior parceiro comercial, que atualmente são União Européia e China, que também foram atingidos pela crise, mas de maneira mais suave. Caso contrário, o Brasil teria mergulhado em crise semelhante à Crise da Tequila vivida pelo México nos anos 90.

4.5 – A Crise Subprime espalha-se pelo mundo

A Crise Subprime americana afetou até mesmo países desenvolvidos do Velho Mundo como: Alemanha, Reino Unido, França, Espanha e até mesmo a fantástica economia chinesa, que vinha tendo crescimento econômico em linhas superiores a 10% ao ano.

²⁰Já havia notícias de milhares de ex-operários chineses fazendo o caminho de volta da cidade para o campo por conta de demissões em massa em empresas exportadoras. Não iria demorar ao governo chinês, detentor de bilhões de dólares em títulos do Tesouro norte-americano, dar o seu passo.

Na Europa e sua periferia, já apareciam os primeiros sinais evidentes de rachadura na União Européia e, mais grave, de sérios problemas para alguns países no pacto em torno da moeda única, o Euro.

No Reino Unido, centenas de trabalhadores foram às ruas protestar contra a decisão da refinaria francesa Total de contratar empregados italianos e portugueses para um projeto de US\$ 280 milhões. “British Jobs for British workers” (Na Inglaterra trabalho para trabalhadores britânicos), diziam os cartazes dos que protestavam à época.

Na Espanha, onde o desemprego bateu 14%, o maior da União Européia, o governo estava oferecendo US\$ 14 mil cerca de R\$ 32 mil à época, aos imigrantes que aceitassem voltar a seus países. No principal aeroporto de Madri, Barajas, voltaram os repatriamentos de centenas de latinos assim que pisavam no país.

Na França, mais de um milhão de trabalhadores foram às ruas pedir mais ajuda do Estado a empresas francesas. Na Grécia, fazendeiros fizeram um megabloqueio de estradas durante dez dias exigindo a aprovação de um pacote de ajuda que desrespeitasse regras da União Européia.

Nos subterrâneos daquela crise, uma bomba de imensas proporções foi sendo armada no coração da União Européia. Países menos avançados como Portugal, Espanha, Irlanda, Grécia e vários outros no conjunto de 16 nações que tinham o Euro como moeda; só cresceram rapidamente nos últimos anos por conta de um forte endividamento.

Enquanto isto, países como Alemanha, França e os escandinavos erguiam pacotes bilionários de estímulo as suas economias e protegia seu sistema financeiro com dinheiro estatal, os “ex-pobres” tinham não só de honrar dívidas, como seus

Estados e empresas são obrigados a captar dinheiro no mercado a custos punitivos na comparação com os demais. Na mesma época o governo britânico lançou um pacote de £ 50 bilhões.

Antes do Euro, esses países em dificuldades tinham a opção de desvalorizar suas moedas e, ao tornar seus produtos mais baratos, dava forte impulso ao setor exportador. Com o Euro, essa opção não existe mais, assim como não havia a possibilidade de aumentar indefinidamente déficit e endividamento, dada às regras de convergência da União Européia.

Não havia como a crise subprime não afetar outras economias no mundo, os Estados Unidos é sem a menor sombra de dúvidas a principal e mais importante economia do mundo eles são responsáveis por 15,4% das exportações chinesas, 11,6% das exportações canadenses, 9,1% das exportações mexicanas, 4,9% das exportações japonesas e 3,7% das exportações alemães. Além disso, os americanos importam mais de 20% dos combustíveis consumidos no país e mais de 11% dos veículos vendidos no país, levando em conta que o mercado americano vendia 13 milhões de veículos por ano, este percentual representa quase a metade dos veículos vendidos no mercado brasileiro.

Mas enfim todo este consumismo dos americanos era bancado em sua maioria por crédito, que estava em falta e encarecido no mercado com a crise subprime. Desde os anos 70, a economia dos Estados Unidos vinha absorvendo poupanças a partir do resto do mundo. Este fenômeno era o principal responsável pelo forte crescimento americano e pela facilidade com que os americanos tinham para obter crédito. Isto levou os americanos a ser o povo mais endividado do mundo tinham em junho de 2008 uma dívida externa de US\$ 13,77 trilhões e uma dívida pública cerca de US\$ 12 trilhões representando cerca de 80% do PIB.

4.6 - Possíveis medidas para evitar crises como a do Subprime

No livro *A Solução para o Subprime* o autor Robert J. Shiller descreve seis formas de melhorar a estrutura do sistema imobiliário dos Estados Unidos para que os americanos não voltem a ter nova crise semelhante, e, por consequência arraste o resto do mundo.

A primeira delas é um aconselhamento financeiro abrangente. Sendo que, *²¹indivíduos de baixa renda que assumiram hipotecas subprime arriscadas, com taxas de juros que eram rapidamente ajustadas para cima, estavam, com freqüência, inconscientes dos conhecidos riscos inerentes e essas hipotecas. Eles não tinham a menor idéia de que havia um risco real de que, na eventualidade de uma crise, não seriam capazes de refinar suas hipotecas.*

O primeiro passo para corrigir essa falha de educação financeira é promover aconselhamento financeiro abrangente a todos os indivíduos por meio de instituições que assegurarão que todas as pessoas, e não apenas as mais ricas, receberem tal aconselhamento. A maioria dos planejadores financeiros ignora os clientes de média e baixa renda porque eles só conseguem fazer dinheiro cobrando por taxas de administração baseadas na fração do ativo.

A maioria das pessoas precisa de aconselhamento financeiro básico, elementar, e precisam que isso venha de fontes confiáveis e especializadas. A alternativa é que os especialistas financeiros ofereçam seus serviços a um preço específico, por hora, como fazem outros profissionais, como contadores e advogados.

A segunda reforma para corrigir as inadequações seria o governo estabelecer uma comissão de segurança de Produtos financeiros, seguindo o modelo da Comissão de Segurança de Produtos de Consumo.

Sua missão principal seria proteger o consumidor de produtos financeiros, servindo como ombudsman e advogado. Tal comissão representaria uma nova fonte de informações sobre segurança de produtos financeiros e imporia a regulamentação necessária para assegurar tal segurança. Curiosamente, hoje, essa preocupação com segurança dos produtos financeiros não é a principal responsabilidade ou encargo de nenhum dos grandes agentes reguladores nos Estados Unidos e em outros lugares do mundo.

A terceira reforma seria renovar a infra-estrutura de informação é estabelecer planos financeiros do tipo padrão para opção de default (inadimplemento) que funcionem bem nas situações em que as pessoas estão desatentas e não cumprem os acordos. Uma opção de default é a escolha – ou opção – automaticamente feita caso um indivíduo não cumpra a escolha intencional entre as opções disponíveis. É possível dizer que a causa fundamental da crise do subprime deveu-se ao fato de as pessoas não estarem atentas. Elas caíram em armadilhas de vários tipos porque não sabiam ou não entendiam o que estava acontecendo no mercado imobiliário. Quando a atenção é negligente, os consumidores aceitam qualquer contrato que lhes é oferecido primeiro ou que lhes pareça padrão ou convencional. Dessa forma, elaborar contratos padrão, que incluam opções prudentes de default, deveria ser uma tarefa levada a sério tanto pelo governo quanto pelas empresas.

Na crise do subprime, muitos mutuários aceitaram, sem reclamar, os termos das hipotecas oferecidas, em muitos casos pensando, provavelmente, que elas contavam com a sanção dos especialistas – mesmo quando não existia qualquer tipo de proteção ao consumidor. Mudar o modelo dos contratos padrão representaria, dessa forma, um enorme aperfeiçoamento da infra-estrutura da informação. Outra possível opção de default seria exigir que todos os emprestadores tivessem a assistência de um profissional semelhante a um notário especializado em direito civil. Essas práticas existem em outros países, como a Alemanha; mas não existe nos Estados Unidos.

A quarta reforma seria aperfeiçoar a infra-estrutura de informação é melhorar o disclosure das informações relevantes para a vida econômica e financeira das pessoas. Aparentemente, quase ninguém tinha incentivo econômico para fazer trabalho investigativo de descobrir e interpretar as informações fraudulentas da contabilidade da Enron Corporation, empresa que foi à ruína em 2001. Tampouco havia alguém que contasse com incentivos econômicos para revelar os excessos dos instrumentos financeiros estruturados que os bancos estavam usando para tirar dos balanços determinados financeiros, antes da crise de 2007.

Aqueles que compraram derivativos do mercado imobiliário baseado nas hipotecas subprime tipicamente possuíam apenas um pouco mais de informação do que aquela contida nas agências de rating (são empresas que classificam os riscos

dos ativos de empresas e países). E, ainda que as próprias agências de rating forneçam informações adicionais, os ratings são a única informação facilmente interpretada e comparada e, mesmo assim, são liberados sempre contendo parágrafos de advertência e precauções.

Quando John Moody, em 1915, ofereceu ao público o sistema rating (Com graduações por letras Aaa), estava dando o primeiro passo em direção à democratização das finanças, ao criar um disclosure de informações facilmente interpretável. O disclosure das informações financeiras, nos Estados Unidos, deu o passo seguinte com a criação, em 1934, da SEC (The Securities and Exchange Commission). Agora, a SEC patrocina um website chamado EDGAR, que fornece informações detalhadas sobre empresas de capital aberto e suas ações em bolsas de valores. Fazer um disclosure para o mercado imobiliário seria uma mudança de grande relevância para este mercado, futuramente.

Sofisticação de databases financeiras está é a quinta reforma em direção à melhoria da infra-estrutura da informação é o subsidio governamental para a criação de uma imensa base de dados econômicos sobre indivíduos e todas as empresas, utilizando um protocolo que permita que essas informações sejam usadas no desenrolar de contratos de risco, assegurando, contudo, a proteção da privacidade.

Já assistimos ao desenvolvimento de databases privadas de informação sobre renda e atividade econômica dos indivíduos, mas essas databases são fragmentadas e raramente usadas com bons propósitos econômicos. Ninguém tem uma visão do todo; apenas partes da estrutura financeira são visíveis. Um protocolo de compartilhamento de informações entre essas databases ainda precisa ser criado; assim, as fontes atuais fragmentadas podem ser unidas e utilizadas por todos, com propósitos úteis, como fornecer aos consumidores e proprietários de imóveis uma visão mais acurada da própria situação financeira. Essa database ampliada permitiria que os websites financeiros oferecessem a seus clientes informação real-time customizada – ou seja, informação que esteja relacionada com suas circunstancias particulares.

A sexta reforma proposta seria um sistema novo de unidades métricas para a economia. Muitas pessoas consideram que compreender nosso sistema econômico é uma tarefa desafiadora. Para ajudá-la, o governo precisa estabelecer um novo sistema de unidades métricas para a economia. Essa solução para o

subprime seria um passo verdadeiramente revolucionário, próximo à criação do sistema métrico após a Revolução Francesa. Esse sistema ajudaria a prevenir equívocos humanos no pensamento econômico, que são subjacentes a muitos problemas econômicos, inclusive à crise subprime.

Unidades de medidas podem ser definidas por muitos valores econômicos comuns, inclusive renda, ganhos e salários. Mas de maior importância seria a criação de novas unidades de medidas para a inflação.

Por derradeiro, essas seis reformas juntas desencadeariam o poder das boas informações e ajudariam a prevenir até mesmo o início de crises econômicas do tipo que vimos. Uma vez que forneceriam os incentivos econômicos e governamentais ao desenvolvimento de uma infra-estrutura de informação de maior qualidade e uma vez que ela esteja disponível por vários anos, então a imaginação e o empreendedorismo assumirão o controle, levando-nos a territórios extraordinários em busca da exploração da informação. Testemunharíamos a criação de novas espécies lucrativas de provedores de informação, com base em serviços humanos e tecnológicos, todos interagindo para promover a melhor da tomada de decisão financeira dos indivíduos e das empresas.

5 - CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com a grande interdependência entre as nações que surgiu depois da Segunda Guerra Mundial criou-se um estreito relacionamento entre as nações. Visto que, crises iniciadas em um determinado país espalham-se por outros em questão de meses. Assim foi com a chamada crise da América Latina, que iniciou no México e espalhou-se pelo resto do continente, atingindo principalmente a Argentina. Da mesma forma ocorrera com a crise asiática dos anos 90 que primeiramente atingiu o Japão e depois espalhou para o resto do continente, atingindo economias pequenas e subdesenvolvidas como Tailândia, Malásia e Indonésia e economias grandes e com grau de desenvolvimento maior como a Coréia do Sul. A mesma situação ocorreu com a crise do subprime nos Estados Unidos, a crise começou afetando o sistema imobiliário local, depois se espalhou por outros setores da própria economia americana; logo depois se espalhou pelo mundo todo, atingindo países desenvolvidos como os da Eurozona e países em desenvolvimento como Brasil e China; e ainda países fora da zona do Euro como os do leste europeu. Por fim, todas estas crises ocorreram em um cenário chamado Globalização, cuja idéia central, é tornar o mundo todo em um só mercado consumidor, mas o preço que pagamos, é este, se o crédito de determinada economia está em falta, como ocorrera com os americanos no auge da crise subprime, o mundo todo paga o preço, sobretudo os sistemas financeiros.

6 - BIBLIOGRÁFIA

- ¹ A Reconstrução do Sistema Financeiro Global, Martin Wolf, Editora Campus, P. 1, 2 e 3.
- ² A Crise de 2008 e a Economia da Depressão, Paul Krugman 4ª Edição, Editora Campus, P.35 e 36.
- ³ A Crise de 2008 e a Economia da Depressão, Paul Krugman 4ª Edição, Editora Campus, P.47,48 e 49.
- ⁴ A Crise de 2008 e a Economia da Depressão, Paul Krugman 4ª Edição, Editora Campus, P.40 - 43.
- ⁵ A Crise de 2008 e a Economia da Depressão, Paul Krugman 4ª Edição, Editora Campus, P. 52, 53, 54,55 e 56.
- ⁶ A Crise de 2008 e a Economia da Depressão, Paul Krugman 4ª Edição, Editora Campus, P. 62, 63,64 e 65.
- ⁷ A Crise de 2008 e a Economia da Depressão, Paul Krugman 4ª Edição, Editora Campus, P. 68 e 69.
- ⁸ A Crise de 2008 e a Economia da Depressão, Paul Krugman 4ª Edição, Editora Campus, P. 73,75 e 77.
- ⁹ A Crise de 2008 e a Economia da Depressão, Paul Krugman 4ª Edição, Editora Campus, P. 80, 81, 82,83 e 84.
- ¹⁰ A Crise de 2008 e a Economia da Depressão, Paul Krugman 4ª Edição, Editora Campus, P. 86, 87,88 e 89.
- ¹¹ A Crise de 2008 e a Economia da Depressão, Paul Krugman 4ª Edição, Editora Campus, P. 94,95 e 96.
- ¹² A Crise de 2008 e a Economia da Depressão, Paul Krugman 4ª Edição, Editora Campus, P. 96, 97,98 e 99.
- ¹³ A Crise de 2008 e a Economia da Depressão, Paul Krugman 4ª Edição, Editora Campus, P. 100, 101 e 102.
- ¹⁴ A Solução para o Subprime, Robert J. Shiller, Editora Campus, P. 1.
- ¹⁵ A Solução para o Subprime, Robert J. Shiller, Editora Campus, P.1, 4,5 e 6.
- ¹⁶ Desastre Global serie 21, Fernando Canzian, Editora Publifolha P. 5, 6,7 e 8.
- ¹⁷ Desastre Global serie 21, Fernando Canzian, Editora Publifolha P. 25.
- ¹⁸ Desastre Global serie 21, Fernando Canzian, Editora Publifolha P. 13,14, 16 e 17.
- ¹⁹ Desastre Global serie 21, Fernando Canzian, Editora Publifolha P. 35 e 36.

²⁰ Desastre Global serie 21, Fernando Canzian, Editora Publifolha P.42 e 43.

²¹ A Solução para o Subprime, Robert J. Shiller, Editora Campus, P. 105, 106, 111, 112, 116, 117, 119, 121 e 127.