

UMA CRISE FINANCEIRA ESTRUTURAL

A crise atual é a mais profunda desde os anos 1930. Latente há alguns anos, a crise financeira se desenvolveu com força no segundo semestre de 2008. O efeito de contágio foi particularmente poderoso e o conjunto das economias mundiais foi afetado. Seus sistemas financeiros foram atingidos, em seguida, muito rapidamente, ela atingiu também seus tecidos industriais. Os PIBs apresentaram taxas negativas de crescimento ou fortes desacelerações e o desemprego aumentou consideravelmente em toda parte. No entanto, a ilusão de que seria possível retornar o crescimento sustentado se desenvolve no início do segundo semestre de 2009, sem que fosse preciso se considerar uma nova arquitetura financeira. Essas ilusões foram trazidas por um novo surto das bolsas¹, pelo retorno dos lucros das instituições bancárias e financeiras e por uma vontade de escapar dos controles do Estado, por meio da redução de seus endividamentos junto a ele. Foram ainda trazidas pelo pagamento, mais uma vez, de bônus astronômicos aos operadores, enfim por um leve tremor econômico presente em muitos países e, apesar de tudo, por um crescimento ainda elevado na China. Segundo inúmeros prognósticos, o retorno a um crescimento durável deveria acontecer desde o último trimestre de 2009, ou mesmo no início de 2010. Ao contrário, outros economistas, mais lúcidos, lembrando que a crise dos anos 1930 durou quase uma década, insistem sobre o perfil da crise que, em lugar de ter uma velocidade de deslocamento em V ou em L, passou por uma evolução em WW ou mesmo em VL.

Além dessas interrogações sobre a duração da crise e seu ciclo, a principal questão é saber se a crise tem uma origem financeira *stricto sensu* ou se as globalizações comercial e financeira conduziram ou não a modificações radicais – diferentes segundo os países – das condições de valorização do capital.

A hipótese que levantamos aqui é que a crise não decorre das falhas dos mercados financeiros internacionais nos países industrializados. Esses mercados estão longe de serem inofensivos, como bem prova a expansão dos produtos financeiros, cada vez mais

¹ O índice da Bovespa (Brasil) passou assim de 73.920 em maio de 2008 a 30.000 em outubro de 2008 para voltar a subir em seguida a 58.633 no final de agosto de 2009; enquanto o índice Hang Seng (Hong Kong) passou de 32.000 em outubro de 2007 a 11.000 em outubro de 2008, tendo em seguida subido a 21.000 no início de agosto de 2009.

complexos nesses últimos 10 ou 15 anos, os quais contribuíram sensivelmente² para o crescimento da crise. Mas essas falhas, ainda que consideráveis, não explicam a crise e sua gravidade. Elas apenas a precipitaram e a ampliaram.

Se esta abordagem da crise é pertinente, então uma simples modificação da arquitetura financeira (produtos menos arriscados, maior transparência, legislação que vise limitar e controlar a atividades das instituições financeiras, reintrodução nos orçamentos dos bancos de atividades inscritas fora desses mesmos orçamentos etc.) não será suficiente para deter de maneira permanente a crise financeira, tornada hoje uma crise econômica generalizada. A desregulamentação financeira e as globalizações financeira e comercial marcaram profundamente os regimes de crescimento. Esses regimes é que estão hoje em crise. A superação da crise requer então a capacidade de se estabelecer novos regimes de crescimento.

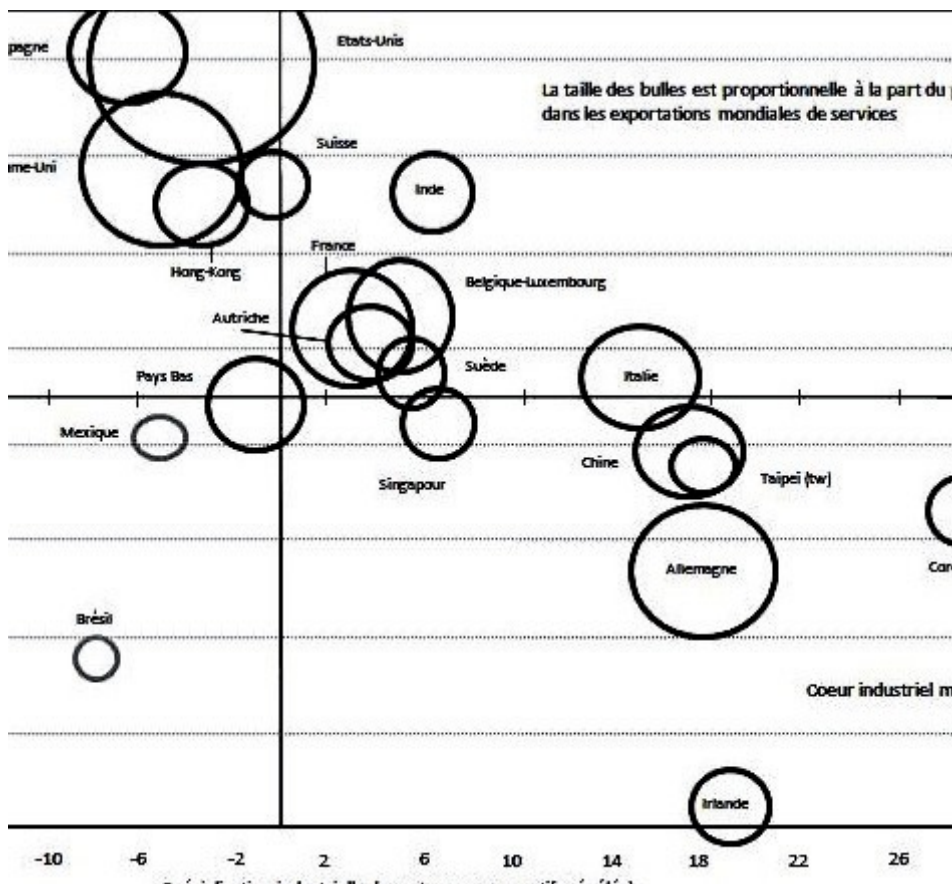
Para entender a crise financeira e seus efeitos sobre a atividade econômica do conjunto das economias industrializadas, emergentes ou menos desenvolvidas, é preciso centrar a análise na globalização comercial e financeira.

As diferenças de custos salariais entre países asiáticos (China, Índia, Vietnã...) e os países industrializados, as economias emergentes da América Latina (Brasil, Argentina, México...), os «dragões» asiáticos (Coreia do Sul, Taiwan...) são substanciais. Essas diferenças são da ordem de 1 para 40 para o salário hora no setor manufatureiro entre a China e os países industrializados, da ordem de 1 para 5 entre a China e os países emergentes latino-americanos. Como os diferenciais dos níveis de produtividade tendem a diminuir entre os países asiáticos de uma parte e os demais países de outra, os custos unitários do trabalho – combinação dos salários e da produtividade – tornam-se cada vez mais favoráveis para as economias emergentes asiáticas. A simplificação do sistema alfandegário, isto é globalização comercial, impõe restrições muito fortes na maior parte

² Não entra em nossos propósitos aqui analisar os novos produtos financeiros e as teorias segundo as quais a complexificação crescente desses produtos diminuiria o risco de utilizá-los. Sobre esse ponto ver a desmontagem teórica da «astúcia da teoria» operada por H. Bourguinat e E. Briys (2009) nos capítulos 3, 4 e 5 do livro deles. Esses autores observaram que «essa teoria, fascinante em muitos aspectos, esteve singularmente ausente dos comentários que acompanharam a catástrofe de 2007-2008... foi esta artilharia financeira que deu o sentimento, aos profissionais das finanças, de haver domado o risco e a segurança de poder fazer seu comércio» (p. 18).

das empresas industriais dos países industrializados e parcialmente em alguns países semi-industrializados. Os deslocamentos se multiplicam dos países industrializados, mas também dos «dragões», para os países de baixos salários, a fim de se beneficiar dessa vantagem competitiva. Com exceção da Alemanha, o conjunto das economias industrializadas e das economias semi-industrializadas latino-americanas passa por uma desindustrialização relativa e perde maciçamente os empregos industriais. As vantagens competitivas reveladas tornam-se negativas (Cepii, 2008; Miotti, 2009) em benefício da China que se torna «a fábrica do mundo».

Figure 1 – Localisation de l'industrie et des services en 2006



Nesse contexto de globalização comercial (Hufbauer, Stephenson, 2009), o deslocamento é uma consequência desses diferenciais de custos. Mas isso não é tudo. Para resistir a essa restrição, três outras possibilidades existem: procurar argumentos de

produtividades graças a um esforço particularmente pronunciado na pesquisa, frear a elevação dos salários reais, ou mesmo operar uma combinação das possibilidades anteriores. Esta última opção é a que domina nas economias industrializadas e em parte das economias emergentes da América Latina. Diferentemente do período chamado de «Trinta Gloriosos», salários reais e produtividade do trabalho não evoluem mais de maneira paralela e o fosso entre o crescimento e suas taxas não pára de aumentar. Apesar dos acréscimos de produtividade, os salários aumentarão pouco no longo prazo.

A conseqüência desse enfraquecimento dos salários é importante em termos macroeconômicos. De um lado, ele não é suficiente para contrapor a perda relativa de competitividade a ponto de conquistar os mercados exteriores, com exceção dos setores em que o diferencial de produtividade é suficientemente elevado para compensar a superioridade relativa dos custos salariais. Por outro lado, esta falta de vitalidade limita as demandas dos produtos no mercado interno. Poderíamos deduzir, desses dois efeitos, uma tendência à estagnação econômica no longo prazo, esta estagnação seria mais forte que nos países europeus (França, Alemanha...), mas também os países latino-americanos parecem confirmar esse diagnóstico. Seria, portanto, um erro se limitar a esses dois efeitos para deduzir a desaceleração do crescimento esses vinte ou trinta últimos anos em muitos países industrializados e semi-industrializados da América Latina. Não basta explicar uma redução relativa da dimensão tanto dos mercados internos como externos, para deduzir esta evolução, por duas razões, uma de pura lógica e outra de fundo. A primeira diz respeito à dimensão dos mercados. O que importa é considerar não apenas as evoluções das demandas que acontecem no mercado interno, mas também suas dimensões absolutas confrontadas às dimensões de capacidades ótimas das ofertas na indústria, diferentes segundo os setores³. A segunda razão diz respeito às restrições financeiras. Com a desregulamentação financeira, as exigências dos acionistas em termos de taxa de

³ A dimensão absoluta de uma demanda, quando sua evolução não está sendo favorável, não é então o mais importante, mas sua relação com as economias de escala que a empresa pode obter. Os grandes países como a China, a Índia, o Brasil têm, desse ponto de vista, uma nítida vantagem em relação aos pequenos países como a Argentina e o Chile. Quanto aos mercados externos, a desindustrialização relativa, deduzida das vantagens comparativas reveladas e tornadas negativas para a indústria, não significa necessariamente uma desindustrialização absoluta, mas traduz simplesmente o fato de que o peso relativo das exportações sobre as exportações mundiais diminuiu.

rentabilidade e de pagamento de dividendos se tornaram muito maiores do que foi no passado. Também, as evoluções pouco favoráveis das demanda internas e externas não levam a uma diminuição da valorização do capital, de maneira que resultasse uma desaceleração econômica. Mas, ao contrário, resultaria em uma taxa de rentabilidade insuficiente em relação às exigências da valorização do capital financeiro, o que é diferente. Deve-se então introduzir imediatamente, ao lado dos efeitos da globalização comercial, as conseqüências da desregulamentação financeira e de sua globalização em termos de rentabilidade para compreender a desaceleração econômica. Esta dupla globalização produz um círculo vicioso: a desaceleração da elevação dos salários e o aumento da restrição de rentabilidade geram uma desaceleração da atividade, reproduzindo e agravando os fatores que a produziram. É lógico então que os efeitos sejam diferentes nos países com baixos salários, como a China. A restrição dos custos salariais não é da mesma natureza, pois são esses custos que servem de referência aos outros países e, na medida em que suas produtividades do trabalho aumentam sensivelmente, a manutenção de custos unitários competitivos é comparável à alta dos salários, com o aumento dos lucros financeiros. Os salários aumentem sensivelmente, mas de maneira desigual, segundo os níveis de qualificação.

A diminuição da demanda, dada pela fraca progressão dos salários reais, pode ser contraposta por um aumento sensível do endividamento. O endividamento excessivo das famílias é de alguma forma, a maneira de resolver a «quadratura do círculo» e de escapar da desaceleração econômica, ao tempo em que preenche as exigências de rentabilidade das finanças. Novos e complexos produtos financeiros, cada vez mais sofisticados, facilitam o endividamento das famílias. Graças a esse endividamento e aos seus efeitos secundários sobre a valorização dos títulos e o aumento consecutivo do patrimônio fictício das famílias⁴, suas demandas reencontram então o dinamismo que tinham perdido⁵. O endividamento excessivo e o crescimento dos patrimônios fictícios aumentam a propensão ao consumo das famílias e oferece desse fato um campo suplementar para a

⁴ Damos um exemplo simples: uma família se endivida para comprar uma casa. Esta compra constitui um ativo. Sua hipoteca abre a via para novos empréstimos etc., a demanda é estimulada, mas a família, no longo prazo, muitas vezes, não pode mais pagar o serviço de sua dívida, e isso será ainda pior se os empréstimos são feitos a taxas de juros progressivas, no início baixas em seguida elevadas.

valorização do capital produtivo. Em fazendo isso, eles alimentam a redução dos salários. É isso que se passa nos Estados Unidos, na Grã-Bretanha, na Espanha etc. e é nesses países que pudemos observar por muito tempo uma taxa de crescimento mais elevada que na França ou mesmo na Alemanha⁶. Não é isso que se observa na América Latina, onde as relações do crédito sobre o PIB ficam muito baixas, apesar do aumento recente⁷.

É, portanto, nesse entrelaçamento de efeitos das globalizações comercial e financeira que é preciso encontrar as raízes da fragilidade particular dos regimes de crescimento. Mais exatamente, é a abordagem da globalização, deixando apenas aos mercados o cuidado de decidir e recusando ao Estado toda possibilidade de conduzir uma política industrial, a responsável pela redução dos salários, pela perda de competitividade das empresas industriais e pela desindustrialização relativa das economias dos países industrializados com suas tendências à estagnação de seus PIBs. É essa abordagem que explica que suas salvaguardas – em termos de valorização do capital e de crescimento – possam provisoriamente vir de um desenvolvimento incontrolado dos produtos financeiros complexos e de um endividamento das famílias além de suas capacidades de reembolso. Nos países em que esse endividamento excessivo não aconteceu, a tendência à desaceleração das taxas de crescimento se confirmou. Mas paralelamente seus sistemas

⁵ Tal como apontou Aglietta-Berrebi e outros economistas que não pertencem ao main stream (na França: regulacionistas-pós-keynesianos como Boyer, marxistas como Johshua, o conselho científico do ATTAC, os estudos publicados sob a direção de F. Chesnais (2000, 2004) etc.).

⁶ Se colocarmos na abscissa os rendimentos das finanças relativamente ao rendimento total e, na ordenada, a taxa de crescimento da renda, pode-se traçar uma curva conhecida como a «curva sigmoide». Esta curva expressa, em um primeiro momento, uma taxa de crescimento da renda superior à relação dos rendimentos das finanças sobre os rendimentos totais, depois, em um segundo momento, uma taxa de crescimento inferior. Esta segunda fase corresponde à fragilidade financeira de Minsky ou ainda à noção de risco crescente de Kalecki. Pode-se considerar que o aparecimento de novos produtos financeiros sofisticados permitiu, em um primeiro momento, deslocar o ponto de inflexão dessa curva para a direita até que apareça o efeito Ponzi.

⁷ A profundidade do sistema financeiro latino-americano (Argentina, Brasil, Bolívia, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Peru, Uruguai, Venezuela) é de 133%, em porcentagem do PIB, ela é nos Estados Unidos de 405%, nas economias emergentes asiáticas (Coréia do Sul, Filipinas, Indonésia, Malásia, Tailândia), de 208%. O que particulariza os mercados financeiros latino-americanos é sua composição: os títulos da dívida pública representam 42% do PIB, ou seja, um terço do conjunto dos produtos financeiros, as ações 46%, os títulos da dívida privada 13%, o restante representam os depósitos bancários. Nas economias emergentes asiáticas, os títulos da dívida pública representam 30% do PIB, ou seja, um pouco menos de 15% do conjunto, as ações 78%, os títulos da dívida privada 46%, 75% para os depósitos bancários. Na Argentina, no Brasil, no México, mais da metade do conjunto dos empréstimos bancários foi destinada ao setor público entre 2001 e 2003 (10% na China, Malásia, Tailândia, 1,5% no Chile, mas 26% na Colômbia). Fonte: The McKinsey Quarterly (Julho de 2007) : «Desarrollo del potencial de los sistemas financieros de America Latina».

financeiros se intoxicaram pela compra desses produtos financeiros lucrativos e frágeis graças à globalização financeira.

A globalização comercial, a desregulamentação financeira e sua internacionalização geraram novos regimes de crescimento, diferentes segundo os países, em que uma das particularidades é ser frágil. Elas não são a causa da crise, mas a causa de seu início e de seu contágio.

A expansão das atividades financeiras não é, por natureza, parasitária. De maneira geral, as empresas agem em um ambiente macroeconômico no qual elas têm em geral pouco controle, além de se encontrar em um contexto de informação incompleta. Atualmente, a complexidade da produção aumenta a incerteza quanto à rentabilidade dos projetos. A cobertura desses riscos novos leva ao desenvolvimento de produtos financeiros igualmente complexos. Assim a complexidade do mercado financeiro, quanto a seus produtos e seu jogo, é em certa medida a consequência do aumento da complexidade da produção. Essa complexidade financeira levanta vôo com a liberalização financeira (abertura, desintermediação e desregulamentação). Ela tem certamente um custo (Argitis, 2003), mas permite um lucro superior a esse custo. O desenvolvimento das finanças e a expansão de produtos financeiros sofisticados permitem então in abstracto o desenvolvimento do capital, pois o ciclo do capital somente se desenrola se as atividades financeiras permitem ao capital produtivo ser valorizado. A expansão do setor industrial necessita um desenvolvimento mais que proporcional do setor financeiro. Essa expansão não implica necessariamente optar por uma desregulamentação financeira, como foi aconselhado senão imposto a várias economias emergentes. Contrariamente ao que se pode ler, a mobilidade do capital favorecida por essa desregulamentação não mobiliza a poupança, não diversifica, ou diversifica pouco, o risco e não leva a uma alocação ótima dos recursos, como lembra E. Nell e W. Semmler (2009).

Mas as finanças, tal como um Janus, tem duas faces. Uma «virtuosa» que acabamos de mencionar, outra «viciosa» que ganhou uma amplitude incontrollada com a globalização financeira. Existe uma mudança de rumo em direção a «financeirização» quando o desenvolvimento dessas atividades obedece muito mais à atração dos novos produtos

financeiros em si mesmos, que a um objetivo de diminuição dos riscos assumidos no financiamento do produtivo. A financeirização é o limite a partir do qual o financeiro, mais lucrativo que o produtivo, se desenvolve em detrimento desse último. O setor financeiro parece então criar uma autonomia do setor produtivo. A financeirização se diferencia segundo os países e o nível de desenvolvimento alcançado por seus setores financeiros. Nos países industrializados, ela afeta o ativo e o passivo das empresas. Nas economias emergentes, os produtos financeiros sofisticados são ainda pouco numerosos, apenas as grandes empresas (especulando com as expectativas das taxas de câmbio) e às vezes os bancos os utilizaram esses últimos anos, ainda que de maneira relativamente fraca. Dessa sorte, pode-se pensar que nesses países a financeirização diz respeito essencialmente aos passivos (pagamentos dos juros sobre os capitais emprestados, muitas vezes elevados como no Brasil, e distribuição de dividendos). Estas são as restrições impostas pelo sistema financeiro às empresas (taxa de lucro elevada, forte redistribuição aos acionistas, remuneração elevada sobre os capitais tomados de empréstimo) que caracterizam a financeirização.

A partir daí, pode-se distinguir dois tipos de crises financeiras: aquelas recorrentes nos anos 1990 na América Latina que são de responsabilidade de seus regimes de crescimento, e aquelas diretamente ligadas à internacionalização das finanças, tomando uma amplitude considerável graças aos canais de difusão que ela estabeleceu.

As primeiras foram analisadas por inúmeros economistas, e por nós mesmos. Lembremos sucintamente sua lógica. Antes da crise de 1982 (suspensão do pagamento do México e início da «década perdida» na América Latina), os empréstimos se realizavam na forma de créditos sindicados⁸. Com exceção dos créditos «involuntários», o serviço da dívida foi financiado nos anos 1980 por recursos próprios. Com a liberalização de seus mercados nos anos 1990, os países latino-americanos tiveram novamente acesso aos mercados financeiros internacionais: o serviço de suas dívidas foi financiado essencialmente por entradas de capitais. Mas precisamente, essas entradas de capitais

⁸ Um crédito sindicado é um crédito acordado entre uma empresa e vários bancos. A empresa escolhe um banco que vai exercer o papel de organizador da transação, em seguida esse banco juntamente com a empresa escolhe outros bancos que compõem o sindicato bancário. Uma vez montada e formalizadas a estrutura, o fundo de crédito é posto a disposição da empresa (Nota do tradutor).

«voluntárias» financiaram, em uma primeira fase, o saldo negativo da balança comercial e os juros da dívida externa. A amortização do principal da dívida externa foi, em grande parte, financiada por empréstimos «involuntários» dos bancos internacionais e por financiamentos diretos, diminuindo a entrada líquida de bônus. As economias latino-americanas funcionavam então com uma lógica «de economia de cassino»: a taxa de juro é a variável chave do balanço de pagamentos. Os capitais externos foram atraídos por essas taxas e pela garantia de poderem sair, se eles tardam a vir ou se ameaçar partir em massa, as taxas de juros se elevam, caso isso aconteça será em detrimento do crescimento. Os anos 1990 foram pontuados por esse tipo de crise financeira (México, Argentina com o efeito Tequila, Brasil, Argentina no final dos anos 1990). Em uma terceira fase, o saldo negativo da balança comercial diminui e depois se torna positivo, os regimes de crescimento são menos sensíveis à lógica da economia cassino, mas tornam-se mais sensíveis à lógica das finanças internacionalizadas.

O desenvolvimento de bolhas especulativas e suas explosões foram facilitados por:

1. adoção de regras contábeis valorizando os ativos a partir de seus preços de mercado («mark to market»);
2. possibilidade para os bancos de vender de maneira muito lucrativa os riscos assumidos, graças à concepção e emissão de produtos financeiros securitizados cada vez mais sofisticados e de removê-los assim de seus orçamentos;
3. teorias «cientificamente malandras» (Bourguinat, Bryis, 2009) subestimando sistematicamente os riscos incorridos pela compra de produtos securitizados cada vez mais complexos.

Assim concebida, a engenharia financeira adquire uma lógica própria de exaltação: «o crédito não tem mais por fundamento as perspectivas de renda dos emprestadores, mas na expectativa do valor de suas riquezas», observa Aglietta (2008a). A relação da dívida sobre o rendimento aumenta, mesmo que diminua em relação ao valor de mercado. Para retomar uma expressão de Mynski, chega-se rapidamente a um financiamento do tipo Ponzi e a instabilidade se alinha e se impõe brutalmente. O sistema implode: a explosão da bolha leva a uma desvalorização brutal dos ativos e aquilo que antes a favorecia (a

«equidade do valor», isto é a diferença positiva entre o valor de mercado e o crédito concedido) se transforma, se dissemina e se torna sobre-avaliado, as empresas não financeiras, com a desvalorização de sua capitalização, vêm toda uma série de relações «no vermelho» e são confrontadas a uma falta crescente de liquidez. Os bancos cessam os empréstimos entre eles e a fortiori freiam brutalmente seus empréstimos às empresas. O «crédito crunch» transforma a crise financeira em uma crise econômica. A crise torna-se sistêmica, ela afeta inclusive as empresas que tiveram uma gestão prudente, longe da especulação, antes lucrativa, dos produtos securitizados. Ela se propaga com força para além das fronteiras, pelos canais forjados pela globalização financeira (FMI, 2009a, cap. 4; Banco Mundial 2009a, 2009b; Boorman, 2009; Boorman et alii, 2008). Em busca de liquidez, os bancos e as empresas multinacionais repatriam uma grande parte de seus lucros, cessam de comprar bônus e tornam muito mais difícil o financiamento das exportações das economias emergentes. Soma-se a essas grandes dificuldades, uma rarefação de mercados nos países industrializados, em razão da crise da economia real que se desenvolve. Falta de liquidez, saída de capitais, rarefação de mercados externos são fatores que transformam a crise financeira nas economias emergentes em crise da economia real e abrem o caminho para políticas contracíclicas por parte dos governos desses países, visando fornecer liquidez suplementar para contrapor o crédito “crunch”, visando também substituir a ausência de dinamismo dos mercados externos por uma dinamização dos mercados internos. Essas políticas alcançam mais ou menos sucesso a depender do tamanho dos mercados internos e das desigualdades de rendimentos. Elas freiam a queda absoluta do PIB nas economias latino-americanas, mas não a elimina, elas conseguem manter uma taxa de crescimento ainda grande, mesmo que fortemente diminuída na China. Esses canais de transmissão vão a fundo, em razão do nível elevado alcançado pela globalização financeira e pela globalização comercial.

Tabela 1 – Fluxos financeiros: países emergentes e em desenvolvimento

(em bilhões de dólares)

	2001	2006	2007	2008	2009*	2010*
Fluxos privados	80,3	234	656	152,7	- 142,1	3,3

Investimentos diretos	170,3	232,2	373,2	456,9	311,6	301,8
Investimentos em portfólio	- 55,6	- 112,2	32,9	- 148,9	- 139,4	- 133,5

Fonte: FMI

* Projeções.

As bolsas latino-americanas e asiáticas sofreram quedas importantes e brutais (-59,1 % para o Bovespa no Brasil, -52,6 % para o Merval na Argentina, - 4,8% para o Mexbol no México entre final de agosto de 2008 e novembro de 2008) e suas volatilidades aumentaram fortemente, antes mesmo que as bolsas dos países desenvolvidos mergulhassem em queda. Alguns analistas financeiros consideram que essas mudanças importantes de tendência constituem um sinal de prenúncio das dificuldades que chegavam para as bolsas dos países desenvolvidos. A seqüência, portanto é a seguinte: quedas pronunciadas das bolsas, anterior às dos países desenvolvidos; depois, de maneira defasada, forte depreciação das moedas face ao dólar, principalmente quando a crise financeira explode. A originalidade da crise financeira vem, ao mesmo tempo, de seu caráter anunciador para os países desenvolvidos e de sua aceleração após sua explosão.

Após ter alcançado seu mais baixo ponto em março de 2009, as bolsas dos países industrializados novamente progrediram fortemente: em 24 de julho de 2009 Wall Street assistia o curso de seu índice aumentar de +35 % em relação ao mês de março, Paris de +33 %, Frankfurt de +41 %, Londres de +59 % e Hong Kong de +76 %. Entretanto, elas ainda se encontravam longe dos picos alcançados dois anos antes. As bolsas das economias emergentes também progrediram, tanto na Ásia quanto na América Latina⁹. Suas quedas foram mais acentuadas que aquelas dos países industrializados, suas expansões foram também mais importantes, confirmando assim aquilo que muitos economistas tinha observado, a saber, uma volatilidade mais importante, uma amplitude maior e uma freqüência superior (FMI, abril de 2009a). Esta retomada das bolsas foi anunciadora do fim da crise e confirma a análise que defende a idéia de que não é

⁹ Com esta retomada dos preços das ações, as taxas de câmbio tenderam a se apreciarem novamente nas economias latino-americanas, como o Brasil, com manutenção dos investimentos estrangeiros diretos em nível elevado e retomada dos preços das matérias-primas. Esse não foi o caso da Argentina, onde a perda de legitimidade política do governo contribuiu para alimentar as saídas maciças de capitais (45 bilhões de dólares entre junho de 2007 e junho de 2009).

necessário reformar a arquitetura financeira, nem acreditar nas disfunções das globalizações geradas por uma desregulamentação extrema?

É verdade que algumas agitações da atividade econômica, principalmente nos Estados Unidos, mantiveram uma taxa elevada de crescimento, ainda que muito reduzida na China, puderam então contribuir para essa expansão das bolsas. Mas a retomada do movimento das bolsas aconteceu antes mesmo das expectativas um pouco mais positivas sobre o retorno do crescimento. Assim, é conveniente sondar aquilo que poderia parecer mais como uma miragem que como um milagre. Sem entrar no detalhe das explicações possíveis desta retomada, observemos que a injeção extremamente massiva de liquidez no sistema financeiro, em sentido largo, não pôde servir para a retomada dos créditos à indústria e ao comércio, apesar das fortes demandas desses setores. As instituições financeiras inicialmente e os bancos em seguida utilizaram essa liquidez para investir nos mercados financeiros. Isso resultou em uma alta das cotações, permitindo em alguns casos, que os bancos se endividassem junto ao Estado, graças aos sobre-valores realizados. Parece que os sistemas financeiros, em busca de ganhos imediatos, perderam a memória, tendo tirado lições do passado apenas aqueles que não se deixaram «matar» («too big to fail»), e estavam prontos para recomeçar a aventura, persuadidos que o Estado será de novo, como em 2008, seu «emprestador em última instância», caso consigam voar sem conseqüências.

Boom financeiro e crise econômica deixam três possibilidades abertas: nada fazer, como se a crise financeira apenas fosse um acidente de percurso; mudar as arquiteturas financeiras, limitando algumas de suas operações e exigindo mais transparência dos produtos financeiros; ou paralisar a desregulamentação financeira e comercial. Se nossa análise é exata, somente a terceira possibilidade poderia permitir a ultrapassagem dessa durável crise. Os regimes de crescimento que emergiriam dessa crise seriam profundamente diferentes, mais respeitosos para com os homens e com o meio-ambiente e menos adoradores do bezerro de ouro. Compreende-se, desde então, que a solução não pode ser técnica, mas política.

