



U.S. AND WORLD ECONOMY

# Dinheiro, ganância e tecnologia

## 1ª parte: O Brasil e crise asiática

Norman Gall

---

*Braudel Papers - N° 20, 1998*

### 1. O jogo

Dinheiro, ganância, tecnologia é um novo vídeo-game sobre um velho tema. Na época das monções de 1997, um tufão irrompe no Mar da China Meridional, atacando os costumes e artefatos da sociedade organizada, num raio de países emergentes que vai da Tailândia, Malásia e Indonésia, até mais ao norte, Hong Kong, Coréia do Sul e Japão. Esse tufão não resulta simplesmente na clássica destruição da terra pela natureza. É uma destruição súbita e auto-infligida de sistemas financeiros e políticos, com redemoinhos. Faz isso através de uma complexa interação entre dinheiro, ganância e tecnologia, colocada em movimento pela incansável aposta em ativos que inexoravelmente vão se acumulando à procura de rendimentos mais altos.

Quando o tufão na Ásia apareceu no horizonte, o Bank for International Settlements (BIS), o banco central dos bancos centrais, afirmou que "o fluxo de capital privado para os mercados emergentes excedeu amplamente recordes anteriores, com a emissão de bônus internacionais tendo desempenhado um papel central nesse processo. Esses desenvolvimentos surpreendentes foram o resultado de forças econômicas fundamentais ou poderão ser revertidos por essas mesmas forças no futuro? Uma parte de uma resposta honesta é admitir que simplesmente não sabemos. A rápida transformação tecnológica obscurece nossa percepção do que é possível e razoável".

Nosso vídeo game é bastante complexo. Testa a tolerância das tecnologias existentes e nossa imaginação. O tufão disfarça uma invasão estrangeira. Nosso estilo de vida é ameaçado. Cenários sombrios e tempestuosos prevalecem, augurando resultados catastróficos. Os "maus" vencerão se alguém não apertar os botões certos. Mas quem são os "maus"? Devemos zapear os emissários do Fundo Monetário Internacional (FMI), que demandam regras rígidas para a ordem interna em troca de dinheiro novo? Ou deveríamos zapear os banqueiros estrangeiros que emprestam com tanta liberalidade e estupidez e agora, com o apoio diplomático dos países ricos, exigem honorários e juros mais altos para conceder maiores prazos de pagamento para seus créditos? Ou deveríamos zapear os executivos de empresas estrangeiras que viajam para o falido paraíso dos valores asiáticos a fim de comprar por preço baixo terras, prédios e empresas? Ou deveríamos exterminar os engarrafamentos de trânsito de Bangcoc e os faraônicos arranha-céus de Kuala Lumpur como se fossem pragas para a civilização? Deveríamos zapear muçulmanos em motim, enfurecidos com o aumento dos preços de comida, que queimam lojas e igrejas de chineses em cidades da Indonésia? Deveríamos zapear as hordas de imigrantes pobres - vindos de aldeias de Bangladesh, Burma, Camboja, Indonésia e das Filipinas - despedidos, de um dia para outro, de empregos em fábricas, cozinhas e construções em Cingapura, Malásia, Indonésia, Coréia do Sul e Tailândia? Deveríamos zapear a tempestade de notas promissórias emitidas por companhias em vias de falência que conduz o mercado de ações e os bancos da Coréia na direção de redemoinhos de dívidas ruins? Deveríamos zapear os espertos do capitalismo de camaradagem, empresários cujos negócios sujos com políticos

apagaram décadas de trabalho duro e afundaram seus países debaixo de ondas de dívidas impagáveis? Quais são as verdades chocantes que nosso raio laser deve zapear? Quem são os "maus" e quem vai pagar o preço por suas ações? O jogo tem muitos alvos móveis. É difícil identificar os "maus", devido à confusão sobre quem deve o quê para quem. Tanto os credores como os devedores escondem suas posições. Quando a Indonésia cessou pagamentos de sua dívida privada externa, de US\$ 73 bilhões, depois que, em três meses, sua moeda perdeu dois terços de seu valor em relação ao dólar, os palpites sobre o montante das dívidas indonésias com bancos coreanos, também eles devendo US\$ 66 bilhões em créditos de curto prazo, variavam de US\$ 2,5 bilhões a US\$ 25 bilhões. Quem pode zapear a ameaça perene do Erro Colossal? Nosso jogo exige discrição, engenhosidade e um agudo senso de justiça.

Nosso vídeo game traz poucas novas idéias, mas coloca questões básicas. A questão central de nosso tempo é de saber se nos precipitaremos numa ruptura com o passado, o que representa uma descontinuidade com a modernização de séculos recentes e ressuscita antigos temores sobre uma praga de relapso. O medo desse relapso conduz a uma mudança nas comunidades modernas de uma economia política de direitos adquiridos para uma economia política de sobrevivência. A mudança está apenas se iniciando e só agora suas implicações começam a aparecer. Nas próximas décadas, em muitos países, da China ao Peru, do Brasil ao Egito, e da Índia à Nigéria, e em cidades, de Nova Iorque à São Paulo, de Budapeste à Bangcoc, de São Peterburgo à Detroit, de Jakarta à Los Angeles, o principal desafio da política econômica será a regeneração.

Em meio à turbulência financeira, o Brasil tateia maneiras de fortalecer sua nova cultura de baixa inflação e a continuar a modernizar suas instituições públicas. Desde o lançamento do Plano Real, na metade de 1994, reduziu-se a inflação de 5.115%, nos 12 meses anteriores, para 4,7%, em todo o ano de 1997. O Brasil tem feito progressos modestos, decentes e difíceis para viabilizar seu federalismo fiscal, mercados financeiros e contrato social. A rigidez de seus sistema político tem, porém, retardado esses avanços. Estes esforços só não impedirão que o chão ceda se o Brasil fracassar em perseguí-los coerentemente, alimentando uma desilusão que poderá pôr em risco sua estabilidade política e levar o país de volta para o pessimismo e confusão das suas décadas recentes de inflação crônica. Como Harold James nota na sua nova história do sistema monetário internacional do pós-guerra, "um problema mais sério é mais facilmente resolvido se todos os envolvidos estão convencidos de que eles precisam agir. É mais provável que essa convicção surja de uma grave crise".

Assim como a luta brasileira contra a inflação crônica, a crise asiática é um teste para as instituições. Esse teste aproxima países asiáticos que possuem enormes diferenças de renda, estrutura econômica, liberdade política, políticas governamentais e geografia. É difícil comparar a Indonésia, um arquipélago de 13.000 ilhas e 200 milhões de habitantes, com uma antiga história de colonialismo e governo ditatorial, com ricas cidades-estado como Hong Kong e Cingapura, um gigante continental como a China e uma super-potência econômica como o Japão, que foi considerado na Coréia e na Malásia um modelo de industrialização conduzida pelo Estado. As diferenças entre esses países foram escondidas por altos índices de crescimento econômico no passado recente. Suas atuais dificuldades são alimentadas pela incapacidade de suas instituições lidarem com os riscos relacionados com um súbito incremento na escala das transações financeiras. A falência da Indonésia dramatiza esses riscos, caso que gerou distúrbios civis numa escala jamais vista na América Latina desde o Bogotazo de 1948, provocado pelo assassinato do líder Liberal Jorge Eliécer Gaitán, episódio chave no agravamento da violência endêmica na Colômbia. Além destas convulsões políticas, aparece uma outra questão embutida na crise asiática: dado seus fardos de dívida estrangeira e doméstica que não foram pagas, quantos desses países poderão manter instituições financeiras nacionais relacionadas com o restante da economia mundial? As dívidas e quebras de bancos são tão amplas que os governos podem enfrentar escolhas desoladoras, tais como a que a Argentina teve que fazer após suas crises bancária e de dívida externa de 1980-82: ou empregar a inflação para apagar as dívidas ou deixar as economias domésticas caírem em depressão.

No fim do século XX, a humanidade enfrenta uma luta para vencer o risco do fracasso institucional na gestão de problemas de escala. Estes problemas aparecem na proliferação de ativos financeiros e fluxos de informação, assim como no tamanho de empresas, cidades e nações. Mudanças repentinas na escala da atividade humana alimentam demandas institucionais para o uso dos conhecimentos na formação, adaptação e gestão de capital. O fracasso institucional, devido a pressões de escala, ameaça que retornemos a formas mais arcaicas de civilização e mortalidade. Ao procurarem por saídas mais humanas, muitos governos tentarão preservar uma cooperação civilizada na gestão de sociedades complexas. Algumas sociedades vão manter e acelerar seu desenvolvimento, domando níveis mais altos de conhecimento e organização. Outras afundarão ainda mais na doença, violência e confusão. O Brasil e os países afetados pela crise na Ásia partilham desses riscos.

## 2. Os ativos

O que é visto hoje como uma crise asiática é meramente um distúrbio superficial de um problema maior: a proliferação implacável e descontrolada de ativos financeiros pelo mundo inteiro. A maior escala e eficiência dos mercados financeiros melhorou o nível de vida, intensificou as trocas internacionais e criou uma vasta quantidade de riqueza nova. Mas o dinheiro se tornou excessivamente barato e as recompensas de risco muito baixas. A velocidade e o sigilo de operações que visavam gerar créditos alimentaram a desconfiança e perigosa falta de informação. A pressão adiada sobre credores e devedores mudou expectativas, com as desvalorizações, quebras de bolsas de valores e o surgimento de vítimas políticas. A quebra e o embaralhamento de valores de ativos na Ásia ocorreram no auge da expansão financeira global que tem se acelerado durante as décadas do pós-guerra, apesar de algumas breves interrupções. Por volta de 1995, nas economias centrais da Europa, América do Norte e Japão ativos financeiros globais (bônus, ações, ativos bancários e reservas oficiais) tinham atingido US\$ 73 trilhões, ou o equivalente a três vezes o total do produto mundial. No início de 1995, o BIS pesquisou os derivativos, o mais novo e quente dos jogos nos mercados financeiros, e calculou que seu valor aproximado era de mais de US\$ 64 trilhões. O valor combinado de derivativos e ativos financeiros convencionais é hoje aproximadamente cinco vezes o produto anual de bens e serviços do mundo.

A mágica do mercado tem seu aprendiz de feiticeiro: o trader hiperativo. Esse é um novo tipo de herói nos anais das finanças; transpira sem parar na cozinha do diabo em meio a telas de computador aparentemente infindáveis que transmitem as maravilhas da informação instantânea. Spreads infinitesimais passeiam entre enormes e bruscos movimentos de ativos financeiros, criando oportunidades de trocas rápidas onde não se pode vacilar. Wall Street, depois de completar três anos de ganhos de 29% em ações, centenas de bilhões de dólares em aquisições de companhias e trilhões de dólares em negócios com derivativos, em 1997 estava em festa. Na firma Goldman, Sachs, 190 sócios levaram para casa bônus de pelo menos US\$ 4 milhões, com aqueles que tiveram melhor desempenho e os principais executivos tendo recebido até US\$ 25 milhões, enquanto os 215 diretores-gerentes menos importantes receberam uma média de US\$ 1,5 milhão cada. Dante classificou a ganância como uma forma de incontinência. Edward Gibbon, o grande historiador do Império Romano, chamou-a de "uma paixão insaciável e universal". Apesar da ganância poder ser útil, ao estimular o risco e a inovação, o Livro dos Provérbios do Antigo Testamento nos adverte: "aquele que tem ganância de ganho, cria problemas em sua própria casa". O que pode ser perigoso na ganância é uma irresponsável transferência de risco para a sociedade que subverte sistemas políticos e distorce o preço do risco e da recompensa.

Até agora, a expansão financeira, animada pela oferta, foi acompanhada nos países centrais de uma inflação declinante e da consolidação fiscal, o que criou um ambiente internacional estável. Por volta de 1994, a institucionalização da poupança em seguradoras e fundos mútuos nos países ricos tinha acumulado algo como US\$ 20 trilhões em ativos, dos quais apenas uma pequena parcela foi para mercados emergentes com rendimentos mais altos. Basta essa pequena fatia para inundar as capacidades institucionais e gerenciais das economias mais pobres.

Ataques especulativos podem surpreender e vencer em diversas frentes, ao mesmo tempo que as armas de defesa são poucas e normalmente usadas com sérias limitações. Investidores institucionais, com seus enormes fundos, estão bem posicionados para montar esses ataques, juntamente com outros especuladores. Ao "ficarem vendidos" em relação a moedas fracas, depois do início da fuga de capitais, realizam apostas ancoradas num valor que é cinco ou 10 vezes seu capital exposto. Os alvos óbvios são países com moedas sobre-valorizadas, pequena flexibilidade na taxa cambial por motivos políticos ou econômicos, um fraco sistema financeiro e fiscal, grandes déficits de conta corrente, um significativo montante de dívida externa de curto prazo e reservas internacionais limitadas. Levando-se em conta a maior parte dessas características, o Brasil era um alvo provável para ataques especulativos, tanto antes como depois do início da crise asiática.

A defesa clássica do país atacado é o aperto pelo banco central da oferta doméstica de dinheiro, com a venda futura de dólares, elevação das taxas de juro locais e o corte em gastos governamentais. O banco central atacado precisa agir rapidamente para privar especuladores do acesso a sua moeda elevando o custo em juros de comprar moeda estrangeira, o que dificulta a desvalorização. Com a elevação das apostas, a batalha se torna mais intensa e complexa, conduzindo o banco central para envolvimento ainda maior com mercados de derivativos, ao mesmo tempo que restringe a atividade externa de bancos comerciais e aumenta o fardo da economia real. Uma moeda pode ser atacada tanto no seu próprio terreno como no mercado a termo. Se um mercado a termo não existe, um novo derivativo, o NDF (nondeliverable forward), pode ser improvisado na forma de contratos privados entre bancos e clientes realizados fora das bolsas. Em Hong Kong e Cingapura derivativos desse tipo foram negociados pesadamente, para fugir de controles de bancos centrais. Especuladores de NDF apostam no preço futuro em dólar da moeda atacada e pagam suas apostas em dólares.

Em outubro de 1997, a bolsa de Hong Kong caiu, provocando um pânico internacional que consumiu US\$ 10 bilhões das reservas brasileiras em uma semana. Numa reação bem sucedida, o Banco Central brasileiro decretou uma taxa real de juros de 40%, a mais alta do mundo, e vendeu US\$ 20 bilhões no mercado futuro de cambio para defender o real de outro ataque. Altas taxas de juros estorvaram a demanda doméstica e atraíram uma torrente de dólares para o Brasil. Em quatro meses, tanto as reservas como a taxa de juros se aproximassem dos níveis anteriores à crise. Quando as reservas se aproximavam do novo recorde de US\$ 75 bilhões, uma manchete do jornal O Estado de S. Paulo exclamava: "nunca tantos dólares entraram no país". Esse dinheiro vem para o Brasil principalmente em razão da enorme diferença entre as taxas de juros internacionais e a brasileira. A segurança que estes US\$ 75 bilhões em reservas deveriam garantir é contrabalançado pelo pagamento pelo governo de US\$ 43 bilhões em juros, da venda de dívida pública interna para evitar que os enormes influxos de capital estrangeiro inflacionem a oferta de dinheiro, e pelos empréstimos de curto prazo ao Brasil de US\$ 36 bilhões.

As dificuldades da Ásia serviram como um alerta saudável para o resto do mundo, revertendo subitamente a tendência de queda no preço do risco. De acordo com BIS, "o sistema financeiro mundial parece ter mostrado maior elasticidade do que no início de 1995 durante a crise mexicana. O prêmio de risco (risk premia) da dívida em moeda estrangeira dos países latino-americanos e da Europa oriental diminuiu em relação ao pico que tinha atingido, no final de outubro, e o contágio de suas moedas foi detido... Um grande número de bancos de investimento e comerciais parece ter sido surpreendido pela virulência da turbulência financeira, que anunciava perdas pesadas em seus negócios por conta própria", conduzindo a uma queda de 30% no mercado internacional de lançamento de bônus no último trimestre de 1997 e a níveis recordes de repagamentos. Mesmo assim, é improvável que um recuo temporário e localizado diante do risco, provocado por eventos regionais nos países em desenvolvimento, imobilize por muito tempo o crescimento, aprofundamento, especialização e diversificação da atividade financeira.

Distorções e avaliações exageradas sempre são ajustadas. O medo residual e a instabilidade em mercados financeiros são necessários para conter o comportamento de manada, que

agrava a reação exagerada e o pânico e faz com que episódios como a crise asiática se tornem ainda mais perigosos. Em tempos de crise financeira, a ação ou omissão governamental é, muitas vezes, guiada pelo medo do desconhecido. Os ajustes por vezes evocam as palavras de Joseph Schumpeter que, durante a Grande Depressão dos anos 30, escreveu que cálculos baseados em ativos inflados eram "trocados pelas torrentes de um processo de reajuste correspondente em magnitude e extensão à revolução industrial dos 30 anos anteriores. As pessoas, na sua maior parte, continuavam firmes sobre a terra. Mas a terra, ela mesma, estava prestes a ceder". Ao explicar a crise asiática o presidente do Federal Reserve americano, Alan Greenspan, aludiu à teoria de Schumpeter sobre a "destruição criativa", como "um importante elemento de renovação numa economia de mercado dinâmica". Uma economia desse tipo necessitaria também de algo que fazia falta aos países asiáticos, "um estatuto eficiente para falências que pudesse auxiliá-los nesse processo, inclusive nos casos de problemas entre fronteiras". Greenspan acrescentou: "num ambiente em que sistemas financeiros são fracos, regimes de supervisão frouxos e garantias de proteção ao depositante ou credor vagas, ocorreram falências em diversos países, tendo elas assumido proporções de crise na Indonésia", o que alimentou -um medo visceral entranhado. As mudanças de taxa de câmbio não parecem ser resultado da acumulação de novos conhecimentos ou da deterioração dos fundamentos econômicos. Derivam sim de seu oposto: o aparecimento de incertezas que destróem entendimentos anteriores sobre a maneira como o mundo funciona". O perigo mais evidente é representado pela proliferação de ativos financeiros sem precedentes em velocidade, escopo e escala. Eis os principais elementos dessa expansão:

**1. Reservas.** O indicador mais simples do crescimento líquido é o valor das reservas em ouro e moeda forte mantidas pelos bancos centrais. A era do pós-guerra começou com uma "carência de dólar", a qual o Plano Marshall e os déficits na balança de pagamentos dos EUA puseram fim. As reservas dobraram, entre 1951 e 70, durante a "Idade de Ouro" do capitalismo, quando a economia mundial cresceu, num nível anual de longo prazo não superado até o momento, de 5%. A partir daí, o crescimento econômico desacelerou para 3% anuais, mas as reservas multiplicaram-se em torno de 12 vezes. Desde 1970, países em desenvolvimento lideraram esse crescimento, multiplicando suas reservas 31 vezes, tendo no seu auge, durante os anos 90, dobrado-as, chegando a exceder os níveis dos países ricos pela primeira vez em 1997. Metade dos US\$ 1,2 trilhões em fluxos líquidos de capital para mercados emergentes em 1990-96 foi destinado a reservas oficiais, 70% delas na Ásia e 37% na América Latina. Como nos anos vinte, muitos bancos centrais ofereceram juros altos para moedas sobrevalorizadas, a fim de atrair e manter reservas. Créditos estrangeiros de curto prazo e de Eurobonds aumentaram as reservas brasileiras de moeda forte de US\$ 10 bilhões em 1990 para US\$ 63 bilhões às vésperas da crise asiática, a sexta maior reserva do mundo, ao mesmo tempo que a sedução de altas taxas de juros venceu o temor de déficits fiscais e de conta corrente.

**2. Negócios de câmbio.** A movimentação diária em mercados internacionais de câmbio subiu de cerca de US\$ 200 bilhões, em meados da década de oitenta, para US\$ 1,2 trilhão, ou 20 vezes o valor do comércio mundial em bens e serviços. Atraídos pelo crescente valor do dólar em relação ao marco e depois o iene, investidores verteram quase US\$ 1 trilhão em fluxos de capital líquido para os EUA, durante 1995 e 96, ou o equivalente entre quatro e cinco vezes os níveis do início dos anos noventa. Muitos traders e fundos hedge pegaram ienes emprestados por um baixo preço, e depois os venderam por dólares para comprar títulos do tesouro americano e financiar outros investimentos. Alguns desses dólares foram destinados a países em desenvolvimento, cujos bancos centrais então usaram os dólares para comprar dívida do tesouro americano. É também cada vez mais comum o uso de acordos de recompra por parte dos mercados internacionais de dinheiro, a fim de financiar operações interbancárias, com papéis negociáveis do Tesouro norte-americano desempenhando o papel de principal garantia colateral. Bancos centrais adquiriram, em 1996, dois quintos dos US\$ 294 bilhões de compra líquidas estrangeiras de bônus do Tesouro norte-americano. Em 1996, metade do investimento de bancos centrais em dívida do governo norte-americano provinha de países em desenvolvimento que procuravam administrar suas taxas de câmbio diante de enormes e voláteis fluxos de capital.

**3. Empréstimos bancários internacionais.** Empréstimos bancários internacionais, em termos brutos, quadruplicaram desde 1992, enquanto o lançamento internacional de bônus e notas por instituições financeiras foram multiplicados em oito vezes. Ao analisar a crise asiática, em novembro de 1997, o BIS considerou que -primeiro e mais importante- era "a questão de porquê os sinais de crescentes desequilíbrios econômicos e financeiros foram ignorados por tanto tempo pelo mercado... Em contraste com a crise mexicana de 1995, que se deveu, em grande parte, à dívida do setor público, o recente abalo de moedas do sudeste asiático envolveu um vasto espectro de atores e instrumentos", fazendo com que "seja cada vez mais difícil para a assistência financeira oficial insular credores e devedores das conseqüências adversas de equivocadas decisões de investimento". O pânico asiático ao se espalhar, fez com que os US\$ 93 bilhões em fluxos líquidos de capital investidos em 1996 nos países mais afetados - Indonésia, Filipinas, Malásia, Coréia e Tailândia - se transformassem em US\$ 12 bilhões de capital líquido saídos deles, o que removeu todas as chances de recuperação ordenada.

**4. Bônus.** A compra estrangeira líquida de bônus de longo prazo do governo e de companhias americanas atingiu um novo recorde em 1996, 70% a mais do que no anterior período áureo de 1995. Segundo o FMI, "os EUA estão desempenhando o papel de um intermediário global: atraindo capital internacional ao prover instrumentos líquidos relativamente seguros (títulos da dívida pública e de empresas americanas de alto padrão), com retorno financeiro relativamente alto, e então os reinveste, através de mercados internacionais, em veículos menos líquidos, para ter um retorno maior". Em proporção ao PIB doméstico, transações entre fronteiras em bônus e ações feitas por investidores americanos cresceram de 4%, em 1975, para 35%, em 1985, atingindo 164%, em 1996, enquanto a movimentação alemã aumentou de 5% para 200% no mesmo período. De acordo com o BIS, o financiamento internacional, através de euronotes e bônus, cresceu mais do que os mercados domésticos: "Em suas tentativas de melhorar o retorno financeiro, investidores internacionais mostraram mais uma vez disposição para descer no espectro do crédito e explorar novos nichos", produzindo "o rápido incremento no lançamento de dívida de mais baixa confiabilidade que ... agora está sendo seguido por um crescimento no número de inadimplências". Diferente dos empréstimos, os bônus "não possuem nenhum mecanismo para chegar a um acordo de renegociação", notou John Williamson, membro do Instituto Fernand Braudel de Economia Mundial. "Ironicamente, foi esta dificuldade que fez com que os bônus se tornassem populares entre os credores nos anos oitenta. Enquanto era possível para devedores que não estivessem sobre tanta pressão manter o pagamento das taxas de juro dos bônus, quando esses eram uma fração pequena de sua dívida total, será impossível fazer o mesmo se dificuldades surgirem num país com uma grande proporção de sua dívida na forma de bônus. Estes credores estão vivendo numa espécie de paraíso dos tolos".

**5. Dívidas de curto prazo.** A mais perigosa proliferação de ativos está na dívida de curto prazo. Empréstimos estrangeiros, tanto para a Ásia como para a América Latina, têm sido direcionado para diminuir os prazos de vencimentos e aumentar os créditos para companhias não-financeiras, ao invés de procurarem bancos e governos. Isso tem ocorrido especialmente na Indonésia, Coréia, Tailândia, Brasil, México, Chile e Argentina, com empréstimos de curto prazo (vencimentos de menos de um ano), sendo ainda bem mais comuns na Ásia do que na América Latina. Por exemplo, a dívida da Tailândia com bancos estrangeiros pulou de US\$ 29 bilhões em 1993 para US\$ 69 bilhões em meados de 1997, 70% dela sendo de curto prazo.

A confusão e o desespero em relação às dívidas externas de curto prazo que aparecem desde meados de 1997, na Coréia, Indonésia e Tailândia lembram o atoleiro de empréstimos para a Europa central e oriental nos anos vinte, que surgiram depois que banqueiros americanos despejaram dinheiro na Alemanha para financiar a reciclagem das dívidas e reparações de guerra. O empréstimo Dawes de US\$ 200 milhões, realizado em 1924, iniciou uma enchente de juros altos, empréstimos de curto prazo, numa escala que não foi entendida até o fundo da Grande Depressão. O BIS apontou que US\$ 10 bilhões da dívida de curto prazo estava então fluando pelo mundo, com US\$ 5 bilhões deles localizados na Europa central, o que representa proporcionalmente uma fatia bem maior do total de ativos internacionais do que

em outras situações, como o da dívida de curto prazo dos países em desenvolvimento descoberta na época da moratória mexicana de 1982, US\$ 212 bilhões, ou o montante financeiro da atual crise asiática. Funcionários do Tesouro americano de início informaram ao presidente Herbert Hoover (1929 - 33) que os bancos americanos tinham realizado apenas US\$ 500 milhões desses empréstimos de curto prazo. Mas Hoover, ao checar essa informação, descobriu que o valor real -provavelmente excedia 1,7 bilhões-, o que era o suficiente para desestabilizar alguns grandes bancos americanos. Culpou por essa situação "o fato de terem vigorado nos EUA, de meados de 1927 até meados de 1929, taxas de juro artificialmente baixas e crédito expandido, devido à insistência de banqueiros europeus. Alguns de nossos banqueiros tinham cedido, devido à pura ganância, aos 6% ou 7% de juros que os bancos ofereciam na área de concentração do pânico europeu". Também os banqueiros londrinos haviam tomado emprestado francos franceses a 2% e reemprestado os fundos, transformados em reichmarks, para a indústria e governos locais alemães em empréstimos com juros de 8%, totalizando US\$ 3,6 bilhões, mais de cinco vezes a reserva de ouro do Banco da Inglaterra.

Como na Coreia e Indonésia de hoje, a metade da dívida externa alemã em 1931 era de empréstimos de curto prazo. O colapso do sistema financeiro alemão espalhou pânico por toda Europa do leste, criando uma enorme pressão sobre o padrão ouro e os bancos britânicos. Em julho de 1931, o Reino Unido perdeu 19% de suas reservas de ouro. Saques de depósitos estrangeiros baseados em Londres continuaram a crescer, até que o governo britânico decidiu abandonar o padrão ouro em setembro. Esse acontecimento abalou o mundo e transferiu a pressão para os EUA. Enquanto as atuais condições políticas diferem das da Europa dos anos vinte, o papel que empréstimos de curto prazo tiveram em aprofundar a depressão, alimenta preocupação sobre o impacto que esse tipo de empréstimos pode ter hoje em dia. Como advertiu Greenspan: "Empréstimos de curto prazo entre bancos, especialmente entre fronteiras, podem se revelar o calcanhar de Aquiles de um sistema financeiro internacional que é sujeito a grandes variações na confiança financeira". O Financial Times foi mais longe: "Se há alguma lição a ser tirada da experiência das duas últimas décadas, é que os bancos são veículos desastrosos para fluxos de capital de grande escala entre fronteiras. O dinheiro de curto prazo que eles provêem é inadequado para as finanças ou os investimento de longo prazo; a expectativa de que apareça ajuda fornecida por suas autoridades domésticas faz com que eles estejam dispostos a tomar riscos excessivos; e suas tentativas de transferir seu dinheiro impõem uma pressão intolerável nas taxas de câmbio dos importadores de capital. Seria bem melhor se a intermediação internacional fosse baseada, como num século atrás, no financiamento de longo prazo; investimento direto, equiparação de portfólio e bônus de longo prazo".

**6. Mercado imobiliário.** A especulação no mercado imobiliário inflacionou os valores de ativos em países que já contavam com moedas sobrevalorizadas, fizeram empréstimos para investimentos em bens não negociáveis, contribuindo para a formação de bolhas e crises bancárias na Argentina, Chile, Malásia, Noruega, Suécia, EUA, Reino Unido e Japão. O mercado imobiliário representa na maior parte dos países o grosso das garantias bancárias, com empréstimos imobiliários atingindo, num dado momento, 37% de todos os empréstimos na Malásia e 42% nos EUA, o que representa três ou quatro vezes o capital bancário. Nos EUA, porém, isto foi antes do colapso dos preços imobiliários, há uma década atrás, ter feito desaparecer boa parte do capital do sistema bancário.

Instáveis bancos japoneses estão agora encalhados com terrenos que ostentam placas de vendas e apartamentos e escritórios semi-construídos que são invendáveis no mercado deprimido. Esses terrenos, apartamentos e escritórios foram tomados como garantias para empréstimos imobiliários não pagos. Investidores japoneses que durante a década de oitenta compraram nos EUA apartamentos luxuosos, bancos, torres de escritórios e campos de golfe têm vendido, a partir dos meados dos anos noventa, de US\$ 3 a US\$ 5 bilhões dessas propriedades anualmente. O marco do boom imobiliário malásio são as Petronas Towers, de 88 andares, consideradas os edifícios mais altos do mundo, uma assombrosa criação de uma arquitetura feita com cromo e placas de vidro. Elas comandaram uma farra de construções em Kuala Lumpur que deveria aumentar o espaço em escritórios em 50%, o espaço para revenda em 90%, incluindo 26 shopping centers, e o número de condomínios em 80%. Tudo

isso, numa cidade de pouco menos de 1,5 milhão de habitantes. O Brasil escapou de uma bolha imobiliária no estilo asiático devido às suas altas taxas de juro e poucos empréstimos bancários para o setor privado, resultado tanto da inflação crônica como dos rigores da estabilização do Plano Real.

**7. Derivativos.** "Um derivativo é uma aposta, não um investimento - uma aposta na direção, dimensão, duração e velocidade das mudanças do valor de outro instrumento financeiro (principalmente moedas, taxas de juros e preços de ações)", escreve Martin Mayer, em *The Bankers: The Next Generation* (1997). Os valores aproximados de contratos de derivativos comercializados cresceram na última década num nível de 32%. No entanto, a fatia do mercado de negócios baseados em troca foi superado por vendas diretas entre bancos e clientes fora das bolsas (OTC's: over the counter) que cresceu ao nível anual de 45%. O FMI explicou essa compra e venda de risco em termos de "uma crescente compreensão por parte de instituições financeiras e não-financeiras das possibilidades que esses instrumentos oferecem para reempacotar e fazer reengenharia de riscos cíclicos e de balancete, junto com as possibilidades que avanços tecnológicos, analíticos e numéricos criam em estabelecer preços e avaliar os riscos de contratos de derivativos". Esse raciocínio dá conta de facilidades técnicas, mas ignora questões básicas relacionadas com a natureza mutável do crédito e do risco. A crise asiática, ao disparar desvalorizações maciças de moedas e perdas no mercado de ações, rompeu com as premissas matemáticas para a realização de cálculos de riscos potenciais. Ao escrever sobre o papel de derivativos na crise asiática, Jan Kregel, da Universidade de Bolonha, argumenta que "o papel da maior parte dos pacotes de derivativos é precisamente o de encobrir o risco real envolvido com investimentos e aumentar a dificuldade de precisar o retorno final em relação aos fundos aplicados". Nos EUA, no final de 1996, só os oito principais bancos geravam 94% (US\$ 19 trilhões) de todos os OTCs pendentes, dando algo como um quinto dos lucros totais de 1993 dos maiores negociadores americanos nesses instrumentos.

O perigo com os derivativos é que pequenas quantidades de dinheiro podem ser usados para ancorar apostas significativas em taxas de juro, moedas, mercadorias e participações, expondo os jogadores a ganhos e perdas que podem multiplicar significativamente sua aposta em períodos de volatilidade. Essas apostas criam uma aura de complexidade revestida pelo jargão da alta tecnologia, que usa cálculos feitos por computadores, baseados em matemática avançada, que são muitas vezes preparadas especialmente para cada cliente, dando ao banco em cada negócio uma grande vantagem em termos de informação. Contadores estabeleceram quatro maneiras diferentes de avaliar swaps, que resultam também em quatro valores diferentes. Alguns dos "consumidores finais" que supostamente teriam seus riscos controlados por esses instrumentos tiveram cada um deles perdas de mais de um bilhão de dólares. A lista inclui a Showa Shell no Japão, o Banco Negara na Malásia, o Barings no Reino Unido, a Metallgesellschaft na Alemanha, o Condado de Orange na Califórnia, o Sumitomo e a filial nova iorquina do banco japonês Daiwa.

**8. Investimento estrangeiro direto.** Desde meados dos anos oitenta, fluxos anuais de investimento estrangeiro direto (IED), a forma mais estável e produtiva de criação de ativos, multiplicaram-se quatro vezes, de US\$ 77 bilhões para US\$ 349 bilhões em 1996. O total de influxos de IED tem dobrado em todo o mundo desde 1991-92. Enquanto que o comércio de serviços é mais restrito que o comércio de bens, o fato dos serviços serem o maior setor na economia mundial tem permitido que eles gerem mais da metade dos estoques e praticamente dois terços dos fluxos de IED. Tanto o comércio como o investimento estrangeiro estão concentrados em poucos países. O *World Investment Report 1996* da UNCTAD mostra que os 11 maiores países receptores (10 membros da OCDE mais a China) absorveram dois terços de todo o fluxo de IED e geraram 78% de todo o fluxo em 1995, enquanto os 100 países mais pobres receberam menos de 1%. A tendência é ainda de maior concentração. Praticamente 90% do crescimento de fluxos de IED em 1995 foi para países desenvolvidos, com sua fatia aumentando de 59% em 1994 para 65% em 1995, o que excede em muito sua participação na produção mundial. O grosso do crescimento de IED entre países desenvolvidos está em fusões e aquisições (M&A em inglês), muitas vezes envolvendo investimento em nova capacidade produtiva.



**9. Mercado de ações.** Até o tufão atingir a Ásia, o mercado de ações brasileiro, a maior parte dele correspondendo a ações não votantes em companhias estatais, cresceu 70% nos primeiros oito meses de 1997. Para todo o ano de 1997, mercados financeiros emergentes da Ásia perderam 56% de seu valor em dólar e o Japão perdeu 30%, apesar das ações de Wall Street terem ganho 31% naquele ano, as bolsas européias 24% e as ações brasileiras e mexicanas, apesar de perdas no final do ano, terem crescido respectivamente 35% e 51%. Por toda a Ásia, perdas se concentraram no último trimestre de 1997, quando mercados financeiros em Bangcoc, Jacarta, Kuala Lumpur e Seul caíram entre 29% e 31%. Companhias afundaram diante de enormes cargas de dívida, a maior parte delas de curto prazo em dólares ou ienes.

Mercados emergentes estavam na crista da onda durante o boom de Wall Street. Mas agora depois de sete anos de firme crescimento e baixa inflação, os EUA estão tendo uma crescente consciência do que é possível e razoável. No seu relatório de 1997 sobre a economia americana, a OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) suspeitou que havia "um crescente apetite em favor do risco por parte dos investidores e instituições financeiras", o que fez eco às advertências de Greenspan sobre a "exuberância irracional" do mercado financeiro, alimentada por uma das maiores altas na história. Desde 1982 preços de ações multiplicaram-se dez vezes num nível anual combinado de 16,5%, que é excedido apenas pela velocidade de aumentos anuais de 29%, em 1923-29, e em duração pelo crescimento anual de 10,5%, de 1942 à 1966.

O crescente apetite por risco também podia ser constatado nas diferenças declinantes de rendimentos entre a dívida do Tesouro americano e os bônus dos mercados emergentes, que caiu novamente no começo de 1997, mesmo depois que supervisores de bancos alertaram sobre os excessivamente arriscados empréstimos por grupos de bancos. A OCDE observou que a experiência histórica mostra que "uma crescente disposição cíclica de suportar risco é um marco de uma expansão que se aproxima de seu fim".

Nos EUA, fundos mútuos agora gerenciam US\$ 5 trilhões, refletindo valores mais altos nas bolsas, o que contrasta com os apenas US\$ 62 bilhões em 1980 e US\$ 602 bilhões em 1990 que controlavam. Entre 1990 e 97, o número de fundos mútuos multiplicou de 361 para 6.500 e as contas individuais cresceram de 11 milhões para 151 milhões. Os US\$ 5 trilhões em fundos mútuos equivalem a três quintos do Produto Interno Bruto (PIB), ou mais ativos líquidos que aqueles nas mãos dos bancos, fundos de pensão ou companhias de seguro. Acredita-se que mais da metade dos 96 milhões de lares americanos possuem ações, ou diretamente ou através de fundos mútuos, o que é o dobro em relação ao início da década de oitenta. Foi isto inclusive que permitiu que o valor líquido de todos os lares mais que quadruplicasse desde 1985.

O tufão asiático ressuscitou algumas palavras solenes e urgentes de advertência. "Passamos do estágio de negação", avisou Alfred Ho, diretor associado da Ivesco Asia em Hong Kong depois que os preços das moedas e dos mercados de valores asiáticos, com poucas exceções, sofreu um colapso no último trimestre de 1997. "Estamos na fase de falências - e sentenças judiciais. Quando a moeda se movimenta a 10% ao dia, os riscos de uma companhia crescem 10% ao dia. Nesses níveis de taxas de juro e câmbio, todo mundo acaba falindo. Nenhum negócio legítimo pode funcionar". Palavras como essas já foram pronunciadas muitas vezes antes. Ao escrever em 1934 *The Great Depression*, o economista britânico Lionel Robbins advertiu: "Fugimos do expurgo agudo. Preferimos a doença vagarosa. Em toda parte, os esforços de bancos centrais e governos no mercado de dinheiro, no mercado de mercadorias e no amplo campo de finanças de companhias e do endividamento público, têm sido direcionados para sustentar más posições de negócios".

Seis décadas mais tarde, ao presenciar a intensificação da crise asiática nas últimas semanas de 1997, Greenspan insistiu que "se as companhias devem correr riscos de arcarem com calotes em suas dívidas, investidores privados deveriam arcar com suas perdas, e políticas governamentais deveriam ser direcionadas para o estabelecimento dos fundamentos

macroeconômicos e estruturais para uma expansão renovada; possibilitando o aparecimento de novas oportunidades de crescimento. De forma similar, ao prover qualquer assistência financeira, precisamos estar atentos para a vantagem de minimizar a impressão que autoridades internacionais estão prontas a garantir as fraquezas externas de governos soberanos ou negócios domésticos falidos. Fazer outra coisa poderia conduzir a investimentos distorcidos, e em última instância, à desestabilização do sistema financeiro mundial".

De tempos em tempos, em muitas nações, duas complicações impediram a obediência desses sensatos princípios. Primeiro, instituições financeiras e seus reguladores públicos nunca aprenderam a lidar sistematicamente com o problema da aposta exagerada no metabolismo de todos os mercados. Segundo, considerações políticas entram no caminho e parecem direcionar a maior parte das decisões. Considerações políticas resultaram em grandes operações de caução nos últimos anos em muitos países. Hoje em dia, mais uma vez, a lógica política e econômica correm o risco de colidir.

## 2. Os ativos

A modernização no Brasil e na Coreia está sendo ameaçada por um mau uso de recursos financeiros, que chamaremos de transferências econômicas desastradas. Estes problemas financeiros são sintomas superficiais de dificuldades institucionais mais profundas, com elementos comuns atingindo países separados por distâncias culturais e geográficas enormes. Dificuldades institucionais comuns juntam, na mesma encruzilhada de crise e tempo, uma nação continental relativamente auto-suficiente de 170 milhões de pessoas, que cobre metade da massa terrestre da América do Sul, com um antigo "reino eremita" do leste da Ásia que desde a Segunda Guerra Mundial e da Guerra da Coreia emergiu do isolamento e da submissão colonial para se tornar a 11ª economia mundial.

O peculiar regionalismo brasileiro criou uma das federações mais descentralizadas do mundo, onde governadores estaduais abocanham fatias de poder sem responsabilidade na política nacional, no mesmo estilo das chaebols coreanas (uma adaptação coreana da palavra japonesa zaibatsu, que significa conglomerado) na sua relação com o poder econômico. Em ambos os países o setor privado era dominado por firmas familiares, que receberam enormes transferências governamentais. Em 1983, na pior fase da crise da dívida latino-americana, o Banco Mundial afirmou que o Brasil era "uma economia de transferência distinta das economias de mercado e de planejamento centralizado". Em 1982, transferências para indivíduos e empresas, incluindo empresas estatais e o custo de subsídios financeiros, totalizaram 17% do PIB. Apenas 16% dos portfólios de empréstimos do Banco Central e do Banco do Brasil traziam taxas de juros positivos, enquanto o passivo dessas instituições eram representadas principalmente por dívidas com altas taxas de juro, que absorviam 78% de seus recursos. Durante décadas, a Coreia despejou dinheiro em companhias privadas enquanto governos militares conduziam as chaebols, que eram empresas controladas por famílias, para áreas de atividade estratégicas --estaleiros, máquinas de fabricação, aço, química, semi-condutores, automóveis e construção-- e então as salvavam de dificuldades financeiras. Foram, com isso, recompensados pela enorme expansão da exportação de manufaturados. Ao mesmo tempo que o apoio governamental às chaebols pode ter declinado recentemente, já que estas empresas se tornaram mais poderosas, tendo acesso mais direto a empréstimos privados, estes créditos e proteções corporificam transferências maciças de recursos da população para as empresas, que nas últimas décadas não têm conseguido recuperar seus custos de capital. As cinco principais chaebols absorviam 15% de todo o crédito bancário em 1997. O Instituto de Desenvolvimento da Coreia calculou, no fim de 1997, que as dívidas do setor privado, externas e domésticas, incluindo perdas em operação e negócios estrangeiros, eram de US\$ 650 bilhões. De acordo com o McKinsey Global Institute, "enquanto companhias coreanas verificavam que tinham lucros com base em sua contabilidade, elas estavam destruindo valor, já que os lucros gerados eram menores do que o custo de financiar os investimentos de capital (i. e., companhias coreanas sofriam de uma produtividade de capital extremamente baixa)".

Em muitos países, as economias de transferência estão afundando diante da pressão dos fardos financeiros, conflitos políticos e a competição internacional. Transferências fiscais de grande escala são comuns em todas as economias modernas. Mas essas transferências se tornam desastrosas, funcionando como armas de auto-destruição, quando crescem para rivalizar com os mecanismos do mercado. Desenvolvem uma vida própria, com sua escala não podendo mais ser controlada sem que provoque danos ou destrua importantes nichos da comunidade. O Brasil e a Coreia não são os únicos países que fazem transferências desastrosas, alimentadas por incentivos perversos, mas ambos têm levado essas distorções para âmbitos fora do comum.

A história da Coreia como um Estado unificado remonta há 1.200 anos, sua independência tendo sido quebrada apenas durante curtos períodos de conquistas por parte dos mongóis no século XIII e do Japão no século XX. País intocado por guerras em grande escala, o Brasil é uma criação mais recente. Obra do capitalismo mercantil europeu, tinha sua economia baseada em fazendas agrícolas e em indústrias extrativas, enquanto sua cultura foi moldada pela escravidão e a imigração européia. O mundo flutuante da inflação brasileira foi movido por uma fantasia de expansão sem limites, peculiar às sociedades de fronteira do hemisfério ocidental. Os retornos econômicos proporcionados ao trabalho continuaram baixos devido à uma fraca organização política e econômica sobre um vasto território nacional e ao pequeno investimentos em infraestrutura e capital humano. Mesmo assim, a promessa da fronteira se manteve vibrante diante da cornucópia brasileira de recursos naturais e de sua experiência como a economia de crescimento mais rápido no mundo dos últimos 120 anos. O Brasil é uma sociedade cosmopolita enquanto a Coreia, apesar de seu espetacular desenvolvimento recente, luta contra imbricados traços culturais de xenofobia, desenvolvidos como resposta a incursões periódicas de civilizações vizinhas mais poderosas. O medo da dominação estrangeira tem criado a resistência coreana ao investimento estrangeiro e à compra de terra por estrangeiros. Persistem memórias das apreensões de terras por japoneses quando a Coreia foi colônia do Japão (1910-45), período durante o qual agricultores coreanos foram forçados a deixar suas terras. Apenas agora proibições para que estrangeiros sejam proprietários de terra, oriundas de uma lei de 1948, estão sendo relaxadas, já que em meio a provisão de US\$ 58 bilhões por parte do pacote de socorro do FMI do final de 1997, também obrigou-se a Coreia a abrir sua economia para o investimento estrangeiro.

A experiência brasileira não conhece nada similar à relação de amor e ódio entre Coreia e Japão. A interface entre esses dois povos vêm de uma mistura de história antiga e lenda. O sul do Japão provavelmente foi povoado na Idade da Pedra por migrações vindas da Coreia. Até o século XV, a Coreia exportava bens avançados para o Japão (cerâmica, linha de algodão, têxteis) em troca de matéria prima (cobre e enxofre) em meio a um tumulto de invasões militares e uma pirataria endêmica. Park Chung Hee, o ditador militar da Coreia (1961-79), foi treinado em escolas militares japonesas. O impulso que forneceu para as indústrias pesada e química, mobilizando e financiando as chaebols para industrializar a Coreia, se inspirou no programa similar levado a cabo pelos regimes militares japoneses da década de trinta. Nas décadas do pós-guerra a modernização da economia coreana se tornou dependente em empréstimos e bens de capital japoneses. "Estamos agora assistindo a uma mudança de geração", afirmou o professor Woo Tack Kim, professor visitante na Universidade de São Paulo. "Os velhos políticos, burocratas e militares, educados em escolas coloniais japonesas, estão indo embora. Jovens, com uma educação de estilo americana, estão substituindo-os. Até recentemente, burocratas seniores coreanos não faziam nada para tentar resolver a bagunça que é nosso sistema financeiro, já que eles imitavam os burocratas japoneses, que também não faziam nada para resolver sua bagunça financeira. Mas uma coisa que a crise asiática talvez prove é que o modelo japonês não serve mais para nós".

Apesar da instabilidade política das últimas décadas, o Brasil e a Coreia têm desenvolvido fortes ambições internacionais e uma vocação para a democracia. Em ambos os países, o clamor popular por eleições livres pôs fim a governos militares na metade dos anos oitenta, apesar de no Brasil a democratização ter sido planejada e executada por seus governos militares durante 10 anos. Ambos os países lutam agora para emergir dos modelos culturais

e econômicos de desenvolvimento industrial conduzido pelo Estado, que floresceram sob governos militares anti-comunistas. Esses modelos estatistas, que produziam altas taxas de crescimento, fazendo com que cidadãos dos dois países passassem a acreditar que isso seria algo natural, gozavam de mais prestígio nas décadas de sessenta e setenta do que hoje em dia.

No Brasil e na Coreia bancos faziam parte do sistema de apoio para indústrias que eram protegidos da competição internacional. Ambos os países realizaram tentativas de liberalização financeira nos últimos anos, com o Brasil tendo avançado muito mais. As duas experiências demonstram como é difícil promover a liberação de mercados de crédito sem também realizar a liberação de mercados de bens. Bancos comerciais na Coreia foram privatizados em 1957, e renacionalizados pelo presidente Park em 1961 e então reprivatizados no início dos anos oitenta, com o governo tendo mantido, porém, o controle da indicação de todos os presidentes de bancos até 1993. O tipo, direção e taxas de empréstimos bancários seguiram o estilo japonês de orientação informal por parte do governo, que conduziu empréstimos para grandes companhias, enquanto privava poupadores individuais de crédito para hipotecas de casas e empréstimos pessoais. O resultado desse modelo é que os bancos tiveram pouca oportunidade para ganhar experiência na avaliação de crédito. A liberalização desse sistema se processou pausadamente nos anos oitenta e início dos noventa. Enquanto que, em meados da década de noventa, o movimento da bolsa de valores da Coreia era o sexto maior do mundo, quando a moeda local e a ações quebraram no final de 1997, estrangeiros podiam comprar apenas 15% das ações de companhias coreanas. No Brasil, os bancos governamentais geram o grosso dos empréstimos. No entanto, apesar do domínio do mercado de crédito por enormes bancos públicos e o desperdício e desorganização de operações de salvamento que despendem bilhões de dólares, também faz parte do sistema bancário brasileiro uma variedade maior de instituições. Encontram-se lado a lado grandes e lucrativos bancos privados, como o Bradesco e Itaú, com uma rede nacional de agências; bancos de investimento e bancos regionais e comerciais de médio porte, além de bancos estaduais que servem para fins políticos e são, de tempos em tempos, salvos da falência pelo Banco Central. A liberalização financeira no Brasil se deu junto com a liberalização comercial. A abertura do mercado comercial externo no final da década de oitenta, e de mercados de capital locais para investimento de portfólio estrangeiro, foi seguida pela liberalização da importação de bens no início dos anos noventa. Durante a crise bancária de meados dos anos noventa, permitiu-se que bancos estrangeiros comprassem bancos brasileiros para evitar o fechamento de instituições financeiras. Altas taxas de juro atraíram enormes fluxos de capital. As reservas se multiplicaram. Os fluxos também alimentaram um boom no mercado de ações, basicamente referente a ações sem voto nas empresas estatais. O preço das ações da Telebrás, que responde por metade da capitalização da bolsa de São Paulo, elevou-se de US\$ 2, em 1991, para US\$ 150, às vésperas da quebra de outubro na crise asiática.

Por volta desse período, a globalização de mercados financeiros tinha ido tão longe que bancos e companhias coreanas possuíam 15% dos bônus Brady brasileiros - instrumento de dívida pesadamente comercializado e garantido por bônus do Tesouro norte-americano, que foi criado durante as renegociações de dívidas de países em desenvolvimento com bancos estrangeiros. Quando os coreanos se livraram em Wall Street de seus Bradies brasileiros, para conseguirem dólares para pagar suas próprias dívidas, o preço destes bônus caiu. Após alavancarem-se pesadamente para comprarem Bradies, já que haviam recebido informação confidencial de que o governo empurraria seus preços para cima comprando sua própria dívida, os bancos brasileiros, em pânico, venderam seus próprios Bradies. Perdas pesadas forçaram o Banco Garantia a negociar sua venda a uma instituição estrangeira.

Mesmo assim, o Brasil se beneficiou muito da proliferação global de ativos financeiros nos anos noventa. Ao atingir seu pico, em 1996, uma espécie de inchaço fez com que mais dinheiro privado estrangeiro jorrasse para a América Latina e a Ásia do que em toda a década de oitenta. No auge da expansão, dois funcionários brasileiros relataram como o governo brasileiro canalizou a liquidez global dos anos noventa para permitir que o Plano Real reduzisse a inflação anual. "Nossa estratégia foi de utilizar o momento de extrema

liquidez internacional para avançar na desindexação da economia, melhorando nossa contabilidade fiscal e reestruturando a produção", explicaram José Roberto Mendonça de Barros e Lídia Goldenstein. Desde 1990 influxos brutos de capital cresceram de US\$ 5,4 bilhões para US\$ 129 bilhões. Nos últimos dois anos os fluxos brutos dobraram e os investimentos estrangeiros diretos (IED) multiplicaram-se cinco vezes, atingindo US\$ 17 bilhões, numa fatia três vezes maior do que sua participação nas exportações dos países mais pobres. Graças, em grande parte, a esses enormes influxos de capital estrangeiro, nunca um país emergiu de décadas de inflação crônica com tão pouco trauma como ocorreu com o Brasil a partir do lançamento do Plano Real, em julho de 1994. Até recentemente, comparações com a Coreia provocavam vergonha e inveja entre brasileiros:

- mortalidade infantil de 44 por 1.000 nascidos no Brasil, contra apenas 10 por 1.000 na Coreia.
- Apenas 31% dos adolescentes brasileiros se matricularam em escolas secundárias, com altas taxas de repetência, enquanto 92% dos jovens coreanos faziam o mesmo.
- Inflação anual de 5.115% no Brasil até meados de 1994, contra apenas 5% na Coreia. No início da década de noventa, a Coreia tinha superávits governamentais na média de 2,7% do PIB, contra déficits brasileiros que excediam 50% do PIB, fazendo com que governos no rastro da inflação crônica imprimissem dinheiro para manter a economia em movimento. Na Coreia, desde 1970, a folha de pagamento do funcionalismo era de 15%, do gasto total entre todos os níveis governamentais, contra 60% no Brasil.
- Desde 1980, a economia brasileira tem crescido numa taxa média anual de apenas 2,7%, enquanto o crescimento coreano tem sido de 9%. A renda per capita da Coreia foi multiplicada de US\$ 150 em 1964 para US\$ 10.600 em 1996.

Então o tufão asiático atacou. "Enfrentamos graves problemas", afirmou o presidente eleito Kim Dae Jung. "Entramos numa espiral de gastar dinheiro emprestado, e nós somos os únicos que podemos ser responsabilizados pela bagunça". No final de 1997, os US\$ 100 bilhões de dívida coreana de curto prazo correspondiam a 25 vezes suas reservas oficiais, que evaporaram depois que o Banco Central temerariamente emprestou sua própria reserva de moeda forte para financiar a expansão de ultramar das chaebols. A renegociação das dívidas de curto prazo dos bancos coreanos, em 1998, excluiu US\$ 40 bilhões de empréstimos estrangeiros feitos pelas chaebols. As filiais de ultramar dessas mesmas empresas, respondem por US\$ 50 bilhões da dívida externa coreana.

O Brasil possui alguns grandes grupos locais, mas nada comparável às chaebols coreanas. Em 1992, as chaebols consistiam de 78 grupos e suas 1.056 filiais, ligados tanto por propriedade como por um labirinto de garantias cruzadas de dívida entre companhias dentro do mesmo grupo. Os cinco maiores grupos possuíam uma média de 42 filiais (inclusive quatro companhias financeiras que não eram bancos) que operavam em 30 indústrias. As quatro maiores chaebols (Hyundai, Samsung, Daewoo e LG) geravam 60% das vendas e 78% dos lucros dos 30 maiores grupos, cujas dívidas cresceram para atingir o equivalente de 519% do valor das ações em 1997. As enormes dívidas das chaebols têm ficado, desde os anos sessenta, entrincheiradas na política econômica da Coreia. Alguns economistas coreanos argumentam que o controle acionário cruzado entre firmas da mesma chaebol representa "capital imaginário", que faz com que o cálculo da relação entre valor da dívida e das ações torne-se ainda mais alto que os níveis alarmantes dos quais se têm notícia. Ao mesmo tempo que o tufão asiático aparecia no horizonte, a Daewoo se tornava a maior investidora estrangeira dos países em desenvolvimento. O tufão, contudo, deixou-a com dívidas de US\$ 3 bilhões, ou seis vezes seu valor na bolsa.

Por volta de dois terços da dívida externa coreana eram compostos de empréstimos para bancos locais por parte de bancos estrangeiros, US\$ 55 bilhões dos quais eram de curto prazo, o que criava grandes riscos para importantes bancos norte-americanos, japoneses e europeus. Além da enorme dívida externa coreana, cujo pagamento foi atrasado, suas companhias lutam com algo como US\$ 300 bilhões em dívida doméstica, principalmente de curto prazo. Resta aos bancos coreanos US\$ 52 bilhões em empréstimos ordenados pelo governo para certas empresas favorecidas, 56% dos quais não têm valor. As crises bancárias enfrentadas pela Coreia e o Brasil entre 1995-98 confirmam as descobertas feitas por

Andrew Sheng, da Autoridade Monetária de Hong Kong, num estudo sobre falhas bancárias em diversos países desde os anos setenta, que lhe conduziram a argumentar que "a não disposição por parte de governos de permitir a falha de bancos, devido ao medo de falências sistêmicas (o capital bancário é negativo em todo o sistema) faz com que garantias governamentais implícitas e explícitas existam para quase todo o passivo bancário.... Assim, um problema central do sistema bancário global é que, independente da propriedade pública ou privada dos bancos, perdas de bancos comerciais em excesso de capital têm se tornado de facto déficits 'quase fiscais'".

Depois de assinar um acordo com o FMI no final de 1997, a Coreia tenta sacudir a poeira e dar a volta por cima. A dívida externa da Coreia de US\$ 187 bilhões equivale praticamente ao mesmo percentual do PIB da dívida em 1980. Com surpreendente decisão e realismo, o presidente Kim, um veterano político da esquerda que sobreviveu à prisão e a tentativas de governos militares de matá-lo, contratou antigos altos funcionários norte-americanos para aconselhar na renegociação de US\$ 24 bilhões em empréstimos de curto prazo para bancos coreanos com juros mais baixos do que os demandados por bancos estrangeiros, em troca de garantias governamentais. No primeiro trimestre de 1998, a Coreia teve um superávit comercial de US\$ 8,6 bilhões, graças a uma queda nas importações, contra os contínuos déficits brasileiros, ao mesmo tempo que as reservas se recuperavam, atingindo US\$ 32 bilhões, depois de terem despencado para US\$ 4 bilhões em dezembro. Em abril, no tiro de largada da corrida coreana para vender US\$ 9 bilhões de bônus em 1998, o governo coreano lançou US\$ 4 bilhões em bônus globais junk rated, com juros de spread mais baixos do que os que o Brasil conseguiu uma semana antes. Para abrir sua economia, ao mesmo tempo que tenta superar um generalizado sentimento de fracasso e ressentimento que chega a se aproximar da xenofobia, o governo eliminou limitações na compra por estrangeiros de ações de empresas coreanas, e insistiu que a contabilidade empresarial fosse mais rigorosa e transparente. Além dessas medidas, delegações estão sendo enviadas para o exterior a fim de atrair investimento estrangeiro, tendo como alvo 222 companhias estrangeiras.

Ao mesmo tempo que, no final de 1997, investidores estrangeiros procuravam por pechinchas na Coreia, seus cidadãos, ao serem mostrados ao redor do planeta pela televisão, formando filas para vender um valor equivalente a US\$ 2 bilhões em jóias de ouro, que depois de convertidas em barras foram exportadas para servirem de apoio para a moeda local, se tornaram simpáticos aos olhos do mundo. Enquanto a moeda murchava, preços domésticos disparavam. Só o trigo aumentou em 60% e o óleo para a cozinha em 56%. Faltava às fábricas matérias primas básicas como alumínio, algodão, couro, pedaços de aço e cobre. Nos hospitais, por sua vez, não se encontravam vacinas importadas e filme para raio X. Universitários, incapazes de pagar suas mensalidades, deixavam de estudar para ingressar no exército. Antes de tomar posse em fevereiro, Kim persuadiu o militante sindicalismo coreano a aceitar mudanças na legislação trabalhista que permitiriam firmas em vias de falência ou fusão a demitir um milhão de trabalhadores. Convenceu seus antigos companheiros com a promessa de que o Congresso reforçaria a proteção social. Mas a militância sindical renasceu no começo do ano, com o aumento significativo do desemprego no setor industrial, em parte, contrabalançado, como no Brasil, pelo crescimento do setor informal. O desemprego aberto subiu de 2,3%, em outubro de 1997, para 6,7%, em março de 1998, e pode chegar a 10% no final do ano. O número de suicídios aumentou 36% nos primeiros meses de 1998 em comparação com o mesmo período do ano passado. Como em Lima, durante o colapso econômico de fins da década de oitenta, jovens desempregados roubam tampas de esgoto para venderem como ferro velho. Roubos em Seul cresceram 45%. Donas de casa foram presas por pequenos furtos em supermercados e trabalhadores desempregados por arrombamentos o que a imprensa local intitulou de "crimes de sobrevivência do FMI".

O pessimismo se aprofundou depois do início de uma recuperação no começo de 1998. Oficialmente, 13.971 firmas faliram durante 1997, entre elas oito chaebols que tinham dívidas combinadas de US\$ 21 bilhões. O Instituto Coreano de Finanças afirma que outras 50 mil firmas vão seguir o mesmo caminho em 1998, sendo esperado que uma nova onda de falências inicie-se em agosto. "Caminhamos para o derretimento de todo o setor financeiro",

afirmou Stephen Marvin, diretor de pesquisa no Ssangyong Investment & Securities de Seul. "Haverá mesmo a nacionalização do sistema bancário". Até o momento, contudo, a maior parte das empresas falidas continua a operar no limbo, com os quatro tribunais de falência de Seul sendo inundados a cada dia por novos casos, ao mesmo tempo que bancos, com US\$ 91 bilhões em dívidas ruins e preocupados sobre como poderiam contabilizar suas perdas, injetaram mais US\$ 1,5 bilhões em 11 companhias com problemas. As três firmas que controlam dois terços dos US\$ 100 bilhões dos fundos de curadoria da Coreia perderam US\$ 2,6 bilhões e podem ter secretamente desviado mais US\$ 10 bilhões para suas contas. A falência de alguma das maiores e mais respeitadas empresas da Coreia fez com que os bancos se tornassem incrivelmente relutantes em descontar notas promissórias, forma de pagamento tradicionalmente muito utilizada.

No dia em que as dificuldades financeiras da Coreia se tornaram notícia no mundo todo, jornais brasileiros noticiavam, sem maior alarde, que o Senado em Brasília tinha aprovado um empréstimo federal de US\$ 44 bilhões para resgatar o governo estadual de São Paulo de sua complicada dívida com o Banespa. Esse banco apostava corrida, pescoço a pescoço, com o francês Crédit Lyonnais pelo Grande Prêmio da maior quebra de banco na história do sistema financeiro mundial. (Ver: "King Kong no Brasil: falências estaduais e fracassos bancários", Braudel Papers . No. 15 (1996)). Os respectivos governos nacionais cobraram um alto preço de seus contribuintes para salvar o Banespa e o Crédit Lyonnais. Enquanto o FMI mobilizava US\$ 118 bilhões para resgatar a Coreia, Tailândia e Indonésia de suas dívidas, o Brasil mostrava ao mundo que não precisava de ajuda do FMI já que sua economia de transferência tinha gerado seu próprio FMI, mais generoso e menos "reclamão". Entre 1995 e 97, autoridades federais brasileiras mobilizaram algo como US\$ 150-US\$ 200 bilhões, ou o equivalente de um quinto a um quarto do PIB anual, para salvar bancos e governos estaduais falidos e para contratar dívida interna a fim de evitar uma expansão monetária decorrente do crescimento das reservas.

Ao mesmo tempo que transferências econômicas desastrosas na Coreia tomaram corpo em investimentos exagerados que causaram desperdício e alimentaram a auto-destruição, a economia de transferência do Brasil alimentava enormes fardos de parasitismo fiscal, conduzindo a investimentos cronicamente deficientes. Depois de longos adiamentos e negociações tortuosas, o Congresso emendou a populista Constituição de 1988, em meio a pressões alimentadas pela crise asiática, cortando a maior parte dos direitos de seguridade social e dos funcionários públicos para salvar o setor público da falência. Essas reformas são versões diluídas de propostas governamentais que terão seu efeito fiscal testado por anos de negociações políticas. A reforma previdenciária parou no Congresso e a mudança constitucional para acabar com a estabilidade no emprego de funcionários públicos ainda precisa ser implementada por legislação ordinária. A folha de pagamento da maior parte dos governos estaduais absorve mais de 70% do dispêndio total, mas diversos governadores anunciaram sua recusa em usar seus novos poderes para demitir funcionários públicos. O governo Cardoso está levando adiante um enorme programa de privatização de empresas públicas para dar maior eficiência à sua infra-estrutura básica, aumentar a taxa de poupança e de investimento estrangeiro além de reduzir os custos de produção no país. Esse programa já rendeu, desde 1991, cerca de US\$50 bilhões para os governos estaduais e federal, e outros US\$50 bilhões são estimados para os próximos dois anos. Muitos desses recursos, contudo, estão sendo usados para financiar obras para as campanhas eleitorais, ao invés de servirem para diminuir a dívida pública. Albert Fishlow, do Council on Foreign Relations de Nova York, um veterano analista da economia brasileira, argumenta que o sucesso ou fracasso do Plano Real depende do bom uso ou não dos recursos advindos da privatização. "O governo terá sucesso se, num ano de eleições, conseguir usar a renda da privatização para reduzir sua dívida". Acrescenta Fishlow que isso permitiria que a economia gerasse mais poupança e investimento. "O Brasil tem mantido a mesma taxa de poupança durante os últimos 40 anos. Sem aumento, o Brasil não crescerá". No entanto, o programa de privatizações, que é um dos maiores já ensaiados no mundo, tem enfrentado problemas, em meio ao incremento do déficit público a 6,5% do PIB no começo de 1998 e a projeção que chega a 8%, apesar de um aumento de 27% na arrecadação aprovado pelo Congresso como parte de um novo pacote provocado pela crise asiática. "Os gastos aumentaram em todas as áreas, como se o

governo tivesse perdido sua disposição de controlar suas despesas", afirmou Raúl Velloso, um assessor de política fiscal que ajudou na elaboração do Plano Real. Estes déficits públicos não incluem aumentos fora do orçamento feitos, durante a campanha eleitoral, por bancos do governo, como o BNDES e a Caixa Econômica Federal. Neste ínterim, o programa de privatização se tornou cada vez mais dependente de fundos de pensão de empresas estatais e empréstimos realizados pelo BNDES aos compradores para possibilitar a venda de empresas públicas com preços inflados, criando mais uma forma de parasitismo fiscal. O escopo e peso mais amplo do parasitismo fiscal pode ser ilustrado por dois exemplos:

- Transferências federais para estados e municípios cresceram enormemente com a constituição brasileira de 1988. Uma triplicação da participação dos municípios no gasto público levou à criação de algo como 1.328 novos municípios para receber essas transferências. Praticamente todo este dinheiro novo se destinou a contratar novos empregados locais. Enquanto o número de funcionários públicos no Brasil é baixo comparado com o de países ricos, ele é alto em muitas comunidades que dependem das transferências, salários e pensões do governo central para sua sobrevivência. Dos 5.507 municípios brasileiros, em 95% deles menos de 20% de seus gastos provêm de imposto local. Esta dependência em transferências moldou a cultura política brasileira e lhe deu uma extraordinária elasticidade. Durante a última década, ela também gerou crescentes dívidas públicas que ameaçam a estabilidade econômica.
- Aposentadorias públicas no Brasil absorvem 12% do PIB, aproximadamente o mesmo que na maior parte dos países europeus, o que representa um fardo pesado para uma população muito mais jovem, e é praticamente o mesmo que toda a receita tributária. Com quase a metade da força de trabalho possuindo empregos informais, a rede de contribuintes está encolhendo. Enquanto todos os níveis de governo pagaram, em 1997, US\$ 52 bilhões em aposentadorias para antigos empregados, receberam apenas US\$ 10 bilhões em contribuições. A idade média de aposentadoria tem sido de 49 anos por tempo de serviço (nominalmente 30 anos). Aposentados precoces (16% de todos os aposentados) recebem 37% de todo o gasto da Previdência Social. Muitos destes aposentados receberão a aposentadoria por mais tempo do que trabalharam.

Há duas classes de aposentados: os plebeus e os nobres. Os plebeus são 87% dos aposentados, a maior parte se aposentando com 60 anos e recebendo mensalmente da previdência cerca de US\$ 120, o que equivale ao salário mínimo. Os nobres são os outros 13%, que como membros de profissões politicamente influentes absorvem um terço de todos os benefícios. Estes profissionais podem, através de "regimes especiais", se aposentar logo que atingirem idades como 45 ou 50 anos, passando a receber benefícios que vão de 7 a 20 mil dólares ou mais, o que está além dos sonhos de todos, a não ser os mais ricos aposentados, dos EUA e da Europa. Algo como 100 mil funcionários públicos aposentados recebem pensões mensais que excedem US\$ 8.000. Em Minas Gerais, uma corrida para aposentadorias, incentivada pelo medo de mudanças na legislação previdenciária, expandiu-se o número de aposentados em cerca de 49% nos últimos cinco anos. Fazem parte do fardo previdenciário do estado, 27 coronéis da PM e 19 fiscais de renda aposentados para cada coronel e fiscal na ativa. Aposentadorias mensais para coronéis da PM podem chegar a US\$ 20.000. Falsificação de históricos de trabalho e declarações de invalidez espalham as fraudes para a obtenção de benefícios. A evasão das taxas da folha de pagamento da previdência equivale a 40% das contribuições não pagas, com muitas companhias privadas e agências governamentais ficando com as deduções salariais para elas próprias. O presidente Fernando Henrique Cardoso chamou os que se aposentam antes dos 50 anos "vagabundos em um país de pobres e miseráveis" que "se locupletam da Previdência". A proposta de emenda constitucional prevê um teto salarial de US\$ 12.700, teto que o ex-ministro da Previdência Social, Reinhold Stephanes, ele mesmo aposentado aos 46 anos, classificou de "alto demais. O ideal seria algo entre 5 e 6 mil dólares, como em qualquer outro país do mundo".

O parasitismo fiscal no Brasil cresce, em grande parte, devido à rápida expansão do sistema político durante as últimas décadas. No século XIX, a democracia era uma realidade apenas



para o topo da pirâmide da sociedade. A violência endêmica e a fraude eram como pragas que infestavam as eleições. Em 1872, apenas um milhão dos nove milhões de brasileiros, podiam votar e apenas 20.006 assim o faziam. O historiador Steven Topik observou: "O total de empregados federais, estaduais e municipais era de cerca de 200.000 em 1920. Isso equivalia ao número de votos necessários para vencer as eleições presidenciais de 1919". No entanto, no meio século transcorrido desde 1945 até hoje, o eleitorado cresceu 17 vezes, de 5,9 milhões para 100 milhões. Apesar das falhas do sistema político que se desenvolveu desde o final do regime militar em 1985, têm sido noticiados poucos casos de violência e fraude. Mas com 17 partidos no Congresso, os custos da competição e o número dos interessados nela têm se multiplicado. Até 1994, deformações no sistema político eram financiados sobretudo através da inflação crônica. Atualmente elas estão sendo patrocinadas por dinheiro estrangeiro.

As chaebols da Coreia e os governadores dos estados brasileiros compartilham da dependência em transferências econômicas desastradas. Nem no Brasil ou na Coreia este financiamento público de dívidas podres pode se manter. A crise asiática poderá ou não limitar a proliferação de ativos financeiros pelo mundo afora. Mesmo assim, ela está forçando países endividados a tomarem decisões políticas e a realizarem mudanças institucionais que eles até o momento evitaram.

Como veremos na segunda parte deste ensaio, no próximo número do Braudel Papers, a necessidade de mudanças institucionais e decisões políticas tornam nebuloso o futuro do Japão e do sistema financeiro internacional.

[Home](#) | [Biography](#) | [Publications](#) | [Publication List](#) | [Contact](#)  
[ngall@braudel.org.br](mailto:ngall@braudel.org.br)