

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO - CSE
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS - CNM

JAIRO MARTINS
MODO DE ACUMULAÇÃO DA ECONOMIA DOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA
(EUA), A CRISE ECONÔMICA DE 2008, EVOLUÇÃO E PROBLEMAS: UMA
ANÁLISE PÓS-KEYNESIANA

Florianópolis, 2014

JAIRO MARTINS

MODO DE ACUMULAÇÃO DA ECONOMIA DOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA
(EUA), A CRISE ECONÔMICA DE 2008, EVOLUÇÃO E PROBLEMAS: UMA
ANÁLISE PÓS-KEYNESIANA

Monografia submetida ao curso de Ciências
Econômicas da Universidade Federal de Santa
Catarina, como requisito obrigatório para a
obtenção do grau de Bacharelado.

Orientador: Prof. Wagner Leal Arienti

Florianópolis, 2014

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO - CSE
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS - CNM

A banca examinadora resolveu atribuir a nota 9,5 ao aluno JAIRO MARTINS na disciplina CNM 5420 – Monografia, do curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, pela apresentação deste trabalho.

Professor Dr. Wagner Leal Arienti.
Presidente

Professor Dr. Roberto Meurer.
Membro

Professor Dr. José Antônio Martins.
Membro

AGRADECIMENTOS

Na realização deste trabalho agradeço à orientação do professor Wagner Leal Arienti, que muito contribuiu para que este trabalho obtivesse a sua forma final.

Agradeço à instituição UFSC, pelo oferecimento de formação de nível superior em uma universidade pública e de qualidade.

Agradeço ao departamento de ciências econômicas da UFSC, pelo oferecimento de um curso de economia plural, que permitiu que em minha formação pudesse conhecer e discutir as variadas escolas de pensamento econômico existentes.

Quero ressaltar o papel que a tecnologia representada pela Internet possui na realização de um trabalho acadêmico na atualidade, com a disponibilização instantânea de dados que foram fundamentais para a realização do presente trabalho e que seriam impossíveis de serem obtidos na velocidade necessária para a realização desta monografia antes da emergência desta tecnologia.

Quero agradecer a todos aqueles que contribuíram para minha formação e educação, começando pelos meus pais, com a educação no núcleo familiar, e passando pelos professores com quem tive a oportunidade de aprender nos anos de escola e universidade.

Especial agradecimento a todos os pensadores sociais e econômicos que, por meio de seus “insights”, fazem com que reflitamos em patamares cada vez mais elevados sobre os problemas colocados para nossa sociedade e economia.

Dedico este trabalho a minha família, em especial ao meu pai João e a minha mãe Shirley, exemplos de esforço e dedicação.

“as ideias dos economistas e dos filósofos políticos, sejam elas certas ou erradas, têm um alcance mais poderoso que habitualmente se pensa. De fato, o mundo é governado por elas, e pouco mais.” (John Maynard Keynes)

RESUMO

Este trabalho tem o objetivo de analisar os determinantes estruturais da crise de 2008. Desta forma, a crise é analisada como um processo iniciado na década de 80, com a emergência de um novo modo de acumulação nos Estados Unidos com a implementação de políticas neoliberais que acabaram resultando em um processo de financeirização na economia. Este processo teria então dinamizado o crescimento econômico da economia norte-americana até a eclosão da crise de 2008. A crise é entendida como o alcance dos limites deste modo de acumulação centrado nos processos de financeirização. Este trabalho ainda aborda o pós-crise e como as políticas implementadas não alteraram os determinantes que geraram a crise de 2008.

MARTINS, Jairo. **Modo de acumulação da economia dos Estados Unidos da América (EUA), a Crise Econômica de 2008, Evolução e Problemas: uma análise pós-keynesiana.** Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2014.

Palavras chaves: Crise econômica de 2008 nos Estados Unidos; Modo de acumulação; financeirização; neoliberalismo; fordismo; keynesianismo.

ABSTRACT

The main target of this paper is to analyze the structural points of the 2008 crisis. Therefore, the crisis is analyzed as a process which began in the 80s with the emergence of a new regime of accumulation in the United States with the implementation of neoliberal policies that resulted in a process of financialization of the economy. This process then would have boosted the economic growth in the U.S. economy until the outbreak of the 2008 crisis. The crisis is understood as the reach of the limits of this regime of accumulation centered on the processes of financialization. This work also addresses the post-crisis and as the policies implemented have not altered the determinants that generated the crisis of 2008.

MARTINS, Jairo. **Accumulation regime of the economy of the United States of America (USA), the economic crisis of 2008, evolution and problems:** a post-keynesian analysis. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2014.

Keywords: Economic crisis of 2008 in the United States; accumulation regime; financialization; neoliberalism; Fordism; keynesian economics.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Parcela de Renda do 10% superior incluindo ganhos de capital.....	26
Gráfico 2 – Concentração de Renda nos Estados Unidos – 1917 a 2010.....	27
Gráfico 3 – Renda mediana da população norte-americana em dólares de 2012.....	27
Gráfico 4 – Renda máxima de cada extrato da população norte-americana.....	28
Gráfico 5 – Evolução dos índices de produtividade e dos salários na economia norte-americana de 1947 a 2012.....	31
Gráfico 6 – Saldo da balança comercial dos Estados Unidos de 1980 a 2013.....	33
Gráfico 7 – Taxa de Inflação nos Estados Unidos de 1980 a 2013.....	33
Gráfico 8 – Número de trabalhadores no setor de Manufatura nos Estados Unidos de 1980 a 2013.....	34
Gráfico 9 – Distribuição percentual do emprego por setor na economia dos Estados Unidos de 1980 a 2013.....	35
Gráfico 10 - Valor da dívida nos Estados Unidos (em milhões de dólares corrente de 1980 a 2008)	49
Gráfico 11 – Dívida das famílias e organizações não-governamentais – 1980 a 2013 (em milhões de dólares correntes).....	51
Gráfico 12 – Valor de mercado das ações nos Estados Unidos em proporção ao PIB.....	54
Gráfico 13 – Valor de mercado das ações – índice 100 em 1989.....	56
Gráfico 14 – Comparação entre o valor dos ativos imobiliários dos norte-americanos e o PIB (em milhões de dólares).....	56
Gráfico 15 – Valor mediano das novas casas vendidas nos Estados Unidos (em dólares correntes).....	57
Gráfico 16 – Índice de Preços dos imóveis S&P Case-Shiller 10-City.....	58
Gráfico 17 – Ativos totais das famílias e organizações não-lucrativas dos Estados Unidos em comparação com o PIB (em milhões de dólares).....	58
Gráfico 18 – Valor dos Bônus pagos aos trabalhadores de Wall Street (em milhões de dólares).....	61
Gráfico 19 – Valor médio dos bônus pagos aos trabalhadores de Wall Street (em dólares)....	61
Gráfico 20 – Produto Interno Bruto do Estados Unidos de 1980 a 2013 (em bilhões de dólares de 2009)	81

Gráfico 21 – Representatividade do investimento residencial no total do PIB - 1980 a 2013.....	84
Gráfico 22 – Valor despendido na construção residencial no ano (em milhões de dólares correntes) – 2002 a 2013.....	85
Gráfico 23 – Novas Permissões – Novas Casas Iniciadas (em milhares) – 1980 a 2013.....	86
Gráfico 24 – Venda de Casas Novas (em milhares) – 1980 a 2013.....	86
Gráfico 25 – Número de imóveis existentes vendidos (em milhares) – 2000 a 2013.....	87
Gráfico 26 – Índice S&P Case-Shiller-20 Home Price Index – 2000 a 2013.....	88
Gráfico 27 – Taxas de Juros de curto prazo estipuladas pelo Banco Central dos Estados Unidos – janeiro de 1999 a dezembro de 2006.....	89
Gráfico 28 – Percentuais de Inadimplência e de cobrança judicial (foreclosures) nos empréstimos imobiliários – 1990 a 2010.....	90
Gráfico 29 – Número de imóveis desocupados à venda (em milhares) – 2000 a 2013.....	91
Gráfico 30 – Percentual de famílias proprietárias do imóvel em que reside nos Estados Unidos – 1965 a 2013.....	92
Gráfico 31 – Taxas de juros de curto prazo estipuladas pelo Banco Central dos Estados Unidos - janeiro de 2006 a abril de 2014.....	97
Gráfico 32 – Mortgage Backed Securities mantidos no balanço do FED – todos os vencimentos – em milhões de dólares (18 de dezembro de 2002 a 14 de maio de 2014).....	104
Gráfico 33 – Títulos do Tesouro Americano mantidos pelo FED – todos os vencimentos – em milhões de dólares (18 de dezembro de 2002 a 14 de maio de 2014)	105
Gráfico 34 – Ativos totais do FED – em milhões de dólares (01 de agosto de 2007 a 14 de maio de 2014)	106
Gráfico 35 – Base Monetária mantida pelo FED – em bilhões de dólares – sazonalmente ajustada (01 de agosto de 2007 a 14 de maio de 2014)	106
Gráfico 36 - Títulos do Tesouro com mais de dez anos de maturação no balanço do FED - em milhões de dólares (01 de agosto de 2007 a 21 de maio de 2014)	108
Gráfico 37 – Saldo de vagas de emprego fechadas e abertas a cada mês nos Estados Unidos – em milhares (fevereiro de 2008 a abril de 2014)	110
Gráfico 38 – População Economicamente Ativa – PEA – percentual em relação ao total da população norte-americana (janeiro de 2007 a abril de 2014)	111
Gráfico 39 – Percentual do total da população norte-americana que está empregada (janeiro de 2007 a abril de 2014)	112

Gráfico 40 – Taxa de juros de curto prazo estipulada pelo FED – variação entre janeiro de 1980 a abril de 2014.....	113
Gráfico 41 – Percentual dos gastos (consumo e investimento) do governo (local, estadual e federal) no total do PIB (2006 a 2013)	114
Gráfico 42 – Percentual de déficit público dos Estados Unidos (2005 a 2013).....	115
Gráfico 43 – Balanço das Transações Corrente nos Estados Unidos – 1980 a 2013 (em bilhões de dólares)	120
Gráfico 44 – Percentual de dívida nos Estados Unidos em comparação com o PIB – 1980 a 2013.....	121
Gráfico 45 – Comparação entre o volume de dívida total e o PIB do Estados Unidos – 1980 a 2013.....	122
Gráfico 46 – Dívida das famílias norte-americanas – em milhões de dólares (1980 a 2013).	123
Gráfico 47 – Dívida do setor financeiro norte-americano – em milhões de dólares (1980 a 2013)	123
Gráfico 48 – Percentual de trabalhadores empregados representados por sindicatos (1983 a 2013)	126
Gráfico 49 – Percentual das rendas do trabalho como proporção do PIB (1980 a 2013).....	129

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Percentual de aumento real da renda máxima de cada extrato da população norte-americana entre 1980 e 2012.....	29
Tabela 2 – Percentual de dívida em Relação ao PIB de diversos setores na economia norte-americana – 1980 a 2008.....	50
Tabela 3 – Comparação entre o crescimento da dívida e do PIB nos Estados Unidos no período de 1980 a 2013.....	53
Tabela 4 – Valor de mercado das ações nos Estados Unidos em proporção do PIB – 1989 a 2011.....	55
Tabela 5 – Distribuição dos lucros nos Estados Unidos entre os setores financeiros e não financeiros (em milhões de dólares correntes)	60
Tabela 6 - Contribuição de cada setor da economia para a mudança no Produto Interno Bruto dos Estados Unidos – 2006 a 2013.....	82
Tabela 7 – Percentual de Contribuição do investimento para a mudança do PIB da economia dos Estados Unidos - 2006 a 2013.....	83
Tabela 8 – Percentual de variação de cada setor da economia americana sem ponderar o seu efeito no PIB.....	84
Tabela 9 – Ativos totais do FED em datas selecionadas.....	105
Tabela 10 – Gastos do governo (consumo e investimento) no Estados Unidos – 2006 a 2013 (em bilhões de dólares)	114
Tabela 11- Participação percentual no PIB de cada setor da economia norte-americana (2006 a 2013)	119
Tabela 12 – Proporção da dívida de cada setor em relação ao PIB norte-americano – 2006 a 2013.....	122
Tabela 13 – evolução da renda média e da renda mediana nos Estados Unidos de 2007 a 2012.....	126
Tabela 14 – Renda Média da população norte-americana segmentada por quintos – em dólares de 2012 (2006 a 2012)	127
Tabela 15 – Limite de renda de cada parcela da população norte-americana em dólares de 2012 (2006 a 2012)	128
Tabela 16 – Divisão da renda agregada entre parcelas da população norte-americana (2006 a 2012)	128

Tabela 17 – Comparação entre o crescimento da produtividade e o crescimento do valor da hora de trabalho paga na economia dos Estados Unidos (2006 a 2013)	130
--	-----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

- ABCPs - Asset-backed Commercial Papers – notas promissórias/papéis comerciais lastreados por ativos
- AIFP - Automotive Industry Financing Program
- AMLF - Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility
- ATM - Automated teller machine – Caixa Eletrônico
- BEA - Bureau of Economic Analysis
- BLS - Bureau of Labor Statistics
- CDOs - Collateralized Debts Obligations – obrigações de dívidas garantidas
- CDSs - Credit Default Swaps - contratos de swap de crédito com obrigação de garantia em caso de inadimplência
- CFTC- Commodity Futures Trading Commission
- CLOs - Collateralized Loan Obligations – obrigações de empréstimos garantidos
- CMOs - Collateralized Mortgage Obligations - obrigações de hipoteca com garantias
- CPFF - Commercial Paper Funding Facility
- EUA – Estados Unidos da América
- FDIC - Federal Deposit Insurance Corporation
- FED – Federal Reserve System – Banco Central dos Estados Unidos
- FMI – Fundo Monetário Internacional
- MBS – Mortgage Backed Securities – Títulos lastreados em hipotecas
- NAFTA – North American Free Trade Agreement - Tratado Norte-americano de livre comércio
- NINJA - no income, no job or asset – sem renda, sem emprego e sem ativos
- PEA – População Economicamente Ativa
- PIB – Produto Interno Bruto
- PNTR - Permanent normal trade relations – Relações Comerciais normais permanentes
- PPIP - Public-Private Investment Program - Programa de Investimento Público-Privado

QE - Quantitative Easing

SEC - Securities Exchange Commission

SIV – Structured investment vehicle – Veículo de Investimento Estruturado

SPV - Special Purpose Vehicle – Veículo de propósito específico

TAF - Term Auction Facility

TARP - Troubled Asset Relief Program

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	17
2.	CRISE DO REGIME DE ACUMULAÇÃO FORDISTA	20
3.	NEOLIBERALISMO E ESTRATÉGIA DE TRANSIÇÃO PÓS-FORDISTA	23
4.	A FINANCEIRIZAÇÃO COMO SUSTENTAÇÃO DO REGIME DE ACUMULAÇÃO: POSSIBILIDADES E LIMITES	42
5.	O PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO	49
5.1.	O AUMENTO DOS NÍVEIS DE DÍVIDA E A INFLAÇÃO NO PREÇO DOS ATIVOS	49
5.2.	A DESREGULAMENTAÇÃO, AS INOVAÇÕES FINANCEIRAS E A MUDANÇA DE PERCEPÇÃO EM RELAÇÃO AO SETOR FINANCEIRO.	63
5.2.1.	A DESREGULAMENTAÇÃO DO SETOR FINANCEIRO NOS ESTADOS UNIDOS	63
5.2.2.	AS INOVAÇÕES	66
5.2.3.	A MUDANÇA DE PERCEPÇÃO EM RELAÇÃO AO RISCO NO SETOR FINANCEIRO	74
6.	A TENDÊNCIA À FRAGILIDADE FINANCEIRA E À INSTABILIDADE MACROECONÔMICA: O REFERENCIAL TEÓRICO DE MINSKY	76
7.	A GRANDE CRISE FINANCEIRA DE 2008	81
7.1.	O ESTOURO DA BOLHA IMOBILIÁRIA E A CRISE NA ECONOMIA REAL	81
7.2.	A CRISE NO MUNDO FINANCEIRO	92
8.	POLÍTICAS ECONÔMICAS EMERGENCIAIS PARA AS CRISES	101
8.1.	O TROUBLED ASSET RELIEF PROGRAM – TARP	101
8.2.	O EMPRESTADOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA	103
8.3.	OS GASTOS PÚBLICOS	109
8.4.	A QUESTÃO DA REGULAMENTAÇÃO	116
9.	A MANUTENÇÃO DO REGIME DE ACUMULAÇÃO	119
9.1.	A QUESTÃO DOS NÍVEIS DE DÍVIDA	119
9.2.	A DISTRIBUIÇÃO DE RENDA PÓS-CRISE E A MANUTENÇÃO DO “GAP” ENTRE SALÁRIOS E PRODUTIVIDADE	125
10.	CONCLUSÃO	131
11.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	136

1. INTRODUÇÃO

O que causou a crise financeira e econômica de 2008? Esta é uma pergunta que muitos economistas estão se fazendo desde que irrompeu o episódio da crise e seus desdobramentos. Com o epicentro nos Estados Unidos, a crise das hipotecas se transformou numa crise do sistema financeiro mundial e com efeito sobre o lado real da economia, como queda do PIB e elevação do desemprego em várias economias nacionais. Várias são as explicações que diversos autores oferecem para esta crise. A presente introdução destaca duas explicações por revelarem abordagens diferentes. A primeira seria a que entenderia a crise como fruto da ação estatal, derivada das falhas de governo. Esta pode ser identificada como a abordagem ortodoxa, que segue a teoria e ideologia neoliberal. Esta explicaria a crise como resultado de uma política de juros equivocada do Banco Central dos Estados Unidos e de uma excessiva intervenção do governo no mercado imobiliário.

Outra explicação, conforme identifica Palley (2012a), seria a promovida pela perspectiva das falhas de mercado, com base na Universidade do MIT (Palley cita Joseph Stiglitz e Paul Krugman como expoentes desta escola de pensamento), que explicaria a crise como resultado de falhas na regulamentação do sistema financeiro, bem como no sistema de incentivos pagos nas instituições financeiras. O governo aqui teria atuado menos do que o necessário para regulamentar o sistema, o que permitiu uma alavancagem excessiva (por meio de endividamento) e um excesso na tomada de riscos por bancos e firmas financeiras. Da mesma forma, o sistema de pagamentos dos bancos para seus funcionários (comissões sobre as transações e bônus) teria incentivado as instituições a promoverem empréstimos sem preocupação com a qualidade, uma vez que calotes não influenciariam nos bônus e comissões. Essa estrutura de incentivo ainda se somaria às inovações financeiras como a securitização, onde se criou o modelo de “originar para distribuir”, também citado por Belluzzo (2012), o que significava que os bancos realizavam os empréstimos e depois empacotavam e vendiam como produtos securitizados (este modelo será detalhadamente explicado no capítulo 5). Uma vez que os bancos que realizavam os empréstimos não tinham que se preocupar em receber esses empréstimos, tendo em vista as inovações, teriam sido realizados empréstimos de qualidade duvidosa, os quais não teriam sido realizados se os bancos dependessem do pagamento das hipotecas.

Para além dessas duas explicações da crise, este trabalho pretende explorar outra abordagem para explicar o fenômeno da crise. Esta abordagem está fundamentada principalmente no trabalho de Thomas I. Palley, economista norte-americano que defende que

esta crise econômica não é uma crise que pode ser explicada seja por falhas de governo ou apenas por problemas de regulamentação do mercado, mas antes, é resultado de processos mais complexos originados no modo de acumulação e regulação das estruturas da economia norte-americana iniciada nos anos oitenta. Nesta década, nos Estados Unidos, houve uma alteração das políticas adotadas desde o pós-guerra. Com o governo de Ronald Reagan, políticas liberais foram adotadas de forma hegemônica nos Estados Unidos em resposta à crise do chamado regime de acumulação fordista (ARIENTI, 2003), fazendo com que o modo de acumulação anterior, que Palley (2012a, p. 26) chama de “Perspectiva da Prosperidade dividida” fosse destruída, sendo que o principal elemento desta perspectiva era que os aumentos salariais acompanhavam os aumentos da produtividade.

Outros autores, como Reich (2013) e Belluzo (2012), também observaram esse rompimento entre o período que se iniciou em 1980 e o período anterior, que havia sido iniciado após a Segunda Guerra Mundial (rompimento entre o período neoliberal pós 1980 e o que denomina-se período onde a acumulação foi regulada pelo regime fordista).

Esta destruição do regime fordista ou da prosperidade dividida é resultado em parte da forma como se deu a reação à crise do modelo anterior frente ao aumento de competitividade na economia internacional, e em parte à adoção de medidas mais liberais que contribuíram para formar as primeiras estruturas e relações do novo modo de acumulação neoliberal. Resultado da adoção, por fim, nos Estados Unidos, do modelo de acumulação sob hegemonia política neoliberal, que para Palley (2012a) teria quatro principais elementos (que serão citados aqui e explicados de forma detalhada no capítulo 3 deste trabalho):

- a) Globalização
- b) A busca de um governo mínimo;
- c) A flexibilização do mercado de trabalho;
- d) E o foco do Banco Central no combate à inflação, em detrimento da busca do pleno emprego.

Este modelo neoliberal, cujo crescimento se baseava em crédito e na inflação de ativos, ou seja, baseado na dinâmica do setor financeiro, teria, com a crise de 2008, alcançado os seus limites, sendo a crise justamente a expressão dos limites deste modelo de crescimento. Assim, a crise não seria apenas uma crise financeira episódica, mas antes seria a crise de um modelo de acumulação, de um modelo de crescimento econômico que chegou ao seu limite (e que está sujeito a este tipo de crise de forma recorrente). É esta perspectiva que será explorada e melhor detalhada nos capítulos seguintes.

Para alcançar este objetivo, a monografia está organizada da seguinte forma: o capítulo 2 tratará dos conceitos relacionados com a crise do regime de acumulação fordista, para em seguida, no capítulo 3, tratar-se da leitura dos autores selecionados em relação ao neoliberalismo e a passagem do período fordista para o paradigma neoliberal, com a estratégia de transição pós-fordista. No capítulo 4, detalhar-se-á de que forma os autores identificaram a “financeirização” como um processo que deu sustentação ao regime de acumulação instaurado, bem como os limites deste processo.

No capítulo 5 serão trabalhados os dados que sustentam a existência do fenômeno da “financeirização”, bem como serão apresentadas as alterações regulatórias e as inovações financeiras que contribuíram para este processo, e a mudança de psicologia dos agentes econômicos ocorrida durante o processo. No capítulo 6 será abordado o entendimento de Minsky (2010; 2011) e de Palley (2013) em relação ao conceito de ciclos econômicos de base financeira. O capítulo 7 tratará da crise de 2008, tanto em seu aspecto relacionado com a economia real, bem como dos acontecimentos do mundo das finanças. O capítulo 8 tratará da resposta governamental à crise. Será abordado tanto o salvamento do sistema financeiro, por meio da resposta do tesouro dos Estados Unidos e das ações do Banco Central dos Estados Unidos, e a questão da regulamentação do sistema financeiro após a crise, quanto da resposta governamental efetuada por meio de gastos públicos para garantir os níveis de demanda agregada após a crise.

O capítulo 9, por fim, irá analisar a evolução da economia norte-americana no pós-crise e de que forma ainda se mantém como modelo de acumulação nos Estados Unidos o que denomina-se neste trabalho de modelo neoliberal, que traz consigo os processos de financeirização que aqui serão descritos.

2. CRISE DO REGIME DE ACUMULAÇÃO FORDISTA

Após a Segunda Guerra Mundial, o Capitalismo como sistema econômico empregado por grande parte das economias nacionais do ocidente (num mundo dividido entre capitalismo e socialismo, que era o sistema econômico adotado pela extinta URSS, o leste europeu, bem como a China), tendo os Estados Unidos como a potência hegemônica, vivenciou um dos momentos econômicos mais prósperos de sua história. Foi o momento em que a indústria fordista se consolidou, que o “american way of life” foi divulgado como um modelo a ser seguido. Este período de prosperidade, também conhecido como a “era de ouro” do capitalismo, perdurou até os anos 70.

Este conceito, indústria fordista, fordismo, é derivado da introdução por Henry Ford do fluxo contínuo (esteira rolante na linha de produção), que adicionou à administração científica de Taylor (o controle dos processos e seus tempos de trabalho) o fluxo contínuo no processo de produção, com vários componentes, tendo como resultado a produção em massa, principalmente de bens de consumo duráveis. Os impactos dessas inovações não ficaram adstritos à própria produção, mas tiveram impactos em toda a sociedade.

Podemos então entender esse conceito enquanto regime de acumulação específico, onde a produção em massa e o consumo em massa eram os definidores deste novo regime. Consumo em massa garantido pelo modo de regulação, com uma nova relação capital-trabalho, onde os ganhos de produtividade eram repassados aos salários, e garantido também pelo Estado Fordista (ver Arienti, 2003). Este Estado garantiu, pelo lado da oferta, investimentos em infra-estrutura necessários para a circulação de mercadorias.

Pelo lado da demanda, garantiu os gastos sociais e militares (Estados Unidos) para sua dinamização, e pelo lado do controle social a garantia estatal aos acordos realizados na relação capital-trabalho, bem como a legislação trabalhista e a seguridade social, que por serem de fato salários indiretos proporcionavam a inserção de setores sociais ao consumo em massa, bem como promoviam o controle social necessário à reprodução social deste regime de sociedade.

Robert Reich (2013) identificou que no período de 1947 a 1975 (o qual foi definido anteriormente como o período do regime de acumulação fordista) os Estados Unidos viveram a “grande prosperidade”. Para ele, neste período, a América teria implementado a “barganha básica” (2013, p. 42). A visão de que os trabalhadores também são consumidores, sendo que seus rendimentos são continuamente reciclados para a compra de bens e serviços. Na grande prosperidade, Reich identificou que todos os salários cresciam, não apenas os salários do 1% ou 10% mais ricos. Reich afirmou que neste período a produtividade dobrou, assim como os

salários. A renda dos trabalhadores teria aumentado, para uma típica família norte-americana, de U\$ 25.000 para U\$ 55.000 (em dólares de 2007) no período de 1947-75.

Reich (2013) identificou ainda que no período da prosperidade houve uma reorganização do trabalho. Empregadores tinham que pagar hora extra, salário mínimo, o governo implementou o seguro desemprego, um estabilizador automático para a economia. E os governos garantiram o direito dos trabalhadores para se reunirem em sindicatos. Outros elementos foram as pensões, o seguro doença, o seguro saúde para os idosos e os pobres em 1965 (Medicare e Medicaid). Houve a expansão da educação universitária pública, com um custo de 4% da renda de uma família média, em comparação com o custo de 20% da universidade privada. Os gastos no complexo industrial-militar tinham como contrapartida um incremento nas inovações técnicas. Por fim, a estrutura tributária nesta época era altamente progressiva.

Este regime (fordista) estava fundamentado numa regulação dos processos econômicos baseados nas ideias keynesianas de administração da demanda agregada, com a ampla utilização da política fiscal e monetária para garantir níveis de produto próximos do pleno emprego¹, uma ampla regulação dos mercados financeiros, níveis de sindicalização elevados, e um constante crescimento da massa salarial de acordo com os níveis de crescimento da produtividade.

É importante destacar que as bases do regime de acumulação fordista aqui descritos foram criadas como uma reação à crise de 1929, e foram fundamentais para o crescimento econômico após a Segunda Guerra Mundial, período no qual as políticas de geração de demanda de inspiração keynesiana tiveram hegemonia.

Este regime de acumulação e modelo de regulação no entanto experimentou uma crise. A crise do fordismo, que pode ser identificada no início da década de 1970 (ARIENTI, 1997), é caracterizada por um declínio relativo das taxas de crescimento, uma estagnação relativa, bem como com uma diminuição do lucro médio dos capitais. As causas são identificadas no aumento do preço do petróleo promovido pelo OPEP nas duas crises do petróleo (e que desencadeou um processo inflacionário nas economias), bem como na rigidez da relação capital-trabalho do fordismo que garantia níveis salariais crescentes para os trabalhadores, enquanto os capitalistas eram constrangidos em sua capacidade de repassar custos (tendo em vista o aumento da competição internacional com as indústrias fordistas dos países desenvolvidos reconstruídos no pós-guerra bem como com as indústrias dos novos países industrializados do terceiro mundo).

¹ Situação onde não haveria desemprego involuntário, havendo pleno emprego na economia do fator trabalho.

O fenômeno da estagflação (estagnação econômica e inflação persistente), que se instalou neste período de crise (deve ser destacado que grandes choques de preços foram experimentados nas economias desenvolvidas neste período, sendo a crise do petróleo e a desvalorização do dólar os dois choques mais lembrados, fenômenos que não podem ser atribuídos ao regime fordista enquanto causa), foi combatido com políticas que aprofundaram o desemprego e visavam quebrar a resistência dos trabalhadores em suas demandas por aumentos salariais, quebrando um dos principais mecanismos de regulação do regime de acumulação fordista, que era uma relação capital-trabalho fundada no atendimento das demandas trabalhistas por maiores salários efetuadas por trabalhadores organizados em sindicatos².

O desmantelamento do regime de Bretton Woods, com o fim da paridade dólar-ouro, e as crises fiscais dos estados fordistas (ARIENTI, 2003), também são identificadas como causas da crise deste regime de acumulação.

Estes eventos identificam a crise do regime de acumulação fordista. A partir de final da década de 1970 e início de 1980, surgem várias reações a esta crise para uma retomada da acumulação. A partir desse ponto tem-se o início do desmantelamento das estruturas fordistas numa busca de uma maior flexibilidade para que os capitais busquem níveis maiores de lucratividade. Ocorre a emergência dos governos de Ronald Reagan nos Estados Unidos e Margaret Thatcher na Inglaterra. Estes governos marcaram a ascensão de um novo liberalismo, de um novo movimento de desregulamentação que iria marcar profundamente as décadas seguintes. Este modelo, chamado de neoliberal, será objeto de estudo a seguir, e tem, conforme as interpretações da crise que serão apresentadas, relação causal direta com a crise econômica de 2008.

² Um dos elementos básicos do fordismo era ter um acordo trabalhista implícito de aumento de salário de acordo com a produtividade. Se estes aumentos salariais fossem tais que superassem os aumentos de produtividade, ocorreria o chamado “profit squeeze”, que é a diminuição das taxas de lucro dos capitalistas, o que também foi um elemento existente no período final do regime de acumulação fordista.

3. NEOLIBERALISMO E ESTRATÉGIA DE TRANSIÇÃO PÓS-FORDISTA

As políticas liberais adotadas pelo governo de Reagan nos Estados Unidos tiveram como foco a desconstrução das estruturas fordistas que dominaram aquela economia no pós-guerra. Entendemos neste trabalho que estas políticas tiveram como resultado a destruição do modo de acumulação fordista, com medidas liberais que visavam reduzir a intervenção e regulação do Estado em várias esferas econômicas e, assim, deixar que as forças de mercado – sem apoio governamental - respondessem livremente.

Nossa abordagem parte de Palley (2012a). Ele identificou uma mudança fundamental na política macroeconômica dos Estados Unidos após 1980. Para ele, antes, a política econômica tinha como alvo a busca do pleno emprego, e os salários cresciam com a produtividade. Após 1980, teria havido uma mudança de prioridades na economia norte-americana. A inflação passou a ser o objetivo principal da política macroeconômica, sendo que a ligação entre os salários e a produtividade teria sido rompida (conforme visto no capítulo anterior, temos aqui o regime fordista, sua crise (com a estafação), e políticas que foram adotadas em resposta aos processos que estavam sendo vivenciados). Ademais, para Palley, uma vez rompida a relação entre o crescimento dos salários e o crescimento da produtividade, para garantir o crescimento da demanda agregada, “no lugar do crescimento do salário como motor do crescimento, o novo modelo substituiu este pelo crédito e a inflação dos preços dos ativos” (2012a, p. 34).

Conforme veremos no capítulo 5, houve um aumento constante nos níveis de dívida na economia norte-americana após 1980, sendo que as bolhas, seja no mercado de ações, seja no imobiliário, tiveram uma presença constante no cenário econômico neste período.

Palley (2012a) entendeu que os defensores da nova ortodoxia do modelo neoliberal teriam feito da inflação a preocupação política principal, e atacaram os sindicatos, o salário mínimo e outras proteções trabalhistas. Conforme foi analisado, esta foi a resposta neoliberal à crise do fordismo. É importante ressaltar que esta resposta foi uma opção política efetuada pelo governo que estava no poder nos Estados Unidos nos anos 80. Era um governo republicano, sendo que este governo tinha como ideologia a ideia de que a presença estatal na economia era nociva (tendo como principais teóricos Milton Friedman e os teóricos da escola de Chicago). Assim, intervenções governamentais deveriam ser minimizadas a fim de permitir que o mercado pudesse trazer (de acordo com o ideário neoliberal) os benefícios que naturalmente ele traz a uma economia quando deixado funcionar de forma livre. Reagan, num contexto de guerra

fria com a URSS, e tendo como inimigo o comunismo soviético, pregava a liberdade, sendo que liberdade e mercado eram conceitos que se confundiam para este modelo ideológico.

Assim, apenas com este panorama político de fundo, podemos entender melhor porque a crise do fordismo teve como resposta o neoliberalismo e não outro modo de regulação, uma vez que eram as ideias neoliberais que tinham a hegemonia política nos Estados Unidos nos anos 80.

Mas não era apenas no cenário interno que ocorreram mudanças após 1980. Conforme afirma Palley (2012a, p. 34), “ao mesmo tempo, a globalização trouxe o aumento da competição externa de economias com baixos salários e o prospecto do offshoring do emprego”. Este aumento da competitividade externa tinha impacto direto na possibilidade de competição internacional das empresas sediadas nos Estados Unidos. Desta forma, houve um grande apoio das corporações multinacionais norte-americanas ao novo modo de inserção internacional dos Estados Unidos, com a manutenção da abertura comercial, sendo que estas empresas se beneficiaram deste processo com a globalização de suas plantas produtivas. No entanto, o compromisso fordista do aumento dos salários de acordo com a produtividade saiu como o perdedor neste processo, uma vez que os salários, a partir de então, se mantiveram, conforme veremos, estagnados em termos reais tendo em vista a sempre presente competição externa com produtos oriundos de países com mão de obra mais barata.

O novo modelo neoliberal teria sido fundamentado em booms financeiros e importações baratas. O boom financeiro com a função de fornecer o crédito para os consumidores e as firmas para suportar o gasto financiado pela dívida. Ao mesmo tempo, os empréstimos foram sustentados pelas inovações financeiras e a desregulamentação (que serão detalhadas no capítulo 5) que asseguraram um fluxo de novos produtos financeiros, “aumentando a alavancagem e ampliando os ativos que poderiam ser colateralizados” (PALLEY, 2012a, p. 34).

Importações baratas, por sua vez, para Palley (2012a), teriam amenizado o impacto da estagnação salarial, e fez com que se mantivesse o apoio político para o modelo. Destaque-se que desde os anos 80 os Estados Unidos passaram a apresentar déficits comerciais, tendo em vista o aumento expressivo das importações. Neste novo paradigma, é identificado por Palley uma mudança no entendimento político dos déficits comerciais, vistos no modelo anterior como um motivo de preocupação porque representavam um vazamento da demanda agregada que ameaçava o crescimento, sendo que posteriormente foram vistos como semi-virtuosos porque ajudavam o controle da inflação e refletiam as escolhas dos consumidores e dos negócios (uma vez que aumentavam a competição), o que, de acordo com a teoria neoliberal, representava o interesse próprio dos agentes econômicos, cuja busca é boa para a economia.

Por último, o crescimento da desigualdade de renda e da riqueza aumentou o consumo de luxo fazendo deste um componente mais importante da atividade econômica.

Palley (2012a) identifica essas variáveis em todos os governos norte-americanos desde Reagan, demonstrando a existência de um paradigma econômico comum com as seguintes características:

- a) inflação dos preços dos ativos (ações e imóveis);
- b) aumento da desigualdade de renda;
- c) desvinculação entre os salários dos trabalhadores do crescimento da produtividade;
- d) aumento das taxas de alavancagem das residências e das corporações (mensuradas com as relações dívida em função da renda e dívida em função dos ativos);
- e) dólar forte;
- f) déficits comerciais;
- g) desinflação ou baixa inflação; e
- h) perda de empregos no setor manufatureiro.

A explicação para cada uma das características listadas está detalhada a seguir:

- a) inflação dos preços dos ativos (ações e imóveis):

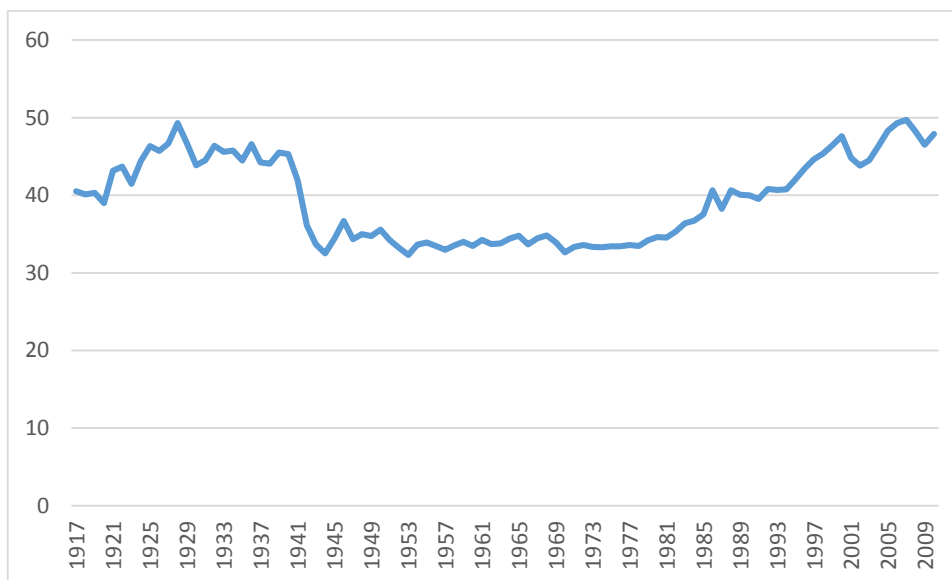
O período neoliberal foi marcado por períodos de grande aumento nos preços dos ativos mobiliários e imobiliários (aumentos que geraram seguidas bolhas). No capítulo 5 deste trabalho é detalhado o mecanismo pela qual a inflação de ativos atua no sentido de aumentar a propensão ao consumo dos norte-americanos bem como no sentido de garantir empréstimos com valores crescentes para esses mesmos consumidores.

- b) aumento da desigualdade de renda:

Uma das características que definem o período em que o modelo de acumulação neoliberal está vigente é o aumento da desigualdade de renda. Conforme pode ser verificado no gráfico a seguir, a partir de 1980 começa a existir um crescimento da concentração de renda nos Estados Unidos. O percentual de 10% superior do extrato da população passa de uma renda incluindo ganhos de capital de 34,63% do total da renda em 1980 para um recorde de 49,74% em 2007, o ano imediatamente anterior à crise de 2008. Esta parcela de renda é inclusive superior ao máximo de concentração de renda que já havia sido registrado nos Estados Unidos,

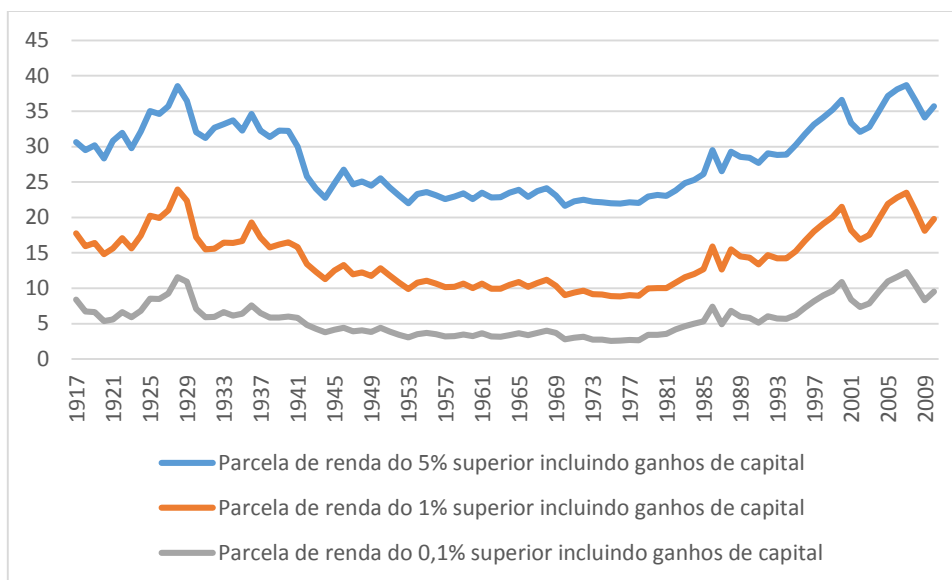
que foi no ano de 1928 (ano anterior ao da crise de 1929), onde o percentual de renda dos 10% superior da população alcançou 49,29%.

Gráfico 1 – Parcela de Renda do 10% superior incluindo ganhos de capital



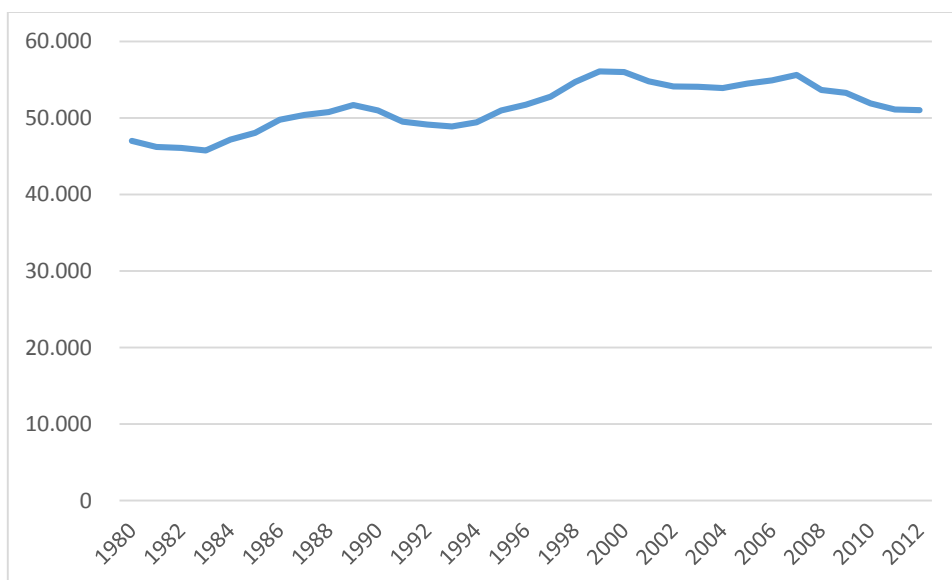
Fonte: Piketty – Capital in the Twenty-First Century (2014) – dados disponíveis em piketty.pse.ens.fr/capital21C.

A divisão de renda entre o extrato superior também é um fato que merece ser relatado. Conforme dados contidos em Piketty (2014), 1% da população norte-americana se apropriava em 1980 de 10,02% da renda total, sendo que em 2007, este número chegou a 23,5%, , sendo que só ficou atrás da maior concentração de renda já registrada, que foi em 1928, onde 1% da população norte-americana chegou a se apropriar de 23,94% da renda total. E estes números de concentração se repetem nos outros extratos analisados. O topo dos 5% do extrato da população se apropriou em 1980 de 23,17% do total da renda, e em 2007 de 38,67% (maior até do que em 1928, onde este extrato se apropriou de 38,56% da renda total), e o top 0,01% do extrato da população, que se apropriava de 3,4% da renda em 1980, chegou a se apropriar de 12,3% em 2007 (maior do que em 1928, quando esta parcela se apropriou de 11,5%).

Gráfico 2 – Concentração de Renda nos Estados Unidos – 1917 a 2010

Fonte: Piketty – Capital in the Twenty-First Century (2014) - dados disponíveis em piketty.pse.ens.fr/capital21C.

Ao mesmo tempo que os Estados Unidos viu um aumento da concentração de renda no topo da sociedade, houve um congelamento relativo dos rendimentos nas parcelas inferiores. A renda mediana³ em dólares de 2012 (sem ganhos de capital), que era de U\$ 46.985 em 1980, chegou a U\$ 55.627 em 2007, sendo que em 2012 é de U\$ 51.017.

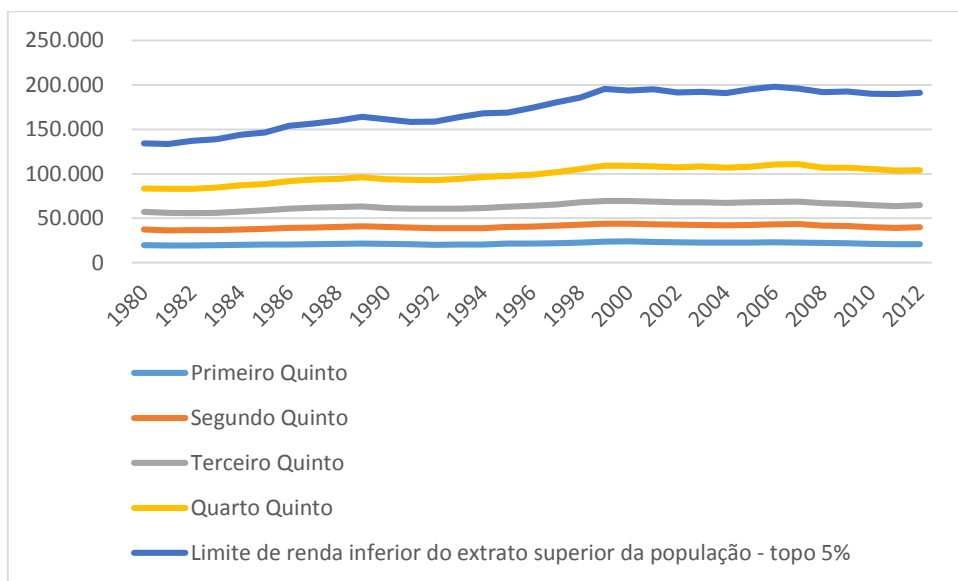
Gráfico 3 – Renda mediana da população norte-americana em dólares de 2012

Fonte: Census Bureau - Table H-11AR. Size of Household, All Races, by Median and Mean Income: 1975 to 2012

³³ O valor da renda mediana significa que metade da população tem renda superior e metade tem renda inferior ao valor definido da mediana, que separa a metade superior e a metade inferior da população.

Os limites de renda de cada extrato, por sua vez, demonstram como o crescimento da renda ficou restrito aos extratos superiores da sociedade. Enquanto o extrato inferior (o primeiro quinto da população) viu sua renda máxima variar de U\$ 19.839 em 1980 para U\$ 20.559 em 2012, e o segundo quinto viu sua renda máxima variar de U\$ 37.206 por ano em 1980 para U\$ 39.764, a renda mínima do extrato que se encontra no extrato de 5% superior da população variou de U\$ 134.405 em 1980 para 191.156 em 2012.

Gráfico 4 – Renda máxima de cada extrato da população norte-americana – dólares de 2012



Fonte: Census Bureau - Table H-1. Income Limits for Each Fifth and Top 5 Percent of All Households: 1967 to 2012

Desta forma, tem-se um aumento real de 42,22% na renda mínima do topo que representa 5% da população no período, e um aumento real de 3,83% na renda do primeiro quinto da população.

Tabela 1 – Percentual de aumento real da renda máxima de cada extrato da população norte-americana entre 1980 e 2012

	Primeiro Quinto	Segundo Quinto	Terceiro Quinto	Quarto Quinto	Renda mínima do extrato que representa o percentual de 5% superior da população
Percentual de aumento real da renda máxima entre 1980 e 2012 (sem ganhos de capital)	3,83	6,87	13,22	24,64	42,22

Fonte: Census Bureau - Table H-1. Income Limits for Each Fifth and Top 5 Percent of All Households: 1967 to 2012

As causas deste aumento da desigualdade de renda dentro do modelo neoliberal foram analisadas por Robert Reich (2013) assim como por Palley (2012a). Palley identificou que o enfraquecimento do poder de barganha dos trabalhadores dentro do modelo neoliberal acabou por fazê-los não conseguir com que os ganhos de produtividade fossem repassados aos salários, item que será analisado imediatamente a seguir.

Reich (2013) observou que o comércio global e a tecnologia, fatores que também caracterizam o mundo após 1980, apesar de não reduzirem o número de empregos avaliados para os norte-americanos, fez com que os novos empregos que foram sendo criados não pagassem tão bem quanto os empregos que estavam sendo perdidos. O fenômeno identificado por Reich é que enquanto os salários da maioria dos trabalhadores ficou estagnada ou declinou, o salário de Wall Street ou de executivos disparou. Desta forma, esta redistribuição da estrutura de empregos nos Estados Unidos teria tido como resultado uma maior desigualdade de renda e o aumento da concentração de riqueza.

Robert Reich constatou ainda que, após “a grande prosperidade” (2013, p. 55), o governo desregulou e privatizou a economia, o que contribuiu para o aumento da desigualdade de renda. Segundo Reich:

Começando no final dos anos 70, e com um fervor aumentado nas próximas três décadas, ele desregulamentou e privatizou. Ele aumentou o custo da educação pública superior, reduziu os treinamentos para empregos, cortou o transporte público, a permitiu que pontes, portos e autoestradas fossem corroídas. Ele desmanchou redes de segurança – reduzindo ajuda para famílias desempregadas com crianças, e restringiu tanto quem seria elegível para o seguro desemprego que em 2007 apenas 40 por cento dos desempregados eram segurados. Ele reduziu pela metade a taxa máxima do imposto de renda que variava entre 70 e 90 por cento que vigorou durante a Grande Prosperidade para 25 até 30 por cento; permitiu para muitos dos mais ricos

na nação tratar suas rendas como ganhos de capital sujeitos a não mais que uma taxa de 15 por cento; e encolheu as taxas de dos impostos sobre a herança que afetavam apenas o topo representando de 1 a 5 por cento dos contribuintes. Ao mesmo tempo, a América aumentou os impostos sobre as vendas e sobre as folhas de pagamento, ambas que tomam uma parte maior das remunerações da classe média e dos pobres do que dos que são abastados. (REICH, 2013, p. 55, tradução nossa)

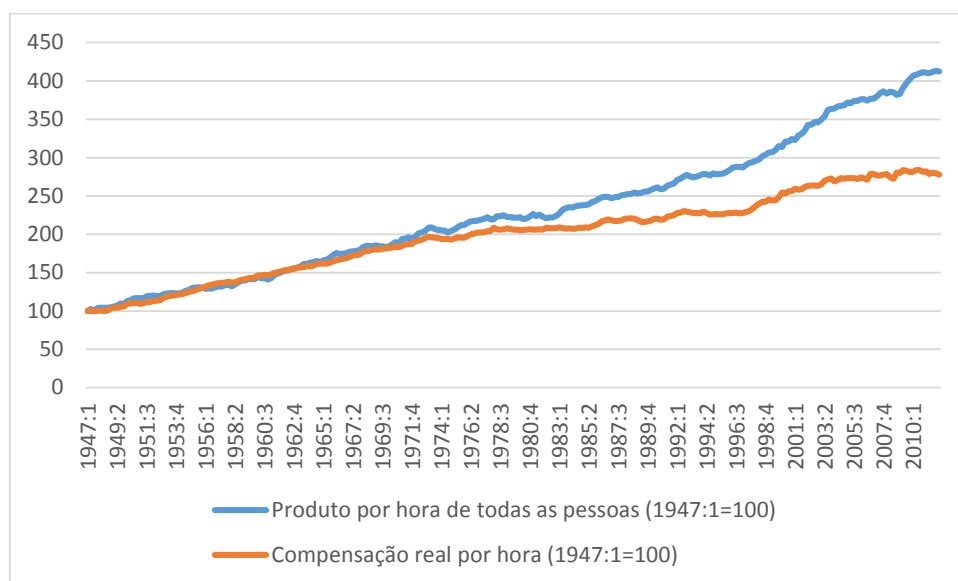
Conforme relatado por Mishel e Sabadish (2013), as remunerações de um executivo (Chief Executive Officer – CEO) no Estados Unidos, tomando por base as 350 maiores empresas por vendas listadas na bolsa de valores S&P 500, passaram de 20,1 vezes o valor das remunerações de um típico trabalhador assalariado norte-americano em 1965 para 272,9 vezes o valor destes salários em 2012.

c) desvinculação entre os salários dos trabalhadores do crescimento da produtividade:

Este é o ponto fundamental de ruptura com o regime de acumulação e modo de regulação fordista. Enquanto naquele modo de regulação tínhamos relações capital-trabalho que garantiam que os trabalhadores teriam aumentos salariais que reporiam a inflação e acrescentariam os ganhos de produtividade, no modelo neoliberal é quebrado esse compromisso, com as forças desiguais do mercado decidindo o nível salarial. Como visto, os trabalhadores norte-americanos perderam poder de barganha frente à realocação das plantas industriais no exterior, frente às políticas públicas de cunho regressivo, e frente às políticas de juros altos do FED no início dos anos 80, que aumentaram os níveis desemprego.

Conforme pode ser observado no gráfico a seguir, existe um descasamento entre o crescimento salarial e o crescimento da produtividade após 1980. Até 1980, os índices de produtividade e de salário real andavam praticamente juntos (222,52 para a produtividade e 205,47 para a hora de trabalho, comparados com o índice 100 de 1947). Em 2012, o índice de produtividade do trabalho era de 412,38, enquanto o índice da hora de trabalho estava em 278,01.

Gráfico 5 – Evolução dos índices de produtividade e dos salários na economia norte-americana de 1947 a 2012.



Fonte: Monthly Labor Review do Bureau of Labor Statistics (BLS) de janeiro de 2011.

Isto significa que o consumo de massa, garantido pelos níveis salariais sempre crescentes no modelo fordista, encontra aqui um problema estrutural para ser mantido nos níveis necessários à produção de massa que é realizada no capitalismo.

Este descasamento entre produtividade e salários foi observado Reich (2013), assim como Palley (2012a). Para Reich, após o período de grande prosperidade, começou uma divergência entre o crescimento dos salários e o da produtividade, sendo que a globalização teve um papel neste processo, assim como a tecnologia. Para ele, “novas tecnologias como máquinas-instrumentos computadorizadas podem fazer o mesmo trabalho que as pessoas fazem por uma fração do custo” (REICH, 2013, p. 53).

d) aumento das taxas de alavancagem das residências e das corporações medidas como dívida em função da renda e dívida em função dos ativos:

Após 1980, observa-se um crescimento nos níveis de dívida na economia norte-americana, principalmente nos níveis de dívida das famílias e do setor financeiro. No capítulo 5 deste trabalho é detalhado a evolução dos níveis de dívida tanto das famílias norte-americanas quanto das corporações, do governo e do setor financeiro.

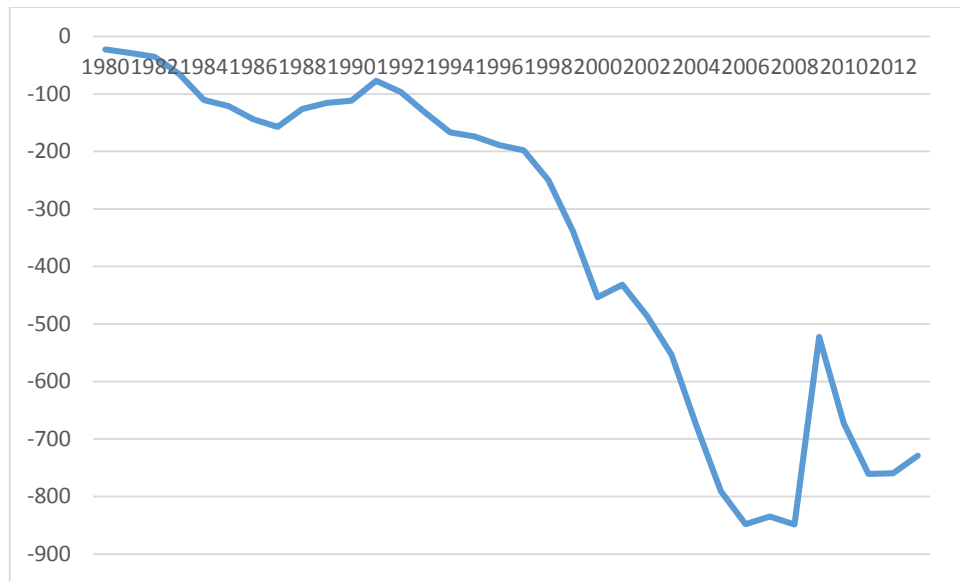
e) dólar forte:

A política do dólar forte foi implementada após a crise do fordismo, no final dos anos 70, quando os níveis inflacionários na economia norte-americana não davam sinais de recuo, sendo que o Banco Central dos Estados Unidos então subiu as taxas de juros para a casa dos dois dígitos com Paul Volcker, o presidente do FED à época. Esta política de juros altos surtiu efeito e os níveis inflacionários cederam no início dos anos 80, sendo que o dólar manteve o seu papel de moeda de reserva internacional durante o período estudado. Ademais, a política cambial norte-americana manteve o dólar valorizado durante este tempo, o que contribuiu para níveis inflacionários baixos durante todo o período neoliberal, com importações baratas, o que teve um impacto direto na economia norte-americana.

f) déficits comerciais:

Resultado direto da forma em que a economia norte-americana se inseriu na economia global, com um dólar forte e abertura comercial, os déficits comerciais começaram nos anos 80 e nunca mais desapareceram. O crescimento do déficit comercial na economia dos Estados Unidos, por ser esta a detentora da moeda de reserva internacional, com o título do governo americano sendo ativo considerado altamente líquido e utilizado nas aplicações das reservas internacionais dos demais países, não tem o mesmo efeito que estes mesmos déficits em economias que não tem este atributo, uma vez que os Estados Unidos se endivida em sua própria moeda, enquanto terceiros países necessitam de divisas em dólares, o que acaba tendo impacto nas taxas de câmbio. Desta forma, mesmo com déficits comerciais, os Estados Unidos mantiveram uma taxa de câmbio valorizado, o que contribuiu para o processo de “offshoring”⁴ da produção norte-americana (com impactos diretos nos níveis de emprego industrial, item tratado logo a seguir).

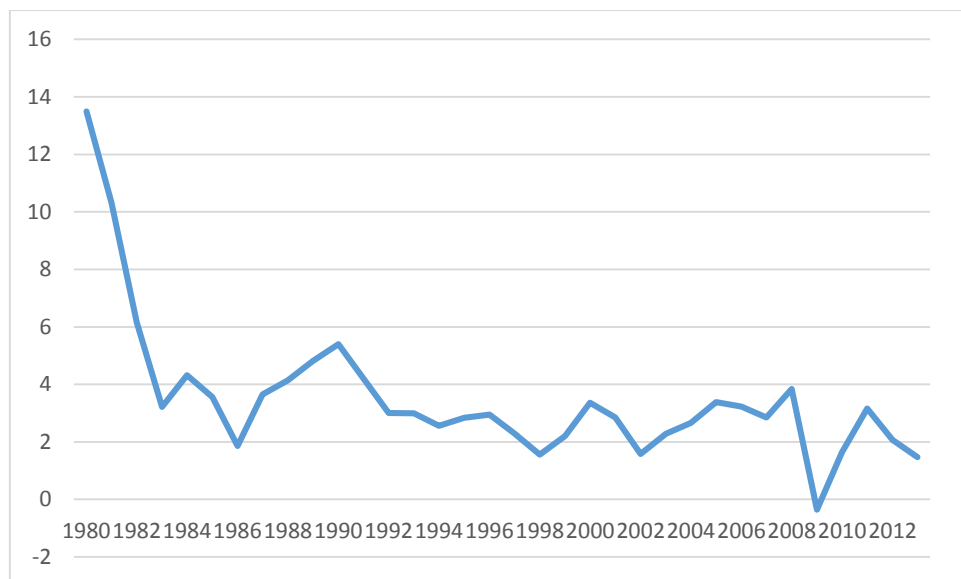
⁴ Processo em que empresas se movem para outro país para realizar a produção anteriormente realizada no país que mantinha a planta produtiva.

Gráfico 6 – Saldo da balança comercial dos Estados Unidos de 1980 a 2013

Fonte: Bureau of Economic Analysis - Table 4.1. Foreign Transactions in the National Income and Product Accounts

g) desinflação ou baixa inflação:

Conforme já afirmado, no período em que o modelo neoliberal está em vigor, e após a política de juros alto de Paul Volcker, os níveis inflacionários na economia norte-americana tiveram uma tendência decrescente, conforme verifica-se no gráfico. Para isto contribuiu a política do dólar forte e a abertura comercial, que garantiram importações baratas, mas ao custo de um processo de offshoring da produção interna norte-americana.

Gráfico 7 – Taxa de Inflação nos Estados Unidos de 1980 a 2013

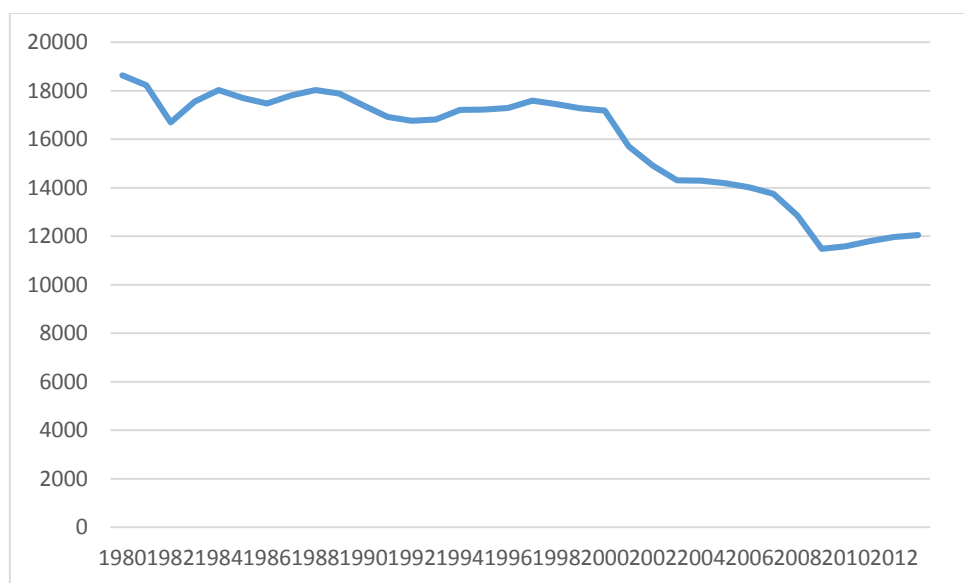
Fonte: Bureau of Labor Statistics – BLS - Consumer Price Index - All Urban Consumers (cálculos efetuados pelo autor)

h) perda de empregos no setor manufatureiro:

Conforme se verifica no Gráfico 8 a seguir, houve durante todo o período neoliberal uma perda de empregos no setor manufatureiro norte-americano. Os fatores que levaram a esta perda tem relação com a abertura comercial, a maior competitividade de economias com salários menores dentro do processo da globalização, a política de dólar forte norte-americana, e o processo de offshoring da produção norte-americana (que é derivado de todos os fatores citados).

Os Estados Unidos perderam, de 1980 até 2013, 6 milhões e 587 mil empregos no setor de manufatura, que passaram de 18 milhões e 640 mil vagas para 12 milhões e 53 mil vagas.

Gráfico 8 – Número de trabalhadores no setor de Manufatura nos Estados Unidos de 1980 a 2013

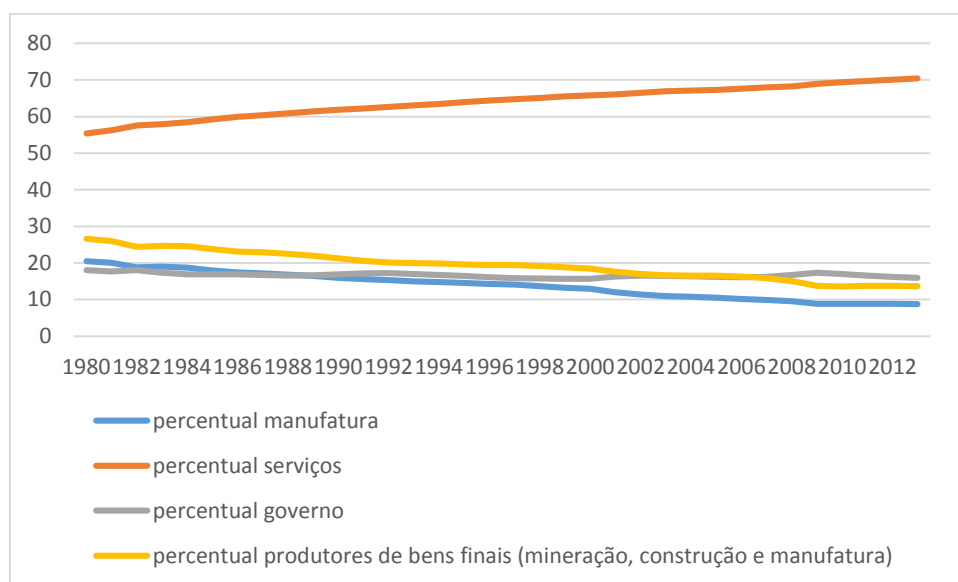


Fonte: Bureau of Labor Statistics - Employment, Hours, and Earnings from the Current Employment Statistics survey (National) - Manufacturing

Em percentuais do total de empregos na economia norte-americana, o setor manufatureiro passou de 20,49% do total das vagas em 1980, para 8,77% em 2013. É importante observar que foi o setor de serviços o responsável por criar as vagas de emprego na economia no período, e conforme afirmado por Reich (2013), a maior parte destes empregos não são tão bem remunerados como os do setor manufatureiro, sendo a participação dos empregos no setor de serviços passou de 55,40% das vagas em 1980 para 70,40% das vagas em

2013. O percentual de empregos no setor governamental, que era de 18% das vagas em 1980, passou para 15,90% das vagas em 2013, mostrando uma certa estabilidade⁵.

Gráfico 9 – Distribuição percentual do emprego por setor na economia dos Estados Unidos de 1980 a 2013



Fonte: Bureau of Labor Statistics - BLS - Table B-1. Employees on nonfarm payrolls by industry sector and selected industry detail

Listamos anteriormente as características do modelo neoliberal identificadas por Palley (2012a). O autor identifica ainda as estruturas do novo modo de acumulação promovido por políticas neoliberais e com hegemonia financeira que resultaram nas características listadas. Estas estruturas seriam constituídas de quatro elementos principais:

- a) Globalização
- b) A busca de um governo mínimo;
- c) A flexibilização do mercado de trabalho;
- d) E o foco do Banco Central no combate à inflação, em detrimento da busca do pleno emprego.

⁵ O percentual dos produtores de bens finais (mineração, construção e manufatura), que era de 26,59% em 1980, passou para 15,90% em 2013. Este percentual inclui o setor de manufatura, que é destacado em separado do setor de mineração e transportes no gráfico.

Estes elementos, juntamente com as características apresentadas anteriormente, são os constituintes do modelo neoliberal que entrou em crise em 2008, de acordo com a leitura realizada neste trabalho. A explicação para cada um dos elementos listados será detalhada a seguir.

a) Globalização

Incentivada por políticas que encorajaram o comércio livre e a mobilidade de capital, significa que os trabalhadores norte-americanos estariam cada vez mais competindo com trabalhadores estrangeiros com baixos salários. Para Palley, uma vez que os trabalhadores estrangeiros também estavam vivendo sob pressão por causa da implementação do Consenso de Washington, patrocinado pelo FMI e pelo Banco Mundial, este processo de globalização minaria a demanda não apenas nos países avançados, mas também nos países em desenvolvimento, uma vez que o mercado de massa, dependente de massas salariais crescentes, estaria sendo diretamente atingido pela precarização das relações capital-trabalho até então estabelecidas. Um vez implementado o neoliberalismo globalmente, teria-se como resultado uma insuficiência de demanda crônica.

b) A busca de um governo mínimo;

Esta buscava a deslegitimação da intervenção dos governos na economia e patrocinava a privatização, desregulação, e regulação superficial. Segundo Palley, apesar de defendida como liberação da economia da interferência governamental, essas políticas de governo mínimo tinham como resultado a erosão dos direitos e proteções econômicas. Como exemplo a reforma dos direitos sociais nos Estados Unidos em 1996. A capacidade dos governos fornecerem serviços foi erodida, sendo que a terceirização desses serviços para corporações foi realizada em muitos dos serviços públicos. Destaque-se que esta busca de um governo mínimo, conforme já discutido, é centrada num entendimento de que o mercado é o regulador por excelência, sendo que a atuação mínima do governo significa o mesmo que atuação máxima do mercado, sendo o resultado, dentro da ideologia neoliberal, benéfico para todos os agentes econômicos.

c) A flexibilização do mercado de trabalho;

Tendo em vista que a ideologia liberal (e as teorias econômicas neoclássicas inspiradas nesta ideologia) defende o mercado máximo, não poderia ser diferente no tópico relativo ao mercado de trabalho. Nesta teoria, não existe desemprego involuntário, sendo que níveis de desemprego acima de uma taxa natural podem ser explicados por outros fatores que não fatores estritamente econômicos, como fatores institucionais que atuam sobre o preço da mão de obra. Desta forma, é elemento do modelo neoliberal o ataque aos sindicatos, ao salário mínimo, aos benefícios aos desempregados e aos direitos trabalhistas. Tudo em nome da criação da flexibilidade do mercado de trabalho, incluindo flexibilidade salarial, o que, de acordo com a teoria econômica ortodoxa, deveria gerar o pleno emprego. Para Palley, essas políticas, ao invés, levaram, como foi verificado, para a estagnação salarial e a um aprofundamento da desigualdade de renda.

- d) E o foco do Banco Central no combate à inflação, em detrimento da busca do pleno emprego.

A preferência do banco central em enfatizar o combate à inflação ao invés de manter o pleno emprego. Essa mudança teria sido centrada na promoção da adoção da noção de Friedman da taxa natural de desemprego, na qual a política monetária não poderia afetar no longo prazo o desemprego e o emprego de equilíbrio, devendo se concentrar em uma taxa de inflação baixa e estável. O resultado para Palley, no entanto, foi taxas de desemprego maiores, que minaram o poder de barganha dos trabalhadores em relação aos seus salários.

Essas características do modelo neoliberal são compartilhadas por Belluzzo (2012, pp. 136-138), que identificou no governo Reagan o início da “economia da oferta”, com a visão de que os sistemas progressivos de impostos “desataram o desincentivo à produção e à poupança geradora de novo investimento”, sendo que se a riqueza fosse acumulada livremente, “as camadas trabalhadoras e os governos receberiam os benefícios da riqueza acumulada livremente pelos abonados empreendedores sob a forma de salários reais crescentes e aumento das receitas fiscais” (a tese do “trickle down” (gotejamento)).

Para Belluzzo, este modelo não entregou o prometido, sendo que:

a migração da grande empresa para as regiões de baixos salários, a desregulamentação financeira e a prodigalidade de isenções e favores fiscais para as empresas e para as camadas endinheiradas não promoveram a esperada elevação da taxa de investimento no território norte-americano e, ao mesmo tempo, produziram a estagnação dos rendimentos da classe média para baixo, a persistência dos déficits orçamentários e o crescimento do endividamento público e privado. A procissão dos desenganos foi acompanhada da ampliação dos déficits em conta-corrente e da transição dos Estados Unidos de país credor para devedor (BELLUZZO, 2012, pp. 137-138).

Na definição de Palley (2012a), o modelo neoliberal seria caracterizado por um modelo de crescimento econômico estruturalmente problemático e um modelo de inserção econômica global dos Estados Unidos também problemático (o que acabou levando à crise de 2008). Detalhou-se anteriormente os elementos e características do que constituiria o modelo neoliberal, a macroeconomia do modelo. Agora é hora de detalhar a forma como se deu, neste novo paradigma, a inserção internacional dos Estados Unidos.

Para Palley (2012a), a inserção internacional da economia dos Estados Unidos minou a economia norte-americana de dois modos:

- Acelerou a erosão das rendas familiares (vindas do trabalho, principalmente trabalho industrial);
- acelerou a acumulação de dívida improdutiva – dívida que gerou atividade econômica fora dos Estados Unidos. Isto significa que parte das dívidas obtidos pelas corporações, famílias e governo norte-americanos foram utilizados para investimentos no exterior, em detrimento de investimentos domésticos que gerariam atividade econômica nos Estados Unidos.

O maior indicador de que a inserção internacional dos Estados Unidos é problemática é, para Palley, o déficit de bens comerciais. Como elementos desta inserção internacional, Palley cita a implementação do NAFTA, a política de dólar forte após a crise de 1997, e o estabelecimento de relações comerciais normais permanentes (PNTR) com a China no ano 2000.

Para o autor, esta inserção internacional problemática, com problemas estruturais, teria criado uma hemorragia tripla:

- 1) O Vazamento dos gastos em importações – a renda das famílias e os empréstimos estavam sendo gastos significativamente em importações, criando renda fora dos EUA. Assim, até mesmo empréstimos tomados por famílias e corporações, bem como pelo próprio governo dos Estados Unidos, em vez de serem gastos internamente na economia norte-americana, estavam sendo gastos em produtos importados que não geram atividade econômica nos Estados Unidos.
- 2) As corporações não apenas fecharam as fábricas nos Estados Unidos incentivadas pelos salários menores, subsídios internacionais, e taxas desvalorizadas de câmbio no exterior. Elas foram levadas a investir no exterior, causando um duplo dano, ao reduzir o investimento doméstico, e ao tirar dos Estados Unidos capacidade industrial moderna, reduzindo a competitividade da economia norte-americana e reduzindo o emprego que seria utilizado para operar a capacidade industrial não realizada.

- 3) Como resultado da globalização corporativa, houve o vazamento de empregos dos EUA para o exterior como resultado da terceirização feita internacionalmente. Com isso, houve a redução de bem remunerados empregos na manufatura, cortando a renda das famílias. Mesmo que não houvesse a terceirização dos empregos para o exterior, a ameaça de mover estes empregos era suficiente para segurar os salários, prejudicando o crescimento dos salários e ajudando a separar o crescimento dos salários da produtividade.

Como resultado desta inserção, os Estados Unidos vem tendo persistentes déficits comerciais, conforme foi observado no Gráfico 6, apresentado anteriormente. Em vez de terem um objetivo de ampliar o mercado mundial para venderem seus produtos, as corporações dos Estados Unidos tiveram, para Palley, o propósito de criar uma zona de produção global em que elas poderiam operar, suprimindo o mercado norte-americano:

Como resultado, em ordem com os interesses corporativos, os Estados Unidos entraram na economia global de peito aberto, abrindo suas fronteiras para o fluxo de bens internacionais e expondo sua base manufatureira. Isto foi feito sem salvaguardas para encarar os problemas de desalinhamento das taxa de câmbio, déficits comerciais sistêmicos, ou as políticas mercantilistas dos parceiros comerciais (PALLEY, 2012a, p. 46, tradução nossa).

O NAFTA, implementado em 1994, criou um zona de produção integrada entre os Estados Unidos, México e Canadá. Isto teve um efeito, para Palley, no significado do câmbio. Antes, as multinacionais queriam um dólar fraco para realizar as exportações. Sob o novo modelo, as corporações buscavam produzir no exterior, querendo, portanto, um dólar forte, que reduzia os custos da produção internacional, aumentando a margem de lucro da produção internacional vendida nos EUA. Houve uma explosão do déficit comercial com o México. Os efeitos negativos do NAFTA teriam sido ofuscados pelo boom da internet e o começo da bolha dos imóveis (que teria iniciado em 1997).

A resposta para a crise de 1997, com a desvalorização de uma série de moedas de países em desenvolvimento também foi a política do dólar forte, cuja importância no modelo neoliberal foi detalhado neste trabalho anteriormente. Parte da solução da crise foi feita com os países em desenvolvimento exportando sua produção para os Estados Unidos (modelo de crescimento baseado em exportações). Aqui também as multinacionais norte-americanas suportaram o novo modelo uma vez que ganhavam acesso a plataformas de produção para exportação de baixo custo:

Isto explicaria porque o crescimento do emprego foi negativo durante todo o período da expansão econômica no governo Clinton - a primeira na história dos ciclos econômicos dos EUA (PALLEY, 2012a, p. 50, tradução nossa).

Palley (2012a) afirmou que o acordo com China (PNTR) permitiu que ela entrasse na OMC (Organização Mundial do Comércio), o que a tornou uma legítima destinação para os investimentos estrangeiros diretos. Havia uma garantia de acesso permanente ao mercado norte-americano, e para as corporações, foi dada proteção internacionalmente reconhecida dos direitos de propriedade. Como resultado, houve uma explosão do déficit com a China:

Ajudado por um dólar forte, o déficit comercial com a China aumentou dramaticamente depois de 2001, crescendo a uma taxa de 25 por cento por ano e saltando de 83 bilhões e 100 milhões de dólares em 2001 para 201 bilhões e 50 milhões de dólares em 2005 (PALLEY, 2012a, p. 51, tradução nossa).

Destaque-se também a afirmação de Belluzzo. Ele identificou que os

Estados Unidos não só pressionaram os parceiros a promover a liberalização das contas de capital como também executaram políticas que favoreceram a valorização do dólar, o que reforçou o movimento de migração da grande empresa para espaços econômicos mais favoráveis à competitividade (BELLUZZO, 2012, p. 130).

Para Belluzzo (2012, p. 134), essa dinâmica de déficit só é possível porque tendo o dólar o caráter de moeda de reserva, houve um “maciço influxo de capitais para os Estados Unidos”, que acabaram resultando na inflação de ativos já citada anteriormente, e que sendo a fonte de crédito ao consumo e também do crédito hipotecário, provocou o aumento dos déficits comerciais nos Estados Unidos e a conseqüente acumulação de reservas dos países exportadores (particularmente a Ásia).

Desta forma, temos uma leitura, compartilhada tanto por Palley (2012a), quanto Reich (2013) e por Belluzzo (2012), que identifica que no novo modelo de acumulação pós 80 há uma erosão na evolução da renda dos trabalhadores assalariados, juntamente com uma menor progressividade na estrutura de impostos, um aumento da desigualdade de renda, um deslocamento entre o crescimento da produtividade e a evolução dos rendimentos.

E o resultado é que os mecanismos de geração de demanda agregada do período fordista não estariam mais em funcionamento no período dominado pela ideologia neoliberal. Como então foi garantido os períodos de crescimento econômico no novo modelo? Para os autores estudados, este modelo apenas garantiu períodos de crescimento econômico porque foi impulsionado por uma massa de crédito e boom financeiros (que garantiram a existência de

uma demanda que de outro modo não teria existido), que é o tema que será abordado no próximo capítulo.

4. A FINANCEIRIZAÇÃO COMO SUSTENTAÇÃO DO REGIME DE ACUMULAÇÃO: POSSIBILIDADES E LIMITES

A implementação do modelo neoliberal de política econômica teria destruído, conforme já afirmado, o círculo virtuoso baseado no pleno emprego e na ligação entre salários e produtividade, substituindo este modelo, que conceituamos como regime de acumulação fordista, pelo modelo neoliberal.

A grande questão que se coloca neste ponto é como se daria o processo de aumento da demanda num contexto onde os salários não estão aumentando de acordo com o crescimento da produtividade da economia. É aqui que o modelo neoliberal expressa a sua dependência, para a sustentação de níveis elevados de demanda, do crescimento da dívida e da inflação do preço dos ativos.

O crescimento da dívida garantiu para o norte-americano médio, assalariado, num cenário de salários estagnados, a manutenção do poder de compra. Conforme será verificado no Capítulo 5, os níveis de dívida tiveram crescimento ininterrupto até a crise de 2008.

O preço dos ativos influenciava nas suas decisões de consumo de duas formas: uma, pelo efeito riqueza, uma vez que ao se perceber mais rico, o norte-americano aumentava sua propensão ao consumo⁶. Outra, pelo fato de que, tendo ativos com um valor sempre crescente, ele poderia utilizar estes ativos como colateral em empréstimos, sendo que um ativo com valor maior permitiria empréstimos de valores cada vez maiores, que é o que de fato aconteceu na bolha imobiliária norte-americana, onde as casas dos norte-americanos (os norte-americanos possuem uma taxa de propriedade de mais de 60% das residências onde residem) serviu como verdadeiras máquinas de fazer dinheiro, uma vez que a cada aumento dos preços dos imóveis, eles poderiam hipotecar suas casas com o valor majorado.

Esta dependência é ressaltada pelos autores estudados. Belluzzo afirma que os fatores que impulsionaram o ciclo de expansão econômica no período anterior à crise de 2008 foram:

1) os fluxos de capitais para o mercado norte-americano; 2) os métodos inovadores de “alavancagem financeira”; 3) a valorização dos ativos imobiliários e endividamento excessivo das famílias; 4) migração da produção manufatureira para os países de baixo custo de mão de obra; 5) a ampliação das desigualdades; 6) a insignificante evolução dos rendimentos da população assalariada; 7) a degradação dos sistemas progressivos de tributação; 8) a recorrência de déficits fiscais e a expansão da dívida pública (BELLUZZO, 2012, pp. 158-159).

⁶ Isto quer dizer, o norte-americano, ao constatar-se mais rico, gastava mais. Segundo o Relatório Econômico do Presidente dos Estados Unidos publicado em março de 2014, “um aumento de riqueza aumenta os gastos do consumo em aproximadamente 3 por cento deste aumento” (p. 57, tradução nossa). Desta forma, se o estoque de riqueza aumenta em determinado ano 100 dólares, terá havido um aumento do consumo na economia de 3 dólares. Este é o significado do efeito riqueza.

Este crescimento baseado em um aumento dos níveis de dívida e dependente de níveis crescentes dos ativos, é chamado por Palley (2013) de financeirização. Conforme a definição de Palley:

Uma definição alternativa simples é que financeirização corresponde a um neoliberalismo financeiro que é caracterizado pela dominação da macroeconomia e da política econômica pelos interesses do setor financeiro. De acordo com esta definição, financeirização é uma forma particular de neoliberalismo. Isto significa que o neoliberalismo é a força motriz por trás da financeirização e este último não pode ser entendido sem um entendimento do primeiro (PALLEY, 2013, p. 01, tradução nossa).

A financeirização transformaria o funcionamento do sistema econômico no níveis micro e macro, sendo que teria três principais impactos: “1) elevação da significância do setor financeiro relativamente ao setor real; 2) transferência de renda do setor real da economia para o setor financeiro; e 3) contribuição para o aumento da desigualdade de renda e para a estagnação dos salários” (PALLEY, 2013, p. 17, tradução nossa).

Segundo Palley (2012a), desde 1980, a cada ciclo econômico, se verifica um aumento do nível de dívida em função da renda no final de cada expansão econômica. Ele observou ainda que a economia dos Estados Unidos tem se tornado cada vez mais dependente da inflação dos preços dos ativos (mecanismo já explicado anteriormente) para empurrar o crescimento da demanda agregada.

A implementação de políticas econômicas neoliberais destruiu o estável ciclo virtuoso do modelo de crescimento baseado no pleno emprego e salários conectados com o crescimento da produtividade, substituindo este com o corrente modelo de crescimento baseado no crescimento da dívida e na inflação de ativos. Desde 1980, cada ciclo econômico nos Estados Unidos tem visto sucessivamente maiores níveis de dívida em relação à renda a cada final do ciclo expansivo, e a economia tem se tornado crescentemente dependente da inflação do preço dos ativos para estimular o crescimento da demanda agregada (PALLEY, 2012a, p. 40, tradução nossa).

Para Reich (2013), o aumento da dívida também foi um dos mecanismos que dinamizaram a economia na nova realidade. Segundo ele, os efeitos da mudança de paradigma foram mitigados por três mecanismos que permitiram aos norte-americanos gastarem como se nada substancialmente tivesse sido mudado:

- 1 – mulheres no mercado de trabalho
- 2 – mais horas extras;
- 3 – Esvaziamento das poupanças e empréstimos.

O fundamental problema para Reich é que

Os americanos não mais tem o poder de compra para comprar o que a economia americana é capaz de produzir. A razão é que mais e mais porções da renda total vai para o topo. O que está quebrado é a básica barganha ligando pagamento à produção. A solução é refazer a barganha (REICH, 2013, p. 75, tradução nossa).

Palley (2012a) destaca o papel fundamental do processo de desinflação (níveis inflacionários na economia norte-americana cada vez menores, conforme visto no Gráfico 7) para a política monetária norte-americana, que permitiu juros sempre menores.

Em resumo, para Palley:

o novo paradigma posto em prática depois de 1980 envolveu espremer as rendas dos trabalhadores, espremer as taxas de poupança das famílias, um persistente aumento dos níveis de dívida e inflação dos preços dos ativos maiores que a inflação do índice CPI, e dependência de cada vez menores taxas nominais de juros. Esta lógica fez este modelo economicamente insustentável. Isto porque a economia iria eventualmente bater nos limites impostos pelo teto da dívida, puxando a taxa de poupança para zero, inflando os preços dos ativos para níveis de bolha, e alcançando o chão da taxa de juros (PALLEY, 2012a, p. 43, tradução nossa).

A questão era até que ponto seria sustentável um crescimento econômico baseado em dívidas e inflação de ativos. Em algum momento, os limites do crescimento da dívida teriam que ser alcançados. Aqui o processo de inovação financeira teve papel fundamental em garantir que estes limites fossem sempre protelados. Para Palley (2012a), a inovação financeira e a desregulamentação não causaram a crise, mas mantiveram o modelo funcionando por mais tempo. O modelo seria insustentável, e devido a suas contradições internas, estaria destinado a falhar.

Assim, os EUA implementaram um modelo de crescimento que dependia da dívida e da inflação de ativos. Quanto mais próximo de seus limites chegava o modelo, maiores bolhas eram necessárias, sendo que a dos imóveis foi a de maior expressão.

Isto é observado durante todo o período de aplicação das políticas neoliberais. Conforme observa Palley (2012a), o modelo já apresentava fragilidade nos anos 90, quando ocorreu uma recuperação sem emprego, que foi seguida por uma bolha da internet e o começo da apreciação do preços dos imóveis. E da mesma forma em 2001, após o estouro da bolha das empresas “dot-com”⁷, quando a recuperação também se deu sem uma recuperação do emprego, mesmo com a atuação de uma política monetária e fiscal agressivas (essa recuperação sem empregos é

⁷ O índice NASDAQ, das empresas de tecnologia, fechou em 5.048,63 no dia 10 de março de 2000 (tendo chegado neste dia a 5.132,52 pontos), o maior índice já registrado para esta bolsa. Após o crash, em 09 de outubro de 2002, o índice chegou a fechar em 1.114,11 pontos, praticamente um quinto do valor.

explicada por Palley como resultado do déficit comercial e o modelo de globalização implementados nos anos 90, elementos do modelo neoliberal e que acabaram levando a queda do emprego industrial).

Palley (2012a) observou que após a recessão de 2001, com a falha para estabelecer uma recuperação robusta e medo de uma nova recessão, o FED baixou as taxas de juros. De 6.5% em novembro de 2000 para 2.1% em novembro de 2001, continuando a baixar, visto a fraqueza da economia, até 1 por cento em 2003, o que foi mantido até junho de 2004. O resultado foi o boom dos preços dos imóveis, que gerou um boom imobiliário no setor da construção civil. Para Palley, apenas com essa bolha de ativos que a economia norte-americana restaurou o pleno emprego, da mesma forma que nos anos 90 ela havia tido uma bolha das ações de internet para restaurar o crescimento econômico.

Portanto,

dada a subjacente fraqueza estrutural do processo de geração de demanda, que foi agravado pela globalização problemática, uma bolha foi o único caminho de volta para o pleno emprego. Preços dos ativos altos foram necessários para providenciarem colateral para suportar os empréstimos que puderam então financiar os gastos (PALLEY, 2012a, pp. 54-55, tradução nossa).

A efetividade da bolha imobiliária para gerar demanda é explicada por Palley (2012a) tendo em vista duas razões:

- 1 – a propriedade dos imóveis é difundida, assim como o efeito riqueza da bolha para o consumo também é difundido;
- 2 – alto preço dos imóveis estimulou o emprego de construção doméstico, uma vez que aumentou os preços acima dos custos de produção.

O FED, segundo Palley, tem sido responsabilizado pelos economistas ortodoxos pela bolha. No contexto da análise efetuada pelo autor, no entanto, o FED não tinha opção.

O FED está agora sendo responsabilizado por muitos pela bolha, mas a realidade é que ela sentiu-se compelida a baixar as taxas de juros pelo medo da economia voltar à recessão. Adicionalmente, inflação – que é o mecanismo sinalizador que o FED tem para avaliar se a política monetária está muito frouxa – não mostrou indicação de excesso de demanda na economia. Pelo contrário, todas as indicações era de profunda fraqueza econômica e escassez de demanda. Finalmente, quando o FED começou a subir as taxas de juros no meio de 2004, as taxas de longo prazo que influenciavam as hipotecas pouco mudaram. Em parte isto pode ter acontecido por causa da reciclagem de superávits comerciais de países estrangeiros que voltavam para os Estados Unidos, mas a real causa provavelmente era as expectativas de condições econômicas futuras frágeis que mantiveram um topo nas taxas de juros de longo prazo (PALLEY, 2012a, p. 55, tradução nossa).

E apesar de todas as ações econômicas do FED, a expansão de 2001-07 foi, segundo alguns indicadores identificados por Palley, “o mais fraco ciclo econômico desde a 2ª Guerra Mundial” (PALLEY, 2012a, p. 55).

Ou seja, apesar de uma política monetária agressiva, de níveis de dívida crescentes, da inflação dos ativos, mesmo com todos estes fatores, a expansão norte-americana de 2001 a 2007 não conseguiu manter um padrão de acumulação que pudesse ser comparado com os ciclos do passado. Isto indica um problema neste modelo de acumulação, que não consegue garantir a acumulação sem que dependa de mecanismos financeiros que aumentam o peso da dívida, e para Palley (2012a), é a mais clara evidência possível da fraqueza estrutural do modelo macroeconômico norte-americano e porque a bolha foi necessária para sustentar o crescimento.

Para Palley, o modelo de mercados financeiros do paradigma neoliberal providenciou suporte para o crescimento mas com o custo de uma crescente instabilidade financeira (dívida) combinada com uma crescente inflação dos preços dos ativos. A tese básica é que

os modelos de crescimento e engajamento global problemáticos minaram as fundações da economia (a base manufatureira e o processo de renda e geração de demanda). Isso criou uma crescente insuficiência de demanda relativamente com a demanda necessária para sustentar o pleno emprego, e esta insuficiência foi preenchida com os mercados financeiros (PALLEY, 2012a, p. 58, tradução nossa).

Assim, quebrado o compromisso fordista de salários sempre maiores, há uma insuficiência crônica de demanda na economia, que sempre é preenchida via finanças. Para Palley (2012a), nos anos 80, essa insuficiência foi preenchida por déficit fiscais massivos, um boom no mercado de ações, preços dos imóveis crescentes e um crescimento da dívida. Nos anos 90 foi o mesmo processo, com grandes déficits públicos na primeira metade da década, seguida de uma aceleração do crescimento dos preços das ações, dos imóveis e da dívida privada na outra metade. Nos anos 2000, foi vista a bolha do preço dos imóveis.

Palley observa que o modelo neoliberal, de 1980 a 2007, promoveu um crescimento médio de 2,4% do PIB, enquanto de 52 a 80, no período fordista (Palley chama o período de keynesiano), o crescimento médio foi de 3,4%. Isto significa que não houve uma dinamização do crescimento com o aumento dos níveis de dívida e com as bolhas. Conforme afirma Palley:

Está dívida não aumentou o crescimento. Em vez disso, ela ajuda a manter o crescimento em face das tendências depressivas do modelo neoliberal de crescimento e de engajamento econômico internacional (PALLEY, 2012a, p. 59, tradução nossa).

Este aumento da dívida foi acompanhado pela desregulamentação financeira, inovações financeiras, um aumento do risco tomado pelos emprestadores, tomadores de empréstimo e investidores.

Essa visão é compartilhada por Belluzzo (2012). Para ele o fim da separação entre bancos comerciais e de investimento, bem como o processo de criação dos derivativos impulsionou a securitização dos créditos e a alavancagem das posições financiadas pelos mercados monetários⁸:

Foi esse sistema financeiro norte-americanizado que promoveu a ampliação do crédito ao consumo e a consequente “liberação” desse componente do gasto das restrições impostas às famílias pela evolução da renda corrente (BELLUZZO, 2012, p. 141).

Para Belluzzo, o “efeito-riqueza” teria sido generalizado para os consumidores, sendo que essa “inflação de ativos” estava baseada em três fatores:

1) a degradação dos critérios de avaliação do risco de crédito e o ‘aperfeiçoamento’ dos métodos de captura dos devedores primários, as famílias de renda média e baixa, cuja capacidade de pagamento estava debilitada pela estagnação dos rendimentos nos últimos trinta anos; 2) o alargamento do espaço da securitização das hipotecas e outros recebíveis, mediante a criação e multiplicação de ativos lastreados nas dívidas contraídas pelas famílias; e 3) a possibilidade de “extrair” novos empréstimos apoiados na valorização dos imóveis e destinados à aquisição dos bens duráveis, passagens aéreas e até pagamento de impostos (BELLUZZO, 2012, p. 142).

Desta forma, para os autores estudados, as finanças tem um papel fundamental na geração da demanda de consumo na economia norte-americana no novo modelo de acumulação neoliberal, sendo que o consumo enquanto componente da demanda tem um papel fundamental na economia norte-americana, sendo responsável, em 2013, por aproximadamente 70% do PIB norte-americano.

E a crise de 2008, dentro desta perspectiva, deve ser entendida como uma crise do modelo neoliberal. Palley (2012a) afirma que a crise tem que ser entendida de forma estrutural, com reflexos macroeconômicos. Para ele, as causas da crise são os modelos de crescimento econômico estruturalmente problemático e o modelo de inserção econômica global dos Estados Unidos também problemático já estudados.

Para Palley, a crise financeira de 2008 foi a expressão da exaustão do paradigma neoliberal. Esta exaustão do paradigma é entendida, como veremos, em que os mecanismos que

⁸ O processo de desregulamentação, bem como as inovações financeiras e os processos de securitização serão explicados no Capítulo 5 deste trabalho.

permitiram o crescimento da economia norte-americana com as características e elementos analisados (aumento da dívida e booms financeiros), basicamente mecanismos fundamentados no mercado financeiro, teriam esgotado suas possibilidades de crescimento e evolução, o que, por sua vez, colocaria em cheque a possibilidade da continuação da acumulação nos termos em que esta ocorreu após 1980.

Citando Palley,

Em poucas palavras, os Estados Unidos implementaram um novo modelo de crescimento que dependia da dívida e da inflação do preço dos ativos. Enquanto o novo modelo lentamente canibalizava a si mesmo e tornava-se mais fraco, a economia necessitava maiores bolhas especulativas para crescer. O modelo de engajamento global problemático acelerou o processo de canibalização, assim criando a necessidade por uma enorme bolha que apenas o mercado imobiliário poderia providenciar. Entretanto, quando esta bolha estourou, ela puxou para baixo a economia inteira por causa da dependência massiva da bolha na dívida (PALLEY, 2012a, p. 53, tradução nossa).

No capítulo seguinte será apresentada de que forma o processo de financeirização ocorreu no período neoliberal, processo cujo entendimento é fundamental para poder se analisar a crise de 2008, o que será feito no Capítulo 6.

5. O PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO

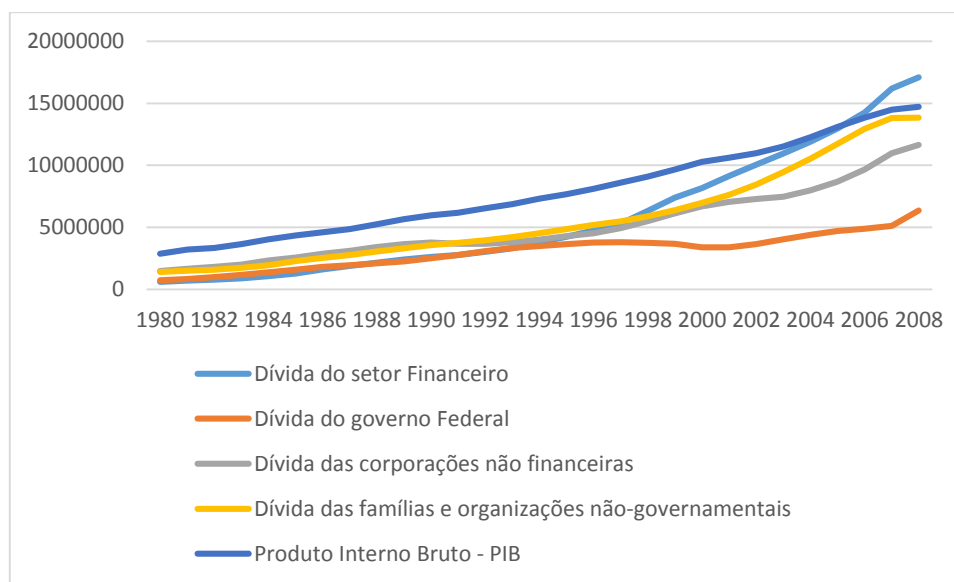
5.1. O AUMENTO DOS NÍVEIS DE DÍVIDA E A INFLAÇÃO NO PREÇO DOS ATIVOS

Afirmou-se no capítulo anterior que durante o período neoliberal, após 1980, as finanças, o processo que foi chamado de financeirização da economia, teve papel fundamental na sustentação dos níveis de demanda tendo em vista a quebra da vinculação entre o crescimento dos salários e o da produtividade que marcou o período de acumulação fordista.

Afirmou-se ainda que este processo de financeirização foi marcado por dois elementos básicos, o crescimento da dívida e a inflação de ativos. Este crescimento da dívida ocorreu não apenas nas famílias norte-americanas, mas de forma acentuada também no setor financeiro e nas corporações (e como veremos, após a crise de 2008, de forma acentuada no governo federal norte-americano).

Em relação ao crescimento da dívida, o gráfico a seguir demonstra como houve um crescimento constante destes níveis em função do PIB norte-americano:

**Gráfico 10 - Valor da dívida nos Estados Unidos
(em milhões de dólares correntes de 1980 a 2008)**



Fonte: Banco Central dos Estados Unidos – Z.1 Statistical Release

A evolução do crescimento da dívida é visualizada tanto nos percentuais da dívida em função do PIB, quanto no crescimento dos níveis absolutos de dívida na economia norte-americana. Em relação ao primeiro (expresso no gráfico acima e na tabela a seguir), tem-se que

os níveis de dívida da economia norte-americana saltaram de 158,21% em 1980 para 352,09% em 2008, o ano da crise.

Tabela 2 – Percentual de dívida em Relação ao PIB de diversos setores na economia norte-americana – 1980 a 2008

Ano	Percentual da Dívida do setor Financeiro em relação ao PIB	Percentual da Dívida das Famílias em relação ao PIB	Percentual da Dívida do Governo Federal em relação ao PIB	Percentual da Dívida das Corporações não financeiras em relação ao PIB	Percentual da Dívida dos Governos regionais e locais em relação ao PIB	Total dos níveis de dívida em função do PIB (percentual)
1980	20,42496	48,76691	25,67683	51,3142	12,0326	158,2155
1981	21,46418	46,90039	25,5526	51,49294	11,58707	156,9972
1982	23,48401	47,1091	29,35091	53,8653	12,36998	166,1793
1983	24,46592	47,58183	32,07673	54,68352	12,67434	171,4823
1984	26,10721	48,08894	33,76151	57,26373	12,71157	177,933
1985	28,96349	52,39938	36,57652	59,01228	15,59633	192,548
1986	34,78278	55,20996	39,34224	62,32556	16,38577	208,0463
1987	39,00685	56,51746	40,03453	63,8829	17,30062	216,7424
1988	40,92283	57,87306	40,07308	64,7154	17,00084	220,5852
1989	42,46965	58,48977	39,7908	64,312	16,62101	221,6832
1990	43,71178	59,72951	41,77779	63,01367	16,51325	224,746
1991	44,81393	60,8759	44,96845	59,6321	17,46988	227,7603
1992	46,16642	60,58255	47,10531	56,20743	16,74643	226,8082
1993	48,22429	61,10847	48,50448	55,26921	16,76251	229,869
1994	51,8517	61,94016	47,78287	54,92175	15,15308	231,6496
1995	55,14397	63,23135	47,45216	55,85452	13,65772	235,3397
1996	58,63445	63,99673	46,68659	55,85869	12,66874	237,8452
1997	61,56355	63,76655	44,19826	57,36114	12,51029	239,3998
1998	69,60186	64,94714	41,28203	60,59958	12,58375	249,0144
1999	76,31629	65,98465	38,0828	63,24765	12,21856	255,85
2000	79,38381	67,66823	32,89771	64,93827	11,64161	256,5296
2001	86,17995	71,79591	31,80598	66,47963	12,26653	268,528
2002	91,42308	76,8757	33,12354	66,28916	13,18647	280,898
2003	95,07459	82,21038	35,03288	64,75724	13,62406	290,6992
2004	96,91928	85,82292	35,7984	64,91737	19,94105	303,399
2005	98,95077	89,50736	35,90467	66,3088	19,77673	310,4483
2006	102,9109	93,42357	35,25251	69,64853	19,41699	320,6525
2007	111,9101	95,50876	35,3745	75,79623	19,59534	338,1849
2008	116,1833	94,07918	43,21615	79,21403	19,39772	352,0904

Fonte: Banco Central dos Estados Unidos - Financial Accounts of the United States (Z.1)

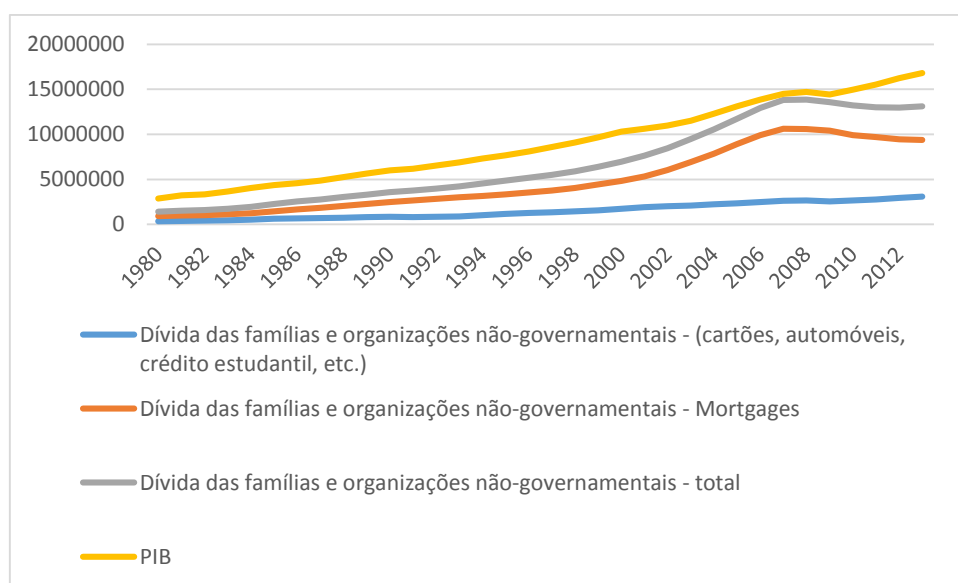
Em uma análise mais detalhada, verifica-se que os níveis de dívida do setor financeiro avançaram de 20,42% do PIB em 1980 para 116,18% em 2008, aumentando em quase 6 vezes o seu peso no estoque da dívida norte-americana quando comparada com o PIB. É interessante como este aumento relativo não foi acompanhado pelo setor de negócios não financeiros da economia norte-americana, cujo percentuais passaram de 51,31% para 79,21% em 28 anos. No entanto, a explicação para este crescimento da dívida das empresas financeiras norte-

americanas é o aumento da alavancagem do setor financeiro, alavancagem essa que teria como consequência o aumento da instabilidade financeira e a crise financeira e econômica de 2008.

Esta alavancagem, este aumento da dívida em relação ao capital próprio, foi utilizada, como será visto posteriormente, para investimentos em produtos (ativos) cada vez mais exóticos, como o mercado de derivativos.

Outro elemento que chama atenção nos dados apresentados é o crescimento dos níveis de dívida das famílias norte-americanas, que evoluiu de 48,76% do PIB para 94,07%. Conforme afirmado anteriormente, o trabalhador norte-americano, pressionado pela tecnologia e pela globalização, recorreu ao crédito para manter seus padrões de consumo, o que é demonstrado no crescimento dos seus níveis de dívida. Conforme se verifica no gráfico a seguir, o crescimento da dívida das famílias norte-americanas no setor imobiliário (mortgages) foi mais acentuado que o crescimento desta dívida nos setores de cartão de crédito, financiamento estudantil, e automóveis, apesar deste crescimento também ter ocorrido.

Gráfico 11 – Dívida das famílias e organizações não-governamentais – 1980 a 2013
(em milhões de dólares correntes)



Fonte: Banco Central dos Estados Unidos – Z.1 Statistical Release

Este crescimento acentuado da dívida no setor imobiliário tem relação direta com a bolha imobiliária norte-americana e o aumento do preço dos imóveis, e foi fundamental para o aumento dos níveis de consumo dos norte-americanos, uma vez que os imóveis foram usados, conforme já citado, como caixas eletrônicos (máquinas ATMs) por esses consumidores, que

hipotecavam suas casas a fim de utilizarem os valores majorados de suas residências para fins de consumo⁹.

Em níveis absolutos, a dívida na economia norte-americana tem uma média de crescimento de 9,13% ao ano de 1980 a 2008, conforme pode ser observado nesta outra tabela:

⁹ Conforme será verificado, houve um aumento expressivo do valor dos imóveis nos Estados Unidos no período estudado. Desta forma, os proprietários de imóveis eram incentivados, quando o valor do seu imóvel aumentava, a usar este imóvel como colateral para a obtenção de empréstimos. Um norte-americano poderia hipotecar sua casa em determinado ano por U\$ 200.000. Se a casa, dois anos depois passasse a valer U\$ 230.000, ele poderia incorrer em novo empréstimo tendo a casa com valor majorado como colateral, no qual obteria mais U\$ 30.000 para utilizar em consumo de acordo com suas necessidades. E assim sucessivamente.

Tabela 3 – Comparação entre o crescimento da dívida e do PIB nos Estados Unidos no período de 1980 a 2013

Ano	Valor absoluto da dívida para todos os setores (não corrigido pela inflação – em milhões de dólares)	PIB (não corrigido pela inflação – em milhões de dólares)	Índice dívida	Índice PIB	CPI Inflação - Índice
1980	4528930	2862507	62,99188	70,84219	82,4
1981	5041087	3210941	70,11536	79,46534	90,9
1982	5558675	3344987	77,31438	82,78274	96,5
1983	6238750	3638130	86,77339	90,03753	99,6
1984	7189704	4040681	100	100	103,9
1985	8369550	4346734	116,4102	107,5743	107,6
1986	9549622	4590143	132,8236	113,5982	109,6
1987	10555800	4870206	146,8183	120,5293	113,6
1988	11586494	5252616	161,154	129,9933	118,3
1989	12542122	5657678	174,4456	140,0179	124,0
1990	13438827	5979563	186,9177	147,984	130,7
1991	14061978	6174026	195,5849	152,7967	136,2
1992	14831604	6539273	206,2895	161,8359	140,3
1993	15811956	6878682	219,925	170,2357	144,5
1994	16930632	7308726	235,4844	180,8786	148,2
1995	18036505	7664029	250,8657	189,6717	152,4
1996	19265854	8100165	267,9645	200,4653	156,9
1997	20608687	8608482	286,6417	213,0453	160,5
1998	22633227	9089125	314,8005	224,9404	163,0
1999	24729676	9665695	343,9596	239,2095	166,6
2000	26396245	10289745	367,1395	254,6537	172,2
2001	28531785	10625255	396,8423	262,957	177,1
2002	30843139	10980193	428,9904	271,7411	179,9
2003	33465986	11512240	465,471	284,9084	184,0
2004	37248413	12277038	518,0799	303,8358	188,9
2005	40654519	13095422	565,4547	324,0894	195,3
2006	44435691	13857897	618,0462	342,9594	201,6
2007	48970233	14480314	681,1161	358,3632	207,342
2008	51828617	14720260	720,8728	364,3014	215,303
2009	51358391	14417945	714,3325	356,8196	214,537
2010	51528751	14958272	716,702	370,1918	218,056
2011	52469526	15533845	729,787	384,4363	224,939
2012	54197361	16244590	753,8191	402,026	229,594
2013	56101931	16797485	780,3093	415,7092	232,957

Fonte: Banco Central dos Estados Unidos – Z.1 Statistical Release; Bureau of Labor Statistics - Consumer Price Index - All Urban Consumers

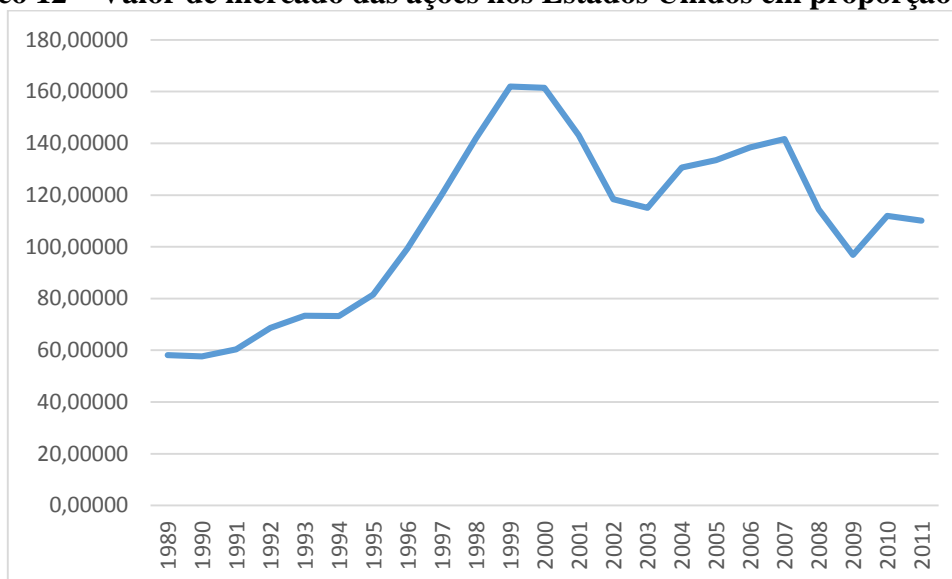
E com exceção de dois anos (1981 e 1992), o crescimento do estoque da dívida foi sempre superior ao crescimento do PIB norte-americano, indicando que maiores níveis de dívida foram fundamentais para os níveis de crescimento do PIB norte-americano no período estudado, bem como de que maneira o nível da dívida subiu de 158,21% em 1980 para 352,09% em 28 anos. Deve ser observado ainda que quando levado em consideração a inflação do

período, de 1980 a 2013, a dívida cresceu, em termos reais, 4,38 vezes, sendo que o PIB cresceu em termos reais pouco mais de 2 vezes (2,07) quando comparado com os valores de 1980.

O elemento da inflação de ativos, o qual foi afirmado como outro dinamizador, juntamente com o crescimento da dívida, do crescimento da economia norte-americana no período neoliberal é expresso pelo aumento do valor do estoque de riqueza na economia norte-americana. Um aumento que, devido ao efeito riqueza, tem consequências diretas nos níveis de consumo desta economia.

Este aumento de riqueza se deu tanto em relação as ações possuídas pelos norte-americanos, quanto em relação ao valor dos seus imóveis. Em relação ao valor de mercado das ações, um indicador do efeito que este aumento da riqueza pode ter trazido para a economia é a comparação entre a evolução do valor total das ações e o PIB, conforme demonstrado no gráfico a seguir:

Gráfico 12 – Valor de mercado das ações nos Estados Unidos em proporção ao PIB



Fonte: Banco Central dos Estados Unidos – St. Louis.

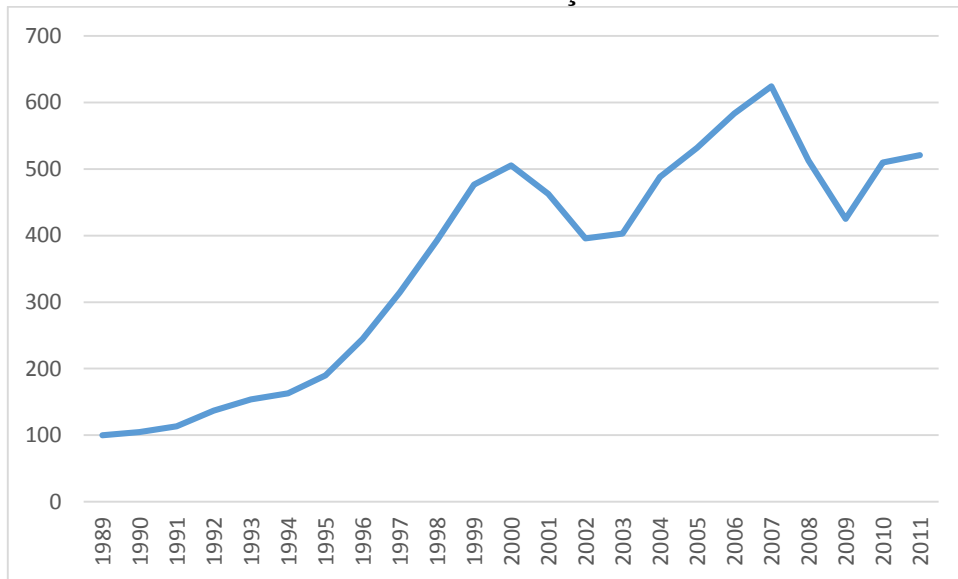
Observa-se um grande crescimento no valor da riqueza em ações de 1989 até o estouro da bolha da internet, no ano 2000, e uma nova recuperação do valor das ações até a crise de 2008. Conforme se verifica na tabela a seguir, em termos absolutos, o valor das ações chegou a ultrapassar em 5 vezes o valor de mercado das ações de 1989 no ano 2000, e em 6 vezes o valor de mercado das ações de 1989 em 2007, o ano anterior ao da crise financeira.

Tabela 4 – Valor de mercado das ações nos Estados Unidos em proporção do PIB – 1989 a 2011

Ano	Valor de mercado das ações em proporção ao PIB dos Estados Unidos	Valor do PIB (baseado no Financial Accounts of the United States do FED) - em milhões	Valor de mercado das ações - em milhões	valor de mercado das ações – índice (índice 100 no ano de 1989)
1989	58,08820	5657677,8	3286443,196	100
1990	57,60710	5979562,5	3444652,549	104,8139993
1991	60,31298	6174026	3723739,067	113,3060529
1992	68,68857	6539272,8	4491732,975	136,6745964
1993	73,37637	6878682,3	5047327,376	153,5802409
1994	73,20493	7308726	5350347,752	162,8005547
1995	81,50291	7664029	6246406,658	190,0658641
1996	99,34475	8100165	8047088,669	244,8570746
1997	120,12340	8608482,3	10340801,63	314,6502468
1998	141,93390	9089125	12900549,59	392,5383407
1999	162,00090	9665694,8	15658512,57	476,4577275
2000	161,45640	10289745	16613451,85	505,5146508
2001	143,18370	10625255	15213633,24	462,9209251
2002	118,40700	10980193,3	13001317,48	395,6045094
2003	115,08890	11512240,3	13249310,73	403,1504559
2004	130,67960	12277037,8	16043583,89	488,1746902
2005	133,50670	13095421,8	17483265,5	531,9813687
2006	138,41400	13857896,5	19181268,86	583,6482701
2007	141,72500	14480313,8	20522224,73	624,4509188
2008	114,46500	14720259,8	16849545,38	512,6985125
2009	96,91548	14417944,5	13973220,12	425,1775943
2010	111,99450	14958272	16752441,94	509,7438458
2011	110,16120	15533845	17112270,06	520,6927075

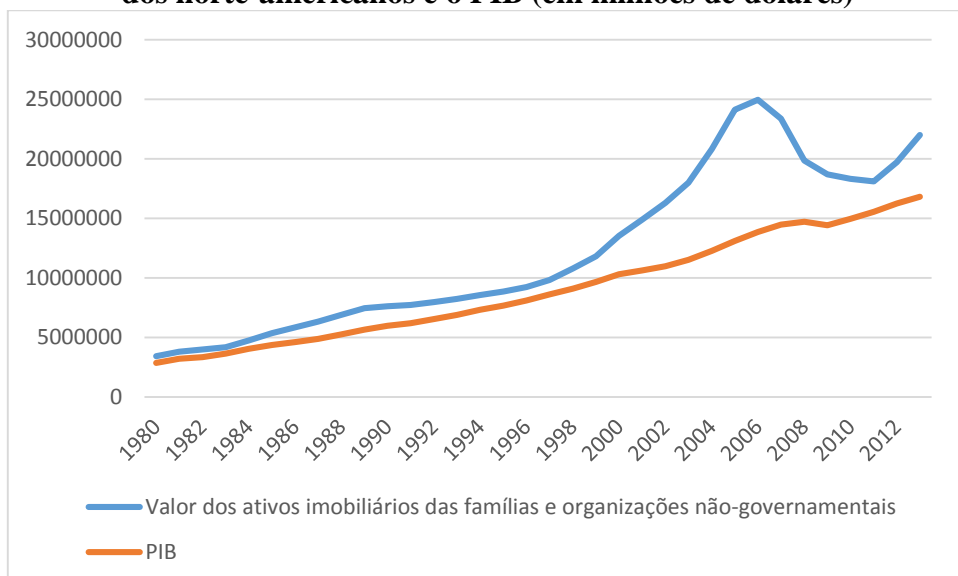
Fonte: Banco Central dos Estados Unidos - Financial Accounts of the United States do FED; Banco Central dos Estados Unidos – FRED St. Louis – cálculo nosso.

Deve ser destacado ainda que desde 1996 o valor das ações nunca ficou abaixo de aproximadamente 100% do valor do PIB norte-americano (antes da crise de 2008), e desde 1998 o valor de mercado das ações nunca foi inferior a aproximadamente 4 vezes o valor de mercado de 1989, mesmo com as crises financeiras, o que pode ser melhor visualizado no gráfico:

Gráfico 13 – Valor de mercado das ações – índice 100 em 1989

Fonte: Dados do PIB do Banco Central dos Estados Unidos; Dados do valor de mercado das ações obtidos do Banco Mundial por meio do Federal Reserve Bank of St. Louis (Cálculo nosso)

Em relação a riqueza concentrada na forma de imóveis, que é o principal ativo da maior parte dos norte-americanos, também vemos o mesmo padrão de crescimento dos valores detectado em relação às ações (que é a forma preferencial em que é mantida a riqueza para os detentores de riqueza norte-americanos).

Gráfico 14 – Comparação entre o valor dos ativos imobiliários dos norte-americanos e o PIB (em milhões de dólares)

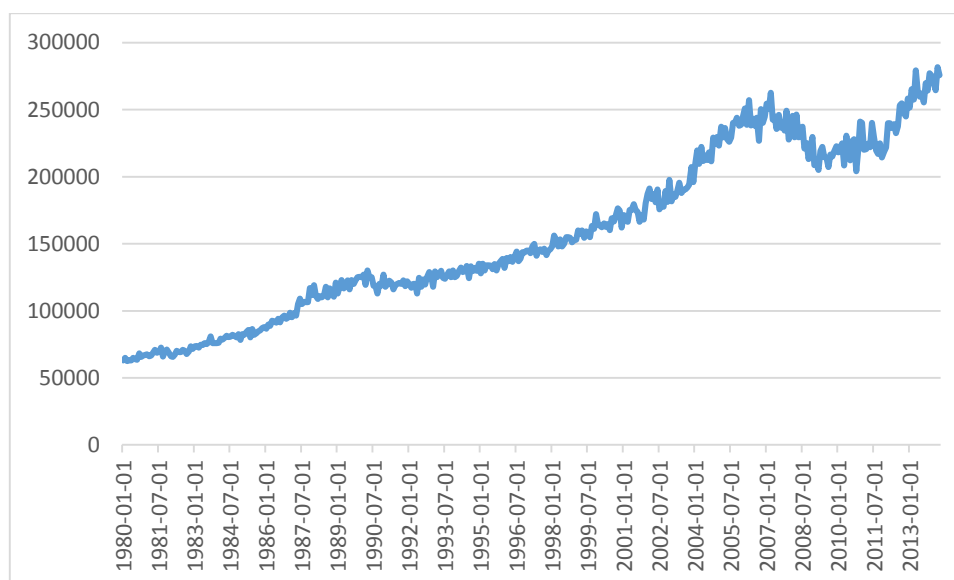
Fonte: Financial Accounts of the United States do Federal Reserve Z.1 (março de 2014) – Z.1 Statistical Release

Conforme pode ser visualizado, há um padrão de valorização dos ativos imobiliários após meados de 1995 que pode ser identificado com uma bolha, e que acabou estourando após 2007.

Este aumento da riqueza é demonstrado pela evolução do preço mediano dos imóveis nos Estados Unidos¹⁰, bem como pelos índices de preços criados para acompanhar a evolução do valor destes bens.

Em janeiro de 1980, o preço mediano dos novos imóveis vendidos nos Estados Unidos era de U\$ 62.900. Em 01/03/2007, no auge da bolha, este preço alcançou U\$ 262.600.

**Gráfico 15 – Valor mediano das novas casas vendidas nos Estados Unidos
(em dólares correntes)**



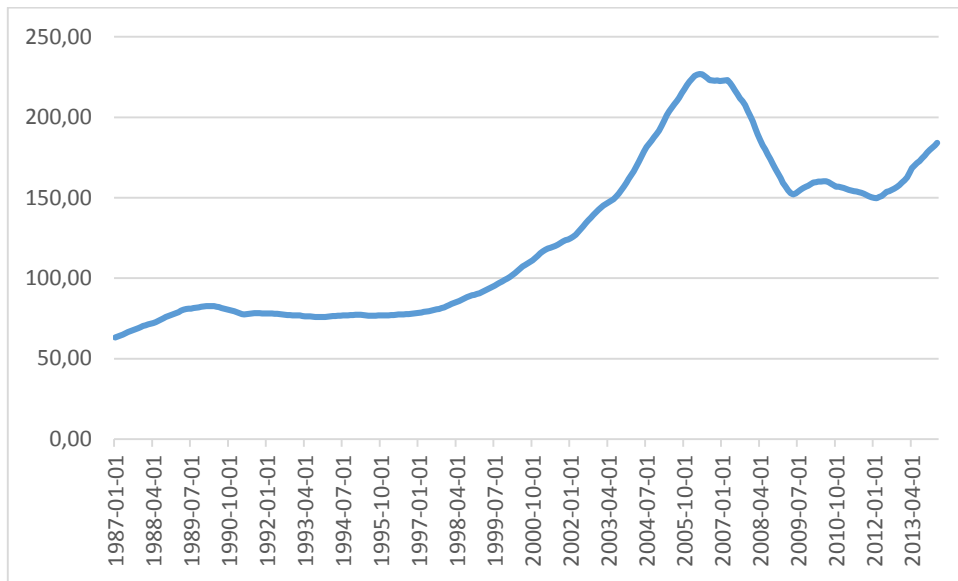
Fonte: Banco Central dos Estados Unidos – St. Louis

Os índices criados para monitorar os preços dos imóveis captam esta evolução já incluída a inflação. Conforme pode ser observado, no índice S&P Case-Shiller 10-City¹¹ há um aumento no preço dos imóveis que se torna acentuado a partir de metade dos anos 90, sendo que mesmo após a crise, estes preços se mantêm em níveis não inferiores aos de 2003.

¹⁰ 50% dos imóveis com valores acima deste valor, 50% dos imóveis com valores abaixo deste valor.

¹¹ É um índice publicado pela Standard & Poor's referente a 10 áreas metropolitanas dos Estados Unidos utilizando uma metodologia desenvolvida por Robert Shiller e Karl Case (outro índice que também será citado neste trabalho, o S&P Case-Shiller 20-City, é calculado em 20 áreas metropolitanas).

Gráfico 16 – Índice de Preços dos imóveis S&P Case-Shiller 10-City

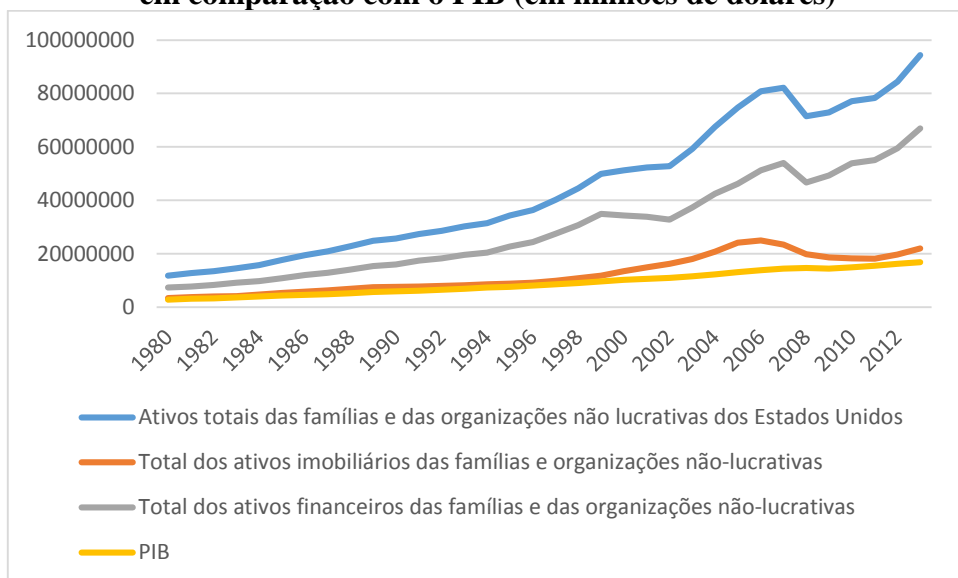


Fonte: Banco Central do Estados Unidos – St. Louis

O gráfico da riqueza total detida pelos norte-americanos é ainda mais indicativo da dimensão do crescimento do estoque de riqueza nos Estados Unidos.

Este estoque, que representava 4,11 vezes o PIB norte-americano em 1980, passou, no auge da bolha imobiliária, no final de 2006, a representar 5,83 vezes o valor do PIB norte-americano.

Gráfico 17 – Ativos totais das famílias e organizações não-lucrativas dos Estados Unidos em comparação com o PIB (em milhões de dólares)



Fonte: Financial Accounts of the United States do Federal Reserve Z.1 Statistical Release (março de 2014)

Portanto, a riqueza concentrada no mercado acionário e no mercado imobiliário nos Estados Unidos teve um crescimento visível no período neoliberal, o que, tendo em vista o efeito riqueza, teve consequências nos níveis de consumo.

Mas o aumento do preço dos ativos não impacta a economia apenas por meio do efeito riqueza citado. Conforme já afirmado, com valores de ativos maiores, as famílias, bem como as corporações, tanto financeiras quanto as não-financeiras, podem utilizar como colateral os ativos com valores majorados para novos empréstimos, sendo que os valores destes empréstimos podem, tendo em vista os valores maiores dos ativos, ser cada vez maiores, o que acaba repercutindo nos níveis de dívida da economia.

Deve ser destacado ainda os efeitos da financeirização na divisão da distribuição dos rendimentos produzidos pela economia. Há um padrão detectável de aumento dos lucros, durante o período neoliberal, no setor financeiro da economia. Conforme pode ser observado na tabela a seguir, o percentual de lucros do setor financeiro na economia norte-americana saltaram de 12,46% do total de lucros em 1980 para mais de 30% no início do novo milênio, chegando a 22,42% em 2006, o ano anterior ao do estouro da bolha no preço dos imóveis.

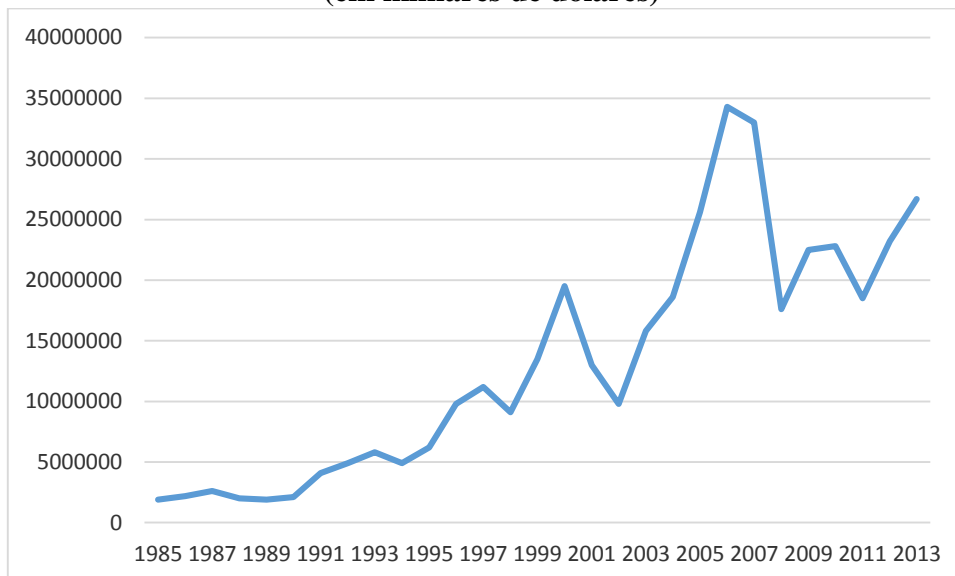
Tabela 5 – Distribuição dos lucros nos Estados Unidos de 1980 a 2013 entre os setores financeiros e não financeiros (em milhões de dólares correntes)

Ano	Total de Lucros	Lucros do setor não financeiro	Lucros do Setor Financeiro	Percentual de Lucros do Setor Financeiro
1980	282759,8	212039,3	35249,5	12,46623
1981	276625,8	216646	30301	10,95379
1982	232328,5	172541	27200,3	11,70769
1983	263887,3	192631,5	36199,3	13,71771
1984	298241,3	226973	34699,8	11,63481
1985	289651	205047,8	46505,8	16,05581
1986	266195	170365,8	56355,5	21,17076
1987	330790,3	222478	60302,8	18,22992
1988	388355,3	264468,8	66901,8	17,22696
1989	389405	243983	78291,3	20,10537
1990	404051	238347	89617,3	22,1797
1991	429318,3	232414,3	120433,3	28,05222
1992	462561	257057,3	132413	28,62606
1993	505943,3	309097,3	119915,3	23,70133
1994	601705	397866,3	125873	20,91939
1995	685251	452020	140284,3	20,47196
1996	738741	488920	147850,8	20,01389
1997	796888	527105,5	162227,8	20,35767
1998	728078,3	486405,3	138912	19,07927
1999	766147,3	489553,5	154590,8	20,17769
2000	747086,5	451199,3	149708,3	20,03895
2001	690637,5	325252,3	194985,3	28,23265
2002	788939,8	359489,3	270693,8	34,31108
2003	969451,3	496288,8	306534,5	31,61938
2004	1254611	700168	349410,8	27,85013
2005	1653325	1004571	409675,5	24,77889
2006	1851423	1180115	415144	22,42297
2007	1748417	1093517	301515,8	17,24508
2008	1382444	880311,3	95436,5	6,903463
2009	1468164	752499,8	362863,3	24,71544
2010	1834834	1034341	405310,3	22,08975
2011	1847355	1026732	384073	20,79043
2012	2190029	1293706	477383,3	21,79803
2013	2258712	1337705	511636,5	22,65169

Fonte: Financial Accounts of the United States do Federal Reserve Z.1 (março de 2014) – tabela F7

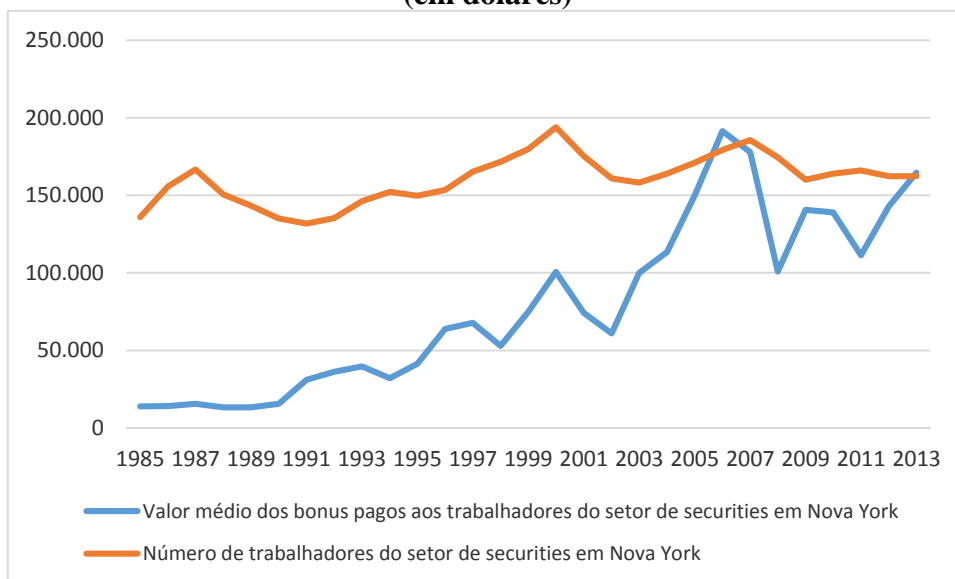
Da mesma forma, o aumento das comissões e bônus para os profissionais do setor financeiro da economia em Wall Street foram mais um elemento no processo de financeirização e de concentração da renda na economia norte-americana. Em 1985, foram pagos, segundo dados do controlador do Estado de Nova York, 1 bilhão e 900 milhões de dólares para os cerca de 136.005 trabalhadores do setor de securities (títulos mobiliários, como ações) na cidade de Nova York (média de 13.970 dólares por trabalhador). No auge da bolha imobiliária, em 2006, foram pagos 34 bilhões e 300 milhões de dólares para os cerca de 179.243 trabalhadores (média de 191.360 dólares para cada trabalhador), conforme pode ser visualizado nos gráficos:

**Gráfico 18 – Valor dos Bônus pagos aos trabalhadores de Wall Street
(em milhares de dólares)**



Fonte: dados extraídos do New York City Securities Industry Bonus Pool, preparado pelo Office of the State Comptroller, de 12 de março de 2014.

**Gráfico 19 – Valor médio dos bônus pagos aos trabalhadores de Wall Street
(em dólares)**



Fonte: dados extraídos do New York City Securities Industry Bonus Pool, preparado pelo Office of the State Comptroller, de 12 de março de 2014 (número de trabalhadores obtido por cálculo do autor).

Destaque-se que segundo dados do State Comptroller de Nova York, o salário médio (incluindo bônus) de um trabalhador do setor de securities de Nova York era de U\$ 35.590 em 1981, sendo que o salário médio de todos os outros trabalhadores do setor privado da mesma cidade era de U\$ 18.310, sendo o salário do profissional do setor financeiro superior em 1,94

vezes o salário do trabalhador de outros setores. Em 2007 o salário médio deste mesmo trabalhador de securities chegou a U\$ 401.500, enquanto o do trabalhador do setor privado de todas as outras atividades tinha salário médio de U\$ 64.470, correspondendo o salário do trabalhador do setor de finanças a 6,20 vezes o do trabalhador de outros setores (destaque-se que em todos estes dados sobre os pagamentos para o setor de finanças não estão incluídos os pagamentos por meio de opções de ações, que é um componente importante nos pagamentos realizados neste setor), demonstrando como o processo de financeirização contribuiu para o aumento da desigualdade de renda nos Estados Unidos. Em Nova York, em 2012, foram pagos 22% de todos os salários para estes profissionais, mesmo eles sendo apenas 5% do total da mão-de-obra do setor privado (New York State Comptroller, 2014).

Segundo dados da revista Forbes¹², os 25 gerentes de hedge funds com maiores compensações receberam 24,3 bilhões de dólares em 2013, sendo que os executivos de empresas listadas na S&P 500 (de 350 com maiores vendas), receberam 14,1 bilhões de dólares em 2012 (último dado disponível, segundo Mishel e Sabadish, (2013)). Destaque-se que, conforme já citado anteriormente, os autores afirmam em seu estudo que as compensações dos executivos estudados é em média 272,9 maior que a média dos trabalhadores norte-americanos.

Assim, constata-se a existência de um processo de financeirização que é indicada seja pelo aumento do estoque da dívida, seja pelo aumento do valor dos ativos, seja pelo aumento dos lucros do setor financeiro, ou ainda no valor pago para os trabalhadores deste setor. No entanto, conforme indicado no capítulo anterior, este processo de financeirização só foi possível porque durante o período neoliberal houve a aplicação de políticas que levaram a desregulamentação do setor financeiro e a um período de criação de inovações financeiras, o que permitiu maiores níveis de dívida bem como maior tomada de riscos tanto por parte dos prestadores quanto por parte dos tomadores de empréstimos.

¹² Disponível em <http://www.forbes.com/sites/nathanvardi/2014/02/26/the-highest-earning-hedge-fund-managers-and-traders/>.

5.2. A DESREGULAMENTAÇÃO, AS INOVAÇÕES FINANCEIRAS E A MUDANÇA DE PERCEPÇÃO EM RELAÇÃO AO SETOR FINANCEIRO.

5.2.1. A DESREGULAMENTAÇÃO DO SETOR FINANCEIRO NOS ESTADOS UNIDOS

Muito se tem discutido em relação a esta temática. Tanto Palley (2012a), quanto Stiglitz (2010) quanto Roubini e Mihm (2010) contribuíram para elucidar os meios e instrumentos que permitiram a desregulamentação do setor financeiro da economia norte-americana, bem como para esclarecer quais as inovações financeiras que acabaram colocando todo o sistema em risco na crise de 2008.

Palley (2012a) resume o início da desregulamentação financeira em quatro peças de legislação que foram efetuadas pelos legisladores norte-americanos:

- 1) O ato de controle monetário e desregulamentação das instituições de depósito (1980), que teria permitido aos bancos comerciais pagarem juros em depósitos bancários de conta-corrente¹³;
- 2) O Ato da Instituições de Depósito Garn-ST. Gemain (1982), que desregulamentou a indústria de poupança e empréstimo e permitiu aos bancos oferecer hipotecas com taxas de juros ajustáveis¹⁴;
- 3) O Ato Riegle-Neale (1994), que afastou as restrições na criação de bancos comerciais nacionais;
- 4) O Ato Gramm-Leach-Bliley (1999), que repeliu o Ato Glass-Steagall (1933) e partes do Bank Holding Act (1956) e permitiu a combinação de bancos de investimento, bancos comerciais e companhias de seguro em uma mesma companhia.

Todas essas reformas levaram a um sistema financeiro mais competitivo, desregulado, e tiveram como efeito o aumento do suprimento de crédito, com uma diminuição nos custos.

¹³ Krugman (2012) destaca que esta liberação aumentou a competição na indústria financeira, fazendo com que os bancos buscassem maior rentabilidade em empréstimos de risco a fim de poderem pagar melhores taxas para seus depositantes.

¹⁴ Em relação a esta lei, Krugman (2012) também traz sua contribuição, ao afirmar que a indústria de poupança e empréstimo, que era focada em empréstimos imobiliários, com esta lei foi autorizada a entrar nos mercados de empréstimos comerciais e aos consumidores, a fim de evitar a dependência do mercado imobiliário. No entanto, conforme destaca Krugman, com o relaxamento da regulação, muitas dessas instituições começaram a fazer empréstimos fraudulentos, como para amigos e parentes (uma vez que as associações tinham o seguro de depósito, o prejuízo seria assumido pelo governo), e empréstimos de alto risco. O resultado foi em 1989 a crise deste sistema de poupança, que levou a um resgate do governo de 130 bilhões de dólares.

Palley aponta ainda neste processo, para além da agenda legislativa, uma mudança de na política de controle monetário no FED, que teria se concentrado nas taxas de juros em detrimento de preocupações sobre a quantidade e a alocação do crédito, com um abandono da regulação quantitativa de balanços, o declínio da significância das exigências de reservas bancárias, recusa para usar instrumentos como requerimentos de margem de ações para limitar a especulação, e recusa para usar os poderes existentes para o controle de crédito.

Palley chama atenção para o fato de que em 1998 o Secretário do Tesouro Lawrence H. Summers, em combinação com o Chairman do FED Alan Greenspan, bloquearam a regulamentação dos derivativos, sendo que o Ato da Modernização do mercado de contratos futuros de commodities de 2000 por sua vez liberou os derivativos de regulamentação e permitiu a estes serem comercializados quase livres de regulação nos mercados “over-the-counter”, que são mercados sem uma localização física central, onde a comercialização pode ser feita entre dois agentes sem que os preços sejam conhecidos pelos outros agentes, sendo mercados menos transparentes e sujeitos a regulamentações que os “exchange markets”, que são mercados ou com localização física ou uma plataforma eletrônica onde os preços são conhecidos pelos agentes.

E o processo de desregulamentação seguiu com a passagem em 2004 pela Securities Exchange Commission – SEC da regra de exceção do capital, que reduziu a quantidade de capital que as maiores brokers de Wall Street tinham que manter, e também permitiu que bancos de investimento adotassem a auto-regulação no que se refere ao valor do capital de risco, o que fez com que aumentasse a alavancagem e a relação de dívida/ativos dos bancos de investimento, de 15 para 1 em 2004 para 30 para 1 em 2008 (PALLEY, 2012a), acima da proporção de 12,5 imposta aos bancos comerciais (ROUBINI e MIHM, 2010, p. 88).

Roubini e Mihm (2010) destacam que o presidente do FED, Alan Greenspan, poderia ter, nos termos da Lei de proteção à propriedade e aos devedores hipotecários (Home Ownership and Equity Protection Act), aprovada em 1994, regulamentado os empréstimos das hipotecas subprime, o que não foi feito.

Palley (2012a), por sua vez, destaca ainda a mudança realizada nos planos de pensão, que passaram de arranjos tradicionais com benefício definido para arranjos de contribuições definidas, o que fazia os benefícios dependerem do sucesso dos investimentos realizados com as contribuições, bem como o crescimento dos mercados de papéis comerciais (commercial paper Market) e dos fundos mútuos do mercado monetário (Money Market Mutual Funds), que

eram críticos para o financiamento dos bancos de investimento e do sistema bancário paralelo (“shadow” ou “parallel banking system”)¹⁵.

Este último elemento, o crescimento do “shadow banking system”, do setor financeiro não regulamentado na economia norte-americana, é um fator fundamental no desenvolvimento da financeirização e na consequente crise financeira. Palley (2012a) observou que os mercados de papéis comerciais permitiam às companhias tomar financiamento vendendo notas de curto prazo de menos de um ano, que eram compradas pelos operadores do “money market mutual funds”, que pagavam maiores taxas que os bancos comerciais. Assim, “os bancos de investimento e o sistema bancário paralelo cresceram as expensas dos bancos comerciais tradicionais” (Palley, 2012a, p. 61). Para Roubini e Mihm

as autoridades reguladoras fecharam os olhos para o crescimento de um novo sistema bancário paralelo, que fragilizou perigosamente o sistema financeiro, tornando-o propenso ao colapso. Essas novas instituições financeiras prosperaram com o dinheiro e o crédito fáceis, disponibilizados não apenas pelo Federal Reserve, mas também por economias emergentes, como a China (ROUBINI e MIHM, 2010, p. 73).

Na definição de Roubini e Mihm (2010, p. 89), “o sistema bancário paralelo consiste em instituições financeiras que parecem bancos, agem como bancos, tomam emprestado e emprestam como bancos, mas – e aqui está a parte importante – não são regulamentados como bancos”.

Basicamente, o sistema bancário tem acesso ao prestador de última instância que garante a liquidez (o banco central), e acesso ao seguro de depósitos (que garante para os depositantes de determinada instituição um valor máximo dos depósitos efetuados para cada credor). Estes dois mecanismos evitam ou procuram evitar as corridas bancárias (que devido ao descasamento entre os passivos líquidos e ativos ilíquidos de um banco é uma possibilidade uma vez que os primeiros credores que sacarem os recursos teriam mais chance de obter os seus depósitos, o que levaria ao pânico entre os depositantes). Estes instrumentos tornaram-se norma após a Grande Depressão de 1929, mas para os bancos, tiveram um custo.

O custo é que os bancos abdicaram de parte de sua autonomia na forma de submissão à regulamentação e supervisão, com controles sobre a liquidez, alavancagem e capital, impactando no potencial de lucros (Roubini e Mihm, 2010). Além disso, Roubini e Mihm afirmam que em 1988 foi introduzido pelo Comitê de Supervisão Bancária de Basileia, criado em 1974 pelos presidentes dos bancos centrais que faziam parte do G-10, “o sistema de

¹⁵ Este sistema paralelo de bancos será explicado adiante.

adequação de capital”, resultando no Acordo de Capital de Basiléia, que determinou um montante mínimo de capital na forma de reservas que os bancos deveriam manter, sendo que essas recomendações teriam sido adotadas na maioria dos países (segundo os autores, o acordo determinou um capital mínimo de 8% dos ativos, ajustado ao risco, ou seja, maior o risco dos ativos, maior as reservas). Em 2006, houve uma revisão do Acordo de Capital de Basiléia, o Basiléia II, sendo que não houve a adoção generalizada das recomendações.

Já o sistema bancário paralelo, que começou a se desenvolver a partir dos anos 80, não tinha acesso a proteção proporcionada pelo prestador de última instância nem pelo seguro depósito, mas também não estava sujeito a regulamentação e supervisão. Este sistema foi composto por

não bancos prestadores de hipotecas, veículos de investimento estruturado ou SIVs e os conduits, que se financiavam mediante complicados empréstimos a curto prazo conhecidos como notas promissórias lastreadas em ativos; bancos de investimento e corretores, que se financiavam com operações compromissadas de diversos prazos; fundos de renda fixa, que dependiam de recursos de curto prazo dos investidores; fundos de hedge e fundos de participações (private equity) e até grupos de títulos patrocinados por governos locais e estaduais com remuneração estabelecida em leilões de taxas de juros e títulos com leilões de opções, os quais precisavam ser prorrogados a taxas de juros variáveis em leilões semanais (ROUBINI e MIHM, 2010, p. 93).

Para os autores citados, esses agentes tinham em comum o descasamento de vencimentos, tomando emprestado a curto prazo, no mercado líquido, e depois investindo em ativos ilíquidos a longo prazo. Antes da crise, o volume de dinheiro emprestado desse sistema paralelo equivalia ao do sistema bancário convencional.

5.2.2. AS INOVAÇÕES

Em relação ao tema das inovações financeiras, deve ser primeiramente explicado o negócio de um banco. Historicamente, este negócio seguiu um modelo que pode ser chamado “originar e manter em carteira” (ROUBINI, 2010, p. 76). Isto significa que o banco, ao efetuar um empréstimo, mantém em sua carteira de ativos o valor emprestado, recebendo o principal e os juros. Foi na década de 1970 que uma inovação financeira mudou esse modelo. Roubini e Mihm (2010) afirmam que a “Government National Mortgage Association” criou um instrumento garantido por hipoteca, no qual um lote de hipotecas era agrupada e títulos de crédito lastreadas nestas hipotecas eram emitidos.

Este processo, chamado de securitização, transformou ativos ilíquidos, por meio do agrupamento e venda no mercado aberto, em ativos líquidos, sendo que o banco, que no modelo anterior precisaria esperar 30 anos para receber o valor emprestado, poderia receber o total adiantado, sendo que os agentes que compraram os títulos recebiam as receitas dos pagamentos efetuados pelos mutuários.

Aqui tem-se o nascimento do instrumento chamado Mortgage-Backed Securities – MBS, que seria um elemento fundamental na crise das hipotecas de 2008. Este mercado da securitização foi, com o passar do tempo, sendo ampliado com a entrada das agências governamentais norte-americanas Freddie Mac e Fannie Mae, bancos de investimento, corretoras de valores, construtoras, todos vendendo os papéis frutos da securitização (ROUBINI e MIHM, 2010). Este é o modelo chamado de “originar para distribuir” (PALLEY, 2012a; ROUBINI e MIHM, 2010; STIGLITZ, 2010).

Os bancos de investimento, por sua vez, como os grandes criadores de títulos garantidos por hipotecas, utilizavam o chamado “Special Purpose Vehicle” – SPV.

Conforme afirmam Roubini e Mihm

Os bancos de investimento, previsivelmente, lideraram a criação de lotes de títulos garantidos por hipotecas. Ao trabalhar com quem quer que tivesse originado esses lotes de hipotecas – bancos, emprestadores não bancários, instituições garantidas pelo governo -, um banco de investimento poderia criar um veículo de finalidade específica (special purpose vehicle – SPV). O SPV, então, emitia títulos de renda fixa, ou títulos lastreados por hipotecas, vendendo-as a investidores. Em tese, todo o mundo obtinha o que desejava com esse sistema. O proprietário obtinha o empréstimo e o corretor de hipotecas e os avaliadores dos imóveis ganhavam suas comissões. O emprestador obtinha bons lucros sem ter de esperar trinta anos. O banco de investimentos recebia uma gorda comissão por sua assistência aos contratantes, mesmo quando transferia a outros o risco da hipoteca. E por último, mas não menos importante, os investidores que compravam os títulos contavam com uma renda permanente conforme os mutuários saldavam suas dívidas (ROUBINI e MIHM, 2010, pp.75-76).

Structured Investment Vehicles – SIVs e conduits são tipos de SPVs, sendo que até a crise de 2008, não apareciam nos balanços dos bancos¹⁶. Conforme definido em Roubini e Mihm (2010), conduit, ou

Real Estate Mortgage Investment Conduit (REMIC) são veículos com finalidade específica criados pela Lei de Reforma Fiscal de 1986. São utilizados para agregar um conjunto de hipotecas e, posteriormente, emitir títulos lastreados em hipotecas (mortgage-backed securities). Trata-se, portanto, de uma figura jurídica, que tem a

¹⁶ Estas estruturas paralelas tem personalidade jurídica própria, sendo que foram criadas pelos bancos para a negociação de ativos relacionados com a securitização (bem como mantinham esses ativos, tais como as hipotecas, em seus portfólio). Mas com a crise, parte desses ativos se mostraram “tóxicos” ou “podres” (sem valor, ilíquidos), sendo que os bancos acabaram assumindo as entidades criadas, que eram parte da estrutura paralela, e com isso acabaram assumindo os ativos tóxicos dessas estruturas.

função de “conduzir” um lote de hipotecas cujo destino final será um fundo, um banco, uma empresa ou investidores em geral (ROUBINI e MIHM, 2010, p. 44).

Roubini e Mihm (2010) afirmam que os bancos de investimento acumulavam hipotecas, “estacionavam” estas nos conduits (que é parte do sistema paralelo, e portanto, não havia necessidade de mantê-los no balanço dos bancos, o que impactava nos níveis de reserva que o banco teria que manter), e ficavam nesta entidade até que as hipotecas ou outros ativos fossem securitizados.

Da mesma forma, os Veículos de Investimento Especial (Structured Investment Vehicles – SIVs) eram entidades criadas pelos bancos para manter fora dos balanços títulos de securitização criados pelos próprios bancos, uma vez que existe um “delay” entre a emissão do título e sua comercialização junto aos investidores. Assim, esses títulos eram emitidos e comprados pelos SIVs¹⁷ criados pelo próprio banco emissor para evitar a manutenção destes ativos no balanço do banco emissor e diminuir os requisitos de capital. O importante a observar é que apesar de fazerem parte do sistema paralelo, desregulado, esses instrumentos eram diretamente ligados a entidades bancárias do sistema bancário tradicional, sendo utilizados como instrumentos de evasão regulatória¹⁸.

Ambos desempenhavam um papel fundamental no frenesi da securitização: os conduits serviram de currais para guarda temporária no início do processo, e os SIVs, como desencilhe, no fim. Juntos, eles detinham 800 bilhões de dólares em ativos (ROUBINI e MIHM, 2010, p.107)

Ambos os instrumentos, conduits e SIVs, dependiam de financiamento para funcionarem, e esse financiamento era obtido com a emissão de títulos de curto prazo obtidos junto a fundos de renda fixa, fundos de pensão e tesourarias de empresas por meio de Asset-backed Commercial Papers (ABCPs) – notas promissórias lastreadas por ativos.

Vejamos como eles funcionavam. Enquanto os bancos de investimento acumulavam hipotecas e outros ativos, eles precisavam de um local para estacioná-los. Em vez de os manter em seus balanços – e forçar os bancos a conservar níveis de reservas mais elevados em relação aos valores dos ativos -, os bancos os estacionavam em conduits – espécie de entidade legal paralela, cuja relação entre reservas e ativos era um décimo da proporção de seus parceiros sujeitos à regulamentação. Eles permaneciam assim até que fossem transformados em títulos lastreados em hipotecas, obrigações com garantia em hipotecas e outros títulos. Os conduits dependiam de financiamento para manter esse processo em funcionamento, e com essa finalidade recorriam a fundos de renda fixa, fundos de pensão e tesourarias de empresas, as quais concediam

¹⁷ Uma vez que o SIV tem personalidade jurídica própria, ele, apesar de ter sido criado por um banco, obtinha recursos de forma independente e podia aplicar esses recursos em títulos securitizados criados pelo próprio banco criador do SIV.

¹⁸ Os bancos criavam essas estruturas justamente para escapar da regulamentação.

empréstimos de curto prazo aos conduits usando asset-backed commercial paper (ABCP), as chamadas notas promissórias lastreadas por ativos.

A explicação era que esses empréstimos tinham sido de curto prazo, mas, de novo, os ativos – hipotecas subprime e outras formas de endividamento – eram instrumentos ilíquidos de longo prazo. A mesma dinâmica funcionava em outros pontos da linha de montagem da securitização. Quando os bancos criavam os títulos, surgia inevitavelmente um gargalo: era impossível despejar instantaneamente todos os novos produtos estruturados pela goela dos investidores crédulos. Em vez de deixar os ativos nos seus balanços – e incorrer em requisitos de capital – os bancos de investimento inventaram outro veículo “fora do balanço”: o “veículo de investimento estruturado”. Sua única finalidade era comprar esses títulos usando o dinheiro obtido no mercado de notas promissórias lastreadas em ativos. Era como se um fabricante de automóveis criasse uma empresa de fachada para comprar carros encalhados nos estacionamentos das concessionárias (ROUBINI e MIHM, 2010, p. 107).

Um dos grandes impactos que a criação do sistema de securitização tem é nos incentivos dos diversos agentes econômicos envolvidos. O banco que empresta ao tomador de empréstimos, no momento em que não ficará com o valor emprestado em sua carteira, mas passará adiante o risco da operação, tem menos incentivos para ser criterioso no momento da concessão do empréstimo. Pelo contrário, uma vez que todos os agentes envolvidos recebem comissões por cada transação efetuada, o incentivo é maximizar o número de operações, seja o banco prestador, seja os avaliadores dos imóveis, seja os corretores. Cada operação de financiamento e securitização gera taxas (Stiglitz, 2010), e estas passam a ser uma das maiores fontes de receitas dos originadores de hipotecas, que, por exemplo, a cada nova hipoteca ou o refinanciamento de uma existente lucram com a geração de taxas que são pagas a cada operação.

Há um aumento do chamado “risco moral”, que para Roubini e Mihm (2010, p. 80) é a “disposição de uma pessoa para assumir riscos – particularmente riscos excessivos – que ela normalmente evitaria, só porque sabe que outra pessoa arcará com as consequências negativas decorrentes de suas decisões ou salvará aqueles que assumiram esses riscos excessivos”.

Este risco moral, para os autores, foi ainda exacerbado pelo sistema de pagamento instituído no setor financeiro, na forma de bônus, recompensando os operadores financeiros pelas operações realizadas. E foi exacerbado ainda pelo “problema do agente principal” (Roubini e Mihm, 2010, p. 81), que é o problema onde nas empresas de grande escala os acionistas ou o conselho diretor (o principal) são obrigados a contratar gerentes (o agente) para executar as ordens, sendo que no caso do setor financeiro, resultou em apostas cada vez mais arriscadas dos agentes visando os bônus em detrimento de uma análise dos riscos para as empresas. Problema ainda agravado pelo fato de que no sistema financeiro, o capital dos acionistas é a menor parte envolvida, uma vez que a maior parte do dinheiro movimentado é o dinheiro dos depositantes e dos credores, sendo que os incentivos para o principal controlar o

agente neste sistema são minimizados. Outro elemento seria o controle dos acionistas do sistema bancário pelos depositantes, mas este controle, tendo em vista o seguro de depósito, se torna desnecessário para os depositantes do setor bancário protegido, e na crise de 2008, mesmo os credores de instituições financeiras não garantidas tiveram tratamento semelhante. Conforme afirmam Roubini e Mihm

Em princípio, a disciplina do mercado poderia ser imposta pelos credores sem garantia dos bancos, e de outras instituições financeiras cujos fundos emprestados aos bancos estivessem correndo risco, em virtude de as instituições terem assumido riscos muito altos. Mas, na crise recente, até esses credores não impuseram disciplina aos mercados. Por várias razões: esses créditos sem garantia eram muito pequenos para fazer diferença; a maioria desses credores recebeu o mesmo tratamento dispensado aos credores garantidos (depositantes protegidos por seguros) e não tiveram prejuízos, pois foram resgatados; o sistema de prestador de última instância dos bancos centrais impediu o trabalho da disciplina do mercado (ROUBINI e MIHM, 2010, p. 83).

É importante destacar que no processo de alavancagem do setor financeiro analisado no item anterior, o fato de haver um prestador de última instância foi um estímulo para o processo do endividamento¹⁹, uma vez que impactou no risco moral e fez com que as instituições financeiras não mantivessem um grande valor de ativos líquidos.

A questão dos incentivos e do risco moral é também destacada por Palley (2012a) e Stiglitz (2010), este último incluindo, além das questões institucionais já citadas (de garantias ao sistema sem a devida supervisão e regulação e a forma de remuneração dos agentes, o modelo “originar para distribuir”), a questão de que as instituições financeiras, principalmente após o Ato Gramm-Leach-Bliley (1999), já citado, começaram a se tornar “grandes demais para falir”, uma vez que houve fusões de bancos comerciais, de investimento e companhias de seguro.

Segundo Roubini e Mihm (2010), foi após a crise das associações de poupança e empréstimo na década de 80 (onde houve a falência de mais de 1.600 bancos) nos Estados Unidos que houve a popularização da securitização. Isto tendo em vista que aquelas associações ainda usavam o modelo “originar e manter em carteira”, sendo que o raciocínio corrente então foi de que se os bancos tivessem securitizado, não teria ocorrido a crise. Assim, a partir da década de 90 houve a massificação das operações por meio da securitização.

Conforme apontam os autores, o fenômeno da securitização não ficou restrito ao mercado imobiliário, sendo que o crédito ao consumidor tais como empréstimos de cartão de

¹⁹ Uma vez que essas instituições tinham conhecimento de que se houvesse problemas de liquidez elas seriam resgatadas pelo Banco Central.

crédito, créditos estudantis, automóveis, bem como empréstimos corporativos também foram securitizados. Esta inovação levou o nome de Asset Backed Securities – ABS.

Segundo Roubini e Mihm (2010, p. 77), “quando a crise eclodiu, a securitização se aplicava a aluguel de aviões, rendas de florestas e minas, impostos territoriais, receitas de antenas de rádio, financiamento de barcos, receitas de estados e municípios e até direitos autorais de bandas de rock”.

As agências de classificação de risco (Moody’s, Fitch, Standard & Poor’s) não teriam cumprido o seu papel neste processo tendo em vista que recebiam das empresas que avaliavam, sendo que as comissões de uma avaliação positiva no presente poderiam levar a novos negócios futuros, sendo que “mais da metade dos lucros das agências de classificação de risco vinha da concessão do conceito AAA, nem sempre merecido, a exóticos produtos financeiros estruturados” (Roubini e Mihm, 2010, p. 77). O papel das agências de avaliação foi destacado também por Stiglitz (2010), que identificou o mesmo problema de incentivos que geravam conflito de interesses no trabalho desenvolvido por essas agências, e também a utilização de modelos deficientes em suas avaliações que previam, por exemplo, que os preços dos imóveis quase nunca baixariam. Sendo que os conceitos dados aos títulos securitizados por essas agências permitiam a sua venda inclusive para os fundos de pensão.

Mais inovações vieram com a criação nos anos 80 das obrigações de hipoteca com garantias (Collateralized Mortgage Obligations – CMOs), obrigações de dívidas garantidas (Collateralized Debts Obligations – CDOs), e obrigações de empréstimos garantidos (Collateralized Loan Obligations – CLOs) (Roubini e Mihm, 2010).

Roubini e Mihm explicam a diferença entre estes títulos:

Todos eles funcionavam de acordo com o mesmo princípio. Quem quer que fosse portador de um título comum lastreado em hipotecas assumia, necessariamente, certa parte do risco: o proprietário podia ficar inadimplente, por exemplo, ou simplesmente liquidar o empréstimo, privando o emprestador de pagamentos dos juros futuros, se o financiamento fosse pago na forma inicialmente programada. Os “engenheiros” financeiros de Wall Street encontraram uma solução elegante: o CDO. O CDO seria dividido em fatias ou “tranches”. O tipo mais simples tinha somente três “tranches”: participativa, intermediária e sênior. Os compradores de uma tranche participativa recebiam o maior rendimento, mas assumiam o maior risco; se algum proprietário que garantia o lote ficasse inadimplente, seus portadores teriam perdas antes de todos. A tranche intermediária tinha menos risco, mas também teria perdas se uma porcentagem maior de proprietários que garantiam o lote fossem inadimplentes. No topo ficava a tranche sênior. Embora essa pagasse a menor porcentagem de rendimento, supunha-se que era livre de risco ou bem perto disso. Os portadores de tranche sênior eram os primeiros a ser pagos e os últimos a ter perdas. Esse impressionante edifício de finanças estruturadas tinha alicerces precários. Ele dependia de uma prestidigitação: um punhado de títulos lastreados em hipotecas subprime com rating BBB seria reagrupado com outros títulos lastreados em hipotecas e então dividido em tranches; a tranche sênior – aproximadamente 80% do total dos

ativos garantidores – ganhava o conceito AAA pelas agências de classificação. Nesse processo, os ativos podres eram transformados em títulos folheados a ouro, embora o lote de hipotecas que os garantisse fosse tão arriscado quanto antes (ROUBINI e MIHM, 2010, p. 78).

Conforme pode ser observado, todas essas inovações são construídas com o objetivo de distribuir o risco, de reduzir este, sendo que no caso específico dos CDOs, os investidores que adquirissem as fatias sênior estariam praticamente livres de riscos, resultado das inovações financeiras. Deve ser destacado ainda o papel que os CDOs tiveram na ampliação do mercado das hipotecas subprime, uma vez que a securitização dessas hipotecas juntamente com hipotecas não tão arriscadas, como ocorria nos CDOs, garantiam um fluxo de recursos para financiar novos empréstimos nesta categoria.

A inovação financeira não parou. Roubini e Mihm afirmam que os níveis de complexidade eram tais que

virou moda por exemplo, pegar CDOs e combiná-los com outros CDOs e depois dividi-los em tranches. Esses CDOs de CDOs (às vezes chamados de CDO²) empalideciam diante de produtos mais barrocos saídos dos laboratórios de Wall Street: CDOs de CDOs de CDOs, mais conhecidos como CDO³; e CDOs sintéticos, que reuniam diversos contratos de seguro contra o risco de inadimplência (credit default swaps) para parecer um CDO. Alguns desse produtos mais esotéricos tinham bem mais de três tranches não era incomum falar-se de cinquenta ou mesmo de cem tranches separadas, cada qual representando um nível de tolerância ao risco (ROUBINI e MIHM, 2010, p. 79).

Outra inovação que teve papel na financeirização e na crise de 2008, os Credit Default Swaps – CDSs, eram contratos de “swap” de crédito com obrigação de garantia em caso de inadimplência, que englobavam tanto seguros contra a inadimplência de títulos de crédito simples, quanto de derivativos. Estes instrumentos foram desregulamentados pela já citado ato de modernização de contratos futuros de commodities, e chegaram ao valor de mais de 60 trilhões de dólares em 2008 (Roubini e Mihm, 2010).

Palley (2012a) observou que esta inovação trouxe dois problemas: primeiro, um falso senso de segurança, uma vez que os valores segurados vendidos, por exemplo, pela seguradora AIG, seriam impossíveis de serem garantidos por esta na hipótese de um crash; segundo, permitiu que investidores comprassem seguro contra títulos que eles não possuíam, criando um problema moral, uma vez que os investidores poderiam ter interesse na falência do segurado para coletar o valor do seguro, e foi o que de fato aconteceu, quando bancos rivais estavam comprando CDSs do Bear Stearns e do Lehman Brothers, dando um sinal ao mercado de que estavam apostando na quebra desses bancos.

Isto é como comprar seguro de vida da vida de outra pessoa, que é bem conhecido por criar problemas de risco moral. Você pode ter um incentivo para secretamente matar a pessoa segurada para coletar o seguro. Um incentivo similar prevaleceu em Wall Street, assim que bancos rivais estavam comprando títulos de seguro CDS do Bear Stearns e Lehman Brothers. Essa compra enviaram um sinal tal que os investidores pensaram que essas companhias estavam provavelmente fracassando, o que por seu turno fez aumentar o preço do financiamento dessas companhias, criando uma profecia auto-realizadora (PALLEY, 2012a, pp. 63-64, tradução nossa).

A criação do mercado de junk bonds foi outra inovação financeira do período neoliberal, o qual permitiu companhias com condições de crédito menos favoráveis levantar empréstimos. Segundo Palley (2012a, p. 62), este mercado foi fundamental para o desenvolvimento das aquisições alavancadas de outras companhias, e teria contribuído para desenvolver nos investidores o “apetite por títulos de alto retorno, de maior risco, que vieram a se tornar parte da paisagem da bolha do preço dos imóveis”.

Stiglitz (2010) por sua vez chama atenção para as inovações específicas ocorridas no mercado imobiliário. Por exemplo, se no passado o banco emprestava apenas 80% do valor do imóvel, com as hipotecas “irrecorríveis”, os bancos emprestavam 100%, sendo que se o valor do imóvel subisse, o prestamista teria sido beneficiado, mas, se o valor do imóvel ficasse abaixo do valor hipotecado, o chamado “naufrágio” da hipoteca, o tomador do empréstimo poderia simplesmente entregar o imóvel e a perda seria do emprestador.

Outras inovações eram as hipotecas com “taxas de sedução” (STIGLITZ, 2010, p. 145), com juros baixos nos primeiros anos que depois seriam ajustados, aumentando o valor da parcela, e as hipotecas de amortização negativa, onde o tomador do empréstimo não pagava nem o valor dos juros e no final do ano devia mais que no início em seu empréstimo.

Todas essas inovações tinham uma dependência de preços sempre crescentes no mercado imobiliário, sendo que estes preços crescentes, nos casos das hipotecas com taxas de sedução e nas de amortização negativa, sempre permitiriam um refinanciamento, no momento que as taxas subissem, por exemplo, com valores de hipoteca maiores (que no caso das hipotecas de amortização negativa fariam com que o valor da dívida a mais fosse inferior ao novo valor refinanciado do imóvel).

Ainda em relação ao mercado imobiliário, Palley (2012a) também chamou atenção para a mudança nas convenções dos empréstimos concedidos. Se nos anos 60 e 70 a convenção era que o valor do empréstimo não ultrapassaria 3,5 vezes a renda antes dos impostos, e o serviço da dívida para os pagamentos imobiliários eram limitados a 1 terço da renda, nos anos 80 esses padrões começaram a ser relaxados, sendo que no auge da bolha, existiam os empréstimos no

mercado subprime chamados de NINJA (no income, no job or asset – sem renda, sem emprego e sem ativos) e empréstimos com 105% do valor do imóvel.

Palley destacou ainda o desenvolvimento dos empréstimos de “home equity”, que eram empréstimos concedidos tendo como colateral o valor do imóvel, o que, conforme explicado anteriormente, fazia das casas caixas eletrônicas (ATMs).

Os mercados globais para Roubini e Mihm (2010) também tiveram papel neste processo de securitização, uma vez que garantiram juros baixos quando canalizaram a poupança global para a compra dos produtos financeiros norte-americanos, sendo que os autores citam uma estimativa de que de 40% a 50% dos títulos gerados pelas instituições financeiras norte-americanas foram parar nos portfólios dos investidores estrangeiros.

5.2.3. A MUDANÇA DE PERCEPÇÃO EM RELAÇÃO AO RISCO NO SETOR FINANCEIRO

No processo de financeirização estudado papel fundamental deve ser atribuído à mudança da psicologia e percepção dos participantes do mercado. Conforme observado por Palley (2012a), neste processo houve um enfraquecimento progressivo da disciplina de mercado e da disciplina regulatória, sendo que aqueles que tomaram maiores riscos se mantiveram, incentivando todos a tomarem maiores riscos.

O que se conecta, para o próprio Palley, com a hipótese da instabilidade financeira de Minsky, segundo a qual “sucesso gera excesso, que gera falha” (PALLEY, 2012a, p. 65, tradução nossa), sendo que os participantes do mercado teriam se tornado hiperconfiantes e começaram a acreditar que o mundo havia mudado permanentemente para melhor, podendo estes tomarem maiores riscos e fazerem maiores lucros. E todos os participantes do mercado teriam sido afetados, sejam os tomadores de empréstimos, os credores, os reguladores, e os próprios economistas.

Na hipótese da instabilidade financeira, a disciplina de mercado e a disciplina regulatória enfraquecem progressivamente, sendo que os períodos de “boom” promoveriam a perda da memória em relação aos crashes do passado, mudança na cultura dos negócios, e mudança na própria psicologia dos reguladores.

Para Palley, a

combinação de uma constante corrente de inovações e desregulamentação, mudança de psicologia e crenças, e mudança da cultura regulatória e dos negócios criou o que parecia uma máquina financeira de movimento perpétuo. A nova máquina suportou um sempre crescente preço dos ativos e empréstimos que preencheram a deficiência de demanda criada por um modelo deficiente de crescimento e inserção econômica global (PALLEY, 2012a, p. 66, tradução nossa).

Destaque-se que esta crença em um mundo sem ciclos econômicos é parte do próprio ciclo, conforme afirma Minsky (2011).

O período neoliberal pode ser interpretado como um grande período de enfraquecimento das regulamentações que mantinham o sistema financeiro com o risco de suas atividades regulamentadas, o que levou a um aumento na tomada de riscos nas operações realizadas bem como a um aumento nos lucros financeiros, mas ao mesmo tempo, conforme previsto por Minsky, a um aumento da instabilidade a que o sistema estava submetido.

Este aumento de instabilidade por sua vez levaria o sistema a um limite no qual a queda seria inevitável. Os limites da financeirização haviam chegado. O crash, previsto no modelo de instabilidade financeira de Minsky, alcançou o sistema com a força multiplicada por todos os anos de desregulamentações e inovações do período neoliberal, se constituindo na maior crise econômica e financeira desde a grande depressão.

Mais um ciclo econômico havia chegado ao fim. Mas quais os elementos constitutivos deste ciclo? É isto que detalharemos a seguir.

6. A TENDÊNCIA À FRAGILIDADE FINANCEIRA E À INSTABILIDADE MACROECONÔMICA: O REFERENCIAL TEÓRICO DE MINSKY

Conforme afirmado no último capítulo, a mudança na psicologia dos agentes econômicos foi fundamental para o processo de financeirização estudado. Uma maior propensão a tomar riscos foi fundamental para maiores níveis de alavancagem na economia. Aqui Minsky (2010; 2011) tem muito a contribuir

É dele, conforme já afirmado, a teoria da instabilidade financeira. Para Minsky, a economia move-se em ciclos. Em períodos de otimismo, de boom, os agentes econômicos tornam-se otimistas, a propensão a tomada de crédito para novos investimentos aumenta, assim como a propensão a emprestar do sistema financeiro. Ganhos maiores dos investidores fazem com que mais investidores entrem no circuito, sendo que os preços dos ativos começam uma espiral de crescimento, sendo que ninguém quer ficar de fora.

Papel fundamental neste modelo tem o crédito. Minsky criou uma tipologia para as estruturas financeiras. Financiamentos de tipo hedge são aqueles em que o lucro operacional seria suficiente para o pagamento dos juros quanto das parcelas do principal. Financiamentos do tipo especulativo seriam aqueles que o lucro operacional é suficiente para pagar os juros, mas novos empréstimos são necessários para a rolagem das parcelas do valor principal. Por fim, financiamentos do tipo Ponzi são aqueles no qual os lucros operacionais não são suficientes para o pagamento nem das parcelas do principal nem do juros, sendo que os investidores recorrem a novos financiamentos ou venda de ativos para a realização dos pagamentos (MINSKY, 2010; KINDLEBERGER e ALIBER, 2009).

No período de euforia, cada vez mais investidores recorrem ao crédito para a realização de seus investimentos, há uma crença na continuação do período de prosperidade do ciclo com expectativas de renda líquida no futuro e de valorização dos ativos, há um aumento da alavancagem generalizada na economia. Mas, como explicado por Minsky, uma mudança generalizada de expectativas, principalmente dos bancos credores, ocorrida em momentos de grande alavancagem das empresas, pode gerar uma redução de crédito e exigência de pagamento de parte dos empréstimos por parte das empresas endividadas. Com a dificuldade de obtenção de novos empréstimos para pagar dívidas passadas, resta as empresas vender seus ativos para ter liquidez. Se a opção de venda dos ativos for generalizada haverá um queda de preços e deflação de ativos²⁰.

²⁰ Deve ser destacado que os problemas da reversão das expectativas foi estudado por Keynes (2012). A contribuição de Minsky é em relação a esta alteração de expectativas em uma economia altamente endividada.

Neste momento, com a desaceleração econômica resultante, investidores que estavam com financiamentos do tipo especulativo são empurrados para o tipo Ponzi, assim como alguns que estavam no tipo hedge são empurradas para o tipo especulativo. É o momento de venda de ativos, de deflação, com a queda dos preços dos ativos, e um processo de desalavancagem dos investidores.

O momento do crash, o momento Minsky (Krugman, 2012; Roubini, 2010) é marcado pela retração do crédito, com a diminuição da propensão ao risco do tomador e, principalmente, do prestador, com o aumento das dificuldades para o pagamento das obrigações por parte dos tomadores de empréstimo, com uma desvalorização do preço dos ativos devido a corrida à liquidez.

No período que se segue, os bancos se tornam relutantes em emprestar, seus critérios se tornam mais rigorosos, a aversão ao risco aumenta, ocorre aumento das taxas de juros e a retração dos empréstimos, com consequências na economia real, como a queda da atividade econômica e o consequente desemprego.

Segundo Minsky:

Conforme a recuperação se aproxima do pleno emprego, a linhagem corrente de clarividentes econômicos proclamará que o ciclo econômico foi banido do território e abriu-se uma nova era de prosperidade permanente. As dívidas podem ser assumidas porque os novos instrumentos de política – seja do banco central ou da política fiscal -, junto com uma sofisticação maior dos cientistas econômicos que recomendam as políticas, garantem que crises e deflações de dívida são agora coisas do passado. Mas, na verdade, nem o boom, nem a deflação da dívida, nem a estagnação e certamente nem uma recuperação ou crescimento de pleno emprego podem continuar indefinidamente. Cada situação alimenta forças que levam à sua própria destruição (MINSKY, 2011, p. 159).

Assim, os ciclos se movem de um boom financeiro para a crise, e depois desta para um novo boom. Para Minsky (2010), após a Segunda-Guerra Mundial, até meados dos anos 60 do século XX, a instabilidade financeira vivenciada antes e durante a Grande Depressão foi reduzida por uma série de regulamentações que teriam tornado a atividade do setor financeiro mais comedida, com os riscos sendo monitorados pelos governos. Mas um processo de desregulamentação se seguiu, e no final dos anos 70 e nos anos 80, uma opção ideológica pelo livre mercado, que orientou as políticas governamentais neoliberais (opção motivada, segundo Minsky, pela ausência de qualquer desastre financeiro completo no período anterior)²¹.

²¹ Desregulamentação esta analisada no capítulo anterior.

A estrutura financeira regulada foi, portanto, legitimada pelo colapso de 1929-1933, já a mania de desregulamentação ocorreu nas décadas de 1970 e 1980, depois de um longo período sem que houvesse qualquer desastre completo (MINSKY, 2010, p. 277).

Palley (2013) chama atenção para a existência nas ideias de Minsky de um super-ciclo, para além do ciclo básico já citado. Este super-ciclo trabalharia em um período de vários ciclos básicos e operaria em um nível sistêmico, transformando convenções e as práticas dos negócios e as estruturas que governam os mercados. Nos escritos de Minsky a atuação deste super-ciclo estaria ligada a suas observações sobre as inovações financeiras e o processo de mudança regulatória (regulamentação e desregulamentação), assim como sobre as estruturas de governança, que são instituições que agem diminuindo as tendências geradores de instabilidade na economia.

Exemplos destas instituições seriam o “big government”, estabilizando a demanda agregada, bem como o banco central como emprestador de última instância, as regulamentações financeiras que evitam a tomada excessiva de risco tais como requerimentos de capital, reservas, ou em um nível internacional o sistema de Bretton Woods, que garantiu taxas de câmbio fixas entre as diversas moedas. Teria-se ainda, nos mercados de trabalho, convenções como a relação capital-trabalho que garantia os ganhos salariais da inflação mais o crescimento da produtividade, garantindo a sustentação da demanda agregada, os sindicatos, ou ainda o salário mínimo, o seguro-desemprego e as proteções da seguridade social (Palley, 2013).

Para Palley, este super-ciclo durou diversos ciclos econômicos básicos de intensidade crescente, sendo que durante este período houve uma erosão progressiva justamente das instituições que garantiam uma maior estabilidade do sistema, sendo que ao final de um super-ciclo ocorreria uma crise financeira que ameaçaria os próprios fundamentos do sistema (como foi a Grande Depressão e a crise ora analisada, a Crise de 2008), e cuja resposta seria o fortalecimento das instituições que controlam a instabilidade financeira própria da economia (novas regulações).

Resumidamente, o super-ciclo funcionaria permitindo um incremento na tomada de risco por parte dos agentes, seja por meio das inovações financeiras, seja por meio do que Palley chama perda de memória e mudança cultural, que significa que no processo de passagem do tempo os agentes esqueceriam crises financeiras passadas, impactando na disposição para a tomada de novos riscos. O super-ciclo funcionaria ainda por meio do relaxamento da

regulamentação²², por meio da “captura regulatória”, do “relapso regulatório” e ainda do “escape regulatório” (Palley, 2013, p. 135). Neste sentido, a hipótese de super-ciclos de Palley, a partir das ideias de Keynes e Minsky, pode ser um bom referencial para entender a proporção da crise financeira de 2008 e seu impacto sobre o lado produtivo da economia.

A “captura regulatória”, na terminologia de Palley (2013), funcionaria como uma captura das agências reguladoras pelos agentes econômicos com o objetivo de enfraquecer as regulamentações e assim, aumentar os lucros, uma vez que estas regulamentações estariam sendo entendidas como limitadoras das possibilidades lucrativas. O relapso regulatório é a mudança de entendimento que ocorre entre os reguladores sobre os ciclos econômicos, com novas crenças em uma mudança no sistema, o que tem como consequência uma menor vontade nas atividades de regulamentação, uma vez que estas são entendidas como não tão necessárias. Já o escape regulatório é quando as possibilidade de tomar risco aumentam por meio das inovações financeiras, que não eram previamente regulamentadas²³.

Tendo em vista as forças em ação da captura regulatória e do relapso regulatório, não há uma atualização na regulamentação do sistema permitindo assim a existência de entidades e instrumentos não previamente regulamentados (sistema bancário paralelo, derivativos).

O último elemento que aumentaria a propensão para a tomada de riscos seria o que Palley chama de “data hysteresis”²⁴. Segundo Palley

A terceira e final dimensão do aumento da tomada de risco é a data hysteresis, que é uma característica inevitável da visão de Minsky que a estrutura da economia está mudando continuamente. Esse processo de mudança inevitavelmente gera data hysteresis. Crises são seguidas por um período de reconstrução de instituições redutoras de risco que reduz estes e muda os dados resultantes gerados pelo sistema. Depois disso, segue-se um longo período marcado pelo processo irregular de captura regulatória, relapso regulatório, escape regulatório, inovação financeira, perda de memória, a mudança cultural. Esses desenvolvimentos significam que os dados gerados no processo são sujeitos a uma mudança contínua tanto que as análises de séries temporais tornam-se um guia totalmente inapropriado para ação. Entretanto, isto não impede que as pessoas usem tais análises (PALLEY, 2013, p. 137, tradução nossa).

A crise de 2008, dentro dos conceitos apresentados, seria o momento do crash do super-ciclo de desregulamentação e aumento da instabilidade financeira iniciado após 1980. As várias crises financeiras que ocorreram nos anos 80 e 90 foram contidas por resgates efetuados pelo

²² O relaxamento da regulamentação está de acordo com a ideologia neoliberal, que considera que o governo, ao tentar corrigir as falhas de mercado, cria mais problemas do que os que procura remediar.

²³ A captura regulatória é uma ação efetuada pelos agentes econômicos sobre os órgãos governamentais. O relapso regulatório é a inação governamental em relação às inovações financeiras criadas pelos agentes privados. O escape regulatório é a ação privada buscando criar inovações para fugir do controle governamental.

²⁴ Termo cunhado pelo físico escocês James Alfred Ewing, referindo-se a sistemas e organismos que tem memória.

emprestador de última instância, sendo o próximo boom, a próxima bolha, cada vez maior em sua propensão ao risco porque a cada ciclo as inovações financeiras se sucediam e o sistema era cada vez mais desregulamentado.

Mas conforme afirmado, não poderia durar para sempre, uma vez que, conforme afirmado por Minsky, a estabilidade gera instabilidade. O sistema, que traz dentro de si os elementos de sua instabilidade, estava na verdade criando as bases para a maior crise econômica e financeira desde a Grande Depressão.

A crise de 2008, que será detalhado no próximo capítulo, demonstrou que o processo de financeirização não poderia ser infinito. O “momento Minsky”, o momento em que a aversão ao risco alterou as expectativas otimistas em que se baseou o boom e a bolha imobiliária, com o conseqüente processo de desalavancagem e deflação de ativos, afinal, havia chegado.

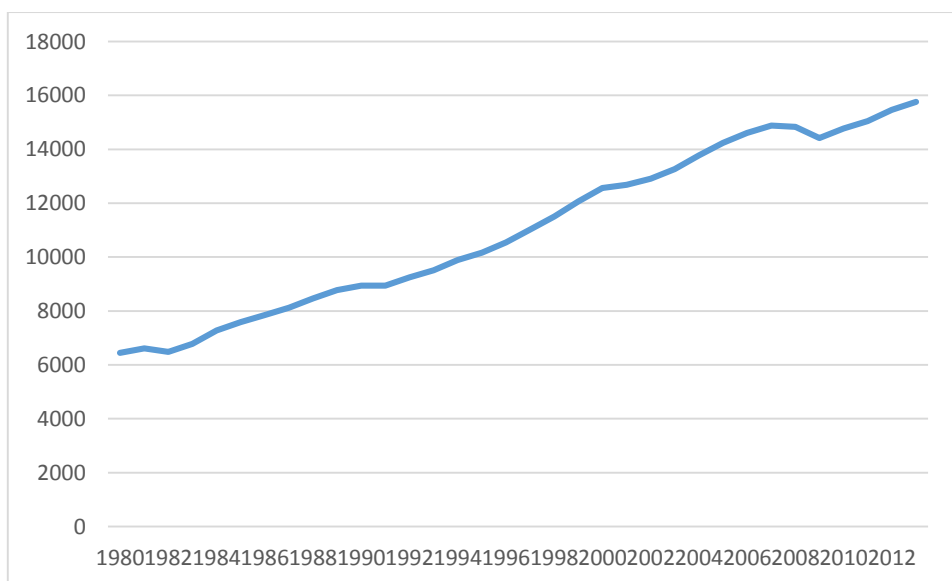
7. A GRANDE CRISE FINANCEIRA DE 2008

7.1. O ESTOURO DA BOLHA IMOBILIÁRIA E A CRISE NA ECONOMIA REAL

15 de Setembro de 2008, precisamente a quebra do banco de investimento Lehman Brothers, é considerado o marco da crise iniciada naquele ano. O momento final de inflexão num período de prosperidade que havia se iniciado após o fim da bolha da internet, no ano 2000. No entanto, a crise de 2008 teve início antes de setembro de 2008, quando as expectativas que haviam criado o momento de prosperidade anterior alteraram-se de uma propensão maior ao risco para um período de pânico e aversão, num longo processo que culminou, de forma simbólica, com a quebra do Lehman Brothers. Sendo que após essa quebra, a política monetária e fiscal implementadas foram fundamentais para evitar a repetição da Grande Depressão.

Conforme pode ser observado no gráfico a seguir, 2008 marcou o primeiro ano em que foi registrado, no cômputo anual analisado pelo Bureau of Economic Analysis, variação negativa do PIB norte-americano desde 1991 (-0,1%). É necessário esclarecer que a economia norte-americana experimentou um período de recessão, que é considerado pelo menos dois trimestres de variação negativa do PIB no ano de 2001 (8 meses, de março a novembro), mas quando computado o ano inteiro, 2001 ainda apresentou crescimento de 1% do PIB.

Gráfico 20 – Produto Interno Bruto do Estados Unidos de 1980 a 2013
(em bilhões de dólares de 2009)



Fonte: Bureau of Economic Analysis – BEA - Table 1.1.6. Real Gross Domestic Product

Em 2008 o PIB norte-americano recuou -0,3%, e em 2009, -2,8%, no que é chamada a “Grande Recessão” (Krugman, 2012), um período marcado por trimestres de variação negativa do PIB de dezembro de 2007 a junho de 2009. Analisando os diversos componentes do Produto Interno Bruto podemos obter qual setor foi o maior responsável pela queda do PIB neste período, conforme se visualiza na tabela a seguir:

Tabela 6 - Contribuição de cada setor da economia para a mudança no Produto Interno Bruto dos Estados Unidos – 2006 a 2013

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Produto Interno Bruto	2,7	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,8	2,8	1,9
Consumo	2,02	1,51	-0,24	-1,06	1,34	1,74	1,52	1,37
Investimento Privado	0,42	-0,61	-1,71	-3,52	1,66	0,69	1,36	0,82
Exportações líquidas	-0,06	0,59	1,12	1,14	-0,51	0,1	0,1	0,12
Gastos do Governo (consumo e investimento)	0,29	0,3	0,54	0,64	0,02	-0,68	-0,2	-0,43

Fonte: Bureau of Economic Analysis – BEA - Table 1.1.2. Contributions to Percent Change in Real Gross Domestic Product

Observa-se que já em 2007 o investimento privado recuou, demonstrando que algo havia acontecido naquele ano que afetou o humor dos investidores, o que se seguiu nos anos de 2008 e com maior força em 2009. Se analisarmos a composição dos investimentos nestes exercícios, veremos que a partir de 2006 o investimento residencial começou a recuar nos Estados Unidos.

Tabela 7 – Percentual de Contribuição do investimento para a mudança do PIB da economia dos Estados Unidos - 2006 a 2013

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Produto Interno Bruto	2,7	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,8	2,8	1,9
1. Investimento Privado	0,42	-0,61	-1,71	-3,52	1,66	0,69	1,36	0,82
1.1 Investimento Fixo	0,37	-0,37	-1,22	-2,77	0,21	0,85	1,17	0,66
1.1.1 Não residencial	0,87	0,76	-0,09	-2,04	0,28	0,84	0,85	0,33
1.1.1.1 Estruturas	0,2	0,39	0,21	-0,7	-0,49	0,05	0,31	0,03
1.1.1.2 Equipamentos	0,51	0,19	-0,42	-1,29	0,7	0,62	0,41	0,17
1.1.1.3 Produtos de propriedade intelectual	0,16	0,17	0,11	-0,05	0,07	0,17	0,13	0,12
1.1.2 Residencial	-0,5	-1,13	-1,12	-0,73	-0,07	0,01	0,32	0,33
1.2 Mudanças de Inventário	0,04	-0,23	-0,49	-0,76	1,45	-0,16	0,2	0,16

Fonte: Bureau of Economic Analysis – BEA - Table 1.1.2. Contributions to Percent Change in Real Gross Domestic Product

Conforme pode ser observado, já em 2006 o investimento residencial começou a recuar (contribuindo com uma redução do PIB naquele ano de -0,5%), sendo que em 2007 a contribuição negativa para o PIB foi de -1,13%, em 2008 de -1,12% e em 2009, o último ano com recuo registrado no investimento residencial, de -0,07%.

Estes são dados da contribuição de cada setor para a mudança do PIB. Se apenas for analisada a mudança de cada setor comparada com seu próprio desempenho no período anterior, sem ponderar o seu peso no PIB, as mudanças verificadas são ainda mais drásticas, com o investimento residencial chegando a cair mais de 20% em 2008 e 2009, conforme se verifica na tabela a seguir:

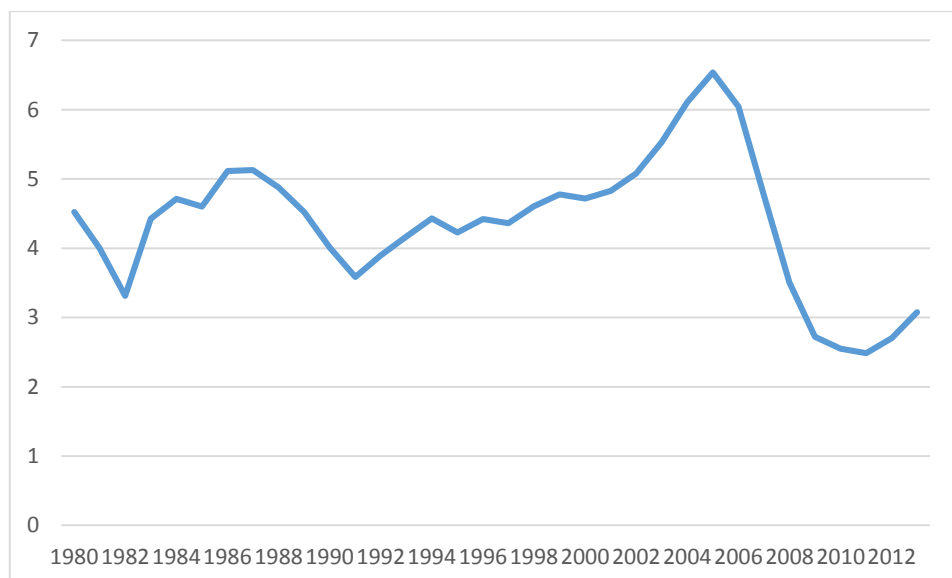
Tabela 8 – Percentual de variação de cada setor da economia americana sem ponderar o seu efeito no PIB

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Produto Interno Bruto	2,7	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,8	2,8
1. Consumo	3	2,2	-0,4	-1,6	2	2,5	2,2
2. Investimento bruto	2,1	-3,1	-9,4	-21,6	12,9	4,9	9,5
2.1 Investimento fixo	2	-2	-6,8	-16,7	1,5	6,2	8,3
2.1.1 Não Residencial	7,1	5,9	-0,7	-15,6	2,5	7,6	7,3
2.1.1.1 Estruturas	7,2	12,7	6,1	-18,9	-16,4	2,1	12,7
2.1.1.2 Equipamentos	8,6	3,2	-6,9	-22,9	15,9	12,7	7,6
2.1.1.3 Produtos de Propriedade Intelectual	4,5	4,8	3	-1,4	1,9	4,4	3,4
2.1.2 Residencial	-7,6	-18,8	-24	-21,2	-2,5	0,5	12,9
3. Gastos de consumo e investimento do governo	1,5	1,6	2,8	3,2	0,1	-3,2	-1

Fonte: Bureau of Economic Analysis - Table 1.1.1. Percent Change From Preceding Period in Real Gross Domestic Product

Em relação a sua representatividade, o investimento residencial, que era de 4,52% do PIB em 1980, chegou a 6,53% no auge da bolha imobiliária, em 2005 (o segundo maior percentual registrado pelo BEA, atrás apenas de 1950, no imediato pós guerra, quando o investimento residencial alcançou 6,89% d PIB), caindo para 2,48% em 2011, quando alcançou sua menor representatividade no produto dos Estados Unidos desde 1945, o último ano da 2ª guerra mundial.

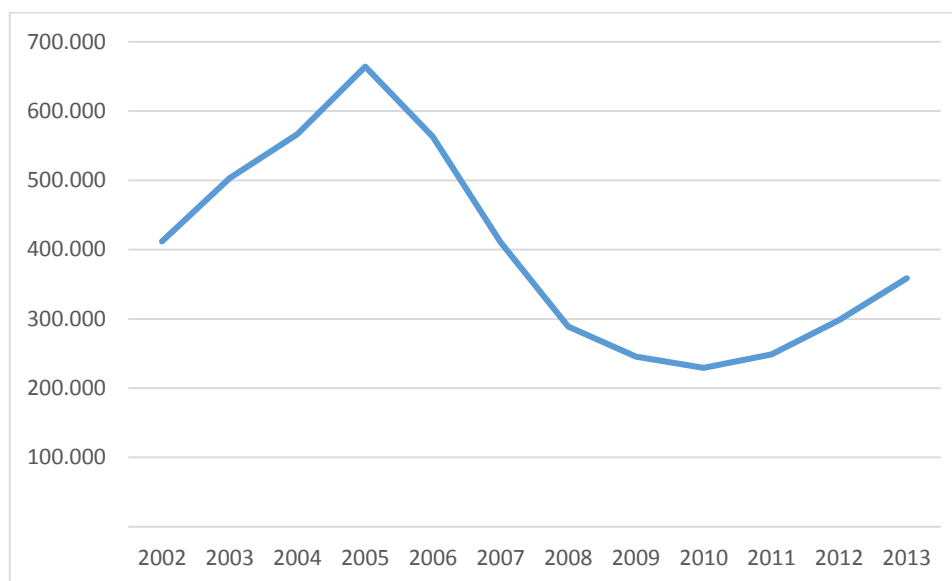
**Gráfico 21 – Representatividade do investimento residencial no total do PIB
- 1980 a 2013**



Fonte: Bureau of Economic Analysis - Table 1.1.5. Gross Domestic Product

Os gastos em construção residencial, que havia alcançado um máximo de 664 bilhões e 152 milhões de dólares em 2005, caiu para um mínimo de 229 bilhões e 258 milhões de dólares em 2010, demonstrando o quanto ficou deprimido os gastos no setor imobiliário neste período.

**Gráfico 22 – Valor despendido na construção residencial no ano
(em milhões de dólares correntes) – 2002 a 2013**

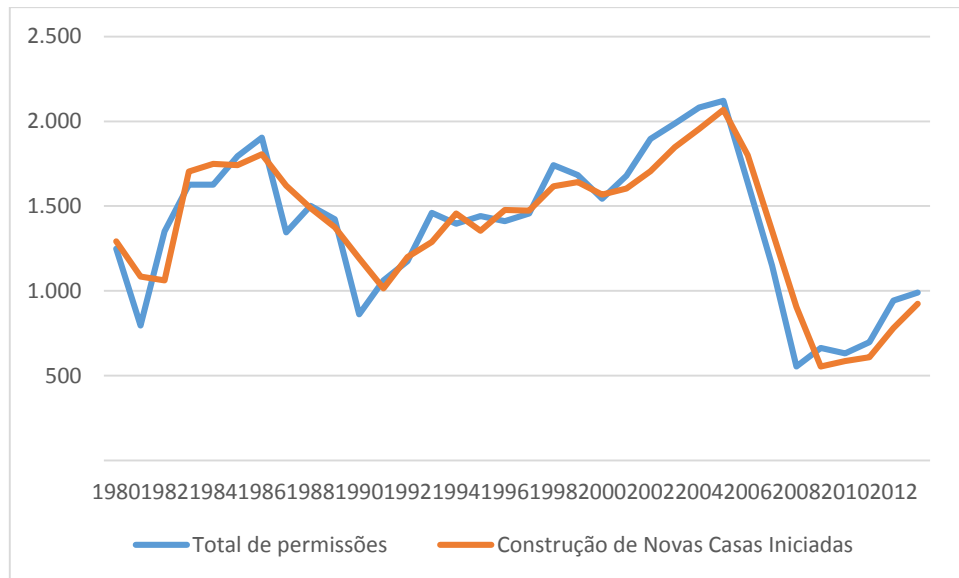


Fonte: U.S. Census Bureau – Construction Spending – Annual Rate for Residential – Estados Unidos – sazonalmente ajustado

Os dados referentes às novas permissões de construção de residências, novas construções iniciadas, vendas de imóveis novos e vendas de imóveis existentes também ilustram o auge e o declínio do mercado imobiliário norte-americano antes e depois da crise.

Em 2005, no auge da bolha, foi autorizada a construção de 2 milhões e 120 mil novas casas, e foi iniciada a construção de 2 milhões e 68 mil novas casas. Em 2008, foram autorizadas apenas 554 mil novas construções, tendo sido iniciada a construção de 905 mil novas casas (sendo que em 2009 foi iniciada a construção de aproximadamente 554 mil novas casas), demonstrando o desinteresse dos investidores em novos investimentos imobiliários, conforme se visualiza no gráfico a seguir.

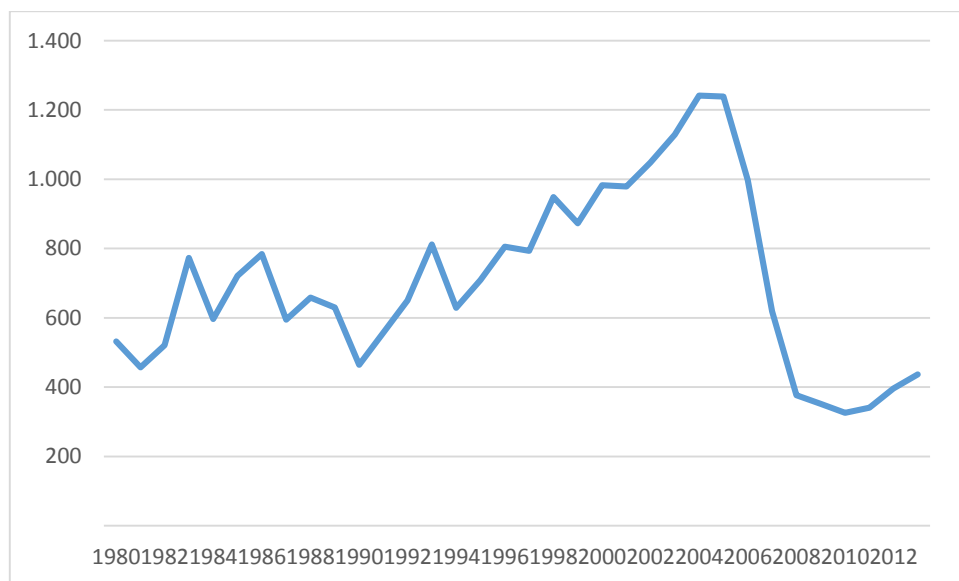
Gráfico 23 – Novas Permissões – Novas Casas Iniciadas
(em milhares) – 1980 a 2013



Fonte: U.S. Census Bureau – New Residential Construction – Annual Rate for Housing Units Authorized in Permit-Issuing Places – Estados Unidos; Housing Unit Started – Estados Unidos

Em relação ao mercado imobiliário, a venda de imóveis novos no auge da bolha alcançou 1 milhão e 242 mil unidades em 2004 e 1 milhão e 239 mil unidades em 2005, caindo para 326 mil unidades em 2010 (352 mil em 2009 e 377 mil em 2008).

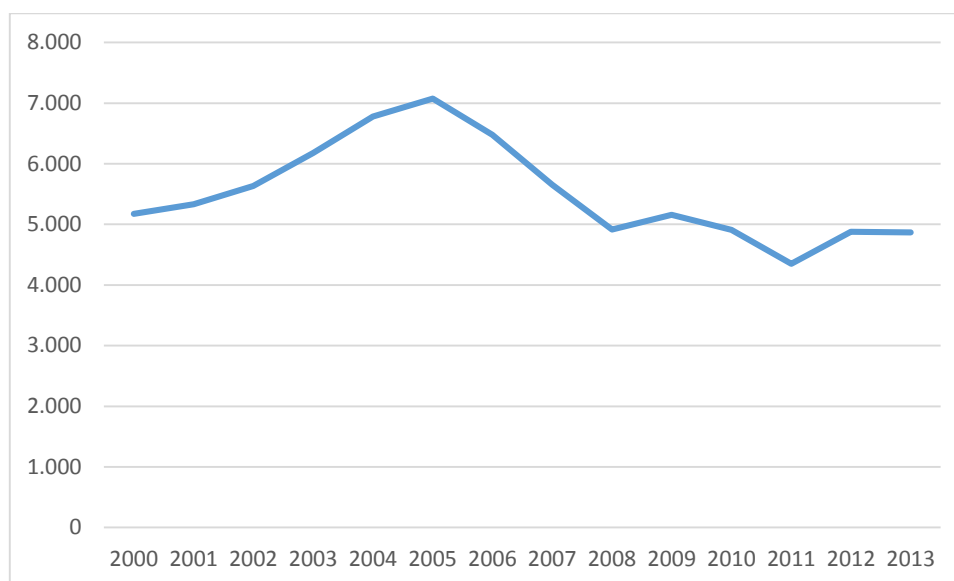
Gráfico 24 – Venda de Casas Novas (em milhares) – 1980 a 2013



Fonte: U.S. Census Bureau – New Home Sales - Annual Rate for new single-family houses sold – sazonalmente ajustado – Estados Unidos

No mercado de imóveis existentes, o número de imóveis vendidos alcançou o número de 7 milhões e 76 mil unidades em 2005, caindo para um mínimo de 4 milhões e 350 mil em 2011.

Gráfico 25 – Número de imóveis existentes vendidos (em milhares) – 2000 a 2013



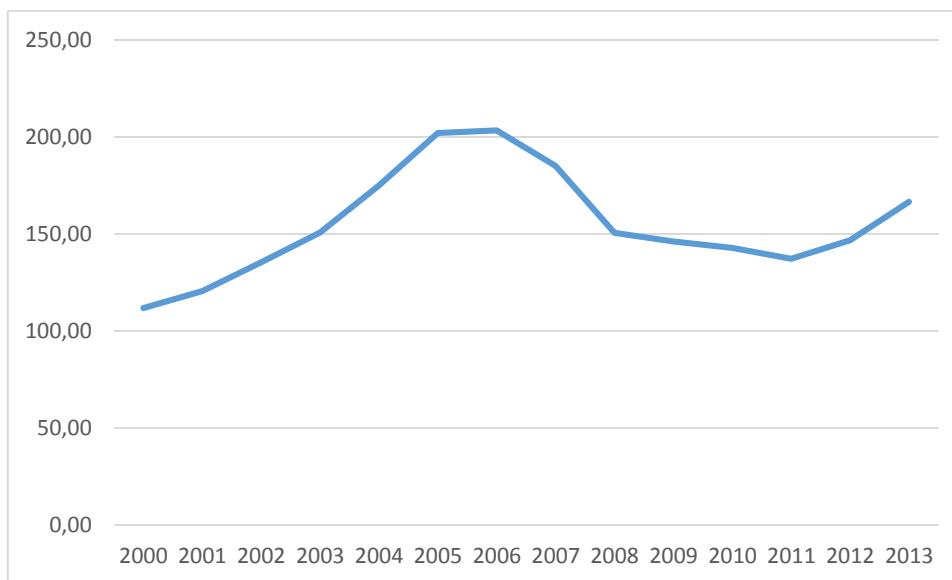
Fonte: National Association of Realtors (NAR)

O que fica claro é que além de ter impacto no consumo, por meio do aumento da dívida aos consumidores, bem como por meio do efeito riqueza, o ciclo vivido pela economia norte-americana neste período de financeirização que levou à bolha imobiliária teve um grande impacto na variável investimento (principalmente investimento na construção de residências), sendo que o fim da bolha marcou uma retração acentuada desta variável, o que levou à Grande Recessão.

O que fica evidente ainda, conforme os dados apresentados, é que o período de crise no mercado imobiliário já começou a ficar evidente em 2006, quando o investimento residencial contribuiu negativamente para o crescimento do PIB norte-americano em -0,5%, e quando houve uma estabilização nos preços dos imóveis, sendo que o preço dos imóveis começou a declinar nos anos seguintes. O índice S&P Case-Shiller-20 Home Price Index variou de 203,77

em janeiro de 2006 até 203,45 em dezembro deste mesmo ano, sendo que o declínio posterior levou este índice para 140,79 em maio de 2009²⁵.

Gráfico 26 – Índice S&P Case-Shiller-20 Home Price Index – 2000 a 2013



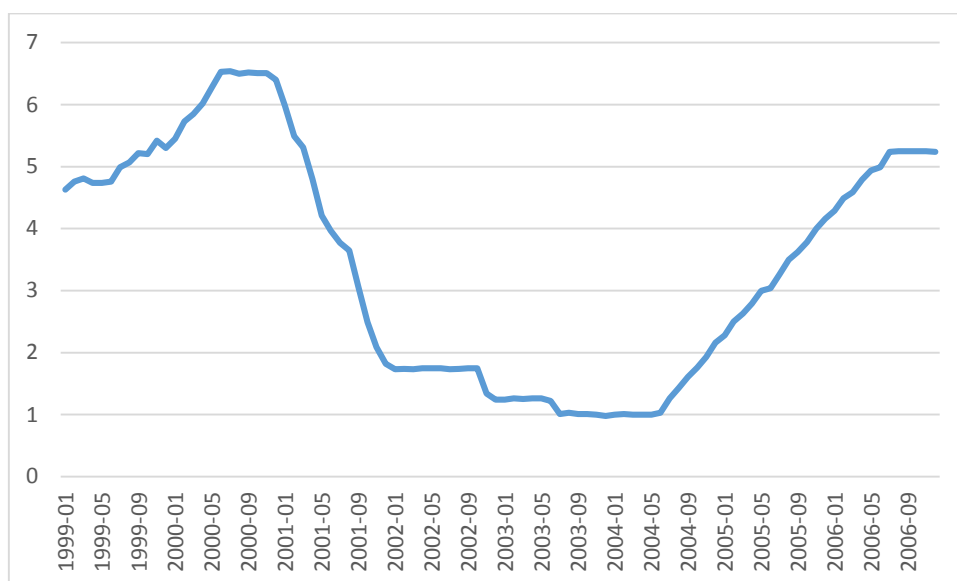
Fonte: Federal Reserve of St. Louis – S&P Dow Jones Indices LLC.

Conforme argumentou-se na seção referente às inovações financeiras, haviam sido criadas inovações como os empréstimos com taxas ajustáveis e amortizações negativas. Estes tipos de financiamento eram dependentes de preços de imóveis sempre crescentes para se manterem solventes (Stiglitz, 2010). Isto porque quando a hipoteca iria ter seus juros reajustados (com os valores a serem pagos mensalmente podendo comprometer as finanças familiares), os mutuários recorriam a um refinanciamento com taxas novamente ajustáveis e reduzidas no início da hipoteca.

Destaque deve ser dado aos juros básicos estipulados pelo Banco Central dos Estados Unidos que haviam chegado a 1% em julho de 2003, e que começaram a subir em julho de 2004, chegando ao máximo de 5,25% em julho de 2006, o que teve impacto nos financiamentos com taxas variáveis (Stiglitz, 2010; Roubini, 2010), conforme pode ser observado no gráfico.

²⁵ O índice S&P Case-Shiller-10 Home Price Index, que conforme explicado anteriormente, engloba 10 regiões metropolitanas nos Estados Unidos (em detrimento de 20 regiões do índice Case-Shiller-20) variou de 223,92 em janeiro de 2006 até 222,53 em dezembro deste ano, sendo que em maio de 2009 havia chegado a 152,08.

Gráfico 27 – Taxas de Juros de curto prazo estipuladas pelo Banco Central dos Estados Unidos – janeiro de 1999 a dezembro de 2006



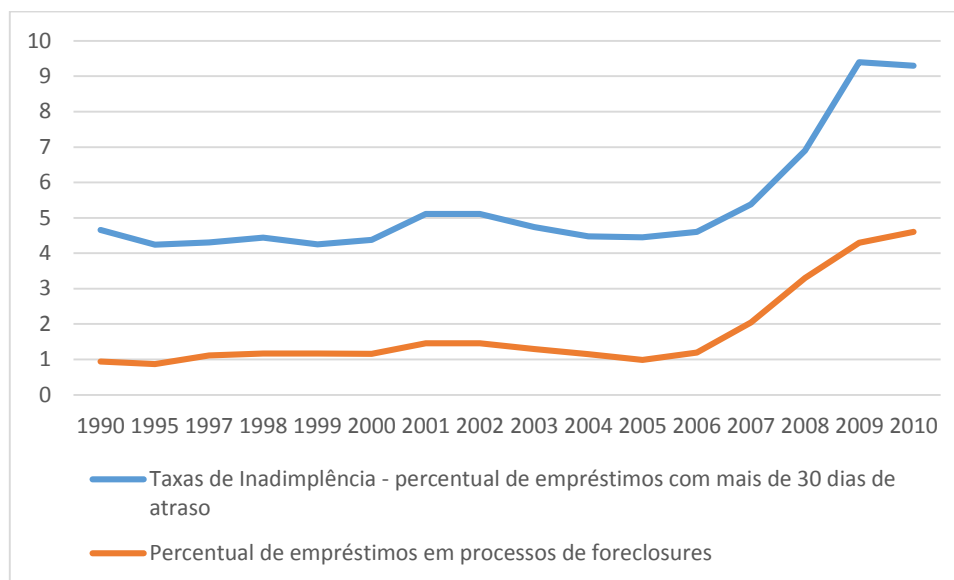
Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System – H15 Selected Interest Rates – Federal Funds Effective Rate – Annual.

Em relação às hipotecas com amortizações negativas (o tomador do empréstimo não paga nem o juros, devendo mais no final do ano que quando contraiu a hipoteca), a continuidade da valorização dos imóveis era fundamental para que este pudesse refinarciar sua hipoteca com um valor majorado no futuro e pudesse cobrir o valor do principal aumentado (se o valor do imóvel, por exemplo, passasse a valer U\$ 250.000, de um valor hipotecado inicial de U\$ 220.000, sendo que a amortização negativa alcançou o valor de U\$ 10.000, a diferença obtida na nova hipoteca não só cobriria o valor majorado da dívida principal, que seria agora de U\$ 230.000, como o valor restante de U\$ 20.000 poderia ser utilizado para o consumo).

Com a estabilização dos preços dos imóveis estes mecanismos não estavam mais presentes. Soma-se a isso o fato da concessão dos empréstimos subprime e os empréstimos do tipo NINJA²⁶, e o resultado foi um aumento das taxas de inadimplência e ainda das cobranças judiciais (levando aos chamados “foreclosures” – a tomada do imóvel por parte do credor). É isto que indica o crescimentos dessas taxas a partir de 2006 quando as taxas de inadimplência estavam em 4,6% e as de cobrança judicial em 1,19%, mantendo-se no mesmo nível que anos anteriores, e que começaram a crescer após a queda do valor dos imóveis chegando em 2010 a 9,3% a taxa de inadimplência e a 4,6% a de cobranças judiciais (foreclosures), conforme se visualiza no gráfico:

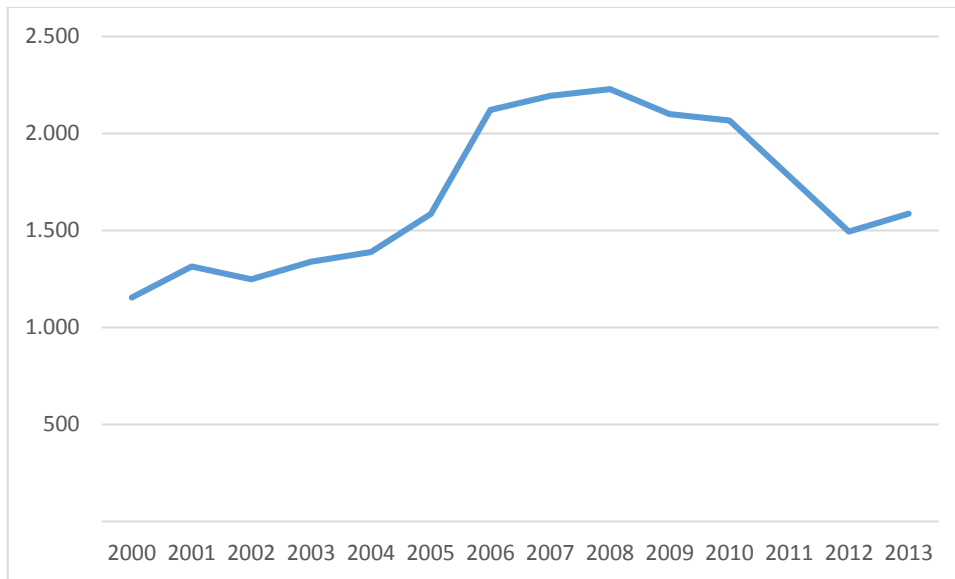
²⁶ No income, no Jobs and no assets (Sem renda, sem emprego e sem ativos).

Gráfico 28 – Percentuais de Inadimplência e de cobrança judicial (foreclosures) nos empréstimos imobiliários – 1990 a 2010



Fonte: Mortgage Bankers Association of America.

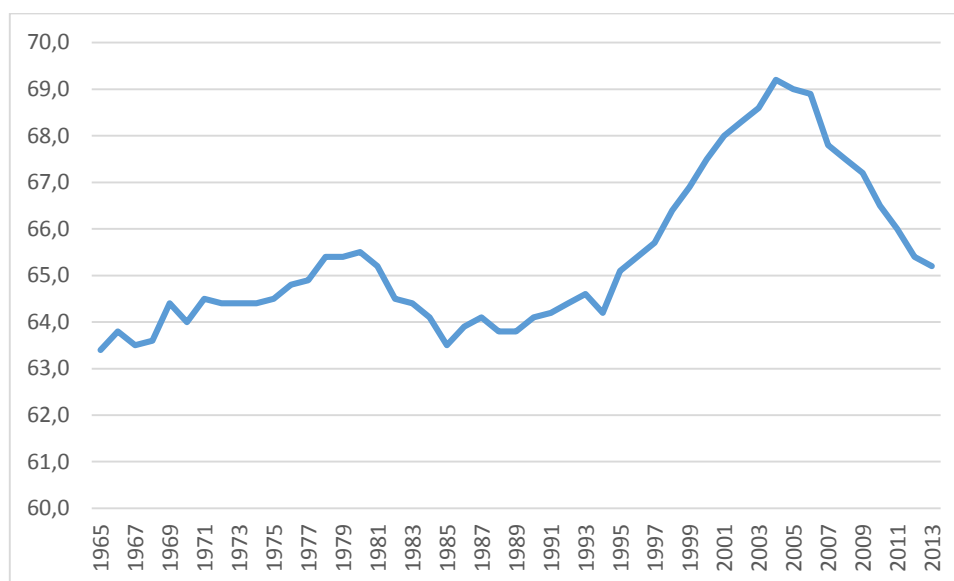
Destaque-se que importante fator no processo de queda dos preços dos imóveis é o inventário disponível para a venda antes da crise. Uma vez que os imóveis estavam sendo adquiridos não apenas para famílias que iriam ocupá-los, mas também por investidores que esperavam a valorização destes imóveis, uma vez que os preços se estabilizam, este mercado desaparece, aumentando o número de imóveis disponíveis no mercado. E foi o que aconteceu. Conforme se verifica no gráfico, antes de 2005, este número era inferior a 1 milhão e 585 mil imóveis (número de 2005) desocupados a venda. Em 2006, este número subiu para 2 milhões e 121 mil, e se manteve acima de 2 milhões até 2011 (isto quando o número de imóveis novos construídos teve uma grande queda tendo em vista a redução dos investimentos no setor, conforme verificado anteriormente).

Gráfico 29 – Número de imóveis desocupados à venda (em milhares) – 2000 a 2013

Fonte: U.S. Census Bureau – Housing Inventory Estimate – não ajustado sazonalmente – Estados Unidos

Outro fenômeno decorrente da desregulamentação financeira e das inovações analisadas, foi a ampliação dos empréstimos imobiliários para camadas sociais mais vulneráveis (os empréstimos subprime), o que acabou aumentando a taxa de proprietários de imóveis nos Estados Unidos neste período. O percentual que desde que a série de dados estudada está disponível, em 1965, não havia ultrapassado 66% até 1997 (o máximo havia sido 65,7% neste ano), chegou, no auge da bolha a 69,2% em 2004 e 69% em 2005, diminuindo com a crise desde então (chegando a 65,2% em 2013).

Gráfico 30 – Percentual de famílias proprietárias do imóvel em que reside nos Estados Unidos – 1965 a 2013



Fonte: U.S. Census Bureau – Homeownership Rate – não ajustado sazonalmente – Estados Unidos

7.2. A CRISE NO MUNDO FINANCEIRO

Desta forma, o mercado imobiliário, mercado onde as inovações financeiras tiveram um impacto direto em sua dinamização, onde toda uma série de produtos da indústria de derivativos tinha se originado, entrou em crise quando o preço dos imóveis se estabilizou em 2006, com um aumento das taxas de inadimplência, e quando esses preços começaram a cair. Mas produtos financeiros como os MBSs, os CDOs, tinham como base justamente o fluxo dos pagamentos do mercado imobiliário, e seu valor dependia da saúde deste mercado e da realização dos pagamentos efetuados.

Neste momento, o mundo real e o mundo financeiro mais uma vez se encontram. No primeiro momento, o sistema financeiro foi o motor do crescimento do mercado imobiliário, foi o combustível para o crescimento econômico e para a expansão imobiliária. No segundo momento, quando a inadimplência começa a afetar os ativos que foram a base da expansão, uma espiral de deflação destes ativos financeiros se inicia e o resultado será a maior crise econômica e financeira desde a Grande Depressão.

Mas primeiro esta crise atingiria o sistema paralelo não supervisionado e não garantido pelo governo. Conforme afirmam Roubini e Mihm (2010) e também Palley (2012a), começou a ocorrer uma lenta corrida bancária no sistema paralelo no final de 2006. Os emprestadores do mercado de hipotecas subprime, que tinham dependência de financiamentos de curto prazo de

grandes bancos, começaram a não conseguir renovar suas linhas de crédito, e começaram a falir.

Mesmo assim, havia poucos indícios de que isso era o começo de uma colossal crise bancária. Mas, desde o final de 2006, o sistema de bancos paralelos começou a registrar uma lenta corrida que o próprio George Bailey teria reconhecido. Ela teve início com as centenas de emprestadores de hipotecas não bancários e não regulados, que lideravam o mercado de hipotecas subprime tinham grande dependência de financiamento a curto prazo dos grandes bancos. Quando ficou claro o rápido crescimento da inadimplência nas hipotecas subprime, os grandes bancos se recusaram a renovar as linhas de crédito desses emprestadores. Sem que pudessem recorrer ao emprestador de última instância, essas empresas não bancárias começaram a falir, vítimas de uma corrida bancária do século XXI (ROUBINI e MIHM, 2010, pp. 103-104).

A estrutura de financiamento do sistema paralelo é um elemento importante para o entendimento da crise que se seguiu. Conforme informado em item anterior, esse sistema se financiava com papéis comerciais (os chamados *asset-backed commercial papers* – ABCPs), obtendo recursos de curto prazo e investindo em ativos ilíquidos, tais como os derivativos. Este descasamento entre a estrutura de financiamento de curto prazo e investimentos de longo prazo foram fundamentais para o desenvolvimento da crise, uma vez que se os participantes do mercado de papéis comerciais perdessem confiança em um banco, eles se recusariam a rolar os financiamentos, forçando esses bancos a repagarem seus papéis comerciais ou forçando o banco a falência, conforme explicado por Palley:

No passado, este perigo fez crescer o problema das corridas bancárias, quando depositantes, constatando que um banco não podia atender os saques, começavam a tentar sacar de todos os bancos. A crise financeira de 2008 criou uma analogia do tradicional problema de corrida bancária. Antes de financiar a si mesmos com depósitos, o sistema bancário paralelo e os bancos de investimento de Wall Street financiaram suas atividades via o mercado de papéis comerciais. Assim, em vez de tomar pequenos depósitos, eles tomaram emprestado largas somas por curtos períodos de tempo – usualmente com uma maturidade de 30 dias até 1 ano. Eles usaram essas somas para gerar hipotecas ou comprar MBSs e CDOs.

Esse padrão de financiamento criou o potencial para problemas similares a corridas bancárias. No evento que os emprestadores do mercado de papéis comerciais perdessem confiança em um banco, eles podiam se recusar a rolar o financiamento, forçando os bancos a repagar seus empréstimos de papéis comerciais e assim empurrando o banco para a insolvência (PALLEY, 2012a, pp. 69-70, tradução nossa).

Roubini e Mihm (2010) relatam que a primeira instituição financeira que faliu foi a “Merit Financial”, especializada em financiamentos que requeriam poucos documentos, como os empréstimos de mentiroso (empréstimos em que o valor declarado da renda não corresponde ao valor real) e os de tipo NINJA. Segundo os autores, no final de 2006, 10 instituições haviam falido, no final de março de 2007, mais de cinquenta, e em 2 de abril, a segunda maior financeira de hipotecas subprime (New Century Financial), abriu falência.

O índice ABX²⁷, que media o estresse do mercado de títulos de alto risco (criado pela firma Markit, de Londres) calculando os preços de uma cesta de swaps de risco de crédito (CDSs), durante 2007 entrou em queda, o que forçou “os agentes do sistema bancário paralelo a examinar seus ativos e a recalculá-los o valor de todos os títulos que possuíam” (ROUBINI e MIHM, 2010, p. 105).

Houve então uma desvalorização dos ativos garantidos por hipotecas, sendo que algumas instituições ficaram com ativos menores que os passivos, o que fez com que os bancos do sistema paralelo tivessem que obter recursos para cobrir suas perdas, bem como fez com que estes reduzissem a concessão de empréstimos com base em ativos que se tornavam cada vez mais duvidosos. Essa aversão ao risco e o conseqüente impulso para reduzir a alavancagem, são para Roubini e Mihm (2010, p. 105) o “momento Minsky” da crise de 2008.

A alavancagem do sistema financeiro foi um dos ingredientes mais importantes para a geração da crise. Conforme vimos, o setor financeiro estava altamente alavancado, tendo o valor total de sua dívida alcançado durante o período de aplicação das políticas neoliberais, em 2008, a proporção de 116,18% do PIB, aumentando em quase 6 vezes a proporção de sua dívida desde 1980 (quando o percentual da dívida do setor em relação ao PIB era de 20,42%).

Os bancos de investimento podiam estar alavancados (dívida em relação ao capital) em 30 dólares para cada dólar investido próprio. Isto significa que com uma queda de 3,4% no valor do ativo há uma perda de 1, o que é igual a 100% do capital, deixando o banco insolvente²⁸ (PALLEY, 2012a)²⁹. No caso de um fundo de hedge, o banco de investimento credor pode fazer uma chamada de margem, conforme explicam Roubini e Mihm:

Para piorar as coisas, não é incomum que os emprestadores esperem que as proporções de alavancagem permaneçam constantes, mesmo que haja uma perda do valor do ativo comprado com o empréstimo. Digamos, por exemplo, que um fundo de hedge tome emprestado 95 milhões de dólares de um banco de investimentos, adicione 5 milhões de dólares do seu dinheiro e compre um CDO de 100 milhões de dólares. O valor dos ativos cai para 95 milhões de dólares. O ativo inicial foi destruído. Isso não é, necessariamente, um problema: o preço pode voltar para 100 milhões de dólares no

²⁷ Com este índice, “podia-se avaliar o custo de contratar seguro – na forma de swaps de risco de crédito – contra inadimplências de tranches de títulos lastreados em hipotecas e de obrigações com garantias em hipotecas, classificadas pelas agências de risco desde um abismal BBB até o supostamente alto nível AAA. Durante o ano de 2007 o índice ABX entrou em queda livre, com as tranches do fundo do poço perdendo mais de 80% do seu valor. Até as tranches mais seguras perderam 10% em julho de 2007” (ROUBINI, 2010, p. 104-105).

²⁸ A insolvência se caracteriza pelo fato do banco, mesmo vendendo seus ativos, ter um déficit junto aos seus credores maiores que o seu capital próprio investido. Desta forma, difere da iliquidez, que se caracterizaria com um problema bancário em que o banco, vendendo os ativos, possuiria os recursos para cobrir suas obrigações, mas estes ativos estão em forma líquida, não podendo o banco atender de imediato as demandas de liquidez de seus clientes.

²⁹ Ver também ROUBINI, 2010, p. 97.

devido tempo. Mas o banco de investimentos pode ficar nervoso e fazer uma “chamada de margem”, exigindo que a proporção original de alavancagem seja restaurada. Isso significa que o fundo de hedge precisa depositar 4,75 milhões de dólares em novos ativos (4,75 milhões é um vigésimo de 95 milhões). Se o fundo de hedge pode levantar o dinheiro, as coisas podem funcionar. Caso contrário, o fundo de hedge tem que vender o ativo por 95 milhões de dólares e ver seu ativo desaparecer (ROUBINI e MIHM, 2010, pp. 97-98).

O problema deste processo é quando vários agentes se encontram na mesma situação, todos altamente alavancados, com ativos sendo desvalorizados e sofrendo chamadas de margem. Neste momento, ou as instituições encontram os recursos no mercado ou têm que vender os ativos. O problema é que se todos começam a vender os ativos, por exemplo, ativos tais como os MBSs ou CDOs, o preço dos ativos cai mais ainda, o que aumenta mais ainda a necessidade de capital, forçando as instituições a vender outros tipos de ativos, como títulos e ações, levando a uma desvalorização generalizada de ativos em outros mercados, com muitos vendedores e poucos compradores, fazendo o problema que era restrito ao mercado de títulos do subprime se espalhar para outros mercados (Roubini e Mihm, 2010).

Conforme relatam Roubini e Mihm, após a queda do índice ABX em 2007, dois fundos de hedge gerenciados pelo banco de investimentos Bear Stearns que investiram bilhões em CDOs começaram a sofrer perdas, os bancos que haviam emprestado para os fundos de hedge fizeram chamadas de margem. O Bear Stearns injetou dinheiro nos fundos, mas não foi suficiente. Um dos fundos acabou perdendo 90% do capital dos investidores, e os ativos do banco mais alavancado (que tinha uma razão dívida/ativos de 20 para 1) desapareceu. No final de julho, os dois pediram falência, assim como um fundo de hedge criado pelo UBS também fracassou no mesmo tipo de situação.

Assim, uma espécie de corrida bancária iniciou no sistema paralelo (do qual os fundos de hedge eram parte), com cerca de 500 fundos de hedge quebrando nos dois anos posteriores a quebra dos fundos gerenciados pelo Bear Stearns e pelo UBS. Conforme afirmam Roubini e Mihm (2010, p. 107), “os credores dos fundos de hedge não podiam saber nem sabiam o nível de exposição individual dos fundos de hedge a ativos podres. Diante desse grau de incerteza, eles cortaram o crédito de todos eles”. Assim, um colapso generalizado da confiança começou a se desenvolver, causando a cessação do financiamento via papéis comerciais.

Isto, por sua vez, expôs o sistema inteiro, porque um colapso generalizado de confiança pode rapidamente se desenvolver, causando com que sequem o financiamento de papéis comerciais para todos os bancos – que é exatamente o que aconteceu no final de 2008 após o colapso do Lehman Brothers. Com o sistema de bancos shadow e os bancos de investimento de Wall Street sem acesso à janela de desconto do Banco Central e com os mercados de papéis comerciais sem um análogo ao seguro depósito do FDIC, o mercado de papéis comerciais congelou

completamente quando os emprestadores perderam confiança em todos os bancos (PALLEY, 2012a, p. 70, tradução nossa).

No sistema paralelo, Roubini e Mihm (2010) relataram que a desconfiança sobre a solvência das instituições parte deste sistema se alastrou para outras instituições, como os veículos que não estavam nos balanços dos bancos regulados (SIVs e conduits). O Citibank, que tinha criado 7 SIVs com ativos de 100 bilhões de dólares (os ativos dos conduits e SIVs somados chegavam a 800 bilhões de dólares no sistema inteiro), constatou que os veículos por ele criados estavam apresentando problemas. Em quatro semanas a partir deste fato, 200 bilhões de dólares foram transferidos pelos investidores do mercado de papéis comerciais (ABCP) para mercados mais seguros, aumentando as taxas que deveriam ser pagas pelos SIVs e conduits para obter dinheiro, sendo que credores começaram a se recusar a emprestar dinheiro.

Os bancos que criaram os SIVs e os conduits (e que prometeram usar a própria liquidez no caso de crise para atrair investimentos), durante esse processo, acabaram por incluir estes veículos em seus balanços, sofrendo enormes prejuízos, conforme relatado por Roubini e Mihm

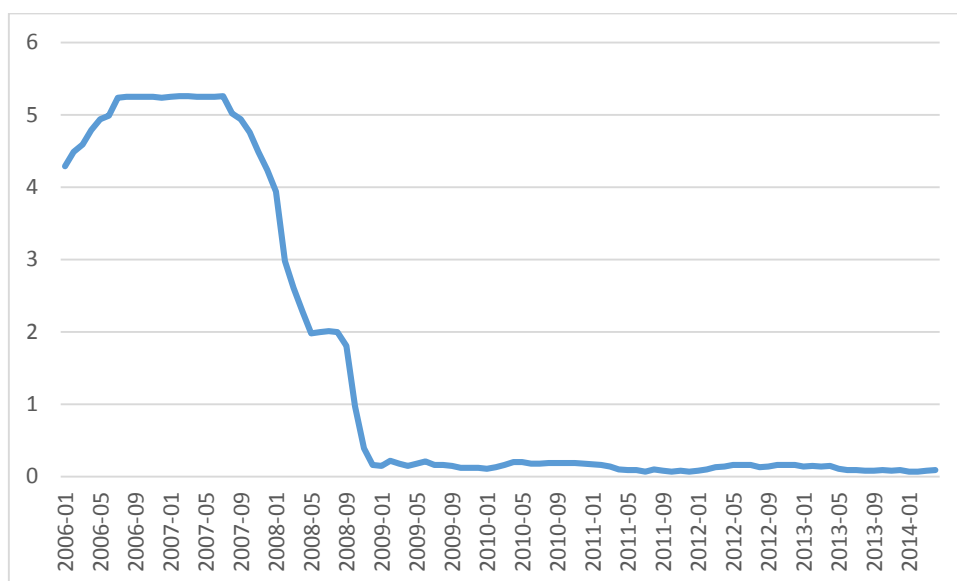
Quando a situação começou a fugir ao controle, os bancos que tinham garantido os SIVs e os conduits se viram numa posição delicada. Para atrair investidores, eles haviam prometido usar a própria liquidez no caso de uma crise, e até garantido a taxa de juros e valor dos investimentos. Isso comprometia os bancos em caso de perdas, e depois de muito gritar e espernear, eles se viram obrigados a incluir sua exposição aos SIVs em seus balanços, sofrendo prejuízos maciços nesse processo.

O pior ainda estava por vir. Começando em agosto de 2007, um choque muito mais grave – um aperto total de liquidez e crédito – sacudiu os mercados financeiros, culminando com o colapso do Lehman Brothers, que instaurou o caos no sistema financeiro global. Naquele momento, o que restava do sistema de bancos paralelos ruiu, e até mesmo o sistema bancário convencional sofreu os abalos. A crise estava apenas começando (ROUBINI e MIHM, 2010, p. 108).

Assim, a situação era tal que ninguém poderia ter certeza sobre quais instituições possuíam os ativos podres. A desconfiança impregnou as relações interbancárias, com um aumento das taxas de juros nos empréstimos interbancários no overnight (empréstimos de um dia, medidos pela taxa LIBOR de Londres, que possuem taxas um pouco acima das estipuladas pelos bancos centrais).

Os bancos centrais em agosto de 2007 começaram a atuar no mercado para baixar essas taxas, garantindo liquidez e o FED começou um processo de corte das taxas de juros. As taxas que em janeiro de 2007 estavam em 5,25% chegaram em dezembro deste mesmo ano a 4,24%.

Gráfico 31 – Taxas de juros de curto prazo estipuladas pelo Banco Central dos Estados Unidos - janeiro de 2006 a abril de 2014



Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System – H15 Selected Interest Rates – Federal Funds Effective Rate – Annual.

Durante o ano de 2007,

segundo o índice ABX, os valores dos CDOs continuavam caindo, e mesmo as tranches com rating AAA estavam sendo desvalorizadas a cada dia. Ao mesmo tempo, as agências de classificação de risco, numa corrida para compensar sua negligência durante os anos de expansão, começaram a baixar a classificação de diversos títulos. Quanto ao mercado de securitização, estava efetivamente congelado. As hipotecas e outras formas de endividamento que haviam temperado a receita das finanças estruturadas agora se acumulavam, inúteis e indesejáveis (ROUBINI e MIHM, 2010, p. 112).

Houve então um processo de capitalização de instituições financeiras entre o fim de 2007 e o início de 2008, com estas instituições (Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Washington Mutual, Wachovia) buscando este capital junto aos fundos soberanos (fundo de Abu Dhabi, fundo de Cingapura, China). Em dezembro de 2007, o FED ofereceu empréstimos de longo prazo aos bancos, criando a Term Auction Facility (TAF), juntamente com o Banco Central Europeu e o Banco da Inglaterra, “com o objetivo de desafogar o mercado interbancário por meio da concessão de empréstimos a longo prazo aos bancos” (ROUBINI e MIHM, 2010, p. 117).

No entanto, nenhuma dessas ações seria suficiente para alterar a mudança de expectativas dos agentes econômicos, que tinham entrado num período de aversão ao risco, ou para evitar a desvalorização dos ativos (títulos que mostravam-se cada vez mais tóxicos, tendo

em vista sua base em hipotecas que apresentavam índices crescentes de inadimplência). E conforme já relatado, uma nova recessão havia começado nos Estados Unidos em dezembro de 2007 (o que impactaria nas taxas de inadimplência), aquela que seria conhecida como a Grande Recessão, sendo que a destruição do edifício financeiro onde se baseou o período anterior de crescimento ainda não havia sido concluída.

Tendo em vista que o mercado de securitização estava paralisado, os bancos tiveram que manter em carteira os empréstimos imobiliários efetuados, bem como os títulos de securitização criados. Uma vez que o preço dos ativos estavam apresentando constantes quedas, essas perdas começaram a ser contabilizadas pelo sistema bancário. Em março de 2008, foram anunciadas perdas no mundo inteiro de 260 bilhões de dólares, com o Citigroup perdendo 40 bilhões, a AIG perdendo 30 bilhões de dólares, o Wachovia perdendo 47 bilhões, bem como outros bancos perdendo somas semelhantes (ROUBINI e MIHM, 2010).

Os bancos de investimento Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Goldman Sachs e Bear Stearns estavam apresentando perdas (deve ser destacado que os bancos de investimento não tinham acesso ao prestador de última instância, o FED nem contavam com o seguro-depósito). O Bear Sterns, que tinha papel de destaque na produção de CDOs e estava com muitos ativos podres em seu balanço, em 13 de março de 2008 afirmou que havia perdido 88% de seus ativos tendo em vista que não havia conseguido rolar seu financiamento de curto prazo com seus credores, sendo que acabou sendo vendido, com a anuência do Banco Central dos Estados Unidos, para o JPMorgan Chase (ROUBINI e MIHM, 2010).

Roubini e Mihm relatam que neste momento o FED começou a efetuar a troca de títulos do tesouro líquidos, por ativos ilíquidos dos bancos de investimento, bem como criaria em sequência uma linha de crédito que daria acesso aos bancos de investimento ao prestador de última instância, mas estas instituições ainda não contavam neste momento com o seguro-depósito, e o plano do FED seria apenas apoiar instituições que não estivessem comprovadamente insolventes, para evitar o risco moral.

Outro elemento destacado pelos autores citados no desenrolar da crise foi o papel das seguradoras. Estas (ACA, Ambac, AIG), que garantiam os pagamentos das obrigações, e, por meio de swaps de risco de crédito (Credit Default Swaps – CDSs), garantiram trilhões de dólares de tranches de CDO, nunca possuíram os recursos para pagarem os segurados no caso de uma crise generalizada do sistema de derivativos.

Conforme relatam Roubini e Mihm (2010), as companhias Fannie Mac e Freddie Mac, alavancadas na proporção de 40 para 1, sendo agências governamentais, se endividaram (com títulos que os investidores imaginavam que estariam segurados pelo governo) para comprar

hipotecas e títulos lastreados por ativos. Além disso, elas seguravam hipotecas que foram transformadas em títulos lastreados nestas, sendo que a remuneração que elas recebiam por meio do prêmio de seguro era inferior aos dispêndios que estavam ocorrendo nas hipotecas seguradas. Assim, elas estavam perdendo de forma dupla, tanto no seu papel de seguradoras de hipotecas quanto nos investimentos efetuados nos ativos que agora se mostravam tóxicos. Assim, como nas outras instituições já citadas, o capital das duas instituições começou a diminuir, e “investidores começaram a entrar em pânico” (ROUBINI e MIHM, 2010, p. 124). Isto porque os investidores desconfiaram que estas companhias não podiam mais honrar os seguros emitidos, e desconfiaram que elas não pudessem ter o capital necessário para pagar os empréstimos que elas efetuaram.

O resultado foi o socorro do governo norte-americano em setembro de 2008, que protegeu os credores, mas deixou a deriva os detentores de ações ordinárias e preferenciais, que perderam seu capital (ROUBINI e MIHM, 2010).

Estamos neste momento da história nas vésperas da quebra do Lehman Brothers. O marco da crise, conforme destacado anteriormente, se aproximava. Tanto o banco de investimentos Lehman Brothers quanto o banco de investimentos Merrill Lynch estavam à beira da insolvência em setembro de 2008.

No dia 13 de setembro de 2008, o Secretário do Tesouro norte-americano Henry Paulson reuniu a elite do setor financeiro no escritório do FED de Nova York para procurar uma solução para os bancos citados. No dia 14, ainda não havia acordo a vista para o Lehman Brothers, sendo que o Merrill Lynch estava obtendo um acordo onde seria vendido para o Bank of America. Em 15 de setembro de 2008, o Lehman Brothers decretou sua falência, desencadeando “ondas de choque” no sistema financeiro (Roubini, 2010, p. 126).

A consequência imediata da quebra do Lehman Brothers foi o rebaixamento da seguradora AIG pelas agências de classificação de risco, colocando em questão todas as garantias que haviam sido dadas aos tranches de CDOs emitidos com conceito AAA (meio trilhão de dólares). O governo norte-americano, no dia 16 de setembro de 2008, capitalizou a instituição.

No mesmo dia dos rebaixamentos, o governo dos Estados Unidos jogou uma boia salva-vidas de 85 bilhões de dólares para a instituição; fundos adicionais fluíram nos meses seguintes. Em troca, parte da AIG foi estatizada: a maior parte de suas ações ordinárias pertencia agora ao governo (ROUBINI e MIHM, 2010, pp. 126-127).

Iniciamos este capítulo afirmando que a quebra do Lehman Brothers é considerado o marco da crise de 2008. Afirmamos ainda que, de fato, a crise de 2008 havia sido iniciada antes. Mais precisamente, conforme nossa narrativa, esta crise iniciou com o fim da bolha imobiliária, que iniciou com a estabilização dos preços dos imóveis em 2006, a retração do investimento residencial neste mesmo ano, a retração do mercado de imóveis novos e usados, o aumento dos níveis de inadimplência que se seguiram, e o reflexo no mundo financeiro do que estava ocorrendo com o fim da bolha imobiliária. Desta forma, localizamos o início da crise em 2006, sendo setembro de 2008 a culminação de um longo processo de mudança de expectativas (a economia norte-americana, é importante ressaltar, já estava em recessão desde dezembro de 2007), de deflação de ativos, que levou todo o sistema financeiro a beira do colapso.

A crise mudou o sistema financeiro norte-americano. Os bancos de investimento foram consumidos um a um, o mercado de derivativos paralisou, os bancos restringiram o crédito. A partir da quebra do Lehman Brothers o pânico global se instalou, e para cada fato que ameaçava colapsar o sistema, uma resposta governamental foi oferecida, com medidas inéditas tomadas tanto pelo Banco Central dos Estados Unidos quanto pelo tesouro, e também pelo governo norte-americano de forma global.

Conforme afirmou Palley:

A sequência de eventos tomou anos para se desenvolver, e alguém poderia pensar a economia como tendo se engajado numa longa corrida, num esquema Ponzi em aceleração, centrado no mercado imobiliário. Fraudes Ponzi envolvem o uso de contribuições de novos investidores para pagar de forma generosa participantes mais antigos, fazendo desta forma o esquema atrativo para mais investidores. Como em todos os esquemas Ponzi, o crash aconteceu extraordinariamente rápido uma vez que os investidores reconheceram que não há “lá” lá.

Além disso, a sequência se desenvolveu de maneira repetida, começando com a menor e mais arriscada parte do sistema bancário paralelo; então movendo pelo espectro, consumindo maiores e maiores, mais reconhecidos nomes; e finalmente consumindo os bancos de investimento de Wall Street e grandes bancos comerciais como o Citigroup. Este processo foi somente interrompido pelas ações de resgate do Tesouro americano e pelo FED, que essencialmente garantiram para todo o sistema financeiro ilimitado acesso ao financiamento do FED e do Tesouro (PALLEY, 2012a, p. 70, tradução nossa).

Os fatos que se seguiram a quebra do Lehman Brothers e a resposta governamental serão assuntos de nosso próximo capítulo.

8. POLÍTICAS ECONÔMICAS EMERGENCIAIS PARA AS CRISES

8.1. O TROUBLED ASSET RELIEF PROGRAM – TARP

Tem-se então, após a quebra do Lehman Brothers, um sistema financeiro a beira do colapso, um congelamento generalizado dos mercados de crédito, falta de confiança generalizada, incertezas sobre a solvência das instituições financeiras, incertezas sobre a disposição do governo norte-americano para resgatar bancos a beira da falência.

O governo norte-americano então, na figura do Secretário do Tesouro Henry M. Paulson Jr., tentou submeter ao congresso norte-americano em 20/09/2008 um projeto, intitulado “Troubled Asset Relief Program -TARP”, e que tinha o objetivo de comprar os “ativos problemáticos” (expressão criada pelo Secretário do Tesouro) dando ao Secretário do Tesouro 700 bilhões de dólares sem supervisão do Congresso Norte-Americano ou controle judicial. Em 29/09/2008, o projeto foi rejeitado pelo Congresso. Após um período de caos no mercado e a revisão do projeto (que agora incluía supervisão), este foi aprovado em 03/10/2008.

A proposta original do programa TARP³⁰ era a compra dos ativos dos bancos, mas esta ideia estava esbarrando em dificuldades no estabelecimento dos preços desses ativos, uma vez que havia pressões para que o governo não pagasse muito aos bancos. Foi sugerida a realização de um leilão para estabelecer o preço dos ativos que seriam adquiridos, mas foi constatado que havia um problema operacional em concretizar esta proposição, sendo que por fim, no meio de outubro de 2008, o programa foi alterado para um programa de injeção de capital (Stiglitz, 2010).

Essa injeção de capital ocorreu de forma tal que o dinheiro do tesouro norte-americano era colocado nas instituições bancárias em troca de ações preferenciais e direitos de compra de ações, sendo que o governo se recusou a exercer controle sobre os bancos, e ainda manteve os executivos.

É importante destacar a crítica de Stiglitz (2010) em relação à forma como foi realizado o resgate. Normalmente, segundo Stiglitz, no caso de insolvência de um banco, o governo, tendo que garantir os depósitos, passa a ser de fato o dono do banco, de forma total ou parcial, e tenta vender o banco assim que possível (garantindo todas as obrigações do banco com seus credores). Stiglitz afirma que o nome para este processo é “conservatorship”, uma intervenção

³⁰ O TARP na verdade compreende uma série de programas, desde injeção de capital em instituições bancárias, até programas de compra de ativos (Public-Private Investment Program (PPIP), até injeção de capital em empresas do setor produtivo (Automotive Industry Financing Program – AIFP), como foi o caso da General Motors e da Chrysler, entre outros.

temporária (STIGLITZ, 2010, p. 186). O fato principal neste processo é que os acionistas do banco em que o governo assumiu as dívidas perdem, assim como os executivos que gerenciavam o banco e o levaram a uma situação de insolvência também são demitidos.

Não foi o que aconteceu no resgate após a crise de 2008. O governo, utilizando como método de resgate a injeção de capital nas instituições bancárias, não apenas não assumiu o controle dos bancos, como manteve a propriedade dos acionistas e os executivos que gerenciaram o banco no período que levou estes a uma situação de insolvência, sendo que inclusive estes executivos continuaram a pagar dividendos e (receber) bônus, e não retomaram os empréstimos, que era um dos objetivos do resgate (Stiglitz, 2010).

Os dados de 21/05/2014 do Tesouro norte-americano³¹ indicam que foram utilizados no programa 456 bilhões 500 milhões de dólares, sendo que o governo já obteve um retorno de 438 bilhões e 700 milhões de dólares do total investido.

Como em março de 2009 ainda reinava uma situação de falta de confiança e congelamento dos empréstimos, o tesouro norte-americano criou, utilizando parte dos recursos do TARP, o Programa de Investimento Público-Privado (Public-Private Investment Program PPIP), destinado a compra dos ativos tóxicos dos bancos (a ideia original do programa). Stiglitz (2010) informa que neste programa, o governo entraria com 92% do capital e os investidores com os restantes 8%, sendo que o governo ofereceria empréstimos irrecorríveis (isto quer dizer, se o título comprado se mostrasse inferior ao valor adquirido, o investidor poderia entregar o título para o governo como pagamento pelo empréstimo, mesmo que o valor seja inferior ao do empréstimo realizado). Por exemplo, um título adquirido por 100 dólares, se valesse 50 dólares, teria uma perda de 50 dólares. No entanto, o capital para a compra dos títulos teria sido 92 dólares do governo e 8 dólares dos investidores. Assim, o investidor perderia 8 dólares no investimento, e o governo o restante. No entanto, no caso de um título comprado a 100 dólares valer de fato 200 dólares, o lucro seria distribuído na proporção de metade para cada um.

Apesar de ser um ótimo negócio para os investidores, o programa fracassou, uma vez que os bancos teriam que vender os ativos por um valor em que incorreriam em perdas (assumindo que seus ativos valiam menos que o do valor de face, o que não era vantajoso, uma vez que foi regulamentado que os bancos não necessitavam reduzir o valor dos seus ativos nos seus balanços), e uma vez que os investidores estavam sujeitos à prestação de contas junto ao governo e ficaram preocupados de serem “expostos ao congresso” norte-americano no caso de ganhos exorbitantes (Stiglitz, 2010, p. 203). Este programa de fato representou uma pequena

³¹ Disponíveis em <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/reports/Pages/TARP-Tracker.aspx#All>.

fatia do TARP, sendo que em 21 de maio de 2014 estava registrado no tesouro norte-americano que foram de fato utilizados apenas 18 bilhões e 630 milhões de dólares no programa.

Esses resgates exacerbaram, segundo Stiglitz, o risco moral no sistema financeiro e aumentaram a concentração do setor financeiro:

Os resgates produzem o efeito exatamente contrário ao que seria desejável: o de implementar uma disciplina apropriada aos bancos, recompensando os que foram prudentes e deixando falir os que se arriscaram demasiadamente. Os bancos que apresentaram a pior conduta em termos de administração de riscos foram os que receberam os maiores presentes do governo.

O que o governo estava criando, em nome da preservação da economia de mercado, distava muito de um mercado de verdade. O governo Obama evitou o caminho da intervenção temporária, mas o que fez foi muito pior que uma nacionalização: foi um arremedo de capitalismo – a privatização dos lucros e a socialização das perdas (STIGLITZ, 2010, p. 210).

8.2. O EMPRESTADOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA

Durante todo o processo de crise desde o estouro da bolha imobiliária, e de forma ainda mais aguda após a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers, o sistema financeiro viveu um período de falta de liquidez. O Banco Central dos Estados Unidos, o FED, teve então papel de destaque nas operações de salvamento da economia que foram se realizando no decorrer da crise.

Conforme relatado no capítulo anterior, já em agosto de 2007 o FED havia injetado liquidez no sistema (38 bilhões de dólares), bem como em março de 2008 “estendeu sua faculdade de ‘emprestador de última instância’ também aos bancos de investimento” (STIGLITZ, 2010, p. 212), que não contavam com o FED antes para obterem liquidez.

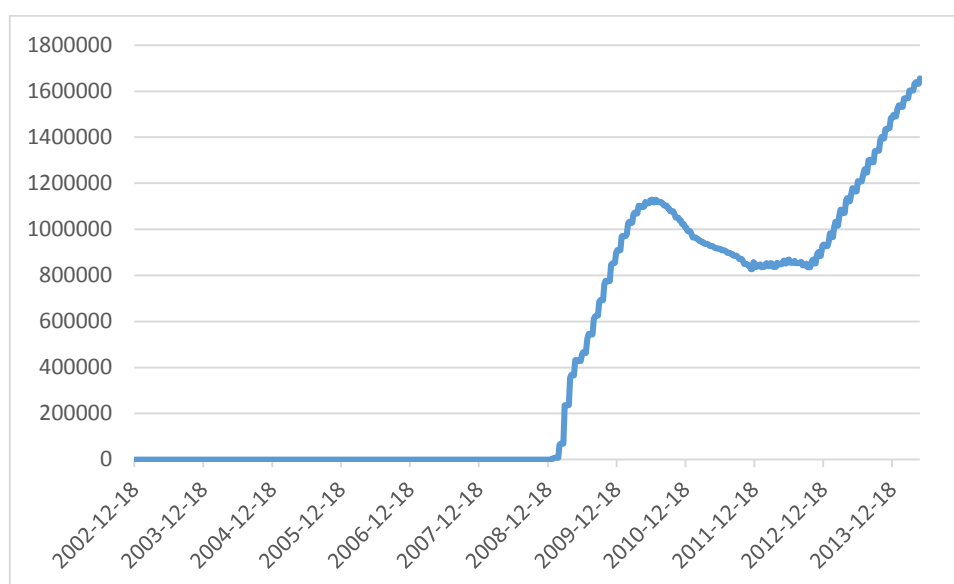
Durante a crise, o FED inundou o sistema financeiro com liquidez, sendo que mesmo fazendo isso, não obteve resposta do sistema para que este retomasse os empréstimos. Foi aí que o FED passou, segundo Stiglitz (2010, p. 213), “de prestador de última instância a prestador de primeira instância”, de “banqueiro dos bancos, em banqueiro da nação”. O FED entrou no mercado de papéis comerciais e comprou títulos de companhias que necessitavam de financiamento (Stiglitz cita o caso da General Electric), uma vez que este mercado se encontrava congelado.

Para capitalizar os bancos, o FED começou a pagar juros sobre as reservas mantidas pelos bancos, o que acabava contribuindo para a redução dos empréstimos por parte das

instituições financeiras, uma vez que era mais seguro deixar reservas no FED e receber por isto (STIGLITZ, 2010).

O balanço do FED³², que era composto de títulos de dívida pública norte-americana, passou a ser inundado por títulos hipotecários. Após a crise, o FED passa a manter em seu balanço Mortgage Backed Securities – MBSs (que não existiam antes na posse do FED), que em 14 de maio de 2014, alcançaram o valor de 1 trilhão 656 bilhões e 30 milhões de dólares.

Gráfico 32 – Mortgage Backed Securities mantidos no balanço do FED – todos os vencimentos – em milhões de dólares (18 de dezembro de 2002 a 14 de maio de 2014)

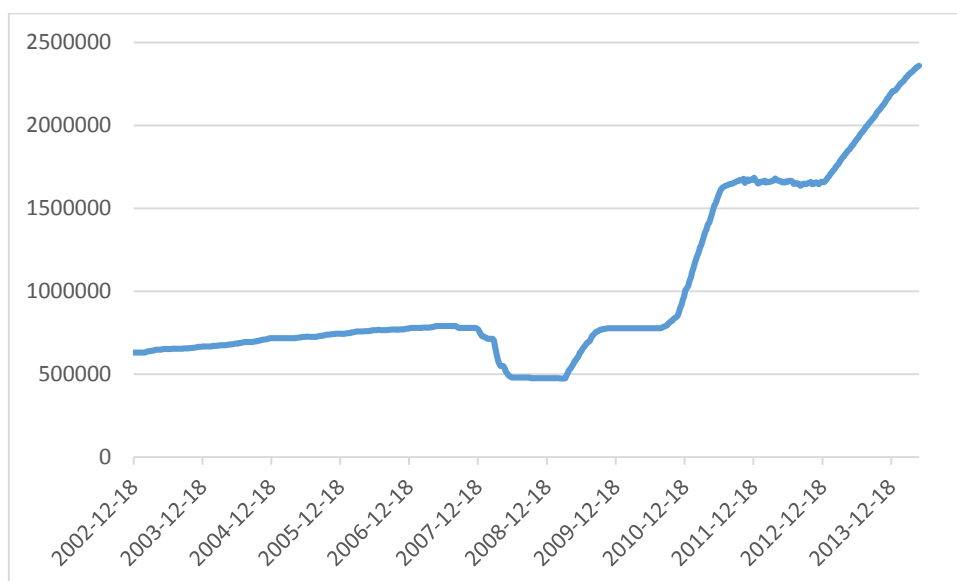


Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System

Mas o aumento da liquidez aconteceu também com a compra de títulos da dívida pública norte-americana (o caminho usual), sendo que a dimensão deste aumento foi de 1 trilhão 884 bilhões e 773 milhões de dólares (em 15/10/2008 o FED mantinha títulos da dívida no valor de 476 bilhões e 555 milhões de dólares, sendo que em 14 de maio de 2014 este valor estava em 2 trilhões 361 bilhões e 328 milhões de dólares).

³² O FED, é bom lembrar, sobe ou desce as taxas de juros comprando ou vendendo títulos públicos, desta forma, controlando a quantidade de dinheiro na economia. É bom ressaltar ainda que na sua função de emprestador de última instância para garantir a liquidez da economia, ele realiza empréstimos para os bancos em troca de colateral, que geralmente são títulos públicos da dívida norte-americana. No caso da crise, o colateral também foi composto de títulos hipotecários.

Gráfico 33 – Títulos do Tesouro Americano mantidos pelo FED – todos os vencimentos – em milhões de dólares (18 de dezembro de 2002 a 14 de maio de 2014)



Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System

O balanço total do FED³³, que era de 870 bilhões e 261 milhões de dólares em 1º de agosto de 2007, em 24 de setembro de 2008 tinha ultrapassado pela primeira vez 1 trilhão de dólares (chegando a 1 trilhão, 211 bilhões e 825 milhões de dólares), chegando a 2 trilhões, 254 bilhões e 983 milhões de dólares em 17 de dezembro de 2008, ficando estável até dezembro de 2010, quando subiu para o novo platô em torno de 2 trilhões e 800 bilhões de dólares em junho de 2011. Manteve-se neste nível até dezembro de 2012, quando começou a subir novamente alcançando no dia 14 de maio de 2014 o valor de 4 trilhões, 336 bilhões e 649 milhões de dólares.

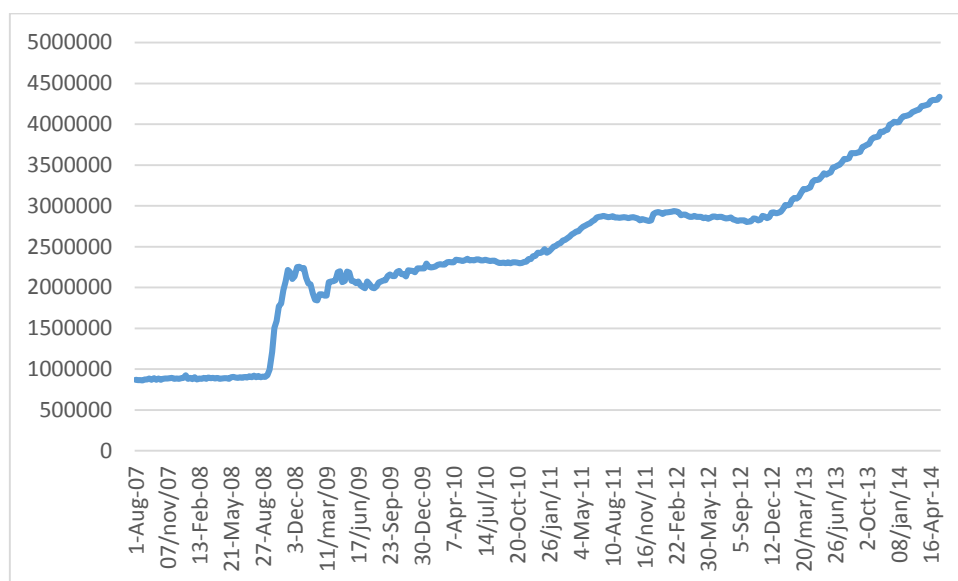
Tabela 9 – Ativos totais do FED em datas selecionadas

Data	Valor
01/08/2007	870 bilhões e 261 milhões de dólares
24/08/2008	1 trilhão, 211 bilhões e 825 milhões de dólares
17/12/2008	2 trilhões, 254 bilhões e 983 milhões de dólares
08/06/2011	2 trilhões, 811 bilhões e 206 milhões de dólares
14/05/2014	4 trilhões, 336 bilhões e 649 milhões de dólares

Fonte: Federal Reserve Bank – Total Assets of the Federal Reserve.

³³ Neste balanço estão incluídos todos os ativos mantidos pelo FED, sendo que em 14 de maio de 2014, mais de 4 trilhões eram títulos (títulos do governo e títulos imobiliários).

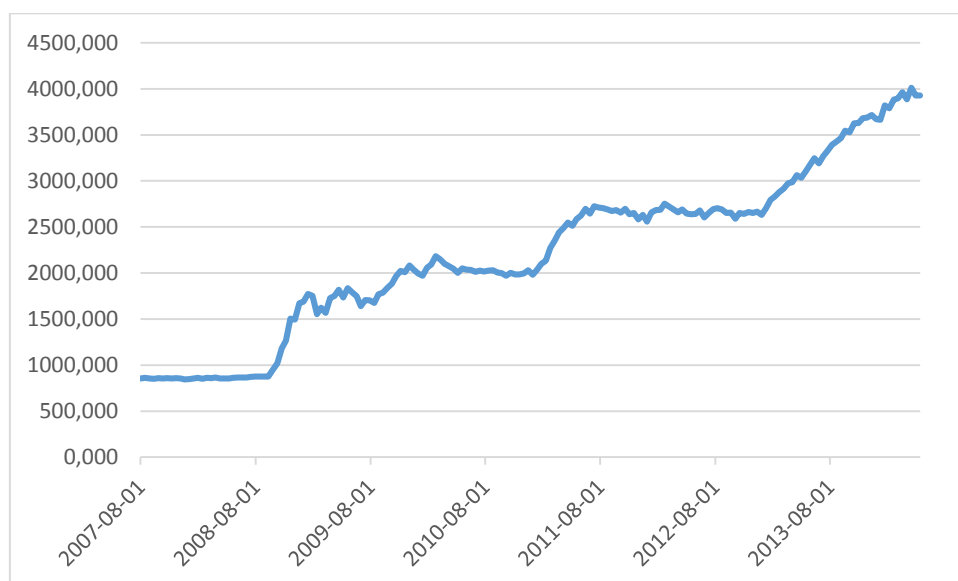
**Gráfico 34 – Ativos totais do FED – em milhões de dólares
(01 de agosto de 2007 a 14 de maio de 2014)**



Fonte: Federal Reserve Bank – Total Assets of the Federal Reserve.

A base monetária, o reflexo da compra de títulos por parte do Banco Central dos Estados Unidos, passou de 855 bilhões e 962 milhões de dólares em agosto de 2007 para 3 trilhões, 928 bilhões e 140 milhões de dólares em 14 de maio de 2014.

Gráfico 35 – Base Monetária mantida pelo FED – em bilhões de dólares - sazonalmente ajustada (01 de agosto de 2007 a 14 de maio de 2014)



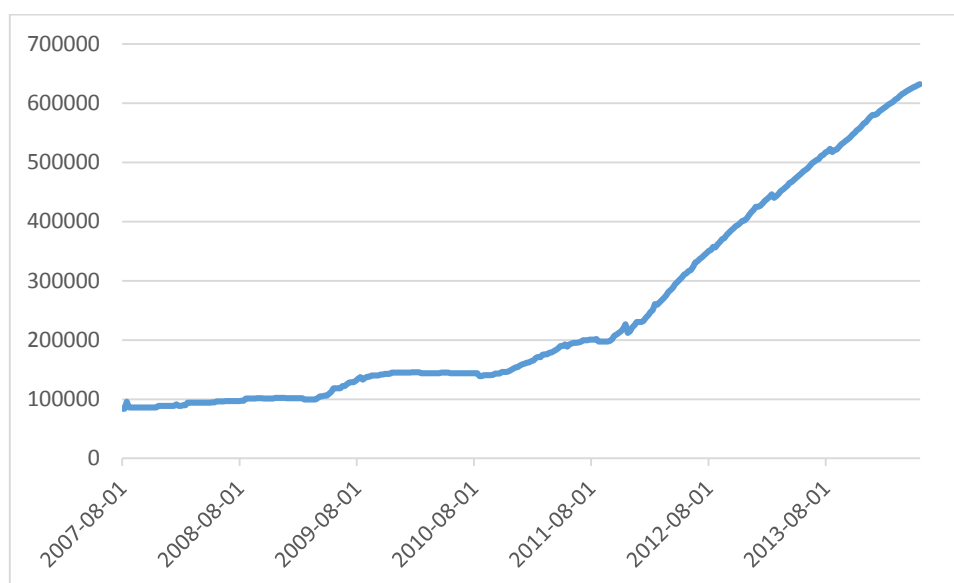
Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System

É importante destacar o que levou ao aumento do balanço do FED via compra de títulos (e o consequente crescimento da base monetária) em diferentes períodos após a crise. No imediato pós-crise, o FED agiu agressivamente para garantir a liquidez na economia, inclusive com a compra de títulos hipotecários. E estas compras de títulos foram retomadas em diferentes períodos, o que explica as mudanças de nível do balanço do FED, como a ocorrida a partir de dezembro de 2010.

As funções tradicionais do Banco Central envolvem garantir a liquidez do sistema bancário, enquanto prestador de última instância. Ele assim o faz com empréstimos de curto prazo para as instituições financeiras. Com a crise, o Banco Central dos Estados Unidos começou a atuar no sentido de garantir a liquidez para mercado de crédito de segmentos específicos, como papéis comerciais (os programas Commercial Paper Funding Facility (CPFF) e Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF) do FED fazem parte desta categoria).

Mas a maior inovação do FED no período pós-crise foi utilizar a compra de títulos públicos de longo prazo e de Mortgage Backed Securities (MBSs) para baixar os juros de longo prazo e desta forma tentar incentivar ainda mais os investimentos na economia (uma vez que no curto prazo os juros já estão próximos a zero). Foi o chamado “Quantitative Easing” (QE), um programa de compra de títulos mantido pelo FED. Este programa hoje é conhecido como tendo tido três etapas. A primeira rodada foi a compra de títulos ocorrida imediatamente após a crise de 2008, quando o FED encheu seu balanço de MBSs. A segunda etapa, chamada de “Quantitative Easing 2” (QE2), foi anunciada pelo FED em novembro de 2010 e era composta pela compra de 600 bilhões de dólares em títulos de longo prazo em oito meses (bem como o reinvestimento dos valores de títulos vencidos no total de 300 bilhões), com reflexos na quantidade de títulos do tesouro de longo prazo mantidos pelo FED, como pode ser visualizado no gráfico a seguir.

**Gráfico 36 - Títulos do Tesouro com mais de dez anos de maturação no balanço do FED
- em milhões de dólares (01 de agosto de 2007 a 21 de maio de 2014)**



Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System

A terceira, o “QE3”, foi a compra pelo FED, desde setembro de 2012, de 40 bilhões de dólares por mês em títulos garantidos por hipotecas (MBSs), e desde janeiro de 2013, de 45 bilhões de dólares por mês em títulos do governo norte-americano de longo prazo (dados do FED)³⁴, totalizando assim uma compra mensal de 85 bilhões de dólares em títulos, sem limite de prazo para o fim deste programa, tendo o objetivo de baixar as taxas de juros de longo prazo. De fato, o FED havia estipulado que este programa duraria até que a taxa de desemprego chegasse a menos de 6,5% ou a taxa de inflação ultrapassasse 2,5%.

Em dezembro de 2013, o FED anunciou o que é conhecido como “tapering”, a redução no ritmo de compra de ativos a cada mês estipulada no QE3. Desta forma, em dezembro de 2013 a compra mensal de títulos (do tesouro de longo prazo e MBSs) foi reduzida em 10 bilhões de dólares, para 75 bilhões, em janeiro de 2014, para 65 bilhões, em março para 55 bilhões, e em abril de 2014 para 45 bilhões de dólares, e prevê-se que até o final do ano esteja encerrado este programa.

Todas essas medidas, juntamente com os gastos públicos (que serão analisados na próxima seção) foram fundamentais para evitar que a crise financeira e econômica repetisse os fatos que se sucederam após a crise de 1929, e que levaram o mundo a uma depressão (com

³⁴ De fato, o FED vinha comprando, antes de janeiro de 2013, títulos de longo prazo desde o fim do QE2 no que foi conhecida como a operação “Twist” (de setembro de 2011 a dezembro de 2012), que acabou oficialmente em janeiro de 2013.

múltiplas falências bancárias e queda da atividade no setor produtivo que levou a um desemprego superior a 20% nos Estados Unidos). A ironia é que após um período neoliberal em que a redução do papel do Estado era um mantra seguido pelo governo norte-americano, foi a ação estatal que evitou o caos econômico:

Conforme afirma Stiglitz:

A convicção de que os mercados podem cuidar de si mesmos e de que o governo, em consequência, não deve se meter resultou na maior intervenção no mercado feita por um governo na história do país; o resultado da adoção de regras excessivamente simples foi que o FED teve de tomar medidas discricionárias que foram além das medidas tomadas por um Banco Central na história do país; o governo teve de tomar decisões de vida ou morte para cada banco sem sequer estar orientado por um conjunto claro de princípios.

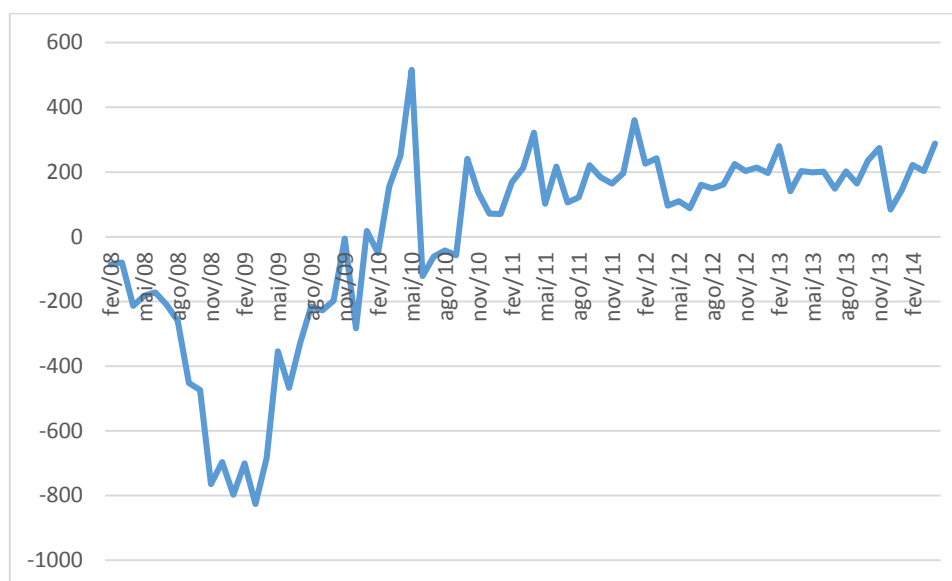
Diversos comentaristas se referiram aos resgates gigantescos e às intervenções governamentais na economia como socialismo ao estilo americano, algo similar à progressão da China no rumo de uma “economia de mercado com características chinesas”. Mas, como assinalou um amigo chinês, a descrição não é boa: o socialismo presume uma preocupação com o povo. O socialismo ao estilo americano não fez isso. Se o dinheiro tivesse sido gasto para ajudar os que estavam perdendo suas casas, a caracterização poderia estar correta. Mas o que de fato aconteceu foi apenas uma versão ampliada da Rede de Proteção Social das Corporações ao estilo americano.

Na crise atual, o governo assumiu um novo papel – o de ‘portador de risco de última instância’. Quando os mercados privados estavam a ponto de se derreter, todo o risco foi transferido para o governo” (STIGLITZ, 2010, pp. 223-224).

8.3. OS GASTOS PÚBLICOS

No período de fevereiro de 2008 até dezembro de 2009 foram fechadas 8 milhões e 678 mil vagas de emprego nos Estados Unidos.

Gráfico 37 – Saldo de vagas de emprego fechadas e abertas a cada mês nos Estados Unidos – em milhares (fevereiro de 2008 a abril de 2014)



Fonte: Bureau of Labor Statistics – saldo mensal de empregos da Current Employment Statistics survey – Estado Unidos

Foram 23 meses ininterruptos de saldo negativo de criação de vagas de empregos na economia norte-americana, sendo que somente no mês de março de 2009, foram fechadas 826 mil vagas. De fevereiro de 2008 a abril de 2014, o saldo líquido de empregos abertos e fechados é negativo em 113.000 vagas de emprego (segundo os dados da Current Employment Statistics Survey, cujos dados são coletados junto às empresas norte-americanas).

A população que estava empregada, que havia chegado a um máximo de 146 milhões e 595 mil pessoas em novembro de 2007, chegou a um mínimo de 138 milhões e 13 mil pessoas em dezembro de 2009, estando em abril de 2014 num total de 145 milhões 669 mil pessoas³⁵, ainda inferior ao máximo alcançado no período anterior³⁶.

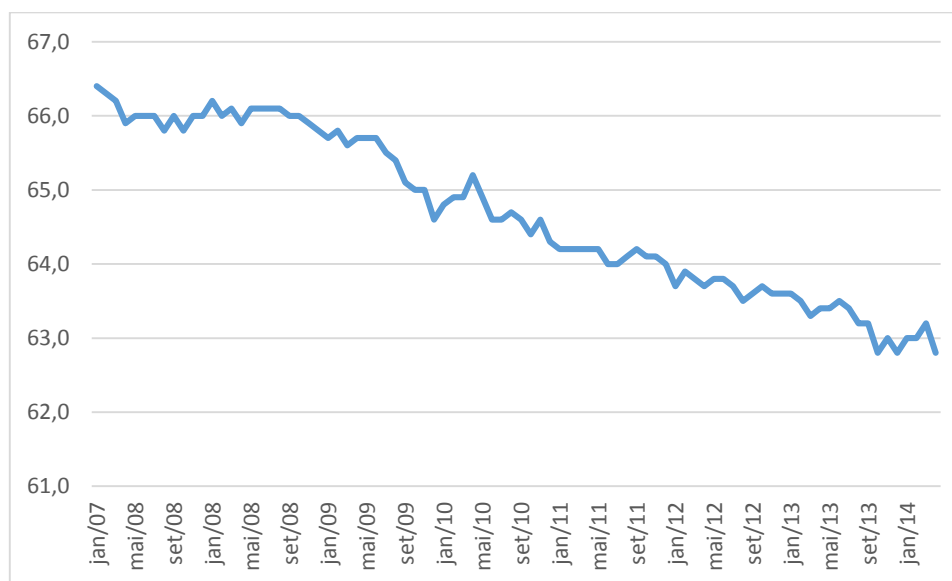
A taxa de desemprego, que era de 4,4% em março de 2007, chegou a um máximo de 10% em outubro de 2009, sendo que em abril de 2014, ainda estava em 6,3%. No entanto, esta taxa esconde uma realidade mais complexa. Este cálculo é efetuado sobre o total da população economicamente ativa – PEA (a população que está empregada ou procurando por emprego, na condição de desempregada). A PEA norte-americana, que estava acima de 66% no ano de 2007,

³⁵ Estes dados, bem como os dados de emprego que serão citados posteriormente são da Current Population Survey, pesquisa sobre o nível de emprego na economia norte-americana efetuada pelo Bureau of Labor Statistics mensalmente junto à 60.000 famílias norte-americanas.

³⁶ Deve ser observado que a população americana continuou crescendo no período, sendo que, conforme será analisado, a proporção das pessoas empregadas em comparação com a população economicamente ativa mantém um número inferior ao que existia antes da crise de 2008.

vem com uma tendência de queda e em abril de 2014 alcançou a taxa de 62,8%. Isto significa que se a população economicamente ativa tivesse se mantido, no ano de 2014, em 66% da população total acima de 16 anos, a taxa de desemprego seria de 10,81%³⁷, e não de 6,3%, conforme divulgada em abril.

Gráfico 38 – População Economicamente Ativa – PEA – percentual em relação ao total da população norte-americana (janeiro de 2007 a abril de 2014)

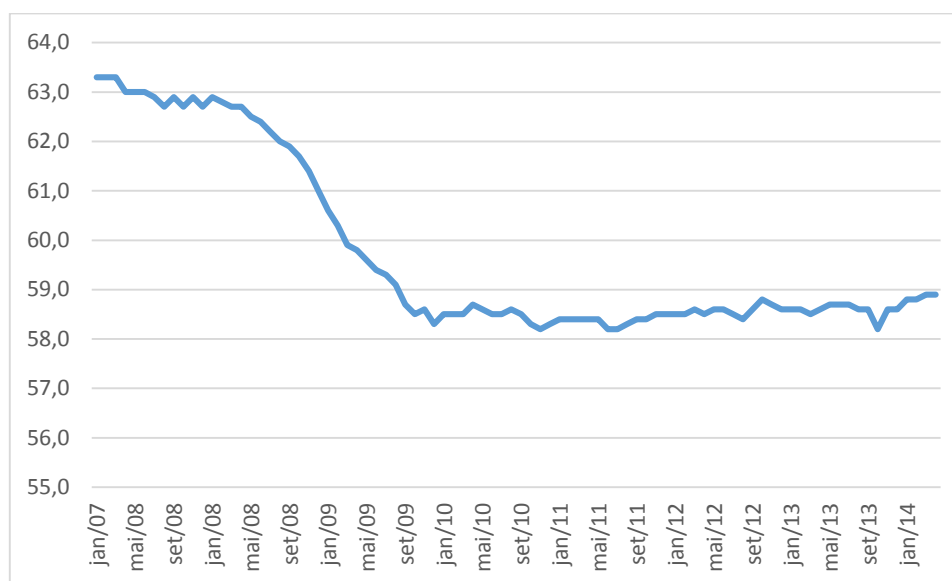


Fonte: Bureau of Labor Statistics – percentual da população economicamente ativa dos Estados Unidos – dados da Current Population Survey – Estado Unidos.

Em março de 2007, 63,3% da população total nos Estados Unidos acima de 16 anos estava empregada. Esta taxa chegou a um mínimo de 58,3% em dezembro de 2009, e vem se mantendo na casa de 58% desde então.

³⁷ Tendo em vista quem em abril de 2014 62,8% da população fazia parte da PEA, e a PEA somava 155 milhões e 422 mil pessoas (145 milhões e 669 mil empregadas e 9 milhões e 753 mil pessoas desempregadas), a população total acima de 16 anos seria em abril de 2014 estimada em 247 milhões e quatrocentos e oitenta e sete mil pessoas. Se fosse mantida a proporção de 66% da população acima de 16 anos compondo a PEA, como antes da crise de 2008, teríamos uma PEA total em abril de 2014 de 163 milhões e 341 mil pessoas, o que resultaria, com uma população empregada de 145 milhões e 669 mil pessoas em uma taxa de desemprego de 10,81%, com uma população desempregada de 17 milhões e 673 mil pessoas, e não 9 milhões e 753 mil pessoas, conforme as estatísticas indicam.

**Gráfico 39 – Percentual do total da população norte-americana que está empregada
(janeiro de 2007 a abril de 2014)**



Fonte: Bureau of Labor Statistics – percentual da população total dos Estados Unidos que está empregada – dados da Current Population Survey – Estado Unidos.

Soma-se a isso o fato de que, de acordo com a última pesquisa mensal de emprego divulgada pelo Bureau of Labor Statistics – BLS em abril de 2014, 7 milhões e 500 mil pessoas trabalham em empregos de meio período (“part-time workers”) por razões econômicas³⁸, e tem-se uma situação em que o mercado de trabalho norte-americano, mais de 5 anos após a crise de 2008, ainda encontra-se numa situação precária, com indicadores piores do que os existentes antes da crise, não tendo a economia americana criado o número de vagas de emprego necessário para manter a mesma proporção de pessoas em atividade como a que existia antes da crise (uma vez que a população está crescendo).

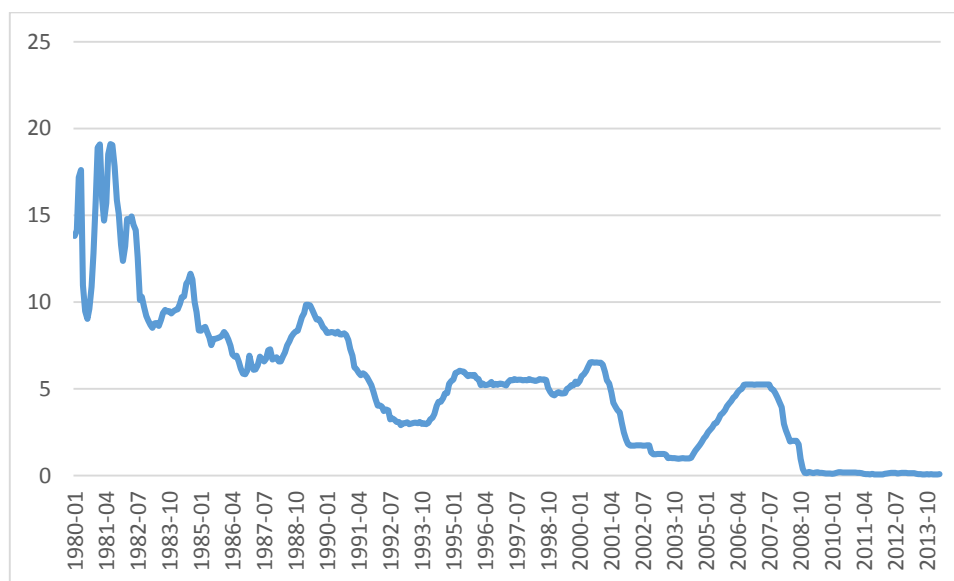
Indicadores que apontam ainda que a economia norte-americana não vem conseguindo um nível de atividade econômica que consiga utilizar os fatores de produção disponíveis, no caso, os trabalhadores, num nível que reduza as taxas de desemprego para níveis pré-crise.

A demanda gerada via processos de dívida e por meio da valorização dos ativos financeiros (tendo impacto na atividade do setor imobiliário, por exemplo), desapareceu de maneira tal que a economia real dos Estados Unidos não mantém níveis de pleno emprego ou níveis de emprego próximos dos níveis existentes antes da crise.

³⁸ Isto quer dizer, trabalharam em empregos que não oferecem horário integral porque não acharam um emprego nestas condições ou porque seus horários de trabalho foram cortados, mesmo querendo trabalhar mais horas.

E isto dentro de um contexto onde as taxas de juros norte-americanas estão próximas de zero. Desde 1980, pode-se observar que existe uma tendência decrescente nos níveis das taxas de juros, sendo que os níveis das taxas atuais são inéditos na história norte-americana (de acordo com os dados divulgados pelo FED desde 1954).

Gráfico 40 – Taxa de juros de curto prazo estipulada pelo FED – variação entre janeiro de 1980 a abril de 2014



Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System – H15 Selected Interest Rates – Federal Funds Effective Rate – Annual.

Tem-se assim uma situação onde mesmo após mais de 5 anos do fim da crise, as taxas de juros próximas a zero não são suficientes para que os níveis de investimento e consumo na economia sejam tais que os níveis de emprego aumentem para níveis que possam utilizar os recursos disponíveis. Este é um momento de “armadilha da liquidez”, onde a baixa dos juros não são suficientes para gerar a atividade econômica necessária.

Este fenômeno foi estudado por Keynes (2012), que entendeu então que nestes momentos de crise e de incerteza, com os agentes econômicos procurando a liquidez em vez de investimentos produtivos que levem ao aumento do produto, caberia ao Estado um papel predominante para reativar a atividade econômica.

Keynes afirmou que

em condições de *laissez-faire*, talvez seja impossível evitar grandes flutuações do emprego sem uma profunda mudança na psicologia do mercado de investimentos, mudança essa que não há razão para esperar que ocorra. Disso concluiu que não se pode, com segurança, deixar nas mãos privadas a tarefa de regular o volume corrente do investimento (KEYNES, 2012, p. 290).

Imediatamente após o crise de 2008, o governo norte-americano aumentou seus gastos de tal forma que pudesse manter, tendo em vista a queda do consumo e do investimento, a atividade econômica.

Os gastos subiram em 2007 até 2010, quando começaram a declinar em números absolutos, conforme pode ser observado a seguir:

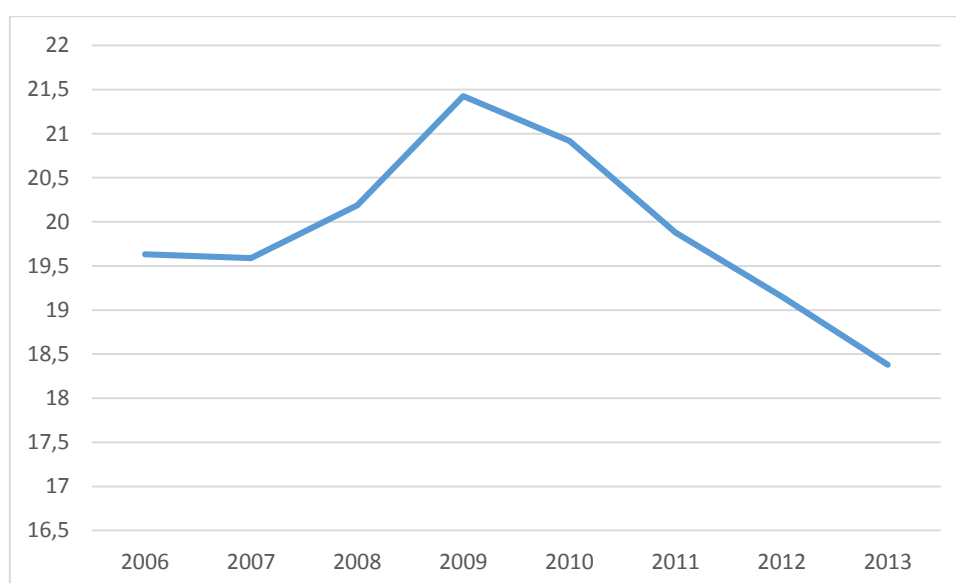
Tabela 10 – Gastos do governo (consumo e investimento) no Estados Unidos – 2006 a 2013
(em bilhões de dólares)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Gastos e investimento								
bruto do governo	2869,3	2914,4	2994,8	3089,1	3091,4	2992,3	2963,1	2896,9
Federal	1060,9	1078,7	1152,3	1217,7	1270,7	1237,9	1220,3	1157,4
Defesa Nacional	678,8	695,6	748,1	788,3	813,5	794,6	769,1	715
Civis	382,1	383,1	404,2	429,4	457,1	443,3	451,2	442,5
Estadual e local	1808,8	1836,1	1842,4	1871,4	1820,8	1754,5	1742,8	1739,2

Fonte: Bureau of Economic Analysis – BEA - Table 1.1.6. Real Gross Domestic Product, em bilhões de dólares de 2009

Como percentual da atividade econômica total, a evolução durante a crise indica que os gastos governamentais foram fundamentais para evitar, no período agudo da crise, uma queda maior da demanda agregada, sendo que os gastos chegaram a representar 21,42% do PIB no ano de 2009.

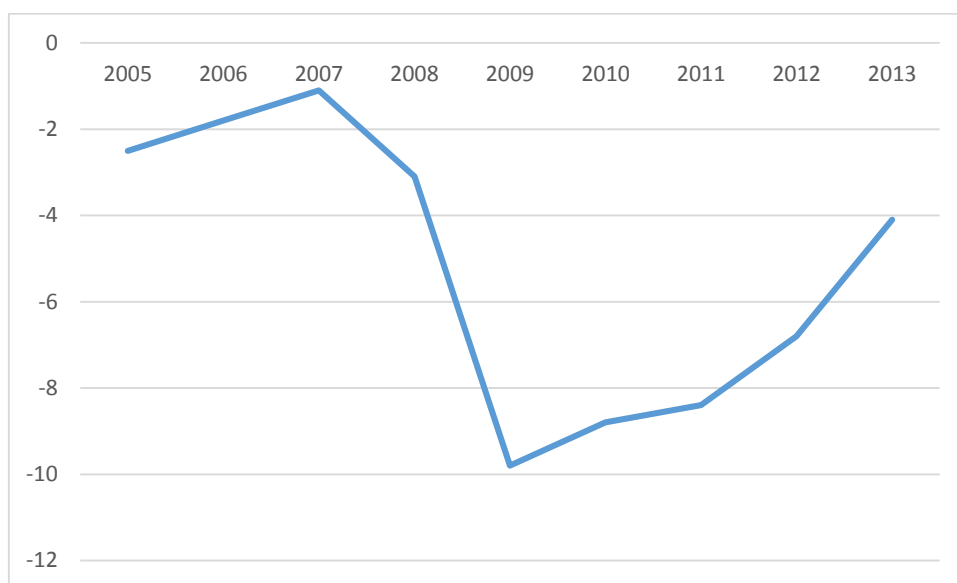
Gráfico 41 – Percentual dos gastos (consumo e investimento) do governo (local, estadual e federal) no total do PIB (2006 a 2013)



Fonte: Bureau of Economic Analysis – BEA - Table 1.1.6. Real Gross Domestic Product, em bilhões de dólares de 2009

De fato, estes gastos foram efetuados mesmo com a queda dos níveis de atividade econômica, o que significou menos impostos sendo recolhidos para um maior nível de gastos (a receita keynesiana imediatamente após a crise foi seguida, uma vez que não se deveria querer equilibrar o orçamento num momento de crise, o que deprimiria ainda mais a atividade econômica). O déficit público norte-americano alcançou 9,8% em 2009, caindo em 2013 para 4,1%.

Gráfico 42 – Percentual de déficit público dos Estados Unidos (2005 a 2013)



Fonte: Tabela B-20 – Federal receipts, outlays, surplus or déficit, and debt, as percent of gross domestic product, fiscal years 1942-2015 – Apêndice B – Relatório Econômico do Presidente dos Estados Unidos de 2014

O que estes dados indicam é que de fato houve uma resposta governamental após a crise de 2008, ao estilo das receitas keynesianas. No entanto, verifica-se uma tendência, identificada desde 2010, de queda da participação do gasto público no total do PIB, bem como uma busca pela redução do déficit público. Esta redução, por sua vez, após 2010, vem contribuindo como um fator negativo para a variação do PIB.

Em 2010, os gastos do governo contribuíram com 0,02% no total do crescimento registrado no ano. Em 2011, a contribuição foi para uma variação negativa de -0,68%, de -0,2% em 2012, e de -0,43% em 2013.

Assim, verifica-se uma queda da contribuição do governo para o aumento da atividade econômica nos Estados Unidos, num período marcado pela armadilha da liquidez onde os

gastos governamentais, segundo as teorias de Keynes, seriam fundamentais para reativar a atividade econômica (KEYNES, 2012; KRUGMAN, 2012).

No entanto, conforme defendido neste trabalho, apesar de ser fundamental no momento de crise o aumento dos gastos governamentais para que a economia não se mantenha em níveis de baixo equilíbrio (com recursos produtivos disponíveis para serem utilizados)³⁹, apenas um aumento dos gastos públicos não vai alterar o que entende-se seja a causa da crise atual, o padrão de acumulação neoliberal instituído nos Estados Unidos após 1980.

A questão que se coloca é se após a crise de 2008 este padrão de acumulação iniciado nos anos 80 foi de alguma forma alterado, o que será trabalhado no próximo capítulo.

8.4. A QUESTÃO DA REGULAMENTAÇÃO

Antes de iniciar o próximo capítulo, deve ser mencionado neste trabalho a resposta governamental em relação a questão da regulamentação do sistema financeiro. Conforme foi visto, o governo norte-americano, bem como o FED, agiram para salvar este sistema. Neste processo, eles salvaram não apenas a parte do sistema financeiro que estava apenas com problemas de liquidez, mas também a parte que se mostrava insolvente (Roubini, 2010)⁴⁰. Desta forma, o sistema financeiro, após os salvamentos ocorridos durante a crise de 2008 teria todos os incentivos para continuar realizando apostas de alto risco, uma vez que a disciplina do mercado foi fragilizada num sistema onde a ninguém é permitido falir, visto o que esta falência poderia desencadear no sistema como um todo (o chamado risco sistêmico). Desta forma, o aumento do risco moral (já citado neste trabalho) e a diminuição da disciplina de mercado seriam os resultados não intencionais dos salvamentos ocorridos durante a crise.

Assim, dentro deste contexto, uma nova regulamentação do sistema seria essencial para reduzir os riscos que podem ser assumidos pelos agentes do sistema financeiro, reduzindo desta forma a possibilidade de ocorrência de novas crises.

Em 21 de julho de 2010 foi assinado pelo presidente dos Estados Unidos o “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”, a lei de reforma do sistema financeiro após a crise de 2008. Esta lei criou novas agências para regular o sistema financeiro, bem como reformou as agências já existentes.

³⁹ O que seria a realidade de uma depressão, um equilíbrio em que a atividade econômica mantém um nível de crescimento de renda e de emprego que não é suficiente para a utilização de todos os recursos disponíveis.

⁴⁰ Conceito explicado anteriormente.

Os objetivos da lei, conforme definido em seu texto, é um

Ato para promover a estabilidade financeira dos Estados Unidos aprimorando a prestação de contas e transparência no sistema financeiro, acabando com o “muito grande para falir”, proteger os contribuintes norte-americanos acabando com os resgates (bailouts), proteger os consumidores de abusos nas práticas dos serviços financeiros e para outros propósitos (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010, p. 1, tradução nossa).

Em relação à criação de novas agências, deve ser destacada a criação do Bureau de Proteção Financeira do Consumidor (Bureau of Consumer Financial Protection). Essa agência tem o objetivo de proteger os consumidores no sistema financeiro, regulando as taxas que são cobradas, incluindo as bancárias e as de empréstimos como as hipotecas. E também previne os empréstimos hipotecários do tipo NINJA (para mutuários sem renda, emprego e ativos), uma vez que exige que os bancos verifiquem o histórico de crédito, o emprego e a renda dos possíveis mutuários.

Em relação aos derivativos, a lei prevê que estes sejam regulamentados pela Securities Exchange Commission (SEC) ou pela Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Prevê ainda que os fundos de hedge e as agências de classificação de risco, que não eram regulamentados, passem a ser supervisionados pela SEC.

Outra regra criada na regulamentação feita em 2010 é a chamada “Regra de Volcker” (Volcker Rule, uma vez que está na lei porque foi proposta pelo ex-presidente do FED Paul Volcker), que ainda está para ser implementada, e que limitará os passivos que os maiores bancos poderão ter, bem como proíbe bancos de terem propriedade de hedge funds, ou fundos de riqueza privada (private equity funds), ou de investirem neste tipo de instituição a fim de obterem lucros para os bancos.

Deve ser destacado ainda a criação de outra agência, chamada Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira (Financial Stability Oversight Council). Esta agência é presidida pelo Secretário do Tesouro Norte-americano e tem nove membros, dentre os quais o FED e a SEC, e tem a função de procurar riscos que afetem o sistema financeiro como um todo. E supervisiona instituições que não estavam submetidas a regulamentação antes da crise, como os hedge funds. E é esta agência que verifica se uma instituição não bancária se torna muito grande, recomendando então que esta instituição seja regulada pelo FED, que pode então solicitar o aumento de reservas por parte da instituição. Desta forma, pretende acabar com as instituições “muito grandes para falir”.

No entanto, nesta reforma financeira não foram restabelecidas regulamentações como as que proibiam bancos de investimento e bancos comerciais e seguradoras de estarem

submetidos a uma única instituição, o que era proibido antes da revogação do Glass-Steagall Act (conforme visto anteriormente).

Desta forma, esta nova regulamentação do sistema financeiro, que ainda está sendo implementada nos Estados Unidos, terá efeitos na forma como este sistema participará na dinamização do crescimento da economia, o que fará com que os excessos financeiros, fundamentais para a dinamização da economia durante o período neoliberal, encontrem mais dificuldades para ocorrerem na nova realidade. Isto fará com que as taxas de crescimento, mantidas as condições do modelo de acumulação neoliberal, sejam reduzidas tendo em vista a ausência do mecanismo financeiro como catalisador do crescimento.

No entanto, a nova regulamentação não acaba com todas as consequências decorrentes do período neoliberal, dentre os quais os níveis de dívida alcançados pela economia norte-norte-americana, que, conforme veremos, se mantém em níveis elevados se for levado em consideração o período anterior a 1980.

9. A MANUTENÇÃO DO REGIME DE ACUMULAÇÃO

9.1. A QUESTÃO DOS NÍVEIS DE DÍVIDA

Mais de cinco anos após a quebra de Lehman Brothers e a economia norte-americana encontra-se com níveis de atividade inferiores a tendência que se observava antes da crise. Mesmo os juros próximos de zero não estão sendo suficientes para que o investimento seja reativado em níveis que retomem o pleno emprego. Os gastos do governo estão contribuindo negativamente para a evolução do PIB. Então, a pergunta que se coloca é de onde está vindo o crescimento da economia norte-americana no período após a Grande Recessão, que encerrou oficialmente em 2009.

O consumo foi responsável, em 2013, por 68,5% do PIB norte-americano, um percentual superior ao existente antes da crise, em 2006, quando era de 67,10%. Já o investimento privado, que correspondia a 19,3% do PIB antes da crise, em 2013 alcançou o percentual de 15,9%. O governo também teve sua participação reduzida, de 19,1% em 2006 para 18,6% em 2013. Verificou-se que a participação do setor externo melhorou, mas ainda é uma participação negativa no total do PIB norte-americano.

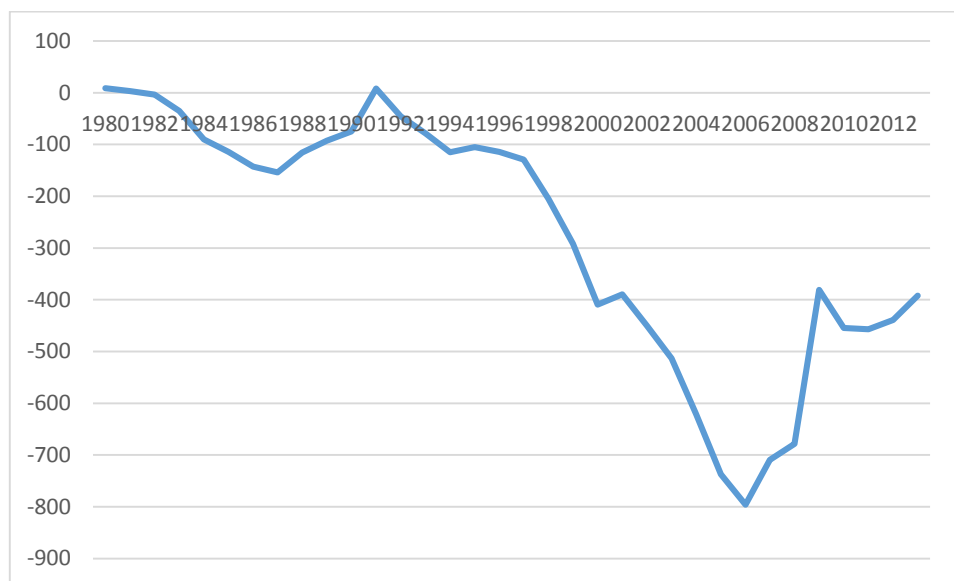
Tabela 11- Participação percentual no PIB de cada setor da economia norte-americana (2006 a 2013)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PIB total	100	100	100	100	100	100	100	100
Participação do Consumo no PIB	67,1	67,3	68	68,3	68,2	69	68,6	68,5
Participação do Investimento Privado no PIB	19,3	18,3	16,5	13	14	14,4	15,2	15,9
Participação do setor externo no PIB	-5,5	-4,9	-4,8	-2,7	-3,5	-3,7	-3,4	-3
Participação do Governo no PIB	19,1	19,3	20,4	21,4	21,2	20,3	19,5	18,6

Fonte: Bureau of Economic Analysis - **Table 1.1.10. Percentage Shares of Gross Domestic Product**

Em relação a participação negativa do setor externo, há uma tendência de melhoria das contas externas que ocorreu imediatamente após a crise. Mas estas contas ainda continuam a apresentar números negativos, o que não ocorreu, desde o início da década de 80, apenas uma vez, em 1991 (quando os Estados Unidos viveram uma recessão).

Gráfico 43 – Balanço das Transações Corrente nos Estados Unidos – 1980 a 2013 (em bilhões de dólares)



Fonte: Bureau of Economic Analysis - Table 4.1. Foreign Transactions in the National Income and Product Accounts

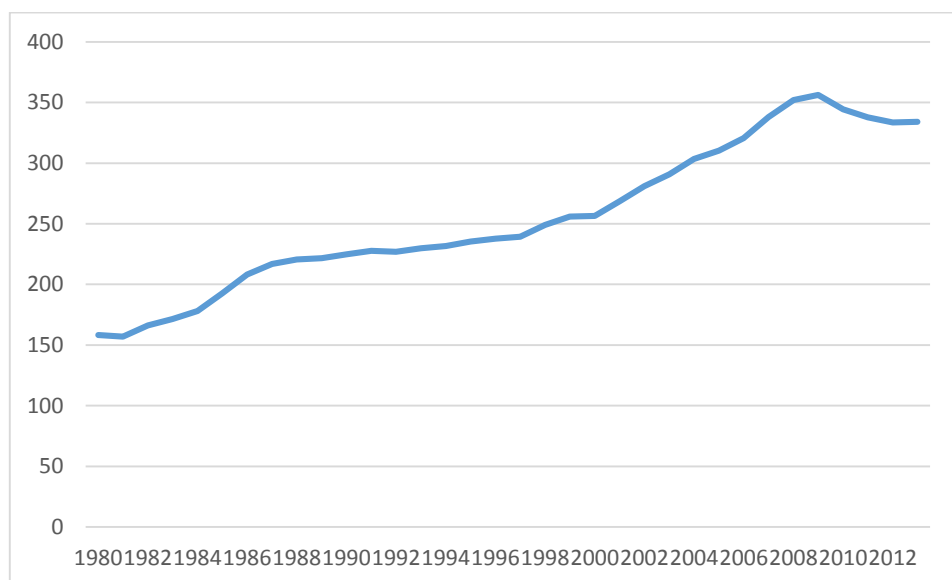
A título de comparação, em 1980, o consumo representava 61,5% do PIB, o investimento 18,5%, os gastos do governo 20,6% e o setor externo tinha uma contribuição negativa de apenas 0,5% do PIB.

Conforme os dados apresentados neste trabalho, verifica-se que uma das explicações para o crescimento do consumo na composição do PIB norte-americano, e para esta dependência do crescimento do consumo para o crescimento do PIB, no período anterior à crise, são os aumentos nos níveis de endividamento⁴¹.

No período pós-crise se verifica uma pequena diminuição do endividamento no total da economia, sendo que o total de dívida em relação ao PIB em 2013, de 333,99% ainda é superior ao nível de dívida do ano anterior à crise, em 2006, quando era de 320,65% do PIB.

⁴¹ O crescimento demográfico por certo é uma variável que contribuiu para este crescimento. Mas o crescimento da economia norte-americana não teria ocorrido nos níveis verificados sem o aumento dos níveis de dívida.

**Gráfico 44 – Percentual de dívida nos Estados Unidos
em comparação com o PIB – 1980 a 2013**



Fonte: Banco Central dos Estados Unidos – FED – Z.1 Statistical Release.

Isto porque, apesar de uma queda dos níveis de dívida das famílias e do setor financeiro, os níveis de dívida do governo federal norte-americano dobraram desde a crise, passando de 35,25% do PIB para 73,53%⁴².

Deve ser destacado que a diminuição da proporção dos níveis de dívida em relação ao PIB que se observou desde a crise foi interrompido em 2013, quando a proporção da dívida foi maior que em 2012 (quando foi de 333,63% do PIB).

⁴² Existe outra forma de contabilizar a dívida federal norte-americana. Nesta outra forma leva-se em consideração além da dívida pública (mantida por famílias, empresas, bancos, governos estrangeiros, etc.), todos os títulos de dívida norte-americana emitidos e que também estão em poder de agências governamentais, em contas do governo federal que gerenciam programas federais, como o fundo de seguridade social. Os superávits da seguridade social, por exemplo, foram investidos em títulos, que são de fato propriedade dos beneficiários da seguridade social, mas mantidos pelo governo federal. Este é a chamada dívida intragovernamental. Quando contabilizado esta dívida, que em 22/05/2014 era de 4 trilhões e 994 bilhões de dólares (totalizando, com a dívida pública 17 trilhões e 488 bilhões de dólares), a dívida federal total norte-americana alcança 101,97% do PIB.

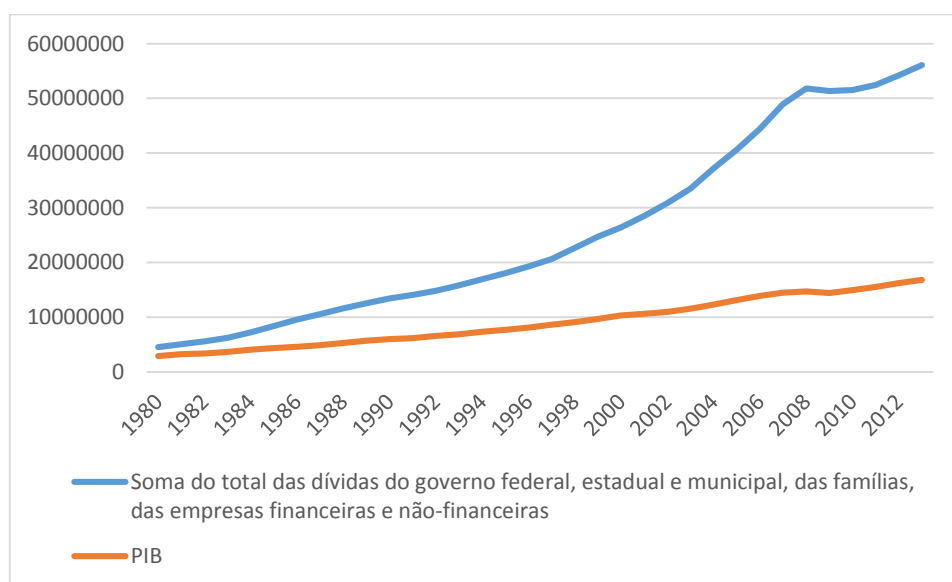
Tabela 12 – Proporção da dívida de cada setor em relação ao PIB norte-americano – 2006 a 2013

	Finanças	Famílias	Governo Federal	Negócios não financeiros	Governos regionais e locais	Total dos níveis de dívida em função do PIB
2006	102,9109	93,42357	35,25251	69,64853	19,41699	320,6525
2007	111,9101	95,50876	35,3745	75,79623	19,59534	338,1849
2008	116,1833	94,07918	43,21615	79,21403	19,39772	352,0904
2009	108,8216	94,14801	54,13687	78,51675	20,58832	356,2116
2010	96,84954	88,23417	62,74554	76,3445	20,30956	344,4833
2011	90,42495	83,79988	67,29548	77,03745	19,21777	337,7755
2012	85,63304	79,90116	71,36988	78,38464	18,34458	333,6333
2013	83,82867	78,01832	73,53963	81,0941	17,50934	333,9901

Fonte: Banco Central dos Estados Unidos – FED – Z.1 Statistical Release.

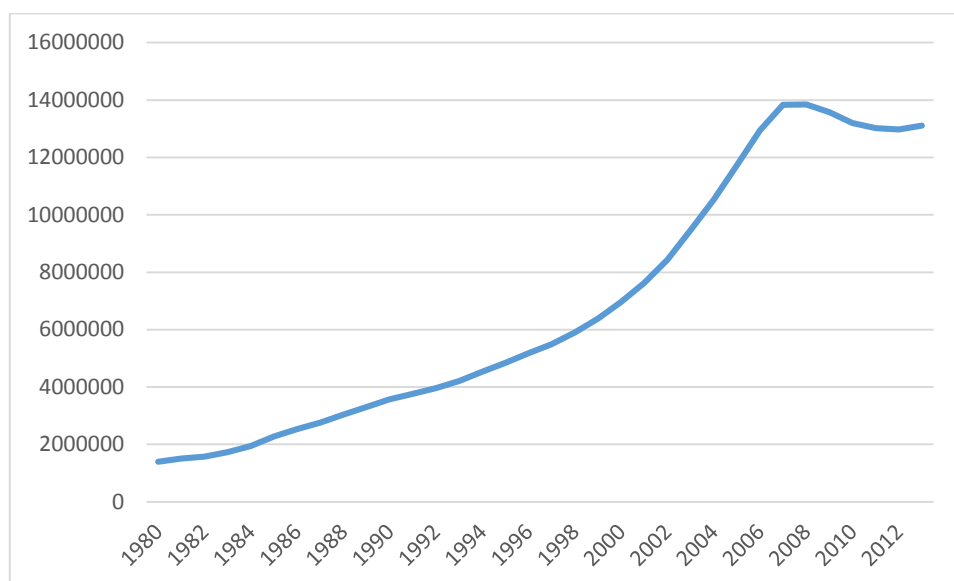
Em números absolutos, houve uma diminuição no volume de dívida em 2009 (quando este volume passou de 51 trilhões e pouco mais de 800 bilhões de dólares em 2008, para 51 trilhões e pouco mais de 300 bilhões em 2009), mas a tendência de crescimento recomeçou em 2010.

Gráfico 45 – Comparação entre o volume de dívida total e o PIB do Estados Unidos – 1980 a 2013



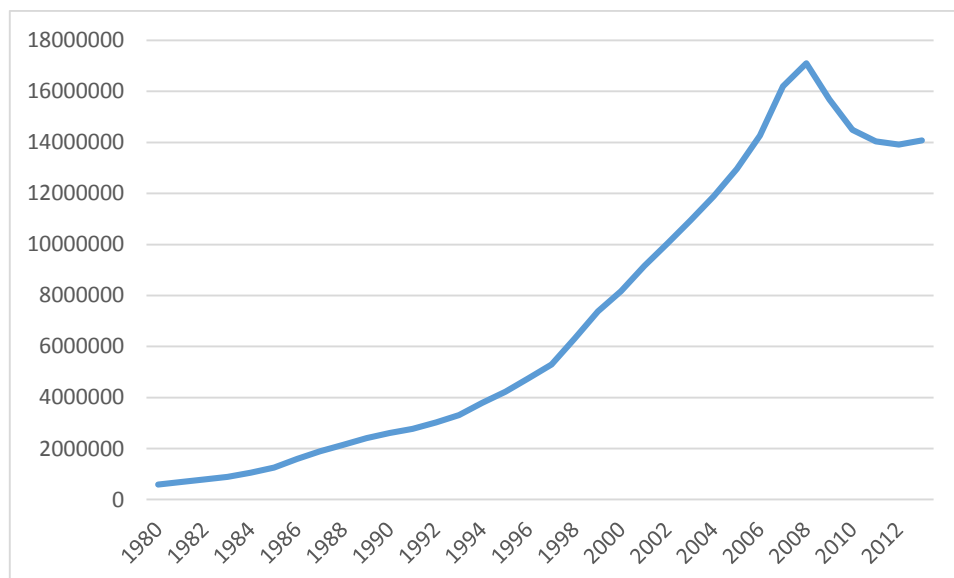
Fonte: Banco Central dos Estados Unidos – FED – Z.1 Statistical Release.

A dívida das famílias, que estava com uma tendência de queda após 2008, voltou a crescer em 2013:

Gráfico 46 – Dívida das famílias norte-americanas – em milhões de dólares (1980 a 2013)

Fonte: Banco Central dos Estados Unidos – FED – Z.1 Statistical Release.

Assim como a dívida do setor financeiro, que também reverteu a sua tendência de queda:

Gráfico 47 – Dívida do setor financeiro norte-americano – em milhões de dólares (1980 a 2013)

Fonte: Banco Central dos Estados Unidos – FED – Z.1 Statistical Release.

O fato que se visualiza é que esta reversão acontece estando esses níveis de dívida bem acima dos níveis históricos. O nível de dívida das famílias, por exemplo, em 78,01% do PIB

em 2013, só é inferior ao nível que se manteve na economia norte-americana a partir de 2003, quando alcançou 82,21% do PIB. O nível de dívida do setor financeiro, que era de 83,82% em 2013, ainda é 4 vezes superior ao nível de 1980 (quando foi de 20,42%), sendo que é superior a qualquer nível de dívida anterior a 2001 (quando alcançou 86,17% do PIB). Já os negócios não financeiro estão com um nível de dívida em 2013, de 81,09%, que é superior a qualquer nível desde 1980, quando foi de 51,31% do PIB.

Isto quer dizer que a economia norte-americana continua altamente alavancada e endividada, se for levado em consideração o período iniciado em 1980. Se a dívida foi fundamental para o crescimento da economia nos anos que se seguiram, servindo como combustível, mesmo após a crise não houve um processo de desalavancagem que permitiria retomar o mesmo padrão de crescimento observado no período neoliberal. Mas isto não está impedindo que a dívida retome a tendência de crescimento, o que em parte explica, tendo em vista a manutenção do modelo neoliberal, o crescimento verificado.

Da mesma forma, a inflação de ativos, outro elemento central no período neoliberal para a dinamização da economia, mostra, após a crise, uma tendência de crescimento.

O valor de mercado das ações norte-americanas sobe desde 2009, quando representavam 96,91% do PIB (sendo que em 2011 alcançaram 110,16%), revertendo a queda iniciada em 2007, quando o valor das ações chegaram a 141,72% do PIB⁴³.

O preço dos imóveis, conforme já visto, em fevereiro de 2014, segundo o índice S&P Case-Shiller 10-City, alcançou o número de 184,04. Este número já é maior que qualquer número anterior a agosto de 2004, quando chegou a 183,50, e bem maior que o número alcançado em fevereiro de 2012, quando alcançou a mínima pós-crise de 149,81, sendo que chegou a um máximo de 226,87 em abril de 2006, no auge da bolha.

Esse crescimento do valor dos ativos, tanto mobiliários quanto imobiliários, é um dos grandes efeitos da política do Federal Reserve, que ao manter os juros próximos de zero, e numa situação de armadilha de liquidez, faz com que os investidores procurem investimentos lucrativos no mercado de ativos, e que traz consigo o efeito na economia real do efeito riqueza, conforme já explicado.

Mas o que mais se destaca no período da recuperação pós-crise é que o crescimento da renda continua mantendo-se concentrado nos estratos mais ricos da população norte-americana.

⁴³ Conforme verificado no gráfico 12, o valor das ações é superior, mesmo após a crise, como proporção do PIB, a qualquer valor registrado antes de 1996.

9.2. A DISTRIBUIÇÃO DE RENDA PÓS-CRISE E A MANUTENÇÃO DO “GAP” ENTRE SALÁRIOS E PRODUTIVIDADE

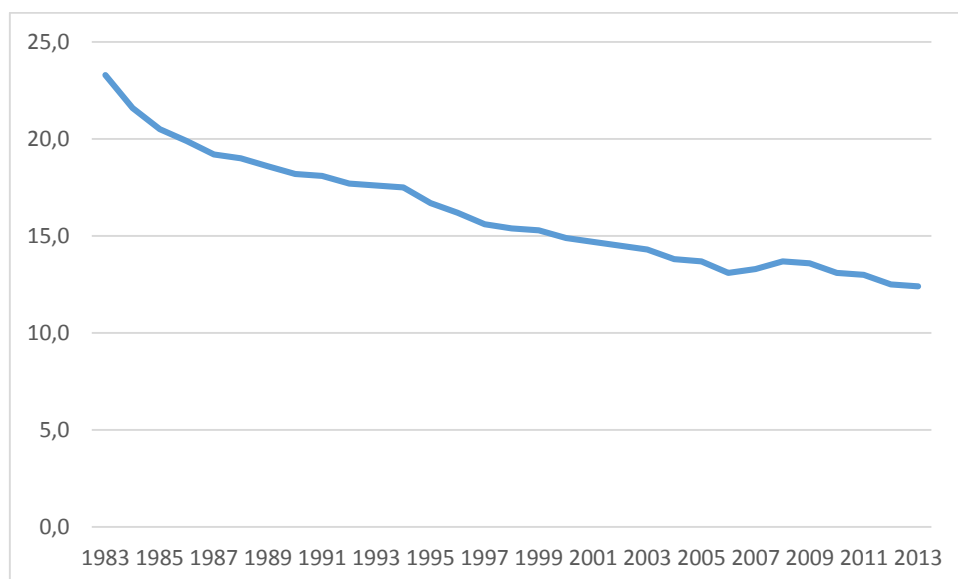
Conforme afirmou-se no início deste trabalho, o regime de acumulação fordista deu lugar a implementação de políticas neoliberais que resultaram num processo de financeirização crescente da economia norte-americana. Uma das características principais do regime fordista era sua relação capital-trabalho, com os trabalhadores conseguindo aumentos de salários que além de repor a inflação, proporcionavam ganhos reais advindos do crescimento da produtividade. No período neoliberal, essa relação foi quebrada, por uma série de fatores já estudados, como o processo de inserção internacional norte-americano (com o dólar forte facilitando o processo de importações e diminuindo a competitividade norte-americana), bem como as políticas macroeconômicas cujo resultado foi o enfraquecimento do poder de barganha dos trabalhadores junto às empresas, o que resultou em níveis salariais que não mais acompanhavam o crescimento da produtividade (políticas de flexibilização do mercado laboral, de redução do papel do estado, e prioridade no combate à inflação).

E conforme verificado, a globalização, com o aumento da competitividade internacional pressionou os salários dos trabalhadores norte-americanos, bem como os avanços tecnológicos poupadores de mão-de-obra, que também entraram como um elemento na competição com os trabalhadores, deprimindo seus níveis salariais, bem como deslocando trabalhadores para postos de trabalho com remunerações inferiores às dos postos anteriormente existentes.

Não se verifica uma mudança nas tendências analisadas desde os anos 80 após a crise de 2008. A inserção internacional norte-americana continua gerando déficits comerciais que são financiados a cada ano por poupança externa (bem como o dólar, no indicador DXY, que compara a moeda com um cesta de outras 6 moedas, continua variando em torno de 80 na última década)⁴⁴. As políticas governamentais que tentam aumentar o salário mínimo norte-americano são barradas pelo congresso dominado pelo Partido Republicano. Não há mudança na legislação trabalhista, que foi anteriormente flexibilizada, o que se reflete nos níveis de sindicalização, que continuam em queda. Em 2007, 13,3% dos trabalhadores tinham representação sindical (de um total de 23,3% em 1980), sendo que em 2013, este percentual passou para 12,4%.

⁴⁴ É importante destacar aqui o papel que o dólar tem como reserva internacional, o que, mesmo num contexto de juros zero e déficits comerciais persistentes na economia norte-americana, faz com que continue a busca pelo dólar, evitando a queda de seu valor em níveis que poderiam equilibrar a balança de transações correntes.

Gráfico 48 – Percentual de trabalhadores empregados representados por sindicatos (1983 a 2013)



Fonte: Bureau of Labor Statistics - Union affiliation data from the Current Population Survey – percentual de empregados representados por sindicatos.

Desta forma, quando se observam os dados sobre a recuperação da economia norte-americana após a crise, questiona-se, uma vez que está mantido o modelo de crescimento anterior, quais os setores que estão se beneficiando deste processo de crescimento. E aqui, mais uma vez, vemos que um dos resultados do modelo neoliberal de acumulação, que é principalmente um aumento da desigualdade de renda, se mantém.

A renda média norte-americana, que era de U\$ 74.869 em 2007, chegou a U\$ 71.274 em 2012. A renda mediana, que era de U\$ 55.627 em 2007, chegou a U\$ 51.017 em 2012 (todos os dados estão em dólares de 2012).

Tabela 13 – evolução da renda média e da renda mediana nos Estados Unidos de 2007 a 2012

Ano	Renda Mediana (dólares de 2012)	Renda Média (dólares de 2012)
2.007	55.627	74.869
2.008	53.644	72.968
2.009	53.285	72.767
2.010	51.892	70.970
2.011	51.100	71.133
2.012	51.017	71.274

Fonte: Census Bureau - Table H-11AR.

No entanto, esta queda da renda média e mediana esconde o aumento da desigualdade. Enquanto a renda média dos dois quintos inferiores da população norte-americana continuaram com tendência de queda até 2012 (o quinto inferior apresentou estabilidade em 2012), em 2011 a renda média do quinto superior já havia crescido em relação ao ano anterior. Para o terceiro e quarto quintos, este aumento iniciou em 2012.

Tabela 14 – Renda Média da população norte-americana segmentada por quintos – em dólares de 2012 (2006 a 2012)

Ano	Primeiro Quinto	Segundo Quinto	Terceiro Quinto	Quarto Quinto	Último Quinto	5% Superior
2006	12.928	32.771	54.917	86.924	191.513	338.686
2007	12.791	32.604	55.334	87.607	186.009	318.032
2008	12.430	31.477	53.461	85.057	182.418	314.282
2009	12.366	31.319	53.025	84.240	182.884	316.206
2010	11.578	30.047	51.777	83.065	178.384	302.449
2011	11.474	29.814	50.883	81.753	181.739	317.950
2012	11.490	29.696	51.179	82.098	181.905	318.052

Fonte: Census Bureau - Table H-3. Mean Household Income Received by Each Fifth and Top 5 Percent, All Races

Da mesma forma a análise detalhada dos limites superiores de renda de cada extrato da população norte-americana demonstra o aumento da desigualdade desde o início da crise. O limite superior de renda do quinto inferior viu o teto de sua renda continuar caindo até 2012, enquanto o teto de renda dos outros segmentos já começou a subir em 2012.

Tabela 15 – Limite de renda de cada parcela da população norte-americana em dólares de 2012 (2006 a 2012)

Ano	Primeiro Quinto	Segundo Quinto	Terceiro Quinto	Quarto Quinto	Limite de renda inferior - 5% das famílias
2006	22.816	43.017	68.328	110.500	198.166
2007	22.470	43.299	68.658	110.739	196.008
2008	22.088	41.590	66.891	106.897	191.954
2009	21.894	41.267	66.156	107.048	192.687
2010	21.062	40.017	64.765	105.340	190.067
2011	20.685	39.325	63.738	103.704	189.886
2012	20.599	39.764	64.582	104.096	191.156

Fonte: Census Bureau - Table H-1. Income Limits for Each Fifth and Top 5 Percent of All Households.

Outro indicador da permanência do aumento da desigualdade no período pós crise é o índice de Gini apurado pelo Censo Norte-americano. O índice, que estava em 0,432 em 2007, chegou a 0,451 em 2012 (quanto maior o índice, maior a desigualdade).

O número que define de forma indiscutível o aumento da desigualdade é o percentual de renda apropriado por cada parcela da população norte-americana. Neste caso, o quinto superior, que se apropriava de 50,5% da renda em 2006, se apropriou, em 2012, de 51% de toda a renda disponível⁴⁵, o maior percentual, juntamente com o ano de 2011, onde houve a apropriação de 51,1% da renda, desde o início da série histórica (dados registrados desde 1967).

Tabela 16 – Divisão da renda agregada entre parcelas da população norte-americana (2006 a 2012)

Ano	Quinto inferior	Segundo Quinto	Terceiro Quinto	Quarto Quinto	Quinto Superior	5% Superior
2006	3,4	8,6	14,5	22,9	50,5	22,3
2007	3,4	8,7	14,8	23,4	49,7	21,2
2008	3,4	8,6	14,7	23,3	50,0	21,5
2009	3,4	8,6	14,6	23,2	50,3	21,7
2010	3,3	8,5	14,6	23,4	50,3	21,3
2011	3,2	8,4	14,3	23,0	51,1	22,3
2012	3,2	8,3	14,4	23,0	51,0	22,3

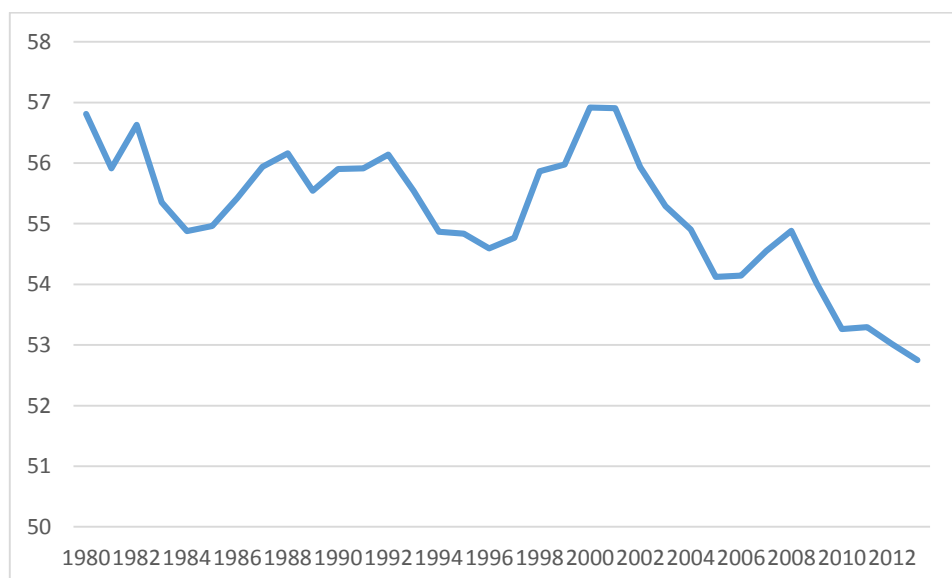
Fonte: Census Bureau - Table H-2. Share of Aggregate Income Received by Each Fifth and Top 5 Percent of Households, All Races

⁴⁵ É importante destacar que aqui trata-se de rendas recebidas conforme apurado pelo censo norte-americano, sem contar os ganhos de capital.

Destaque-se que enquanto a renda dos lares norte-americanos contidos no extrato de 5% superior manteve-se em 22,3% da renda total, os três quintos inferiores viram sua parcela de renda ser diminuída no total de renda gerada na economia norte-americana.

E esta desigualdade fica ainda clara quando inclui-se na equação a divisão dos rendimentos na economia norte-americana entre salários e ganhos de capital (anteriormente tratou-se apenas de rendimento que não incluíam os ganhos de capital). O que se observa é uma tendência decrescente de participação dos rendimentos advindos do trabalho desde a crise, que era de 54,55% em 2007, e chegou a 52,74% em 2013, numa tendência de queda que se observa durante todo o período de aplicação das políticas neoliberais estudado, e o nível mais baixo já registrado.

Gráfico 49 – Percentual das rendas do trabalho como proporção do PIB (1980 a 2013)



Fonte: FED – Z.1 Statistical Release.

Esta diminuição da participação das compensações advindos do trabalho no total do PIB norte-americano é resultado direto da desvinculação entre os salários dos trabalhadores do crescimento da produtividade, que continuou a se fazer presente após a crise de 2008.

Conforme pode ser observado, o crescimento da produtividade nos anos imediatamente após a crise, em 2009 e 2010, foram superiores a 3%, indicando que a crise teve um efeito na promoção da produtividade na economia⁴⁶.

⁴⁶ O período de crise é marcado por cortes de pessoal que acabam, com a pressão sobre os trabalhadores empregados, resultando num aumento maior da produtividade do que se não tivesse ocorrido a crise.

Tabela 17 – Comparação entre o crescimento da produtividade e o crescimento do valor da hora de trabalho paga na economia dos Estados Unidos (2006 a 2013)

Ano	Percentual de Crescimento anual da Produtividade	Percentual de crescimento do valor real da hora de trabalho paga (com todos os benefícios)
2006	0,9	0,6
2007	1,6	1,4
2008	0,8	-1,1
2009	3,1	1,5
2010	3,3	0,4
2011	0,5	-0,7
2012	1,5	0,5
2013	0,5	0,1

Fonte: Bureau of Labor Statistics - Major Sector Productivity and Costs - Labor productivity (output per hour); Real hourly compensation.

O crescimento da hora de trabalho paga, por sua vez, foi inferior em todos os anos após a crise, sendo inclusive negativo em 2008 e em 2011.

Desta forma, tem-se na economia norte-americana atualmente uma retomada do crescimento em níveis insuficientes para garantir o pleno emprego, mesmo com juros em níveis próximos de zero. Ao mesmo tempo, os fatores que definiram o modelo neoliberal continuam presentes, sendo que continua um processo de aumento de desigualdade social e de crescimento do gap entre produtividade e salários.

10. CONCLUSÃO

Conforme afirmado neste trabalho, uma mudança fundamental no modo como era realizada a acumulação capitalista ocorreu a partir dos anos 80 nos Estados Unidos. Antes, esta acumulação era baseada num regime que foi intitulado neste trabalho de “fordista”, onde a produção em massa⁴⁷ encontrava um mercado de massa⁴⁸ cuja demanda era garantida pelo crescimento da massa salarial que garantia a reposição da inflação e os ganhos de produtividade.

Na década de 1970, o regime de acumulação fordista apresentou várias crises. Uma das respostas à crise do fordismo foram as políticas neoliberais implementadas nos Estados Unidos a partir dos anos 80, que acabaram desmontando as estruturas e instituições do fordismo e, de outro lado, iniciaram a formação de novas estruturas que caracterizariam um novo regime de acumulação. Com a política de juros alto do FED naquele momento, houve um enfraquecimento do poder de barganha dos trabalhadores norte-americanos, visto os altos níveis de desemprego. Somou-se a isso a forma que os Estados Unidos se inseriram no novo estágio do processo de globalização, onde houve uma perda progressiva dos empregos do setor industrial, e ainda a evolução tecnológica que fez com que muitos empregos deste setor fossem substituídos por emprego de setores de menor remuneração. Esta quebra resultou num enfraquecimento dos sindicatos, bem como o fim do grande acordo do período fordista, que se baseava no crescimento salarial da forma já explicada.

Com a ascensão ao poder nos Estados Unidos do governo de Reagan, verificou-se que uma série de políticas de desregulamentação financeira começou a ser instituída. A ideologia neoliberal, a de que decisões em mercados livres levariam a resultados mais eficientes, começou a dominar o cenário político norte-americano, sendo que o resultado foi maior desregulamentação, redução da carga tributária dos extratos mais ricos da população norte-americana, flexibilização das relações trabalhistas, e a paralisação no incremento (e até reversão) de conquistas no campo da seguridade social. Houve enfraquecimento do poder de barganha dos trabalhadores em meio a um contexto de liberalização dos mercados, incentivado por políticas neoliberais.

Esta dominação dos mercados derivada da aplicação das políticas neoliberais resultou num enfraquecimento intencional do Estado no seu papel regulador, o que, dentro deste contexto, deu espaço para o aparecimento de inovações financeiras que proporcionaram a alavancagem da economia em níveis inéditos, bem como gradualmente houve a formação de

⁴⁷ A produção em larga escala (e com economia de escala) de bens de consumo duráveis e bens de capital.

⁴⁸ Em que os trabalhadores haviam sido incluídos como consumidores dos bens de consumo duráveis.

um sistema financeiro praticamente desregulamentado e paralelo ao sistema financeiro bancário, tradicionalmente regulamentado pelo Banco Central, que começou a crescer em importância a ponto de igualar ao sistema regulamentado.

Na transição de regime de acumulação, pode-se identificar o desmantelamento do compromisso salarial, que era elemento central no equilíbrio da produção e consumo do fordismo, e a ascensão do setor financeiro, que viria a ser central no novo regime de acumulação. Uma centralidade que garantiu que o crescimento econômico fosse sustentado, principalmente em termos de demanda, via um crescimento da dívida sem precedentes, bem como com um crescimento dos valores dos ativos. Este processo foi intitulado neste trabalho de “financeirização”.

Com a quebra do compromisso salarial e a redução da carga tributária em relação aos segmentos melhor remunerados, os níveis de desigualdade de renda e de riqueza aumentaram durante todo o período da aplicação das políticas neoliberais, com um crescimento da renda nos setores melhores remunerados, como no setor financeiro, e a estagnação dos salários da massa de trabalhadores na economia americana, o que foi um dos incentivos para os processos de endividamento que caracterizaram este período.

No entanto, o crescimento do peso do setor financeiro na economia bem como da desigualdade veio acompanhado por um crescimento na instabilidade presente na economia. E nada poderia ter explicitado a instabilidade deste modelo de acumulação de forma mais exata que a crise de 2008.

A crise, conforme explanado, foi o momento em que estes processos de financeirização teriam encontrado os seus limites, sendo estes os limites de um endividamento sempre maior e os limites de um crescimento do valor dos ativos. Assim, a crise do modelo neoliberal resultou na maior crise econômica desde a Grande Depressão. E resultou no maior resgate ao setor bancário da história, bem como em uma política monetária heterodoxa e em um aumento dos gastos governamentais, que conseguiram, de forma conjunta, com que a economia não entrasse numa espiral deflacionária como a vivida durante o período da Grande Depressão.

Entretanto, o efeito principal da crise foi que a demanda gerada via processos de dívida e por meio da valorização dos ativos financeiros (tendo impacto na atividade do setor imobiliário, por exemplo), desapareceu de maneira tal que a economia real dos Estados Unidos não mantém níveis de pleno emprego ou níveis de emprego próximos dos níveis existentes antes da crise. Desta forma, se antes do início dos anos 80 o modelo fordista de acumulação viveu uma crise, hoje pode-se falar em crise do modelo neoliberal.

Apenas um aumento dos gastos públicos (fundamental na resposta à crise) não vai alterar o que entende-se seja a causa da crise atual. Esta causa é o próprio modelo de acumulação centrado no ideário neoliberal e que baseou o crescimento econômico numa crescente participação do setor financeiro na atividade econômica.

Dentro de uma realidade tal como a observada, se não alterados os fundamentos do modelo, há uma dependência do aumento do crédito e da formação de novas bolhas para a retomada do crescimento da economia norte-americana. Observou-se que estes processos de financeirização (crédito e inflação de ativos), os motores do período neoliberal, voltaram a agir na economia norte-americana após a crise. No entanto, este processo atualmente parte de níveis de dívida muito superiores aos que existiam no início do período neoliberal, e é restringido pelas novas regulamentações instituídas em 2010.

Daí que o período do pós-crise possa ser considerado um período de relativa estagnação, e começa-se a discutir a questão da estagnação secular⁴⁹ por autores como Paul Krugman e Lawrence Summers.

Desta forma, a mudança do regime de acumulação fordista para um regime incentivado pelo ideário neoliberal resultou de fato num sistema instável financeiramente e também socialmente (visto o aumento da desigualdade social), sendo que esta desigualdade tem impactos diretos na economia uma vez que impacta nos mecanismos que garantem o funcionamento de um regime de acumulação, que é a garantia de demanda, de poder de compra, para que o capital possa realizar o seu ciclo de produção-realização. O que está ausente neste período neoliberal é justamente um mecanismo de criação de demanda que não resulte na instabilidade do sistema. O próprio mecanismo de geração de demanda deste período é o catalizador da instabilidade e da crise subsequente, não sendo este regime, portanto, sustentável.

O que se conclui é que sem uma alteração fundamental na forma como se organiza a acumulação capitalista nos Estados Unidos, não haverá volta à plena utilização dos recursos produtivos. Se houver, poderá ter sido originada por uma nova bolha, que mais cedo ou mais tarde, irá estourar e mostrar novamente as fragilidades do sistema, e sempre com um custo

⁴⁹ Estagnação secular é um conceito desenvolvido por um economista norte-americano nos anos 30 do século XX, chamado Alvin Hansen (para ele, baixos níveis de crescimento demográfico e a redução do progresso tecnológico reduziriam o crescimento econômico). Seria um estado onde a demanda por investimentos é menor que a requerida para manter um estado de pleno emprego, mesmo havendo crédito disponível, sendo que a economia manteria níveis baixos de crescimento. É um conceito que pode ser conectado com a “armadilha da liquidez” de Keynes, onde a ação do banco central para baixar a taxa de juros não é mais suficiente para gerar a atividade econômica que utilizaria todos os recursos disponíveis, resultando em desemprego. O ponto é que há um problema de geração de demanda, parte da qual antes da crise era gerada pelos processos de financeirização.

crescente para a população (com os resgates que se seguirão). Desta forma, o resultado não terá sido um crescimento estável, mas sim super-ciclos, como afirmado por Palley (2013).

Conforme afirmado por Keynes na “Teoria Geral do Emprego, do juro e da moeda”, em seu último capítulo, quando este tratou da filosofia social da sua obra:

Os defeitos flagrantes da sociedade econômica em que vivemos são a sua incapacidade para proporcionar o pleno emprego e a sua arbitrária e não equitativa repartição da riqueza e dos rendimentos (KEYNES, 2012, p. 339).

Estes problemas permanecem nos Estados Unidos na segunda década do século XXI. A desigualdade de renda existente na economia dos Estados Unidos neste início de século é a maior já registrada na história norte-americana. E a ineficiência na utilização dos seus recursos, visto os números em relação ao emprego, demonstram que ao contrário do propagado pela ortodoxia econômica, os mercados desregulados e livres não são condição nem necessária nem suficiente para a utilização mais eficiente dos recursos de uma economia.

No debate da crise de 2008, muitas são as leituras sobre suas causas. Os mesmos economistas ortodoxos que defenderam os processos de desregulamentação, continuam a afirmar que é o excesso de governo o responsável pela crise. Este trabalho, de forma fundamentada, traz outra leitura, e soma-se aqueles que verificam que existem problemas estruturais na economia norte-americana, e a correção destes problemas passa por mudanças estruturais, mudanças estas que deverão ser realizadas por meio da política, com todos os conflitos que existem naquela arena. E a arena política é influenciada pelo campo das ideias, sendo que o entendimento das causas da crise de 2008 é fundamental para que políticas adequadas sejam implementadas, sendo o debate sobre as causas o objeto deste trabalho.

A redução da desigualdade social e a redução da instabilidade econômica (que são resultado do regime de acumulação vigente) passam pela reformulação do modo de acumulação, o qual pressupõe a redução da dependência em relação aos processos de financeirização para a promoção de níveis maiores de crescimento econômico.

A superação do ideário neoliberal é assim uma necessidade. No entanto, visto os fatos que se seguiram à crise de 2008 nos Estados Unidos, não se verifica a superação do modelo iniciado nos anos 80. Verifica-se, ao invés, uma nova tentativa de reativar o modelo que entrou em crise em 2008, o que só poderá levar, visto os níveis de dívida existentes atualmente na economia norte-americana, a novos períodos de crescimento (agora em percentuais menores) com níveis cada vez maiores de instabilidade e desigualdade social, cujas crises resultantes só

poderão ter seus efeitos minimizados com resgates governamentais com custos cada vez maiores para os norte-americanos.

11. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARIENTI, Wagner Leal. Fordismo e Pós-Fordismo: Uma Abordagem Regulacionista. **Anais do II Encontro Nacional de Economia Política**: p. 16-30, 1997.

ARIENTI, Wagner Leal. Do Estado Keynesiano ao Estado Schumpeteriano. **Revista de Economia Política**, v. 23, n. 4, p.97-113, outubro/dezembro 2003. Bimensal.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. **O Capital e suas Metamorfoses**. São Paulo: Editora Unesp, 2012.

DINAPOLI, Thomas P. Wall Street Bonuses Went Up in 2013. **Office of the State Comptroller**, mar. 2014. Disponível em: <<http://www.osc.state.ny.us/press/releases/mar14/031214.htm>>. Acesso em: 08/06/2014.

ECONOMIC REPORT OF THE PRESIDENT. Março de 2014. Disponível em: http://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/full_2014_economic_report_of_the_president.pdf. Acesso em: 08/06/2014.

KEYNES, John Maynard Keynes. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.

KINDLEBERGER, Charles P.; ALIBER, Robert Z. **Da Euforia ao Pânico**: uma história das crises financeiras. São Paulo: Editora Gente, 2009.

KRUGMAN, Paul. **End this Depression Now!** New York: W.W. Norton & Company, Inc, 2012.

MAGDOFF, Fred; FOSTER, John Bellamy. The Plight of the U.S. Working Class. **Monthly Review**, New York, v. 65, n. 8, jan. 2014. Disponível em: <<http://monthlyreview.org/2014/01/01/the-plight-of-the-u-s-working-class>>. Acesso em: 08 jun. 2014.

MAGDOFF, Fred; FOSTER, John Bellamy. Stagnation & Financialization: the nature of the contradiction. **Monthly Review**, New York, v. 66, n. 1, maio. 2014. Disponível em: <<http://monthlyreview.org/2014/05/01/stagnation-and-financialization>>. Acesso em: 08 jun. 2014.

MAGDOFF, Fred; FOSTER, John Bellamy. Class War and Labor's Declining Share. **Monthly Review**, New York, v. 64, n. 10, mar. 2013. Disponível em: <<http://monthlyreview.org/2013/03/01/class-war-and-labors-declining-share>>. Acesso em: 08 jun. 2014.

MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma Economia Instável**. Osasco: Novo Século, 2010.

MINSKY, Hyman P. **John Maynard Keynes**. Campinas: Editora da UNICAMP, 2011.

MISHEL, Lawrence; SABADISH, Natalie. CEO pay in 2012 was extraordinarily high relative to typical workers and other high earners. **Issue Brief – Economic Policy Institute**, n. 367, p. 1-11, jun. 2013. Disponível em: <http://www.epi.org/publication/ceo-pay-2012-extraordinarily-high>. Acesso em: 08/06/2014.

PALLEY, Thomas I. **From Financial Crisis to Stagnation: The Destruction of Shared Prosperity and the Role of Economics**. New York: Cambridge University Press, 2012a.

PALLEY, Thomas I. **The Economic Crisis: Notes from the Underground**. Washington, DC: Independent Analyst, 2012b.

PALLEY, Thomas I. **Plenty of Nothing: The Downsizing of the American Dream and the Case for Structural Keynesianism**. New Jersey: Princeton University Press, 2000.

PALLEY, Thomas I. **Finanzialization: the economics of finance capital domination**. Hampshire: Palgrave Macmillan, 2013.

PIKETTY, Thomas. **Capital in the Twenty-First Century**. Cambridge, Massachusetts: The Belknap Press of Harvard University Press, 2014.

REICH, Robert B. **Aftershock: The next Economy and America's Future**. New York: Vintage Books Editions, 2013.

ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen. **A Economia das Crises: um curso-relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional**. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2010.

STIGLITZ, Joseph E. **O Mundo em Queda Livre: Os Estados Unidos, o Mercado Livre e o Naufrágio da Economia Mundial**. São Paulo: Companhia das Letras, 2010.

TODOROVA, Zdravka; KABOUB, Fadhel; FERNANDEZ, Luisa. Inequality-Led Financial Instability: A Minskyian Structural Analysis of the Subprime Crisis. **International Journal of Political Economy**, v. 39, n. 1, p. 3-27.

ZALEWSKI, David A.; WHALEN, Charles J.. Financialization and Income Inequality: A Post Keynesian Institutional Analysis. **Journal Of Economic Issues**, v. 7, n. 12, p. 757-777. Setembro 2010.

U.S. BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS (BEA). Disponível em www.bea.gov. Acesso em: 08/06/2014.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. Disponível em www.federalreserve.gov. Acesso em: 08/06/2014.

CENSUS BUREAU. Disponível em www.census.gov. Acesso em: 08/06/2014.

U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS. Disponível em www.bls.gov. Acesso em 08/06/2014.