

Política econômica

A máquina de crescimento econômico internacional: arquitetura, avanço, fragilidades e crise*

Pedro Fernando Cunha de Almeida**

Mestre em Economia pela Unicamp
e Economista da FEE

Entre 2003 e 2006, a economia internacional viveu uma excepcional conjuntura, da qual resultou um crescimento médio de 4,9% a.a. (Tabela 1). O movimento teve, pelo menos, duas peculiaridades que se devem destacar. Em primeiro lugar, envolveu a recuperação da economia norte-americana da crise que a abalou em 2001 e 2002, em consequência de rápido arrefecimento do processo especulativo com ativos relacionados com o mercado das “.com”. A recuperação substituiu o objeto preferencial da especulação financeira, passando dos ativos referentes à informática para aqueles derivados da construção civil nos EUA. Em segundo lugar, o mesmo movimento conteve peculiar relação mantida entre os EUA e a China, a qual beneficiou ambos. A economia norte-americana contou com as pressões antiinflacionárias provenientes de suas volumosas importações da China. Esta última, por sua vez, tirou proveito não só da demanda efetiva decorrente de suas vendas aos Estados Unidos, como também do fortalecimento financeiro externo ocasionado pelo acúmulo de reservas internacionais em dólares que resultou das mesmas vendas.

No entanto, já no segundo trimestre do corrente ano, começaram a aparecer consideráveis problemas relacionados ao excesso de acumulação de capital sob a forma de imóveis nos EUA, assim como ao comprometimento da extensa e complexa cadeia de mecanismos que provê o fluxo de financiamento para a mesma acumulação. Os referidos problemas tornaram-se notórios, à medida que, dada sua importância, foram, em algum grau, divulgados na mídia internacional (talvez não de forma clara o suficiente para explicitar toda a gravidade da situação).

Este artigo assume dois objetivos. O primeiro é o de apresentar interpretação relativa às características mais importantes da expansão, iniciada em 2003, das economias norte-americana e, em consequência, internacional. Como segundo, o texto destina-se a oferecer outra interpretação, através da qual se conclui que os notórios problemas referidos derivaram para a crise do crescimento econômico a que se fez menção. Ainda que seja impossível delinear os contornos mais precisos da nova conjuntura, pretende-se argumentar que ela trará tempos de crise. Se mais branda ou mais aguda, o tempo dirá.

A respeito do que trará a nova conjuntura internacional, é importante lembrar que Keynes (1982) ensinou que o futuro é incerto. No que se refere a ele, o pensamento humano tem reduzida capacidade de previsão, especialmente quando se trata de realidades de natureza tão complexa como o comportamento futuro de determinada economia nacional ou da economia internacional. Isto é, os métodos existentes para tanto são, de tal forma, precários, que talvez não seja adequado adjetivá-los como científicos. Mais apropriado seria denominá-los **especulações**. Embora precárias, elas são indispensáveis para aqueles que pensam e decidem sobre o futuro. Nesses casos, simplesmente não há melhores alternativas. Assim, quando o texto se referir às características mais decisivas da nova conjuntura internacional, não estará explicitando mais do que a especulação que nele se faz acerca das mesmas características.

* Artigo recebido em 07 nov. 2007.

** E-mail: PAlmeida@fee.tche.br

Tabela 1

Taxa média do PIB mundial em regiões e países selecionados — 1990/07

(%)

PERÍODOS	MUNDO	EUA	ECONOMIAS AVANÇADAS	ECONOMIAS EMERGENTES	CHINA
1990-00	3,3	3,3	2,8	4,2	10,4
2001-02	2,8	1,2	1,4	4,6	8,7
2003-06	4,9	3,0	2,6	7,4	10,4
1990-06	3,7	2,9	2,6	5,1	10,2
2007	5,2	2,6	2,5	7,5	11,5

FONTE DOS DADOS BRUTOS: WORLD ECONOMIC OUTLOOK. Washington: IMF, Oct 2007.

1 Os supostos da análise

Uma análise como a pretendida neste artigo não pode partir de considerações abstratas a respeito da realidade. Para ter validade, ela exige levar em conta os mais importantes processos em curso no mundo real subjacentes à interpretação pretendida. Dito de outra forma, é necessário considerar os resultados específicos do movimento histórico que condicionam a problemática tratada.

Para explicitar esses processos, fez-se uso de específica bibliografia, que produziu as seguintes conclusões a respeito dos referidos processos.¹ No mundo real, desde o pós-guerra, vem ocorrendo o processo de globalização produtiva e financeira do capital em nível internacional, embora o mesmo tenha sofrido dois grandes impulsos: o primeiro na segunda metade dos anos 60 do século XX, e o segundo a partir do início da década de 80 do mesmo século. Com o evoluir do processo de globalização: (a) verificou-se rápido movimento de unificação dos mercados produtivos e financeiros de todo o mundo, por intermédio de progressiva queda de barreiras ao comércio e ao investimento produtivo² e de firme tendência à liberalização financeira,

esta última referida tanto ao abrandamento de regras preexistentes no âmbito das diferentes nações quanto à superação dos empecilhos impostos no passado ao fluxo internacional de capitais; (b) o ouro deixou de exercer a função de reserva internacional de valor, função esta que, desde 1980, passou a caber ao dólar norte-americano, a partir da potência que lhe advém da força da economia, das finanças e do Estado nos EUA;³ e (c) o movimento expansivo do capital passou a, predominantemente, perseguir sua valorização sob a forma de ganhos de capital nos mercados financeiros organizados, ao invés de fazê-lo, como no passado, via acumulação de rendimentos esperados na esfera produtiva.

Nesse contexto, as finanças e o Estado norte-americanos colocam-se como líderes do processo de globalização produtiva e financeira descrito, dados os lugares centrais ocupados por eles nesse processo.

aquela que conta com a contribuição de partes e componentes mais vantajosa para elas. Isso quer dizer que as empresas internacionais exigirão a liberdade para adquirir os insumos necessários ao seu processo produtivo nos países onde melhor lhes convier. Essas estratégias impõem o desenvolvimento acelerado do comércio internacional, como comprovam as estatísticas a respeito.

¹ Ver, a respeito, Braga (1997; 2004), Tavares (1997) e Tavares e Melin (1997).

² Na verdade, os interesses públicos e privados existentes no interior de cada economia dão à integração dos mercados produtivos maior liberdade ao investimento produtivo do que ao comércio internacional. Isto é, dá-se espaço ao investimento estrangeiro, mas dificulta-se a absorção do mercado local por produtores localizados no exterior da economia. No entanto, em direção oposta, a estratégia das grandes empresas internacionais exige a produção internacionalizada, ou seja,

³ A capacidade do dólar em constituir-se no padrão de reserva internacional de valor explica-se, como se disse, pelas potências da economia, das finanças e do Estado norte-americanos. Mas, para constituir-se como reserva internacional de valor, o dólar deve ser administrado de forma específica. A especificidade consiste em política monetária destinada a manter o valor da moeda norte-americana no longo prazo. Por isso, diz-se que o dólar toma a forma de uma **moeda financeira**. Além disso, não é demais lembrar que, até o momento, só os EUA dispuseram das necessárias potências da economia, das finanças e do Estado para emitir a moeda que constitui o padrão de reserva internacional de valor.

2 Da crise à recuperação: a arquitetura e o avanço da máquina de crescimento econômico internacional

Assumindo os supostos explicitados no item anterior, apresenta-se, neste, uma exposição esquemática da arquitetura do movimento que, a partir do início de 2003, viabilizou a recuperação da economia norte-americana, apoiada na especulação financeira empreendida em torno de ativos reais ligados ao mercado imobiliário dos EUA (Tabela 1). Anteriormente, a economia dos EUA havia vivido longo período de expansão entre 1992 e 2000; desta feita, foi estimulada pela especulação nos mercados de alguma forma relacionados à área de computação eletrônica, a chamada Nova Economia. No intervalo de tempo que envolveu os anos de 2001 e 2002, prevaleceu a crise que correspondeu ao esgotamento da expansão de 1992 a 2000.

O movimento especulativo e o crescimento econômico relacionados aos ativos do mercado imobiliário materializaram-se através de extensa e complexa cadeia de relações (Figura 1), que envolveu: (a) as reduzidas taxas de juros vigentes nos Estados Unidos, entre o final de 2001 e o início de 2005, praticadas pelas autoridades monetárias com a intenção de contrapor a forte contração da atividade produtiva (*hard landing*), que, então, se poderia impor naquele país, a partir do primeiro ano citado, como resultado do fim da expansão relacionada à Nova Economia (Tabela 2, coluna E); (b) a aceleração, já no início de 2002, do movimento de especulação imobiliária norte-americana (Tabela 2, coluna H), em decorrência tanto da desilusão verificada na área das “.com” quanto da aludida redução das taxas de juros;⁴ (c) a alavancagem da capacidade de investimento de compradores de imóveis, com ou sem tradição no mercado de capitais, via obtenção, pelos mesmos, de crédito a longo prazo, sob a forma de hipotecas assinadas junto a bancos comerciais; (d) a formação de considerável estoque de

dívida hipotecária, que reuniu tomadores com e sem tradição no mercado de capitais, constituindo os mercados **prime de hipotecas** e **subprime de hipotecas** respectivamente; (e) o provimento de fundos, aos bancos comerciais, para a concessão de crédito hipotecário por meio da consolidação das dívidas hipotecárias em seu poder em Mortgage Backed Securities (MBS) e sua venda aos bancos de investimentos, os quais dispõem da possibilidade de renegociá-los no respectivo mercado secundário; (f) o provimento de recursos aos bancos de investimento, através de nova consolidação de dívidas, que, agora, envolve a reunião dos MBS em Collateralized Debt Obligation (CDO), repassados a fundos institucionais de investimento não só dos EUA, mas também de importantes praças financeiras da Europa; (g) a inexistência de mercado secundário de títulos para os CDOs; (h) o dito no item anterior ocorreu juntamente com a difusão de processo convencional alternativo para o estabelecimento de preços dos ativos negociados, no caso, os CDOs, que consiste em precificação que se baseia na classificação de risco feita por Credit Rating Agencies (CRA), constituindo nova e perigosa forma de **securitização**, a que dispensa a presença do referido mercado secundário; (i) a quase-impossibilidade de detecção prévia dos riscos de *default* das hipotecas integrantes dos títulos estruturados — os MBS e os CDOs — por bancos comerciais e de investimento, sob a chancela das agências de classificação de riscos; (j) a venda, pelos fundos institucionais, de cotas dos títulos estruturados em seu poder ao público — pessoas físicas, bancos comerciais, bancos de investimento ou até outros fundos institucionais —, em troca da promessa de parcela do fluxo de renda que se espera derive do vencimento e do pagamento das hipotecas que dão início à cadeia descrita; e (l) o incremento do consumo que resultou tanto do acréscimo de renda conseqüente da expansão da produção de imóveis quanto do efeito riqueza originado na elevação dos preços dos mesmos, elevação esta que tornou ainda mais elástico o crédito imobiliário.⁵

Em resumo, através da cadeia de relações descritas, entende-se que a expansão da economia norte-americana iniciada em 2003, pelo menos parcialmente, derivou da **força propulsora** da busca especulativa de ganhos de capital a partir de ativos imobiliários naquele

⁴ A especulação de que se fala resultou das expectativas de ganhos provenientes da diferença entre o valor presente dos rendimentos relacionados à propriedade de imóveis e o custo de produção dos mesmos. Do ponto de vista conceitual, tais expectativas correspondem aos **lucros do fundador** definidos por Hilferding (1985) ou às **expectativas de ganhos de capital** que podem derivar da diferença entre o “preço da demanda dos bens de capital” e o seu “preço de oferta” (ou, ainda, seu **custo de reposição**), especificados por Keynes (1982).

⁵ Embora a descrição aqui apresentada do movimento especulativo possa parecer complexa, tem-se consciência de que a realidade o é ainda mais. Muitas figuras e combinações entre elas sequer foram descritas. Aqui, trata-se apenas de apresentar um esquema geral que permita a compreensão do texto.

país. Com tal especulação, os preços dos imóveis cresceram continuamente (Tabela 2, coluna I), impulsionando a construção civil. Considerando como construção civil somente sua parcela relativa às casas para uma família, chega-se ao resultado de que a participação do setor nos EUA incrementou-se de 2,0% em 2001 para 2,8% em 2005 (Tabela 2, coluna J). Como subproduto, a produção de bens de consumo também se acelerou, não só em decorrência do incremento da renda na construção civil, mas também do refinanciamento hipotecário viabilizado pela continuidade da elevação dos preços dos imóveis na economia norte-americana.

Já o financiamento do crescimento econômico encetado pela construção civil contou com fontes de diferentes origens. No que diz respeito ao âmbito específico da construção civil, houve a absorção junto ao público — pessoas físicas, bancos comerciais, bancos de investimento e, mesmo, outros fundos de investimentos — de recursos captados por fundos institucionais constituídos nos EUA e em importantes países da Europa. A captação de recursos europeus para a especulação imobiliária nos Estados Unidos não deve surpreender, mas ser vista como algo normal. Conforme anunciado no item relativo aos supostos da análise deste trabalho, a normalidade a que se faz referência deriva do fato de que, pelo menos desde 1980, a economia internacional se caracteriza pela submissão da produção aos ganhos de caráter financeiro e que a globalização financeira vem evoluindo rapidamente. No referente à economia norte-americana como um todo, o crescimento encontrou uma fonte de financiamento, pelo menos parcial, na política monetária vigente até meados de 2005, no País.

Na conjuntura internacional que vigorou até então, à expansão nos EUA vinculou-se diretamente o crescimento econômico da China (Tabela 2, colunas C e N). De um lado, a expansão norte-americana contou com o suprimento antiinflacionário das exportações chinesas. De outro, a China valeu-se da demanda efetiva derivada das importações norte-americanas. No tocante aos aspectos relativos ao balanço de pagamentos, os EUA financiaram seus déficits em transações correntes através do crescimento das reservas em dólares mantidos pela China e por muitos outros países no mundo. É ainda decisivo destacar que a China contou com volumoso montante de recursos para a ampliação de seu aparato produtivo que proveio do investimento direto externo (IDE), atraído pelas possibilidades de lucros oferecidas pelo crescimento econômico extraordinário em seu território. Por fim, mas não menos importante, o crescimento conjunto dos Estados Unidos e da China

levaram o mundo à aceleração econômica (Tabela 2, colunas A, L e P).⁶

Assim, pode-se dizer que, entre 2003 e o início de 2007, as finanças norte-americanas impulsionaram suas congêneres européias em movimento especulativo que envolveu a atividade imobiliária nos EUA, no mesmo período. O vínculo entre as duas finanças localizadas nos Estados Unidos e na Europa só foi possível dado o estágio avançado da globalização financeira na atualidade. Desse movimento especulativo, redundou a constituição de específica **máquina de crescimento econômico de âmbito internacional**, da qual derivou o concomitante aumento dos investimentos residenciais e do consumo norte-americanos; o financiamento dos crescentes déficits em transações correntes dos EUA; as pressões antiinflacionárias no mesmo país, impostas pelas importações provindas da China; a aceleração da velocidade de expansão da atividade produtiva, bem como o fortalecimento financeiro externo da economia chinesa; e, a partir da dinamização das economias norte-americana e chinesa, o impulso das demais economias avançadas e em desenvolvimento do planeta.

⁶ A descrição que aqui se fez do crescimento econômico mundial a partir de 2003 constitui exercício de propositada abstração. Abstrações são sempre problemáticas, porque podem excluir importantes aspectos da realidade. Isso é especialmente verdadeiro neste artigo. Excessos de abstração foram cometidos, ao se considerar a especulação imobiliária como explicativo único para o crescimento recente dos Estados Unidos e ao se descrever a aceleração do crescimento chinês como decorrência exclusiva de seu comércio superavitário com os EUA, quando se sabe que o investimento na China ocupa lugar central no movimento expansivo de sua economia; algo similar vale para os processos de expansão nas demais economias avançadas e em desenvolvimento. Tem-se consciência disso. Mas, com as abstrações feitas, não se pretende mais que explicitar características importantes do objeto em estudo.

A máquina de crescimento econômico

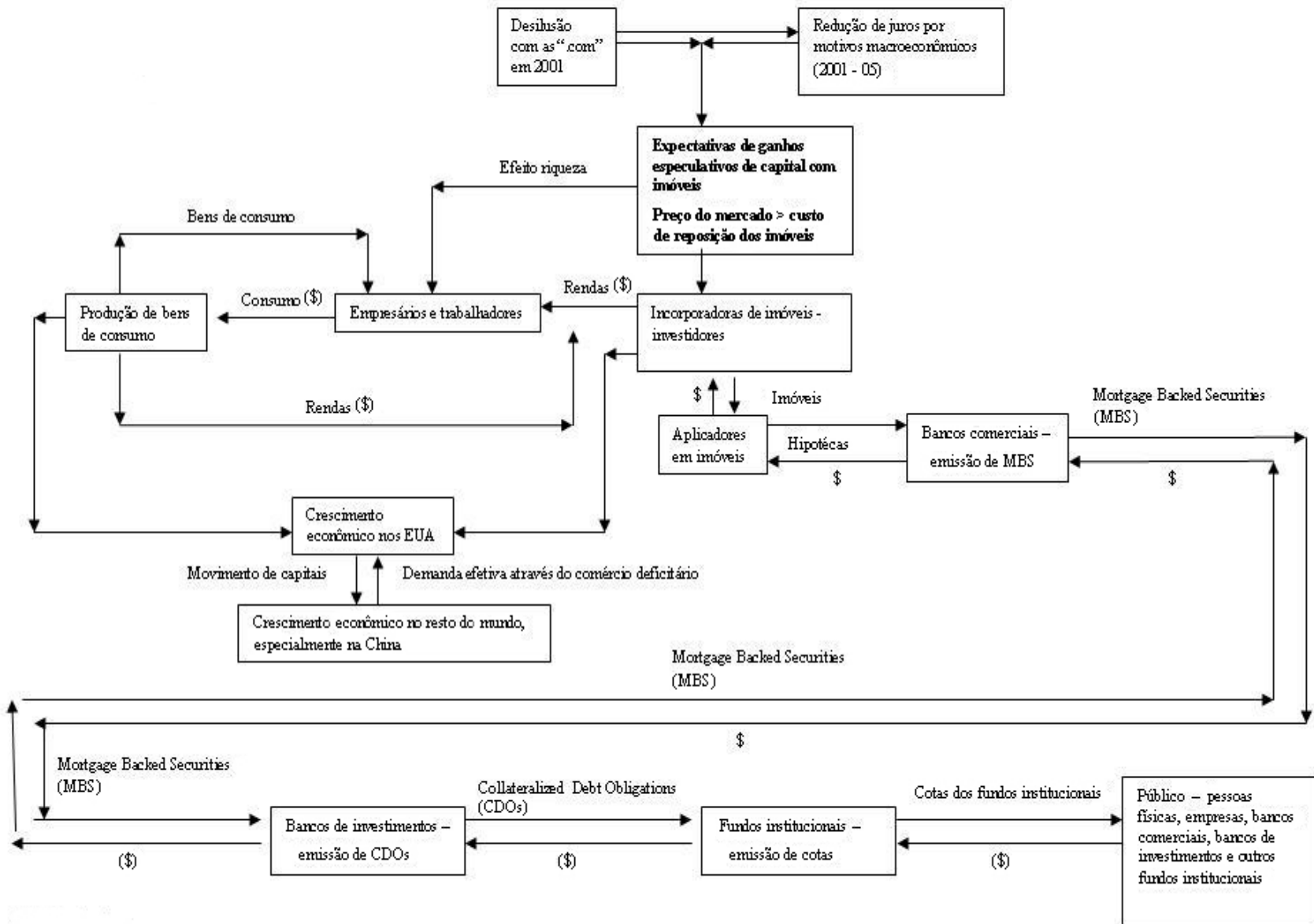


Tabela 2

Indicadores de conjuntura econômica internacional nos EUA e no mundo — 1990/07

ANOS	TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB MUNDIAL (%) (A)	TAXAS DE CRESCIMENTO DO COMÉRCIO INTERNACIONAL DE BENS E SERVIÇOS (%) (B)	TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB NOS EUA (%) (C)	SALDO EM TRANSAÇÕES CORRENTES DOS EUA (US\$ BILHÕES) (D)	TAXAS BÁSICAS DE JUROS NOS EUA (% a.a.) (E)	ÍNDICE MÉDIO NOS ÚLTIMOS 12 MESES DA TAXA DE CÂMBIO EFETIVA REAL DO DÓLAR POR MOEDA ESTRANGEIRA (1) (F)
1990	2,9	15,0	1,9	-79,0	8,1	89,8
1991	1,6	3,3	-0,2	2,9	5,7	87,2
1992	2,4	6,8	3,3	-50,1	3,5	85,4
1993	2,4	-0,6	2,7	-84,8	3,0	88,4
1994	3,8	11,7	4,0	-121,6	4,2	86,8
1995	3,7	18,8	2,5	-113,6	5,8	80,1
1996	4,1	5,9	3,7	-124,8	5,3	81,9
1997	4,2	4,0	4,5	-140,4	5,5	86,3
1998	2,7	-1,8	4,2	-213,5	5,4	91,6
1999	3,7	3,9	4,4	-299,8	5,0	90,6
2000	4,8	11,2	3,7	-417,4	6,2	100,0
2001	2,5	-3,4	0,8	-384,7	3,9	103,6
2002	3,1	5,0	1,6	-459,6	1,7	105,2
2003	4,0	16,4	2,5	-522,1	1,1	95,0
2004	5,3	21,2	3,6	-640,2	1,4	85,9
2005	4,9	13,6	3,1	-754,9	3,2	85,1
2006	5,4	14,6	2,9	-811,5	5,0	84,3
2007 (3)	5,2	14,2	2,6	-784,3	5,0	82,9

(continua)

Tabela 2

Indicadores de conjuntura econômica internacional nos EUA e no mundo — 1990/07

ANOS	TAXAS ANUAIS DE INFLAÇÃO NOS EUA (%) (G)	QUANTIDADE DE CASAS NOVAS VENDIDAS (1 000 UNIDADES) (H)	PREÇOS MÉDIOS DAS CASAS NOVAS VENDIDAS NOS EUA (US\$ 1 000) (I)	PARTICIPAÇÃO DAS VENDAS DE CASAS NOVAS NO PIB NORTE-AMERICANO (%) (J)	TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB NAS ECONOMIAS AVANÇADAS (%) (L)	SALDO EM TRANSAÇÕES CORRENTES NAS ECONOMIAS AVANÇADAS (US\$ BILHÕES) (M)
1990	6,1	-	-	-	3,1	-92,6
1991	3,1	-	-	-	1,5	-36,5
1992	2,9	-	-	-	2,2	-33,1
1993	2,7	-	-	-	1,4	56,0
1994	2,7	-	-	-	3,4	16,7
1995	2,5	683	172,5	1,6	2,8	33,7
1996	3,3	794	175,7	1,8	2,9	28,2
1997	1,7	805	181,7	1,8	3,4	74,3
1998	1,6	958	186,3	2,0	2,5	20,7
1999	2,7	916	196,0	1,9	3,5	-107,9
2000	3,4	927	208,1	2,0	4,0	-265,7
2001	1,6	898	225,4	2,0	1,2	-204,5
2002	2,4	976	238,5	2,2	1,6	-211,1
2003	1,9	1 087	261,1	2,6	1,9	-208,9
2004	3,3	1 184	276,6	2,8	3,2	-220,6
2005	3,4	1 282	272,9	2,8	2,5	-431,6
2006	2,5	1 063	290,1	2,3	2,9	-508,8
2007 (3)	2,4	867	288,0	1,8	2,5	-499,8

(continua)

Tabela 2

Indicadores de conjuntura econômica internacional nos EUA e no mundo — 1990/07

ANOS	TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB NA CHINA (%) (N)	SALDO EM TRANSAÇÕES CORRENTES DA CHINA (US\$ BILHÕES) (O)	TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB DE PAÍSES EMERGENTES (%) (P)	FLUXOS DE CAPITAL PARA PAÍSES EMERGENTES (US\$ BILHÕES) (Q)	MÉDIA ANUAL DO EMERGENT BOND INDEX (pontos-base) (R)	MÉDIA ANUAL DO EMERGENT BOND INDEX PARA A AMÉRICA LATINA (pontos-base) (S)
1990	3,8	12,0	2,8	39,4	-	-
1991	9,2	13,3	1,9	119,7	-	-
1992	14,2	6,4	2,6	127,4	-	-
1993	14,0	-11,9	4,0	162,6	-	-
1994	13,1	7,7	4,4	118,0	-	-
1995	10,9	1,6	5,0	160,3	-	-
1996	10,0	7,2	5,7	222,2	-	-
1997	9,3	37,0	5,3	193,2	510,0	472,0
1998	7,8	31,5	3,0	62,6	809,4	700,0
1999	7,6	15,7	4,1	74,6	1 111,6	853,3
2000	8,4	20,5	6,0	56,7	752,2	668,2
2001	8,3	17,4	4,3	70,2	837,2	882,4
2002	9,1	35,4	5,0	88,3	774,6	995,0
2003	10,0	45,9	6,7	173,3	562,2	724,5
2004	10,1	68,7	7,7	238,6	437,5	536,5
2005	10,4	160,8	7,5	257,2	316,6	374,5
2006	11,1	249,9	7,9	255,8	199,5	218,7
2007 (3)	11,5	379,2	7,5	258,7	179,3	195,7

FONTE: WORLD ECONOMIC OUTLOOK. Washington: IMF, Oct 2007.
IPEADATA.

U. S. Bureau of Economic Analysis — BEA.

U. S. Census Bureau. Disponível em: <<http://www.census.gov/newshomesales>>. Acesso em: 14 out. 2007.

(1) Os índices têm como base 2000 = 100. (2) A participação do valor de vendas no PIB norte-americano resultou de estimativa do autor. (3) Os valores constantes nessa linha constituem previsões para o ano de 2007. Em geral são as encontradas no **World Economic Outlook**, de outubro de 2007, publicado pelo FMI. Fazem exceção a essa regra as estimativas da variação percentual do PIB norte-americano, das vendas de casas novas, das taxas de juros básicas nos EUA e aquelas referentes ao Emergent Bond Index (EMBI+). No primeiro caso, considerou-se, para o cálculo da variação do PIB de 2007, o nível do Produto Interno Bruto nos 12 meses encerrados em setembro de 2007; no segundo, trata-se da taxa de variação das vendas das casas referidas nos últimos 12 meses encerrados em setembro de 2007 em relação aos 12 meses imediatamente precedentes. Nos outros dois casos, as estimativas são do autor. As taxas de juros básicas norte-americanas correspondem à média das taxas de juros operadas com tais fundos nos 12 meses que se encerrarão em dezembro de 2007. A mesma média considera, de um lado, os valores observados para as referidas taxas até o mês de agosto e, de outro, o valor de 4,75% a.a. para os meses seguintes. Esse é o valor que corresponde à meta estabelecida, pelo Federal Open Market Committee (FOMC), para as taxas anuais dos fundos em questão no mês de setembro do corrente ano.

3 Da expansão à crise: as fragilidades e a crise da máquina de crescimento

Obviamente, essa máquina de crescimento econômico mundial sempre teve seus pontos fracos, que, mais cedo ou mais tarde, haveriam de emergir.

Aqui neste texto, dentre eles, destacam-se seis, os quais parecem estar no centro das turbulências que povoam a conjuntura internacional nos últimos meses: (a) o caráter especulativo da acumulação de capital que deu materialidade para expansão centrada no crescimento da construção civil nos EUA; (b) a estreiteza da acumulação de capital no mercado imobiliário norte-americano; (c) a reduzida viabilidade da mesma acumulação em relação às taxas normais de juros da economia norte-americana; (d) a necessidade de preservar o dólar como moeda de reserva de valor em nível internacional; (e) a inclusão do segmento *subprime* do mercado de capitais na cadeia de financiamento hipotecário da construção de moradias nos EUA; e (f) a inexistência de mercados secundários para os CDOs, os quais dividiriam prejuízos e proveriam liquidez entre os integrantes da cadeia de financiamento imobiliário, no caso de inadimplência hipotecária.

Como não poderia deixar de ser, no início do século XXI, o crescimento mundial a que se alude resulta de processo especulativo cuja finalidade é a de transformar dinheiro em mais dinheiro, através do circuito financeiro da economia. Processos como esses já foram descritos em Marx (1980), Hilferding (1985), Keynes (1982) e Minsky (1986), dentre muitos outros. Em Keynes (1982) e, ainda mais claramente, em Minsky (1986), tais processos derivam em movimentos de expansão da produção social, em que, em meio à incerteza, vão-se produzindo ganhos de capital, que, supostamente, correspondem ao enriquecimento da sociedade. Esse enriquecimento, na verdade, em elevadíssima proporção, nada tem a ver com a realidade, tratando-se apenas de criação fictícia de riqueza. A fantasia vai até o dia em que, necessariamente, a realidade cobra seu preço, impondo a desilusão. Por essa razão, o ciclo expansivo com base na especulação imobiliária, como todos os processos dessa natureza, teria, algum dia, que encontrar seu fim.

O segundo ponto fraco da máquina de crescimento mundial em referência diz respeito à estreiteza da acumulação imobiliária nos EUA. O U. S. Department of Housing and Urban Development (U. S. Census Bureau,

2007) divulga informações sobre o mercado imobiliário norte-americano. Segundo se pode concluir da leitura das muitas edições de seu **U. S. Bureau Joint Release** (U. S. Census Bureau, 2007) relativas ao período em questão, já a partir de dezembro de 2005 havia sinais de excesso de acumulação de capital no mesmo mercado. Entre o mês citado e setembro do corrente ano, o número de casas novas para uma família vendidas em 12 meses caiu à taxa anualizada de 20,0%. Isso ocorreu depois de o mesmo número ter-se expandido à velocidade anual média de 10,2%, entre março de 2002 e dezembro de 2005. (Tabela 2, coluna H). Já os preços das mesmas casas só passaram a reduzir-se mais recentemente, talvez a partir de março de 2007. Embora, desde então e até setembro último, tenha ocorrido queda de 12,6% dos preços em questão, deve-se levar em conta que os mesmos apresentam comportamento marcadamente sazonal, com picos nos meados dos anos e vales em seus finais. De qualquer forma, a redução a partir de março parece grande demais para ser explicada somente pela sazonalidade dos preços. Mas há evidências confiáveis de queda do valor de mercado das residências novas para uma família, já que, entre os meses de setembro de 2006 e de 2007, seus preços médios caíram 2,8% (U. S. Census Bureau, 2007).

A queda da quantidade de residências novas transacionadas, bem como do nível de seus preços, dá base à formulação da hipótese de que, já em dezembro de 2005, a especulação imobiliária havia se traduzido em superacumulação de capital no mercado em exame, nos EUA.

Uma característica importante da acumulação de capital no setor imobiliário daquele país, durante o período estudado, é a de que, embora ela tenha sido suficientemente ampla para incrementar a velocidade de expansão da economia norte-americana, não contou com a dimensão necessária para criar estímulos capazes de retroalimentar novas rodadas de expansão da construção civil. Isso é o que justifica falar em estreiteza da acumulação de capital do mercado imobiliário norte-americano. Dessa estreiteza, resulta o curto período de tempo necessário para atingir a superacumulação de capital imobiliário e, portanto, para dar fim ao crescimento econômico nela embasado.

O terceiro ponto fraco da máquina de crescimento econômico refere-se à inviabilidade de acelerada acumulação imobiliária de capital ao nível das taxas normais norte-americanas de juros. A afirmação é válida, pelo menos, no que se refere ao período que sucedeu a 2002. Não se pode deixar de levar em conta que a aceleração da construção civil nos Estados Unidos só

teve início depois que as taxas de juros do País foram sensivelmente reduzidas a partir de seu **nível normal**. Esse nível se altera, à medida que são abordadas diferentes economias e épocas. Para os Estados Unidos do final do século passado e início deste, pode-se considerar como nível normal aquele correspondente à média dos juros praticados no período entre novembro de 1994 e fevereiro de 2001, de 5,5% a.a. Durante esse período, os juros já haviam se recuperado dos baixos níveis praticados na crise de 1991, e a economia expandia-se a taxas satisfatórias. Pois bem, a aceleração da atividade produtiva na área da construção civil teve início em 2002, quando as taxas de juros norte-americanas já se encontravam bem abaixo de seu nível normal. Elas permaneceram baixas até maio de 2004, quando se encontravam no reduzido nível de 1,03% a.a. A partir de então, elas iniciaram um movimento de ascensão, que só se encerrou em agosto de 2006, quando atingiram patamar superior a 5,0% anuais, isto é, próximas do seu nível normal. À época, a acumulação imobiliária já se encontrava em franca desaceleração. O descrito induz a estabelecer a hipótese de que a expansão imobiliária promovida pela especulação financeira só se viabilizou porque os juros norte-americanos se mantiveram, durante longo período de tempo, abaixo de seu nível normal. Por isso, a contínua elevação das taxas norte-americanas de juros, a partir de maio de 2004, em direção ao seu nível normal constituiu-se em elemento adicional a explicar o início da desaceleração da atividade imobiliária no mês de dezembro de 2005.

Muito vinculado à questão relativa ao nível normal das taxas de juros nos EUA e, portanto, aos pontos fracos apresentados pela expansão embasada na especulação financeira a partir de ativos imobiliários está o quarto ponto fraco da máquina de crescimento econômico internacional vigente desde 2003, o qual se materializa na necessidade de preservar o dólar como moeda de reserva de valor no âmbito internacional. Como já se disse, ao explicitar os supostos da análise que se faz neste trabalho, o dólar exerce o papel de reserva internacional de valor. Esse papel é da maior importância para os Estados Unidos. Ele permite que o país financie seus déficits externos, sejam correntes, sejam de capitais, com incomparável facilidade, através da elevação de suas taxas básicas de juros ou, simplesmente, por meio de emissão. Sabe-se que o poder dos Estados Unidos para exercer o referido papel depende — além de suas excepcionais potências no que diz respeito às finanças, ao Estado e à economia — de política monetária que mantenha a escassez da moeda norte-americana e, assim, o valor dela para os que a

possuem. Reduzidos níveis de juros praticados pelas autoridades dos EUA significam incremento da oferta de dólares no mundo. Por isso, prolongados períodos de reduzidas taxas de juros naquele País normalmente levam à desvalorização do dólar, a qual, continuada demasiadamente no tempo, pode enfraquecer a confiança que é necessária para que ele desempenhe o papel de reserva de valor internacional, que tão bem serve aos interesses norte-americanos. Dessa forma, as taxas de juros nos Estados Unidos, mais cedo ou mais tarde, teriam que voltar ao seu nível normal, preservando o valor do dólar em detrimento da especulação financeira imobiliária.

O quinto ponto fraco da máquina internacional de crescimento econômico tratada neste artigo diz respeito ao relaxamento das normas prudenciais de concessão de crédito imobiliário. Ao descrever a cadeia de relações que deu materialidade ao crescimento econômico norte-americano a partir de 2003, mencionou-se que, dela, fez parte a prática de facilitar o crédito hipotecário ao segmento *subprime* do mercado de capitais. A explicação para a danosa prática encontra-se no processo competitivo que envolveu os bancos comerciais dos Estados Unidos no sentido do aproveitamento, ao máximo, das oportunidades de ganhos que se lhe ofereciam com a atividade de financiamento hipotecário para investidores desejosos de participar da bolha especulativa imobiliária. Para isso, muitos bancos comerciais passaram a conceder crédito hipotecário ao público sem tradição no mercado de capitais, despreocupando-se com seus cadastros e oferecendo formas de carência que protelavam, parcial ou totalmente, o início dos pagamentos. Daí resultou, é claro, considerável perda de qualidade dos ativos hipotecários possuídos pelos mesmos bancos.

É muito importante destacar que essa perda de qualidade dos ativos hipotecários não ficou restrita à saúde financeira dos bancos comerciais. Isso se entende com facilidade, se for lembrado que os mesmos ativos foram, via de regra, consolidados sob a forma de MBSs e vendidos a bancos de investimentos, e que estes últimos, normalmente, os consolidaram outra vez, agora no formato de CDOs, vendendo-os a fundos institucionais de investimentos, cujas cotas se destinaram à compra pelo público. Dessa forma, a perda de qualidade dos ativos hipotecários contaminou os MBSs, os CDOs e as cotas dos fundos de investimentos. Mas isso não é tudo, pois as consolidações em MBS e CDOs tornaram muito difícil a localização das hipotecas não honradas por seus emissores. Assim, aos olhos daqueles que os compram, os MBSs e os CDOs perderam qualidade de maneira difusa

e pouco transparente. Não se pode esquecer que hipotecas, MBS, CDOs e cotas de que se fala fazem parte dos ativos de bancos comerciais, bancos de investimento e fundos institucionais. Dessa maneira, o sistema financeiro norte-americano e também o europeu — na medida em que também ele tomou parte da cadeia descrita — restaram menos confiáveis depois que o problema da generalizada inadimplência hipotecária veio à tona.

O sexto ponto fraco da máquina de crescimento econômico diz respeito à inexistência de mercados secundários para os CDOs. Como é amplamente conhecido, mercados secundários desempenham, pelo menos, uma importante função. Através da precificação diária dos ativos neles negociados, provêm liquidez para os mesmos. No caso dos CDOs, a heterogeneidade que os caracteriza impede a formação de mercados secundários. Por isso, a precificação dos CDOs ocorre, exclusivamente, a partir das notas concedidas pelas agências de *rating*, constituindo, como já se disse, em surpreendente e perigosa inovação dos processos de securitização de ativos. O perigo está na desconfiança, justificada ou não, que se pode abater sobre as avaliações emitidas pelas referidas agências. De qualquer forma, à precificação assim realizada corresponde a inexistência de mercados secundários, vale dizer, a inexistência de liquidez para os ativos envolvidos, no caso os CDOs. Isso quer dizer que mudanças de expectativas quanto ao valor futuro dos mesmos não podem ser acompanhadas de modificações da composição do portfólio de seus possuidores. Nesse caso, a repartição de riscos derivados da posse de ativos securitizados simplesmente deixa de existir. Isso vale também para as cotas de fundos de investimentos que provêm dos CDOs.

Concluindo, a máquina de crescimento econômico em referência é prenhe da fraqueza que provém do inarredável caráter especulativo da acumulação de capital em referência; da estreiteza da acumulação de capital no setor imobiliário norte-americano; da dependência que a mesma máquina mantém com taxas de juros básicas abaixo do patamar normal para os Estados Unidos; da necessidade dos Estados Unidos de preservar o dólar como moeda de reserva de valor internacional e, portanto, de manter suas taxas básicas de juros básicas no patamar que é normal para sua economia; dos riscos que a operação da máquina em questão signifique de imposição de crises sistêmicas no setor financeiro norte-americano e também do resto do mundo, em decorrência de práticas que envolvem: (a) o relaxamento das regras prudenciais de emissão de ativos financeiros, o

que acontece em decorrência do processo competitivo inerente, sobretudo, aos bancos comerciais; (b) a inexistência de mercados secundários para os CDOs emitidos por bancos de investimento; e (c) o processo de precificação de ativos que dispensa a existência do mercado secundário de ativos, o que significa abrir mão da proteção para os aplicadores financeiros através da divisão de riscos, por mais precário que possa ser o mesmo processo.

Dados a arquitetura, os avanços e as fragilidades dos movimentos especulativo e do crescimento econômico descrito, pode-se, por fim, passar à explicação da fase crítica dos mesmos movimentos. De onde ela provém? O desenvolvimento deste artigo até aqui deixou em aberto espaço para duas respostas. Elas envolvem os aspectos produtivo e financeiro desse movimento especulativo.

O primeiro, o aspecto produtivo, já foi descrito suficientemente. A possibilidade de acumulação de capital imobiliário tinha estreito potencial nos EUA, o qual, já em dezembro de 2005, tinha sido absorvido pela produção de novas moradias. Esse é um problema para a economia norte-americana, que terá de encontrar nova forma de expansão, mas não é, nem de longe, o mais importante.

Relevância muito maior tem o segundo fator, aquele que diz respeito ao aspecto financeiro do movimento especulativo. No início do segundo trimestre do corrente ano, começaram a surgir problemas de inadimplência dos compromissos assumidos junto a bancos comerciais relativos ao financiamento hipotecário. Isso diminuiu o valor dos títulos sob a forma hipotecas e MBS nos respectivos mercados secundários e pôs a nu as dificuldades de mercados, como os de CDOs e os de cotas de fundos institucionais, que não dispõem dos mesmos mercados.

Assim, diante da ocorrência dos problemas causados pela inadimplência hipotecária, os proprietários de CDOs ou de cotas de fundos institucionais simplesmente ficaram com o “mico na mão”.

Em tal situação, tornou-se desconhecido o valor total dos ativos das instituições financeiras possuidoras de hipotecas, MBS, CDOs e cotas referidas. Como é inevitável, a desconfiança recaiu sobre as mesmas instituições. Para agravar a situação, deve-se lembrar que a recorrente consolidação de títulos tornou pouco transparente a qualidade dos ativos que possuem as diferentes instituições financeiras. Assim, a desconfiança tornou-se difusa.

Mas há ainda mais problemas para levar em consideração. Em meio à especulação imobiliária descrita

neste trabalho, os bancos comerciais passaram a aproveitar a oportunidade que a eles se oferecia. A oportunidade em referência consistia na possibilidade de obter ganhos ao captar recursos a curto prazo, de juros mais reduzidos, e aplicá-los em operações a longo prazo, com juros mais elevados. Essa prática se consubstanciava através de Structured Investment Vehicles (SIV), fundos formados pelos próprios bancos comerciais. Os SIV captavam recursos de curto prazo, emitindo *commercial papers*, recursos estes que eram utilizados para financiar aplicações suas de longo prazo. Obviamente, a prática obrigava a recorrente contratação de novos *commercial papers*, à medida que os mais antigos venciam. A recorrente contratação teria que ser mantida até a data do vencimento dos ativos de longo prazo de propriedade dos bancos. Ao fazê-lo, os bancos comerciais obtinham ainda outra vantagem: o passivo representado pelos *commercial papers* eram incluídos, não na contabilidade dos bancos comerciais, mas na dos fundos por eles criados. A não-inclusão dos passivos representados pelos *commercial papers* na contabilidade dos bancos comerciais criava espaço para a não-observação das regras prudenciais de endividamento impostas aos mesmos bancos pelas autoridades monetárias.

Dada a já anunciada perda de qualidade dos ativos hipotecários, os mesmos tornaram-se objeto de desconfiança. Por isso, perderam liquidez. Para prover-lhes a liquidez perdida, os bancos comerciais passaram a incluí-los entre os ativos pertencentes aos SIVs. Assim, também no que respeita ao financiamento hipotecário, os bancos comerciais utilizaram-se de recursos de curto prazo para financiar o longo prazo.

Visto pelos olhos de Minsky (1986), os bancos comerciais, ao agirem da forma descrita, estariam tornando suas estruturas financeiras cada vez mais frágeis, isto é, estruturas que, proporcionalmente, dispõem, cada vez menos, de recursos líquidos para honrar seus compromissos financeiros vencidos. Daí proveria a imperiosidade de promover recorrente renegociação de suas dívidas de curto prazo durante longo período de tempo. Assim, ficariam expostos à crescente **fragilidade financeira**, a qual significa riscos de prejuízos cada vez maiores diante de alterações nas condições do mercado de crédito de curto prazo, seja no que diz respeito ao montante que pode ser captado, seja no referente aos custos dos empréstimos renegociados em comparação com os juros ativos de suas hipotecas contratadas anteriormente. É evidente que o crescimento da fragilidade financeira em referência põe sob desconfiança não só a saúde financeira dos bancos comerciais, mas, via contágio, todo o sistema financeiro

em que se inserem. Pois, com a deterioração do sistema financeiro derivada da inadimplência hipotecária, as condições de empréstimos de curto prazo se deterioraram rapidamente. Instituições financeiras passaram a desconfiar umas das outras. O resultado não poderia ser outro: o crédito encolheu rapidamente.

Daí resulta o espetáculo vivenciado nos últimos meses. O Federal Reserve (Fed) e vários outros bancos comerciais do mundo desenvolvido foram obrigados a baixar taxas e juros e a prover liquidez para as instituições financeiras em dificuldades. Não bastando isso, grandes grupos financeiros, como o Bank of América, o JP Morgan Chase e o Citigroup, pretendem criar um fundo de emergência para garantir liquidez ao mercado de *commercial papers*. O valor do fundo de emergência pretendido montaria entre US\$ 80 bilhões e US\$ 100 bilhões (Grandes..., 2007). As ações dos bancos centrais e dos grandes grupos financeiros justificam-se plenamente, pois se trata de impedir a eclosão de crise financeira internacional de grande monta.

Pelo que se descreveu até aqui, compreende-se que, em 2007, entrou em crise a forma de crescimento econômico norte-americana vigente no período de 2003 a 2006. A perda de dinamismo da economia dos EUA deverá envolver o resto da economia mundial. A crise de crescimento naquele país deriva tanto da superacumulação de capital no setor imobiliário norte-americano quanto do abalo sofrido pelo sistema financeiro no mundo desenvolvido, em decorrência do financiamento que viabilizou a mesma acumulação.

4 Observações conclusivas: o futuro, objeto de difícil trato

E o futuro, o que trará? O futuro é incerto, e, por isso, não é possível responder essa questão, apenas levantar algumas hipóteses.

Com razão, em momentos como os atuais, é sempre lembrada a possibilidade de repetição da depressão que tomou conta do mundo no decorrer dos anos 30 do século XX, pelo menos em alguns de seus aspectos mais importantes. Não há como descartar, *a priori*, a mesma possibilidade.

Mas também não se pode esquecer que, hoje, é muito maior o conhecimento disponível a respeito de como funcionam as economias capitalistas e de como elas devem ser tratadas quando à beira de catástrofes

financeiras. A esse respeito, Keynes (1982) deixou as lições básicas indispensáveis. Além disso, a partir da experiência dos anos 30 e dos ensinamentos de Keynes (1982), montou-se todo um arcabouço institucional destinado a antepor-se às mesmas catástrofes. Aliás, no fundo, é exatamente essa a mensagem de Minsky (1986), em seu **Stabilizing an Unstable Economy**. Nos momentos de crise financeira, o Big Government (no caso dos países que o possuem) e o banco central, ou o emprestador em última instância, devem entrar rapidamente em ação, com o objetivo de fazer a economia reagir. Para Minsky (1986), as economias tendem a responder positivamente às ações estimuladoras de ambos. Haverá o custo de inflação mais elevada a ser tratado mais tarde, mas a crise será superada.

Mas, perguntando novamente, o que o futuro trará? E, novamente, a resposta é a de que o futuro é incerto. No entanto, tem-se que considerar que a confiança no sistema financeiro mundial foi fortemente abalada. No mínimo, daí se pode esperar entraves ao crescimento econômico mundial, enquanto a confiança não for retomada. A recuperação da confiança pode levar um longo período de tempo e exigir modificações institucionais importantes na área financeira. O tempo exigido para tanto pode ser de dimensões parecidas àquele necessário nos anos 30 ou, ao contrário, conformar-se ao estabelecido por Minsky (1986).

Uma última questão também não respondida neste texto: no caso de um abalo de grandes proporções do sistema financeiro internacional e, em especial, dos EUA, qual será a possibilidade de o dólar continuar a ser a moeda de reserva de valor internacional?

Questões como essas serão respondidas pelo futuro...

Referências

- BEALES, Richard. US niggles became global problem. **The Financial Times**, New York, 10 Aug 2007.
- BELLUZO, Luiz Gonzaga de Mello. Era da turbulência. **Valor Econômico**, São Paulo, 18 set. 2007.
- BRAGA, José Carlos de Souza. O “Big Bank” do capitalismo financeiro. **Valor**, São Paulo, 8 out. 2007. Disponível em: <<http://www.centrocelsofurtado.org.br/adm/enviadas>>. Acesso em: out. 2007.
- BRAGA, José Carlos de Souza. As crises e o falso liberalismo. **Valor Econômico**, São Paulo, 27 set. 2001.
- BRAGA, José Carlos de Souza. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In: FIORI, José Luiz. (Org.). **O poder americano**. Petrópolis; Vozes, 2004.
- BRAGA, José Carlos de Souza. Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, Maria da Conceição de; FIORI, José Luiz. (Org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis; Vozes, 1997.
- GRANDES bancos criam fundos de emergência para garantir a liquidez do mercado. **Valor Econômico**, São Paulo, 15 out. 2007.
- HILFERDING, Rudolf. **O capital financeiro**. São Paulo: Nova Cultural, 1985. (Os Economistas).
- KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo; Atlas, 1982.
- MARX, Karl. **O capital: crítica da economia política**. 6. ed. Rio de Janeiro; Civilização Brasileira, 1980.
- MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven; London: Yale University, 1986.
- SCHERER, A. **A crise de crédito global: uma crise da globalização financeira**. Disponível em: <<http://www.econobrasil.blogspot.com>>. Acesso em: set. 2007a.
- SCHERER, A. **O medo da “cascata da desalavancagem sistêmica”**. Disponível em: <<http://www.econobrasil.blogspot.com>>. Acesso em: set. 2007a.
- TAVARES, Maria da Conceição. A retomada da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, Maria da Conceição de; FIORI, José Luiz. **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis; Vozes, 1997.
- TAVARES, Maria da Conceição; MELIN, Luiz Eduardo. Pós-escrito: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, Maria da Conceição de; FIORI, José Luiz. **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis; Vozes, 1997.
- U. S. Census Bureau. Disponível em: <<http://www.census.gov/newshomesales>>. Acesso em: 14 out. 2007.