

A CRISE DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA
Cláudio Gontijo
Fabício Augusto de Oliveira

RESUMO

Este artigo procura analisar as causas da crise internacional originada do colapso do mercado de hipotecas *subprime*, inserida no processo de globalização financeira gerado a partir de fins da década de 1970, em que se conjugam (i) a consolidação da ruptura do pacto político do pós-guerra entre capital e trabalho, em favor do capital; (ii) liberalização e desregulamentação dos mercados; (iii) crescente aprofundamento da interpenetração das relações econômicas em escala global; (iv) progressiva financeirização da riqueza; (v) hegemonia do capital financeiro. A partir da crítica das concepções ortodoxas das crises financeiras, analisa as contribuições de Minsky, Marx e de autores marxistas modernos, que salientaram a crescente instabilidade e fragilidade financeira do processo de globalização conduziram o capitalismo para crises profundas. Analisando a crise atual, conclui que a mesma representa sério abalo à hegemonia do capital financeiro, abrindo caminho para o redesenho das políticas econômicas e o realinhamento das forças sociais e políticas.

ABSTRACT

This article analyses the causes of the international crisis generated by the collapse of the market of *subprime* mortgages inserted in the financial globalization process that started in late seventies. This process is characterized by the: (i) consolidation of the rupture of the post-war political pact between labor and capital; (ii) liberalization and de deregulation of markets; (iii) deepening of the economic inter-relations in a global scale; (iv) increasing financialization; (v) hegemony of financial capital. Starting from the criticism of the orthodox approaches of financial crises, it analyses the contributions of Minsky, Marx, and modern marxian authors, who stressed that the increasing instability and the financial fragility of the globalization process would end up in deep crises. Analyzing the current crisis, it concludes that it represent a serious blow to the hegemony of the financial capital, opening the ways for the restructuring of economic policies and the realignment of social and political forces.

Área: 8: Especial

Sub-Área: 8.1: A Teoria Econômica de Marx e a crise atual

Submetido às Sessões Ordinárias

A CRISE DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

Cláudio Gontijo

Fabício Augusto de Oliveira

1. Introdução

Consagrada como a mais grave crise desde a Grande Depressão, a turbulência que abala a economia mundial na atualidade insere-se em um rol de tempestades financeiras que têm marcado a economia capitalista no período recente. Tendo desaparecido no pós-guerra, as crises financeiras retornaram com o *credit crunch* de 1966, tendo sido registradas, desde 1970, 124 crises bancárias sistêmicas, 208 crises cambiais e 63 episódios de não-pagamento de dívida soberana (Assessoria Técnica da Presidência da República, 2009, p. 2).

Embora sigam determinado padrão comum, de modo que se “[o]s detalhes proliferam-se, a estrutura permanece” (Kindleberger, 1989, p. 40), ainda assim “certamente que em seus detalhes, cada crise de deflação de dívida é única” (Minsky, 1982, p. 4),¹ cabendo ao analista descrevê-la, apontando as circunstâncias particulares que causaram a sua gestação e eclosão. No caso da crise atual, várias têm sido as explicações aventadas sobre as suas origens, destacando-se, entre elas, as seguintes: (i) as baixas taxas de juros que foram mantidas pelo *Federal Reserve* (Fed) para reanimar a economia, após a crise da “nova economia”, em 2000, e dos ataques terroristas ao *WTC*, em 2001, que teriam produzido formação da “bolha”; (ii) a fraqueza dos mecanismos de regulamentação do sistema financeiro que teria favorecido o expressivo crescimento do “sistema bancário paralelo”, desregulamentado; (iii) as inovações financeiras recentes, que, por meio de seu poder de alavancagem e da criação de novos e sofisticados produtos financeiros, teriam resultado numa crescente opacidade do sistema, com a perda da capacidade de precificação dos riscos; (iv) a “exuberância irracional” dos mercados, que teriam causado uma valorização dos ativos muito acima dos seus fundamentos; (v) a um processo especulativo clássico, que teria engendrado uma expansão da liquidez e do crédito muito acima da capacidade da economia de gerar riqueza real.

Apesar de se poder identificar, entre as explicações acima, algumas das causas aparentes que ajudam no entendimento da crise, este artigo procura demonstrar que, por diversos motivos, elas não dão conta das suas razões profundas, que, articulando-se num processo complexo, devem ser buscadas na forma concreta da crescente especulação financeira, marco da etapa de globalização financeira do capitalismo, num contexto de declínio relativo da taxa de lucro no período recente.

¹ Nas palavras de Kindleberger, (1989, p. 29), cada crise financeira “é única, produto de um conjunto único de circunstâncias”.

Além desta introdução, este artigo compõe-se de 6 seções. Na seção 2, descreve-se a eclosão da crise do *subprime* e sua transformação em pânico, a partir do dia 15 de setembro de 2008, enquanto na seção seguinte se discute, ainda que sumariamente, algumas teorias sobre as crises financeiras. O processo de globalização financeira é apresentado na seção 4. Na seção 5 descreve-se, também de modo sucinto, as particularidades da crise do *subprime*. As implicações da crise financeira global são discutidas na seção 6.

2. A Crise do *Subprime* e o Pânico Global

Do ponto de vista do mercado, a crise atual, que teve início no dia 9 de agosto de 2007, com o congelamento, por parte do banco *BNP Paribas* de cerca de 2 bilhões de euros em fundos, alegando não ser possível, diante das incertezas do mercado, avaliar o valor dos ativos vinculados ao setor de crédito *subprime* nos EUA, representou uma verdadeira surpresa. É verdade que, desde o verão de 2006, o mercado de derivativos hipotecários *subprime* vinha se deteriorando, menos devido à elevação da taxa básica de juros, que saltara de 1,0% em março de 2004 para 5,25% em meados de 2006, pois as taxas de juros do crédito imobiliário aumentaram apenas 1% no período, mas principalmente em razão da queda dos preços dos imóveis resultante da própria elevação desses preços nos anos anteriores, que resultou em excesso de oferta, a deprimir o mercado imobiliário (Berner, 2007).

Apenas um mês antes, as principais bolsas de valores do mundo haviam alcançado recordes históricos e os analistas apostavam em patamares ainda mais elevados em futuro próximo. A Bolsa de Frankfurt, por exemplo, encerrou o pregão do dia 13 de julho com o nível mais elevado desde sua criação – 8.151,57 pontos; três dias depois, foi a vez do índice *Dow Jones Industrial Average* (DJIA), cruzar pela primeira vez na história a barreira dos 14 mil pontos. Com a suspensão de pagamentos pelo *BNP Paribas* e, na sequência, os problemas da *Countrywide Financial* e a corrida contra o *Northem Rock* (Soros, 2008, p.12-13), desencadeou-se uma sucessão de *crashes* das bolsas de valores mundo afora, de modo que, em meados de setembro as bolsas dos países do G-7 haviam sofrido quedas expressivas, tendo o *Dow Jones* recuado 1.500 pontos, representando perdas da ordem de US\$ 1,61 trilhão.

O aumento da inadimplência no mercado hipotecário *subprime*, que era visto, até então, como um fenômeno isolado, transformou-se, assim, numa crise financeira de grandes proporções, passando a exigir a decisiva intervenção dos bancos centrais dos países desenvolvidos, que realizaram expressivas injeções de liquidez, tendo o Fed, de mais a mais, cortado três vezes a taxa de juros dos *federal funds* até dezembro, quando esta chegou a 4,25%.

Neste momento, apesar da tensão do mercado e do significativo aumento do *spread* no interbancário – sintoma de queda do nível de confiança entre os intermediários financeiros – acreditava-se que a aparente *crise de liquidez* – conforme diagnóstico das autoridades monetárias dos países desenvolvidos e de vários economistas – havia sido superada, com as bolsas de valores recuperando seus níveis pré-choque. Mas a realidade é que, a partir da divulgação, em inícios de 2008, dos balanços das instituições financeiras norte-americanas, registrando vultosos prejuízos em razão de seu envolvimento com o mercado de derivativos das hipotecas *subprime*, as bolsas voltaram a despencar, sinalizando a continuidade da crise. Seguiu-se, em março, a falência do *Bear Stearns*, evitada na última hora pela sua aquisição pelo *JPMorgan*, em operação patrocinada pelo Fed e em 11 de junho, o resgate do *IndyMac* pelo *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), a agência garantidora de depósitos bancários. Novo golpe veio no dia 07 de setembro, quando se anunciou que as empresas imobiliárias *Fannie Mae* e a *Freddie Mac*, garantidas pelo Tesouro norte-americano também precisavam de socorro, de forma a se evitar sua bancarrota.

Embora esses eventos tivessem resultado numa mudança de perspectiva – a crise passou a ser considerada como *crise de solvência*, em lugar de mera crise de liquidez – ainda assim se acreditava que a intervenção das autoridades monetárias e, em menor grau, dos Tesouros dos países desenvolvidos, particularmente dos EUA, fossem suficientes para, uma vez mais, deter a crise, ainda que fosse possível prever algum efeito negativo em termos de crescimento econômico – até então pouco afetado pela crise financeira. A situação mudaria completamente de figura com a decisão do Tesouro norte-americano de não socorrer o *Lehman Brothers*, considerado pelo mercado financeiro, na consagrada expressão de Benton Gup, como *too big to fail*. Como consequência do seu pedido de concordata, na “segunda-feira negra”, dia 15 de setembro, desencadeou-se o pânico e, com ele, a crise tornou-se global, desafiando os sucessivos “pacotes” de intervenção do Fed, a ponto do seu presidente, Ben Bernanke, reconhecer, em meados de novembro, que a política monetária havia se tornado ineficaz para evitar a ampliação da mesma, sendo, pois, necessário recorrer a outras políticas, a começar pela fiscal.

Embora o erro do Tesouro norte-americano tenha sido reconhecido imediatamente, a decisão de deixar o *Lehman Brothers* à própria sorte guarda estreita relação não apenas com o fato de, até então, a “economia real” ter se mantido à margem da crise financeira, mas com a crença nos mecanismos de regulação da economia de mercado. É o que transpareceu nas declarações do presidente George W. Bush, que declarou que se, “no curto prazo, ajustes nos mercados financeiros podem ser dolorosos”, no longo prazo haveria de se conservar a confiança de que os mercados de capitais “são flexíveis e resilientes” e que, portanto, poderiam “enfrentar esses ajustes”. Na verdade, a fé na robustez do sistema financeiro se fundamentava, além da confiança nas forças de mercado, na chamada auto-disciplina do mesmo, para não falar no próprio modelo de transferência de riscos,

peça importante da estrutura de securitização de derivativos imobiliários, e que supostamente os colocava nas mãos dos investidores finais – que, de mais a mais, também estavam garantidos por seguros formais e opções derivativas. Afinal, segundo os economistas ortodoxos, “a turbulência corresponde a uma transição de aprendizado”, ou, ainda, “ela se origina de orientações equivocadas de política econômica, nada havendo de intrinsecamente instável nas finanças globais” (Canuto e Laplane, 1995, p. 31).

Essas crenças, aliadas ao aparente sucesso das autoridades monetárias em superar, com o auxílio de políticas fiscais de ajuste, as sucessivas crises financeiras nas últimas décadas, e ao desconhecimento da complexidade dos novos instrumentos financeiros, do grau de alavancagem do sistema bancário e do volume de recursos “fictícios” envolvidos no processo de intermediação financeira, tornaram autoconfiantes as autoridades econômicas, que, diante da eclosão da crise do *subprime*, em agosto de 2007, não perceberem a sua gravidade. Cegas pela fé na “disciplina do mercado”, em sua suposta eficiência e auto-regulação, assim como no poder restaurador dos *lenders of last resort*, demonstraram elas não ter consciência da possibilidade de desmoronamento do edifício especulativo, capaz de provocar uma crise sistêmica de grandes dimensões, a desembocar em profunda recessão.

3. Teoria Econômica e Crises Financeiras

Preso ao dogma do caráter estabilizador das forças de mercado,² o pensamento econômico dominante sustenta que as crises financeiras são geradas a partir de “choques externos”, mesmo de eventos aleatórios (*sunspots*), graças à existência de “informações assimétricas”, conectada à seleção adversa e ao risco moral (*moral hazard*) (Mishkin, 1992), aliada ao problema dos agentes (Heffernan, 2003, p.368).³ Informações assimétricas decorrem do fato de que os agentes possuem conjuntos de informação diferentes sobre as condições de uma instituição ou da estrutura de uma operação financeira, o que pode levar a percepções incorretas que resultem em precificações fora do equilíbrio e a comportamentos aparentemente irracionais, como corridas bancárias. A seleção adversa também se origina da falta de informações adequadas, que faz com que aquele que se beneficia dos empréstimos seja o solicitante com menos garantias, o que resulta no aumento do risco dessas operações. Risco moral significa o incentivo que o seguro ou garantia governamental dá ao agente econômico a se envolver em atividades de alto risco, na presunção de que não sofrerá

² Nesse sentido, ressalte-se que, para Milton Friedman (1963), a especulação, resultante da busca de maximização de lucros, é estabilizadora do mercado.

³ Por falta de espaço, não se discute neste estudo os modelos de “bolhas racionais” (Blanchard, 1979; Flood e Garber, 1980), que tentam conciliar a hipótese de eficiência dos mercados financeiros, baseada nos modelos walrasianos de equilíbrio com expectativas racionais, com a existência de bolhas especulativas, registradas desde 1719. Para uma crítica desses modelos, veja-se Canuto e Laplane (1995) e Oreiro (2004).

perdas. O problema do agente principal decorre da diferença entre os interesses dos agentes envolvidos no processo, como no caso dos acionistas e administradores e demais funcionários das corporações financeiras e não financeiras, que podem agir em benefício próprio, comprometendo a racionalidade maximizadora das mesmas.

Embora esses elementos estejam presentes em todas as crises, parece difícil articulá-los numa explicação racional do colapso do sistema financeiro, até porque, em primeiro lugar, em muitos casos, são os mais bem informados – inclusive os gerentes das instituições financeiras – os maiores perdedores com a crise. Em segundo lugar, os problemas de agente não são exclusivos das instituições financeiras, mas são inerentes a todas as formas de organização, particularmente da corporativa, além de serem de difícil conciliação com a hipótese da racionalidade das empresas, que representa um dos pilares da economia ortodoxa. Em terceiro lugar, a tese do *moral hazard* confunde o seguro oferecido à atividade financeira pelos bancos centrais e instituições oficiais de seguro de depósitos com o seguro ao investidor, que, em muitos casos, está ausente ou é fornecido por instituições privadas, que também estão sujeitas ao *default* na presença de ondas de falência generalizada. Em quarto lugar, ao contrário do que se pensa, o pânico não resulta de qualquer informação assimétrica, mas de um comportamento perfeitamente racional dos correntistas ou investidores, que, “sabedores de que os bancos honram a convertibilidade dos depósitos sequencialmente, (...) se precipitam a retirá-los quando o valor agregado dos depósitos excede o da carteira de ativos liquidáveis pelos bancos” (Romo, 1997, p. 875). Além disso, também estão os investidores e depositantes cientes, como salientam Diamond e Dybvig (1883, p. 410), de que “qualquer coisa que faça com que os depositantes antecipem uma corrida bancária, provocará uma corrida”.⁴ Finalmente, não é difícil verificar que, a exemplo da crise atual, na maioria dos casos concretos, não se têm “choques externos”, mas choques engendrados endogenamente ou, o que quer dizer o mesmo, situações de alta fragilidade geradas por um processo endógeno, nas quais, como num barril de pólvora, qualquer faísca pode desencadear uma catástrofe.

Por outro lado, tampouco parece sustentável a tese de Kindleberger (1989), aceita por outros autores, inclusive por Keynes (1936, cap. 12), de que a especulação e/ou o pânico se originam de um comportamento irracional do tipo “psicologia das multidões” ou “estouro da boiada”. O problema reside não apenas em se explicar porque agentes supostamente racionais, como admite a ortodoxia econômica, se comportam de modo oposto em determinadas circunstâncias, mas em ignorar a racionalidade mesma desses fenômenos, que, como no caso das corridas bancárias, explicado acima, nem de longe são manifestações de histeria coletiva.

Tendo isto em vista, há de se buscar, no âmbito da teoria, explicações que mostrem como se geram, endogenamente, as condições de fragilidade que tornam o sistema econômico,

⁴ Veja-se, também, Romo (1997, p. 875).

particularmente o segmento financeiro, susceptível a irrupções violentas, que surgem, para os agentes econômicos, como tempestades em dia de céu azul. Isso significa a necessidade de deslindar a lógica da especulação, que, segundo alguns autores representa, por mais irracional que possa parecer, uma manifestação extremada da lógica mesma do capitalismo, vinculando-se à sua própria *raison d'être*.

Certamente que Keynes, por ressaltar a conexão entre expectativas incertas e as crises financeiras, concebidas como um momento do ciclo econômico (1936, Cap. 22, p. 218), tem sido apontado entre aqueles que sustentam a endogeneidade das crises, na medida em que, conforme apontam Dutt e Amadeo (1990, p. 109), a existência de incerteza – em oposição ao risco – faz com que pequenas mudanças na conjuntura “podem alterar drasticamente o grau de confiança” dos agentes econômicos, modificando “substancialmente o seu comportamento [e] tornando a economia inerentemente instável”. A mesma posição é também sustentada por Arestis (1996, p. 124), para o qual “[a] incerteza leva à volatilidade, no sentido de que a estabilidade que emerge da criação de instituições e convenções adequadas para tratar da incerteza está sujeita a mudanças periódicas, descontínuas e imprevisíveis”.⁵

Embora se apóie largamente em Keynes, Minsky não deixa de apontar insuficiências na abordagem keynesina, em particular nos aspectos financeiros do ciclo econômico, “que tornam a crise provável, senão inevitável”. Para Minsky (1975, p. 12), “[e]sta é a lacuna lógica, o elo faltante na *Teoria Geral* como foi deixada por Keynes em 1937”. De forma a completar o quadro keynesiano, Minsky (1975, p. 64) procura construir “um modelo de geração endógena de *booms*, crises e deflações”, introduzindo, para tanto, as finanças e examinando explicitamente a evolução dos balanços das empresas “durante os vários estágios da economia” (idem, p.129).

A análise minskyana baseia-se na “decisão especulativa fundamental de uma economia capitalista”, que “diz respeito a quanto, do fluxo de caixa antecipado das operações normais, uma firma, família ou instituição financeira reserva para o pagamento dos juros e do principal de suas obrigações”, assumidas para financiar posições em ativos (Minsky, 1975, p. 86-87). No período de estagnação que se segue à crise, recompõem-se as finanças empresarias e tem início a recuperação e a expansão, num contexto de baixo endividamento das empresas. Mas “[a] estabilidade – mesmo da expansão – é desestabilizante e formas mais aventureiras de financiamento dos investimentos dá resultados positivos, e outros seguem os aventureiros” (Minsky, 1975, p. 126), e a economia caminhará para o *boom*. Nessa fase, “as famílias, empresas e instituições financeiras são forçadas a empreender atividades e ‘assumir posições’ ainda mais aventureiras” (idem, p.124). Ocorre, assim, à medida que se desdobra o ciclo econômico, a transição das *finanças hedge*, em que o fluxo de caixa esperado é mais do que suficiente para cobrir as obrigações financeiras atuais e futuras das

⁵ Veja-se, também, Canuto e Laplane (1995) e Romo (1997, p. 874).

famílias e empresas (Minsky, 1986, p. 206-207), para as *finanças especulativas*, em que os fluxos de caixa próprio são menores do que os compromissos financeiros em algum período, e, destas, para as *finanças Ponzi*, caracterizada pela insuficiência dos fluxos de caixa esperados em termos dos compromissos financeiros assumidos, “de modo que o valor de face da dívida aumenta” (Minsky, 1986, p. 207). Como resultado, desenvolve-se uma crescente *fragilidade financeira*, de forma que acontecimentos inesperados podem desencadear sérias dificuldades financeiras (Minsky, 1975, p. 11-12), ou seja, uma crise pode advir “a partir de qualquer pequena virada no ritmo de dinamismo econômico” (Canuto e Laplane (1995, p. 50), ou mesmo de um evento aparentemente aleatório (Kindleberger, 1989).

Apesar de suas inequívocas contribuições no sentido de esclarecer os condicionantes financeiros das crises, Minsky não especifica por que as expectativas otimistas formadas durante o *boom* não são confirmadas. Tampouco explica como ocorre a transição das finanças especulativas para as finanças Ponzi, até porque, durante a fase de expansão, as expectativas otimistas respaldam amplamente as posições alavancadas. Finalmente, o comportamento *hedge* não parece suficiente para se evitar a crise, em razão da desvalorização geral dos ativos financeiros privados que ocorre durante a crise, demonstrando claramente a natureza especulativa de toda posição financeira, inclusive a mais *hedge*.

Outro aspecto negligenciado tanto por Minsky quanto por Keynes reside no distanciamento progressivo da produção em relação ao consumo que tem lugar durante o *boom*, resultando na conhecida crise de superprodução que contraria as expectativas de curto prazo referentes a preços e quantidades, com efeitos negativos sobre o conjunto da economia. Não há, portanto, como, em se tratando da explicação da crise, evitar o exame do balanço entre oferta e demanda agregadas, o que passa necessariamente pela acumulação de estoques, que, de desejada, passa a indesejada da noite para o dia, como consequência da percepção do seu caráter excessivo.

Finalmente, apesar de fazer Minsky referência a crises financeiras que não resultam em crises econômicas gerais, na medida em que sua análise do processo de fragilização financeira envolve o conjunto da economia, não parece claro quais seriam os mecanismos que as tornam possíveis. O mesmo, na verdade, é válido para Keynes, que não possui uma teoria que dê conta de crises financeiras, a não ser aquelas que representam um momento do processo de reversão do ciclo de negócios.

Em relação a Minsky, a teoria marxista das crises financeiras – momentos necessários do ciclo econômico – possui a vantagem de explicar, de forma lógica, embora complexa, como se geram, durante o *boom* e o auge, os desequilíbrios que deságuam nas crises, também concebidas como processos violentos de restabelecimento do equilíbrio. Na explicação marxista, a especulação financeira se conjuga com a queda da taxa de lucro e a acumulação de estoques, num processo

dinâmico em que o ímpeto da acumulação de capital ultrapassa tanto as estreitas bases do consumo das massas quanto os requerimentos das inter-relações setoriais graças ao crédito, que assume assim, conjuntamente com o capital fictício e a tendência à queda da taxa de lucro, posição estratégica na geração das crises.

Para Marx, o crédito surge como resultado dos desdobramentos da mercadoria, forma elementar que contém, de modo sintético, a totalidade da lógica da ordem capitalista de produção, concebida como um sistema organicamente articulado. Com o desenvolvimento das trocas, a diferenciação existente no seio da mercadoria, como produto necessário para a reprodução da sociedade e de cristalização de trabalho social abstrato, se desdobra na oposição entre mercadoria e dinheiro. Mais do que isso, a própria circulação mercantil se torna meio de acumulação de dinheiro, que, assim, se transmuta em capital – em processo de acumulação cuja finalidade está em si mesmo. E na presença de trabalho assalariado – fruto da separação do trabalhador da propriedade dos meios de produção –, o capital, gerado na circulação mercantil, se transforma em senhor da produção social, envolvendo-a como um momento de seu ciclo, como produção de mais-valor, a alimentar o processo de acumulação (Marx, 1867, Livro I, Cap. I a IV, p. 41 a 197).

Marx admite que o crédito, que nasce quando a venda ocorre em troca de uma promessa de pagamento e se desenvolve numa rede de relações, substituindo o dinheiro na medida em que os títulos de crédito se compensam (Marx, 1867, v. I Cap. I, p. 149-156), possui natureza contraditória, pois enquanto a venda por dinheiro permite confirmar, ainda que *a posteriori*, que a mercadoria produzida é necessária socialmente, o mesmo não ocorre com a venda por título de crédito, até porque a mudança das condições econômicas pode tornar insolvente o comprador-devedor. Com isso, perde-se o trabalho concreto gasto na produção da mercadoria, pois o pressuposto de que o comprador teria condições de honrar a promessa de pagamento – que, diga-se de passagem, escapa ao seu controle – não se verifica. Por essas razões, diz Marx (idem, p. 152) que a função do dinheiro como meio de pagamento de dívidas e, portanto, o crédito, “envolve uma contradição direta”, a qual se manifesta “na fase especial das crises industriais e comerciais chamada de crise de dinheiro”.

Mas se o crédito é necessário para a ocorrência das crises, estas somente se desenvolvem em razão da especulação, comandada pelo afã de acumulação de capital, tornada, pela concorrência, impositivo de sobrevivência do empresário. Segundo Marx, à medida que, durante a fase de prosperidade, avança a acumulação, eleva-se a composição orgânica do capital, o que, na ausência de revoluções tecnológicas, resulta na queda da taxa de lucro. Essa redução, contudo, ocorre quando, como resultado do crescimento da demanda, os preços de mercado estão em alta, com a crescente formação de estoques, financiada pela expansão do crédito, e a melhoria dos balanços das empresas, interpretada como uma elevação da rentabilidade, em lugar da sua queda. A aparência de

consumo causada pela formação de estoques e pelos pagamentos efetuados com títulos de crédito serve, assim, de indicador de que tudo vai bem e os negócios estão em expansão.

Mas à especulação com estoques, fundamentada no crédito, se soma à especulação financeira propriamente dita, especulação com capital fictício, definido por Marx (1893, Livro III, Cap. XXIX, p. 533-546) como todo título de crédito ou direito de propriedade sobre rendimentos futuros, qualquer que seja a sua origem, como os títulos de dívida pública, as ações, *commercial papers*, derivativos de crédito, etc. Do ponto de vista da reprodução e da sociedade, trata-se, por isso, de uma riqueza imaginária, ilusória, constituindo apenas direito a uma riqueza futura, embora, do ponto de vista individual, apareçam como capital real.

É este capital fictício que, convertido, na interpretação dada por Carcanholo e Nakatani (1999), em *capital especulativo parasitário*, antinômico do capital produtivo e produtor de crises econômicas, desemprego e miséria, é o capital que, no processo atual de *globalização financeira*, passou a subordinar o capital industrial, tornando-se dominante no processo. Para esses autores, esse capital financeiro teria encontrado terreno fértil para se expandir a partir da desestruturação do sistema monetário internacional na década de 1970, seguida dos ajustes recessivos a que foi submetida a economia mundial, da crise da dívida externa nos anos 1980 e da conseqüente queda da taxa de lucro das empresas produtivas mesmo nos países desenvolvidos. Isso teria levado o capital a deslocar-se para a órbita especulativa, expandindo consideravelmente o capital fictício parasitário, amplificado pela explosão das dívidas dos Estados nacionais, a ponto deste tornar-se dominante no processo, subordinando o capital produtivo a seu controle e estabelecendo novas normas e regras para o Estado garantir sua preservação.

4. Globalização Financeira, Instabilidade e Fragilidade Sistêmica

Um dos primeiros autores a identificar uma nova fase do capitalismo, marcada pelo domínio do capital financeiro, foi François Chesnay, na *Introdução Geral* do livro *La Mondialisation Financière*, de 1996. No seu livro anterior, *La mundialization du Capital*, publicado em 1994, Chesnay concebia a financeirização globalizada do capital como uma etapa a mais no processo de internacionalização do capital produtivo, em lugar de um processo de crescente subordinação do capital produtivo ao capital financeiro. Em artigo no ano seguinte, Chesnay (1995, p. 1) já identificara um “novo regime mundial de acumulação”, onde se conjugavam o “capital aplicado na produção de bens e serviços”, mas também, de forma crescente, o “capital financeiro centralizado, mantendo-se sob a forma de dinheiro e obtendo rendimento como tal”. Embora tenha caracterizado o processo como “globalização do capital”, ainda lhe faltava a compreensão da subordinação do capital produtivo ao financeiro.

Nessa nova etapa, anunciada pelos governos de Margareth Thatcher, do Reino Unido (1979-1990) e de Ronald Reagan, dos EUA (1981-1989), conjugam-se cinco processos convergentes: (i) consolidação da ruptura do pacto político do pós-guerra entre capital e trabalho, caracterizado pelo aumento permanente da taxa de salários, manutenção da participação dos salários na renda nacional, e construção do estado de bem-estar social, em favor da reconcentração da renda em favor do capital, particularmente do segmento financeiro; (ii) liberalização e desregulamentação dos mercados, cujo ordenamento passa a ser encargo, tanto quanto possível, da “mão invisível”; (iii) crescente aprofundamento da interpenetração das relações econômicas em escala global, ou seja, de “globalização”; (iv) progressiva financeirização da riqueza, com o aumento da relação ativos financeiros/PIB e da relação encargos financeiros/lucros; (v) hegemonia ideológica e objetiva do capital financeiro, que passa a comandar a política econômica. Como resultado, a política fiscal muda de caráter, passando a funcionar como instrumento de valorização dos títulos da dívida pública, recaindo então o papel de regular a macroeconomia de forma preponderante sobre a política monetária, centrada no manejo da taxa de juros.

Com a recuperação parcial da rentabilidade sistêmica a partir de meados da década de 1980, consequência da nova onda de progresso técnico capitaneada pela microinformática, o processo de globalização financeira firmou-se, com a retomada do crescimento econômico e a progressiva estabilização dos preços, embora, em razão mesma da sua natureza, o dinamismo sistêmico tenha deixado a desejar, com o sensível arrefecimento do ritmo de crescimento da economia mundial.⁶ Mais do que isso, ampliou-se a volatilidade dos mercados, com a ocorrência, conforme salientado na Introdução, de uma sucessão de crises financeiras de maior ou menor dimensão. A explicação reside em que, num “contexto de crescimento lento em relação ao montante de capitais que buscam se valorizar em aplicações, é inevitável que crises graves estourem sob a forma de ‘crises financeiras’ que se podem atribuir unicamente à especulação ou a uma ‘instabilidade sistêmica’ congênita” (Chesnay, 2004b, p. 62-3).⁷ Entende-se por especulação financeira o processo de compra/venda de ativos financeiros – títulos de crédito e direitos de propriedade sobre os rendimentos do capital produtivo – e a celebração de contratos financeiros com vistas a se obter ganhos com mudanças esperadas dos preços ou rendimentos desses ativos. Invariavelmente, está associada à acumulação de riqueza financeira, cuja lógica, ao se desconectar das suas bases “reais”, torna inevitáveis os ajustes na forma de crises mais ou menos violentas.⁸

⁶ A taxa de crescimento do PIB mundial caiu de 4,7% no período 1950-1979 para 3,2% no período 1979-2002.

⁷ Segundo Foster e Magdoff (2009, p. 19), nessa etapa a demanda na economia passou a ser estimulada “graças a bolhas de ativos”.

⁸ A definição clássica de especulação se deve a Kaldor (1939) e consiste na atividade de compra/venda de mercadorias com o objetivo de revenda (ou recompra) em data posterior com o objetivo de se ganhar com mudanças esperadas de preços.

De fato, conforme demonstrado por Chesnay (2004b), Philon (2004), Epstein (2004), Epstein e Jayadev (2005) e Crotty (2005), no ambiente da financeirização da riqueza que se formou a partir de fins da década de 1970 e se intensificou nos anos 1990, com a retirada ou enfraquecimento dos mecanismos de regulação do sistema bancário, enquanto, por um lado, crescia a relação ativos financeiros/PIB, ampliava-se, também, a participação dos *rentiers* na apropriação da renda e nos lucros das empresas não financeiras, encolhiam, por outro, como proporção do PIB, os investimentos e os lucros do setor produtivo e os salários dos trabalhadores, para não falar na relação lucros retidos/lucros gerados nas empresas não-financeiras. No caso dos EUA em particular, assistiu-se, além de forte queda da poupança líquida e da taxa de investimento líquido/PIB, também da taxa de lucro retido por parte das corporações não financeiras, assim como ao aumento da relação rendas obtidas no exterior/lucros gerados domesticamente, para não falar do passivo externo líquido (Duménil e Lévy, 2004). Particularmente a partir de princípios da década de 1990, à medida que a base “real” se contraía e, a riqueza “virtual” se expandia, o crédito, em abundância, foi se tornando fácil e barato, abrindo as portas do “paraíso” do consumo e da aquisição de imóveis, principalmente nos EUA, que mantiveram as taxas de juros em níveis rastejantes até março de 2004.

De um lado, neste período de hegemonia do capital financeiro em escala global, à medida que se fortalecia novamente a crença no poder auto-regulador do mercado, a capacidade criativa das instituições financeiras em gerar novos produtos e em multiplicar, via alavancagem, o crédito e a liquidez da economia, ampliava-se, de forma crescente, como salientado por Canuto e Laplane (1995), Chesnay (1995; 1996b; 2004b), Coutinho e Belluzzo (2004) e outros, a instabilidade sistêmica, com a formação de “bolhas” sucessivas de ativos, a desembocarem em crises mais ou menos violentas.

Apesar da importância das contribuições de Chesnay a respeito,⁹ a tese da globalização financeira já se encontra formulada em Giovanni Arrighi, em seu trabalho *O Longo Século XX*, de 1994. Apesar de apresentar uma interpretação um pouco distinta, a formulação de Arrighi conduz aos mesmos resultados, adicionando, de mais a mais, alguns elementos importantes para compreender o significado dessa expansão financeiras e suas implicações para a reprodução do capital real.

Arrighi parte, em seu estudo, da afirmação feita por Fernand Braudel, “de serem características essenciais do capitalismo histórico em sua *longue durée* [a sua] flexibilidade ilimitada, sua capacidade de mudança e de adaptação”, de forma que se deve desmistificar a tese, defendida por muitos historiadores e economistas, de ser a indústria a etapa final de seu desabrochamento. Para apoiar essa tese de Braudel, lança mão da fórmula geral elaborada por Marx

⁹ Veja-se, também, Chesnay (2002).

(D-M-D') para descrever o circuito do capital, interpretando D' como a ampliação da liquidez, da flexibilidade e da liberdade (Arrighi, 1994, p. 5), o que significa que os capitalistas não investem na produção de bens materiais como um fim em si mesmo, mas como meio para ampliar a flexibilidade e a liberdade, com os lucros obtidos, numa etapa posterior. Mas quando as expectativas de se atingir esses fins se frustram, os “capitalistas passam a ‘preferir’ a liquidez, e uma parcela incomumente grande de seus recursos tende a permanecer sob forma líquida” (idem), a qual garante flexibilidade ao capital para, a qualquer momento, transmutar-se. Se assim é, o estágio de expansão financeira, em vez de anunciar sua crise, faz parte integrante do ciclo de acumulação do capitalismo, sinalizando, por assim dizer, “sua maturidade”, ou “um sinal de outono”, que vem associado ao deslocamento do comando da economia mundial na direção de um novo centro hegemônico.

Nesse sentido, a fórmula (D-M-D') “pode ser interpretada como retratando não apenas a lógica dos investimentos capitalistas individuais, mas também um padrão reiterado de capitalismo histórico como sistema mundial” (Arrighi, 1996, p. 6), de forma que, em oposição à tese de Hilferding-Lenin – o capital financeiro não é visto como “uma etapa especial do capitalismo mundial”, mas “um fenômeno recorrente, que marcou a era capitalista desde os primórdios” em que “as expansões financeiras assinalaram a transição de um regime de acumulação em escala mundial para outro” (Arrighi, idem, p. x).

Em outras palavras, a expansão financeira, se, por um lado, anuncia o término de um longo ciclo de expansão, também, por outro, prenuncia o início de um novo estágio de desenvolvimento do capitalismo, mas em bases renovadas – de agentes, processos e estruturas. É quando a roda da história gira e começa a colocar em cena outros grupos de capitalistas, que comandarão o sistema na nova etapa de expansão que se avizinha – os capitalistas da etapa anterior se retiram de cena – depois de cumprido seu papel – e se transformam numa aristocracia financeira; outros métodos organizacionais nos processos de produção e acumulação; e outro Estado, renovado em suas bases para ajudar a sustentar essa nova etapa.

Mas a cada giro da história, a cada sucesso que o capitalismo alcança no processo de sua renovação, maiores tornam-se as possibilidades de seu fracasso, porque os problemas se tornam mais complexos, é cada vez maior o risco da riqueza financeira de não conseguir se deslocar para a órbita real e do formato do Estado não se adequar à nova realidade.

Embora a crise financeira tenha origem ou nasça dos próprios desequilíbrios e das formas contraditórias de funcionamento dos mercados e do sistema econômico, seu ponto de partida se dá em arranjos mal estruturados para acomodar essas contradições e fricções, podendo ganhar velocidade e intensidade se as estruturas montadas nesses arranjos forem favoráveis para sua potencialização, tornando os efeitos de determinadas políticas econômicas inócuas para revertê-la e

impedir que a economia caminhe para a recessão, antes que todos os estragos sejam por ele produzidos.

Este é o caso da crise atual, que teve origem no mercado de hipotecas habitacionais, e mais especificamente no crescimento espetacular do crédito *subprime*, embora tenha sido na rede de seguros estruturada para garantir grau de investimento às hipotecas securitizadas e no elevado grau de alavancagem das instituições financeiras, investidores e demais agentes econômicos, juntamente com as densas relações especulativas estabelecidas com outros instrumentos no mercado de *hedge*, num sistema financeiro desregulamentado, que ela ganhou força para avançar rapidamente, assegurar pesadas perdas para os que se aventuraram à obtenção de ganhos fáceis e contaminar toda a economia “real”, conduzindo-a para uma recessão mundial, de dimensões assustadoras.

5. A Bolha e a Crise do Mercado de Hipotecas *Subprime*

Conquanto tenha assumido a forma de turbulência financeira, a crise do *subprime* insere-se no processo de reversão do último ciclo de construção residencial dos EUA, cuja fase de expansão teve início em 1994, quando os preços reais dos imóveis passaram a se elevar num ritmo moderado, recebendo novo impulso com o corte da taxa básica de juros pelo *Fed*, resultante da crise do mercado de alta tecnologia em 2000 e do ataque terrorista de 11 de setembro de 2001. Como resultado, a taxa de fundos federais chegou a apenas 1% em 2003, fazendo com que os custos do crédito hipotecário atingissem o seu menor nível em quarenta anos. Essa redução das taxas de juros, combinada com o desenvolvimento do processo de securitização e com as inovações financeiras introduzidas a partir da década de 1980 transformaram o *boom* do mercado residencial em verdadeiro frenesi, com os preços dos imóveis crescendo a um ritmo médio de 6,4% ao ano no período 2000-2005, com o pico sendo atingido em 2005, ano em que os preços das residências sofreram uma elevação da ordem de 14%.

Nesse contexto, expandiram-se ainda mais as operações de securitização e desenvolveu-se aceleradamente o mercado de hipotecas *subprime*, alimentado, em grande medida, pelas inovações financeiras introduzidas a partir de 2002, de modo a atrair os tomadores de maior risco (Cintra e Cagnin, 2007, p. 320). Ao contrário das hipotecas *prime*, concedidas a tomadores que dão a entrada tradicional e comprovam os seus rendimentos, as hipotecas *subprime* correspondem àqueles casos em que, ao adquirir um imóvel através do crédito hipotecário, o comprador-devedor não é capaz de dar qualquer entrada e/ou não têm renda comprovada (Agarwal e Ho, 2007; Mizen, 2008, p. 536). Em fins de 2007, aproximadamente 79% dos créditos hipotecários existentes eram de tipo *prime*, 14% *subprime* e 6% *near-prime*.

Segundo DiMartino e Duca (2007), os dois desenvolvimentos cruciais que estimularam o rápido crescimento do crédito hipotecário *subprime* foram a adoção das técnicas de classificação de crédito utilizadas no segmento *subprime* do financiamento de automóveis e a difusão de novos produtos oferecendo proteção contra *default*, que através da *Fannie Mae* e da *Freddie Mac*, quer via CDOs garantidos principalmente através de derivativos. Através dos CDOs, os créditos hipotecários *subprime* eram colocados em *tranches* diferenciadas, englobando hipotecas de diferentes riscos, recebíveis de cartão de crédito, etc., cada uma associada a determinado grau de risco fornecido pela Moody's, Standard & Poor's e Fitch. Os “pacotes” de menor risco eram adquiridos por investidores institucionais e *hedge funds*, enquanto os de maior risco eram transferidas para SPVs que contavam com linhas de crédito das controladoras para garantir a sua liquidez.

Um terceiro desenvolvimento igualmente crucial, mas não mencionado por DiMartino e Duca, foram as inovações financeiras que possibilitaram ao tomador de recursos com cadastro problemático ter acesso ao crédito habitacional, concedendo um período de tempo que seria utilizado pelo comprador para compor ou recompor seu cadastro de forma a migrar para o mercado *prime*. Assim, para atender a esse mercado potencial (Gorton, 2008, p. 6), surgiram as *balloon mortgage* ou *interest-only loan*, hipotecas com taxas de juros ajustáveis com dois anos de taxas fixas (2/28 ARMs) ou com três anos (3/27 ARMs), equivalentes às hipotecas do mercado *prime*. No caso das ARMs *subprime*, as taxas de juros iniciais (*teaser rates*), geralmente baixas, eram ajustadas, depois do período inicial, de acordo com um índice (Libor, por exemplo), mais uma margem. Além disso, freqüentemente, estavam sujeitas a penalidades no caso de pré-pagamento, correspondendo a determinada porcentagem do saldo devedor ou os juros equivalentes a certo número de meses.

Um quarto fator de extrema importância para o acelerado aumento das hipotecas *subprime* foram os ganhos do originador, definido, por analogia com os ganhos do fundador identificado por Hilferding (1910, p. 111-118), como o produto do diferencial entre a taxa de juros ajustada, paga pelo tomador final do crédito hipotecário *subprime*, e a taxa de juros paga aos investidores, pelo montante do crédito concedido. Esses ganhos, que eram substanciais, eram embolsados pelos bancos originadores, pelas instituições que forneciam o seguro dos títulos, pelas agências classificadoras de risco e demais instituições financeiras envolvidas no processo de geração, classificação de risco, distribuição e seguro dos securitizados de hipotecas, assim como pelos *brokers*, que desempenharam importante papel no processo de expansão do crédito *subprime*, originando a maior parte dos contratos *subprime*.

Finalmente, a aquisição de imóveis através desse tipo de hipoteca também tinha vantagens para os mutuários de baixa renda, que ganharam o acesso à propriedade de um imóvel que, de outro

modo, não estaria ao seu alcance. A dificuldade representada pela incapacidade de arcar com o pagamento inicial era contornado pela elevação dos preços dos imóveis, que servia como equivalente à “entrada” do negócio. Com esse “pagamento”, o mutuário migrava, então, do mercado *subprime* para o *prime*, de custos mais baixos.

Os elevados retornos das operações de securitização de hipotecas *supprime* conjugados à resultante abundância de crédito e à forte elevação dos preços dos imóveis, a favorecer a aquisição de residências por famílias sem condições financeiras, resultaram no *boom* do mercado hipotecário norte-americano, que se transformou em verdadeira “mania” (Kindleberger, 1989), ou “bolha” (Mizen, 2008, p. 535). Como consequência, os créditos *subprime* saltaram de US\$ 138 bilhões em 2000 para US\$ 665 bilhões em 2005, quando atingiram o pico, num período em que “os fundos de investimento, os *hedge funds* e os bancos ergueram verdadeiras pirâmides de derivativos de crédito, disseminando os riscos em âmbito mundial” (Cintra e Cagnin, 2007, p. 320).

A “bolha” do mercado hipotecário *subprime* começou a desinflar quando, confirmando previsões da OCDE (van den Noord, 2006, p. 2), os preços dos imóveis nos EUA começaram a cair no verão de 2006 (Taylor, 2007) como resultado da conjugação de juros mais elevados (a taxa de juros dos *federal funds* pulou de 1,0% em fevereiro de junho de 2003 para 5,25% em fins de junho de 2006) e do excesso de oferta resultante da própria elevação de preços no período anterior (Berner, 2007).

Mas, uma vez tendo os preços iniciado o movimento baixista, todo o mercado *subprime* veio abaixo, pois, como visto acima, muitos mutuários dependiam da valorização de seus imóveis para transitar para hipotecas *prime*, com taxas de juros mais baixas. Obrigados a se manter em contratos com elevadas taxas de juros, muitos tomadores de recursos tornaram-se incapazes de refinanciar seus imóveis, e começaram a atrasar seus pagamentos. O problema da inadimplência se agravou em razão dos contratos hipotecários exigirem pagamentos adicionais no caso do valor do imóvel cair abaixo do valor da dívida hipotecária. A própria interrupção do movimento altista, por sua vez, afastou muitos especuladores do mercado habitacional, com efeitos baixistas adicionais sobre os preços dos imóveis. A inadimplência crescente e a conhecida relutância dos proprietários em vender seus imóveis a baixo preço resultaram no aumento da oferta de imóveis no curto prazo, reforçando o processo de derrocada dos preços. Em janeiro de 2008, existiam quase quatro milhões de residências não vendidas, incluindo quase 2,9 milhões de unidades desocupadas. Esse excesso de oferta de imóveis pressionou os preços ainda mais para baixo, aumentando a inadimplência entre os mutuários. Segundo o índice de preços S&P/Case-Shiller, em novembro de 2007 o preço médio das residências norte-americanas tinha caído aproximadamente 8% do pico, alcançado no segundo trimestre de 2006. Já em maio de 2008, os preços haviam sofrido uma desvalorização de 18,4%. Em março de 2008, cerca de 8,8 milhões de hipotecas (10,8% do total) apresentavam saldo devedor

maior do que o dos imóveis, induzindo muitos mutuários a simplesmente suspender o pagamento das prestações.

No contexto de queda dos preços, o aumento da inadimplência causou danos irreparáveis ao mercado hipotecário, ao reduzir o mercado de MBSs, que se acumularam nas carteiras dos bancos originadores que, por sua vez, não tinham cessado de emití-los. Além disso, acreditando que a queda do preço de mercado das MBSs era fenômeno passageiro, muitos bancos incorporaram as SPVs com MBSs problemáticas, de forma que, sem o perceber, os bancos originadores que, teoricamente haviam transferido os riscos das hipotecas *subprime* para as SPVs e os investidores, voltaram a incorporá-los de forma crescente. Paralelamente, muitas das instituições financeiras que haviam segurado esses títulos – o que inclui muitos dos próprios bancos originadores – foram compelidos a aumentar as provisões para perdas e/ou a enfrentar *calls* para pagamento de margens.

O problema só veio à tona em fevereiro de 2007, quando o HSBC divulgou balanço com perdas em operações imobiliárias, mas em abril a *New Century Financial*, empresa especializada no mercado *subprime*, quebrou e em maio ocorreu o fechamento do *hedge fund Dillon Reed* pela UBS. Seguiram-se novos eventos negativos, inclusive o rebaixamento da classificação de risco dos derivativos de hipotecas, numa sequência infeliz que desembocaria no episódio do *BNP Paribas Investment Partner*, que daria origem ao “*credit crunch* em larga escala de 2007-08” (Mizen, 2008, p. 532), e, com o pânico de setembro de 2008, a uma crise que, pelo formato de dimensões, relembra o quadro formado em outubro de 1929 e que conduziria a economia mundial à Grande Depressão.

Estourada a bolha do *subprime*, tornou-se convencional atribuir a crise à política monetária expansionista norte-americana durante o período 2004-2007, que teria resultado no *boom* financeiro do período 2003-2007 (Boeri e Guiso, 2008); à ausência ou assimetria de informações corretas (Gorton, 2008, p. 2); à precificação errada dos riscos (Danielsson, 2008; Mizen, 2008); a falhas de supervisão (Persaud, 2008, p. 11); e à irracionalidade combinada com ausência de informações (Fischer, 2008, p. 2-3), entre outras causas.

Embora aparentemente plausíveis, essas explicações não esclarecem as razões pelas quais um aumento da inadimplência entre os mutuários *subprime* “deveria desencadear uma crise financeira que atinge globalmente todas as classes de ativos, mesmo aqueles relativamente imunes do risco de crédito” (Spaventa, 2008, p. 49). Afinal, conforme assinalado por Wyplosz (2008, p. 17), “os agora infames empréstimos *subprime*, mesmo se adicionados às hipotecas normais, não totalizam um montante exagerado”, de forma que a maioria das instituições financeiras deveria ter sido capaz de absorver as perdas envolvidas.

Na verdade, conforme salientado na seção 5, a crise do *subprime* originou-se da queda do valor dos imóveis resultante do excesso de oferta de imóveis, o qual, por sua vez, se explica pela

própria elevação dos seus preços, que tornou altamente lucrativa a atividade construtiva, além do que, no mercado de crédito hipotecário *subprime* ter-se a oferta se adiantado em relação à demanda (Mian e Sufi, 2008). A acelerada acumulação de capital no setor, portanto, fez a oferta adiantar-se à demanda, desencadeando o processo de ajuste violento – aliás, próprio do capitalismo –, em que, segundo Marx, o equilíbrio é alcançado através da crise e não de movimentos suaves de convergência. Mas apesar da crise habitacional ser suficiente, por si, para sacudir o mercado de derivativos hipotecários, a razão de se ter transformado numa crise sistêmica se origina na própria rede de seguros tecida para garantir grau de investimento às hipotecas securitizadas e no elevado grau de alavancagem das instituições financeiras, investidores e demais agentes econômicos, para não falar nas densas relações especulativas estabelecidas com outros instrumentos no mercado de *hedge*. Se a isto tudo se soma o “descolamento” da esfera financeira em geral, com a elevação da relação ativos financeiros/PIB, da relação P/L (preço/lucro) nos mercados acionários, da participação dos recursos de terceiro no financiamento dos investimentos das empresas, e do boom em geral dos preços dos ativos, num contexto de não interconexão dos mercados de ativos, resultantes da liberalização financeira, e de queda relativa da taxa de lucro a partir de meados da década de 1990, a reduzir o excedente a ser capitalizado em capital fictício, tem-se o barril de pólvora cuja faísca foi a crise do mercado hipotecário *subprime*.

Quando o mercado habitacional entrou em crise, o rápido aumento da inadimplência dos mutuários do segmento *subprime* provocou a desvalorização dos derivativos, impactando tanto os bancos que não haviam conseguido desová-los através de SPVs quanto as instituições financeiras que tinham segurado os derivativos hipotecários. Além disso, “os fundos que operam no mercado monetário exerceram suas opções, forçando os lançadores de *puts* a adquirir as notas, colocando adicional pressão sobre os seus recursos líquidos” (Gorton, 2008, p. 44). Dado o entrelaçamento dos derivativos, essas perdas provavelmente seriam mais do que suficientes para gerar uma crise financeira de razoáveis dimensões, na medida em que instituições de menor porte falissem e pelo menos alguns bancos “too big to fail” tivessem de ser socorridos pelas autoridades monetárias. Ocorre, porém, que, além dos investidores em hipotecas *subprime* concentrarem os riscos alavancando suas posições com fundos emprestados, a própria cobertura de risco das hipotecas securitizadas era realizada, em grande medida, através de opções alavancadas. Bastou, portanto, que caíssem os valores das hipotecas securitizadas para que muitas instituições apresentassem resultados financeiros declinantes e passivos cada vez maiores, a desembocar em rombos que se alargavam à medida que, com o aumento da inadimplência dos mutuários, caíam os preços dos derivativos hipotecários até serem degradados pelas agências de classificação de risco, a retro alimentar o processo. Isto, por sua vez, ampliou os riscos dos bancos e as condições de alastramento das crises financeiras, com a possibilidade de grandes perdas quando ocorrem movimentos bruscos

e não antecipados de preços de ativos. Na verdade, esses instrumentos introduziram “um risco financeiro sistêmico ao promover[em] o entrelaçamento patrimonial e creditício entre os grandes bancos, as principais corporações e os centros financeiros internacionais” (Cintra e Cagnin, p. 307).

Em síntese, a crise financeira atual mostrou que a dispersão do risco não o reduz do ponto de vista sistêmico, de modo que, num contexto de mercados financeiros liberalizados e, assim, fortemente interconectados, a crise de um mercado necessariamente arrasta consigo o sistema financeiro em seu conjunto. O motivo reside na própria natureza das instituições seguradoras, que obviamente carecem de recursos para sustentar o risco sistêmico, que necessariamente cresce nos períodos de expansão, na medida em que as relações de crédito permitem o “descolamento” das condições reais da reprodução, particularmente quando essas instituições operam com elevado grau de alavancagem.

6. Crise da Globalização Financeira?

Após a eclosão da crise do *subprime*, em agosto de 2007, e principalmente depois de sua transformação em crise do capitalismo, com o pânico de setembro de 2008, tem-se assistido a uma sucessão de “pacotes” de medidas de política econômica lançados pelos países desenvolvidos, envolvendo injeções de liquidez, cortes dos juros, renúncia tributária, ampliação dos gastos públicos e estatização de instituições financeiras, na tentativa de reverter o colapso do sistema financeiro e o aprofundamento da recessão. Mesmo que, sob o impacto desses “pacotes”, o processo recessivo em curso seja superado num espaço de tempo razoável, ainda assim os efeitos da crise econômica internacional prometem ser profundos e duradouros. Com ela se encerrará, provavelmente, o período de hegemonia do capital financeiro, ensejando alterações profundas na correlação das forças sociais, no manejo da política econômica e na forma de compreensão dos mecanismos de mercado. Na verdade, ainda que isso não ocorra, mesmo assim o abalo na dominação financeira terá sido tremendo, com o fortalecimento das posições do capital industrial e do trabalho, a abrir caminho para reformulações importantes em termos institucionais, ideológicos e de desenho da política econômica.¹⁰

Afinal, de acordo com estimativas do Banco de Desenvolvimento Asiático (BDA), a desvalorização de ativos financeiros entre o início da crise do *subprime* e princípios de 2009 supera US\$ 50 trilhões, sendo que grande parte dessas perdas é definitiva, correspondendo a contratos rompidos, créditos eliminados dos balanços e a instituições financeiras quebradas. Além do mais, mesmo que, na eventual recuperação da economia “real”, ocorra a re-valorização de ativos

¹⁰ Talvez esteja correta a Profa. Maria da Conceição Tavares, ao afirmar que “[o] neoliberalismo foi-se” (*Folha de São Paulo*, 25/09/2008)

financeiros, esta se dará, durante um bom tempo, de forma acanhada, até em razão do abalo de confiança, que evitará a expansão desmesurada do crédito e, com ela, da valorização dos ativos.

Tudo indica que também poderá ser alterada a correlação das forças econômicas em escala global, com expressivo desgaste da hegemonia norte-americana, inclusive do papel do dólar no cenário financeiro internacional. Embora a *flight for quality* tenha fortalecido a moeda norte-americana no curto prazo, a própria dimensão da dívida pública dos EUA – que aumentou US\$ 2,155 trilhões nos últimos meses de 2008, correspondendo a um acréscimo de 37% –, aliada ao aumento de 23,9% oferta de moeda somente no período de agosto de 2008 a fevereiro de 2009 e ao salto do déficit do Tesouro, que deve chegar a US\$ 1,75 trilhão neste ano, superando 12% do PNB, têm colocado dúvidas sobre a sustentação do valor do dólar no longo prazo. Isto para não falar na desestruturação parcial do sistema financeiro norte-americano, que, de acordo com Nouriel Roubini, acumulou perdas entre US\$ 1,6 trilhão e US\$ 1,8 trilhão, sem contar com a própria desvalorização de suas ações (o valor de mercado dos dez maiores bancos dos EUA caiu 33,8% durante 2008, representando perdas de US\$ 461 bilhões). Com resultado, esses bancos não apenas perderam posição no ranking das instituições financeiras mundiais, mas abandonaram muitas de suas linhas internacionais de crédito, cedendo espaço para instituições de outros países.

É possível que esteja chegando ao fim, assim, a etapa de crescente globalização financeira, considerada pelos economistas ortodoxos como estágio definitivo do capitalismo, como processo “em relação ao qual a sociedade mundial contemporânea em seus diversos componentes – os países e, dentro desses, as classes sociais – não teria opção a não ser a de se adaptar” (Chesnay, 1995, p. 3). Como decorrência, também parecem contados, em termos de política econômica, os dias da TINA – *there is no other way* –, que preconiza a inevitabilidade das medidas pró-mercado, restringindo o papel dos governos a iniciativas de favorecimento dos interesses do capital financeiro global, sob pena de pagarem um preço muito alto pela sua independência. É claro que tudo dependerá do grau de desestruturação do capital financeiro, cujas perdas, como salientado, têm sido colossais, não obstante os sucessivos “pacotes” de resgate dos países desenvolvidos, os quais objetivaram, em grande parte, preservar suas posições hegemônicas. Aliás, é este o sentido da “conversão” ao intervencionismo estatal por parte de Martin Wolf, o conservador editor do *Financial Times*, e da revista *The Economist*, defensores dos interesses do capital financeiro (*Folha de São Paulo*, 8/10/2008).

O fracasso do socorro prestado aos bancos e das medidas exclusivamente monetárias para evitar o mergulho da economia na recessão, tem forçado o retorno da ação pró-ativa da política fiscal, ainda que a contragosto, por comprometer os superávits primários requeridos para assegurar o pagamento do serviço da dívida pública, mantendo confiável a relação dívida/PIB. Como salientou Paul Krugman, a este respeito, em artigo para o *New York Times* publicado na *Folha de*

São Paulo de 18/10/2008, chegou o momento de elevar os gastos públicos, deixando de lado “as preocupações quanto ao déficit público”. Mesmo o FMI mudou de posição, como se depreende das declarações do seu presidente, Robert Zoellick, durante o Encontro do G-20, no dia 8 de dezembro de 2008, quando defendeu abertamente as políticas de gasto público. Posições que representam também um revés para a política monetária centrada quase exclusivamente no manejo das taxas de juros.

Não sem razão, o historiador Tony Judt (*Folha de São Paulo*, 2/03/2009), afirmaria que “[a] crise atual causou nos EUA uma brutal perda da fé no que até há pouco tempo atrás eram clichês inabaláveis sobre as virtudes do livre mercado”, para concluir que “[n]os próximos anos o setor privado será menos admirado e respeitado do que nas últimas décadas. Já o papel da autoridade pública na gestão dos assuntos econômicos vai aumentar pela primeira vez desde os anos 60”.¹¹ Para os agentes do capital financeiro, trata-se de derrocada aparentemente definitiva, como, aliás, transparece das palavras de Bernie Sucher, diretor das operações do *Merrill Lynch* em Moscou, ao afirmar que “[n]osso mundo ruiu – e eu não sei o que vai substituí-lo” (*Valor*, 13-15/03/2009).

A crise confirma, assim, as posições teóricas de Arrighi, Chesnay e de outros marxistas, discutidas na seção 4, em oposição aos economistas neoclássicos e a outros agentes econômicos que apostavam no “fim da História”, com a dominância do capital financeiro, de que uma nova crise global, de grandes proporções, era inexorável, dadas as próprias contradições e a instabilidade inerente ao sistema. A partir das colocações desses autores, esperava-se que, mais cedo ou mais tarde, tornar-se-iam inevitáveis crises de grandes proporções, através das quais ocorreria o ajustamento da esfera financeira à produtiva, com a conseqüente destruição do capital excedente, abalando, ainda que parcialmente, o capitalismo financeiro.

Com a crise internacional do *subprime*, resolve-se negativamente, por outro lado, o **paradoxo de Minsky**, que consiste na contradição entre sua tese de que a economia capitalista é inerentemente instável em razão da crescente fragilidade financeira gerada endogenamente e seu argumento de que, graças às intervenções do Banco Central e do gasto público deficitário, crises da magnitude da Grande Depressão *cannot happen again* (não pode acontecer de novo).¹² Nas palavras de Pollin e Dymsky (1994, p. 369),

Minsky sustenta que as políticas de intervenção servem para validar a frágil estrutura financeira existente: os problemas que emergem da estrutura existente são deixados de lado e chegam até a se aprofundar. Dessa forma, é perfeitamente racional que um participante do mercado prossiga com práticas arriscadas mesmo quando o nível de fragilidade financeira se eleva. Assim é porque, através dos gastos públicos deficitários e das intervenções por parte do *lender-of-last-resort*, os custos potenciais associados com práticas financeiras arriscadas

¹¹ Referindo-se aos Estados Unidos, a Profa. Maria da Conceição Tavares declarou que “[o] Deus mercado virou diabo na terra do gelo” (*Folha de São Paulo*, 25/09/2008).

¹² Veja-se Minsky (1982), particularmente os capítulos 1,2, 4,5 e 6.

são, em grande medida, socializadas – o governo e não as firmas privadas absorvem os custos. (...). Como resultado, a efetividade das políticas de prevenção das depressões deteriora-se com o tempo: de forma crescente, a política econômica do governo é utilizada para evitar a depressão, mas essa mesma política econômica amplia ainda mais a fragilidade e, então, aumenta os custos das intervenções futuras. Intervenções maiores e mais frequentes se tornam necessárias para evitar as crises deflacionárias e as depressões: o custo das políticas intervencionistas aumenta enquanto os seus benefícios diminuem

Mas sabe-se que, para avançar em outra direção, que o momento requer, é longo o caminho que se deve percorrer para desmontar a estrutura de favorecimento do capital financeiro, até porque, à exceção do presidente Barack Obama, as lideranças dos países capitalistas avançados, emergentes e subdesenvolvidos, se encontram, de uma maneira geral, comprometidas com os seus interesses, assim como os *staffs* governamentais. Não sem motivo, a política anticrise implementada até o momento privilegiou os instrumentos monetários e o resgate do sistema financeiro, pouca atenção dando à área fiscal, em particular no que diz respeito ao gasto público, e resistindo às propostas de estatização, mesmo do “derretido” sistema bancário.

Mas o fato é que, mesmo sejam vencidas as resistências políticas a um novo *New Deal*, ainda assim não há nenhuma certeza se as intervenções do *big government* e do *lender-of-last-resort* serão suficientes para evitar a crise, ou seja, se *it is going to happen again*. Mais do que isso, resta saber se as políticas keynesianas serão suficientes para salvar o sistema e retirá-lo, e em que prazo e a que custos, dessa situação. Finalmente, será necessário precisar em que medida os interesses privados terão de ser sacrificados para que isso se torne possível.

Apesar dessas resistências, a crise tem sua própria lógica e já forçou o Reino Unido e, depois, os EUA, a adotarem o tipo de intervenção utilizado pelos países escandinavos (Suécia, Noruega e Finlândia), no início da década de 1990, que estatizaram os bancos, em vez de apenas de injetarem liquidez e adquirirem “ativos tóxicos”. Mas, ao contrário da mera aquisição de ativos, a estatização liquida com os acionistas, representando, em grande medida, uma política “antimercado”, em que a socialização das perdas, além de ocorrer em escala bem menor, não preserva a sacrossanta propriedade privada, o que, no entanto, não tem impedido seu avanço.

É preciso ter clareza que a discussão da estatização dos grandes bancos dos EUA ocorre depois de o mercado interbancário norte-americano ter sido virtualmente estatizado, por efeito das garantias dadas pelo *Fed* aos títulos nele negociados. Ademais, apesar de os grandes bancos norte-americanos estarem captando recursos por meio de títulos de emissão própria, esses contam com a garantia do Tesouro, num montante que, até inícios de janeiro deste ano, chegou a US\$ 168 bilhões. Dado o contexto de falta de confiança generalizada, a ausência dessa garantia governamental significaria morte certa, pela efetiva incapacidade das instituições financeiras, mesmo as de grande porte, como o *Citibank* e o *Bank of America*, de captarem recursos por conta própria.

Não se restringe, contudo, este processo de estatização, à área financeira, até porque, para enfrentar a crise atual, o setor público vem socorrendo diretamente também grandes empresas para evitar sua falência, como no caso da *General Motors* (GM) e da *Chrysler*. E é que se coloca o xis da questão: se o quadro se agravar ainda mais é possível que se ampliem as intervenções em empresas não financeiras, o que pode levar à estatização parcial e, eventualmente, total de algumas delas, numa reversão sintomática da tendência inaugurada pela dupla Thatcher-Reagan.

Em outras palavras, para evitar que a economia caminhe para a depressão, os princípios mais fundamentais do capitalismo, na era globalizada financeiramente, estão sendo gradativamente postos de lado: além da necessária queima de parte considerável da riqueza financeira que se multiplicou exageradamente, descolando-se da riqueza real, para re-equilibrar e regenerar as forças do sistema e abrir o caminho da recuperação econômica, o Estado está novamente sendo compelido a assumir o comando de várias empresas produtivas e instituições financeiras. Se vai ser bem sucedido, mudando, ainda que por algum tempo, as regras e alicerces que sustentam o edifício e a liberdade do capital, mesmo enfrentando fortes resistências, é outra história que somente os desdobramentos da crise atual permitirão contar. Como parte integrante deste sistema, também o Brasil continuará sofrendo todos os efeitos destes ajustes e tensões e, antes que ele se resolva, dificilmente retornará aos trilhos da prosperidade que marcaram o período de 2007/2008.

Referências Bibliográficas

- AGARWAL, Sumit; HO, Calvin T. “Comparing the prime and subprime mortgage markets”. *Chicago Fed Letter*, v. 241, ago. 2007.
- ARESTIS, Philip. “Post-keynesian economics: towards coherence”. *Cambridge Journal of Economics*, v. 20, p. 111-135, 1996.
- ARRIGHI, Giovanni. *O Longo Século XX: dinheiro, poder e as origens do nosso tempo*. Rio de Janeiro: Contraponto; São Paulo: Editora Unesp, 1996.
- ASSESSORIA TÉCNICA DA PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. “A crise internacional e possíveis repercussões”. *Comunicado da Presidência*, 16. Brasília: IPEA, jan., 1990;
- BERNER, Richard. “Will the Subprime Meltdown Trigger a Credit Crunch?”. In: Morgan Stanley, Global Economic Forum, 2007. Disponível em <<http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2007/20070212-Mon.html>>. Acesso em 25 set. 2008.
- BOERI, Tito; GUIISO, Luigi. “The subprime crisis: Greenspan’s legacy”. In: FELTON, Andrew; REINHART, Carmen, *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*. London: VoxEU.org Publication, 2008, p. 37-39.

- CANUTO, Otaviano; e LAPLANE, Mariano Francisco. “Especulação e instabilidade na globalização financeira”. *Economia e Sociedade*, v. 5, p. 31-60, dez., 1995.
- CARCANHOLO, Reinaldo & NAKATANI, Paulo. “O capital especulativo parasitário: uma precisão teórica sobre o capital financeiro característico da globalização”. *Ensaio FEE*, v. 20, n.1, pp. 284-304, 1999.
- CHESNAY, François (2008). “El fin de un ciclo. Alcance y rumbo de la crisis financiera”. In: Grupo de Pesquisas Políticas para o Desenvolvimento Humano do Programa de Estudos pós-graduados em Economia Política da Sociedade Brasileira de Economia Política (org.). *Primeiro Dossiê de textos Marxistas sobre a Crise Mundial*. SBEP, p. 14-44.
- _____. (org.) (2004a), *A Finança Mundializada*. São Paulo: Boitempo, 2005, p. 35-67.
- _____. (2004b). “O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos”. In: CHESNAY, 2005, p. 35-67.
- _____. (1996a) *A Mundialização Financeira*. Tradução de Carmem Cristina Cacciaccaro, Luís Leiria, Silvana Foá e Valéria Coelho da Paz. São Paulo: Xamã, 1998.
- _____. (1996b). “Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica”. In: CHESNAY, 1996a, p. 249-293.
- _____. “A globalização financeira e o curso do capitalismo de fim-de-século”. *Economia e Sociedade*, v. 5, p. 1-30, 1995.
- CHESNAY, François; DUMÉNIL, Gerard; LÉVY, Dominique; WALLERSTEIN, Immanuel. *Uma Nova fase do Capitalismo?* São Paulo: Xamã, 2003.
- CINTRA, Marcos Antônio Macedo; e CAGNIN, Rafael Fagundes. “Evolução da estrutura e dinâmica das finanças norte-americanas”. *Econômica*, v. 9, n. 2, p. 296-338, dez. 2007.
- COUTINHO, Luciano; e BELLUZZO, Luiz Gonzaga. ‘Financeirização’ da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. In: FERRARI FILHO, Fernando; e de PAULA, Luiz Fernando (orgs). *Globalização Financeira*. Petrópolis: Vozes, 2004, p. 59-77.
- CROTTY, James. “The Neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and ‘modern’ financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era”. In: EPESTEIN, 2005, p. 77-110.
- DANIELSON, Jon. Blame the models. In: FELTON, Andrew; REINHART, Carmen, *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*. London: VoxEU.org Publication, 2008, p. 13-4.
- DIAMOND, D.; DYBVIIG, P. “Bank runs, deposit insurance, and liquidity”. *Journal of Political Economy*, v. 91, n. 3, p. 135-164, jun. 1983.
- DIMARTINO, Danielle; DUCA, John V. “The rise and fall of subprime mortgages”. *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Letter*, v. 2, n. 11, p. 17, nov. 2007.

- DUTT, Amitava Krishna; e AMADEO, Edward J. *Keynes's Third Alternative?* Aldershot, UK e Brookfield, USA: Edward Elgar, 1990.
- EPESTEIN, Gerald A. (ed.) *Financialization and The World Economy*. Cheltenham, UK, e Northampton, USA: Edward Elgar, 2005a.
- _____. (2005b) "Introduction: Financialization and the world economy". In: EPESTEIN, 2005, p. 3-16.
- EPSTEIN, Gerald A. e JAYADEV, Arjun. "The rise of rentier incomes in OECD countries: Financialization, central bank policy and labor solidarity". In: EPESTEIN, 2005, p. 46-74.
- FISCHER, Stanley. Concluding Comments. In: *FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY, JACKSON HOLE CONFERENCE, MAINTAINING STABILITY IN A CHANGING FINANCIAL SYSTEM*, 2008, Jackson Hole. Kansas: Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 21-23, 2008.
- FOSTER, John Bellamy & MAGDOFF, Fred. "Implosão e estagnação". *Retrato do Brasil*, n. 19. São Paulo: Editora Manifesto, 2009;
- FRIEDMAN, Milton. (1953) "The case of flexible exchange rates". In: *Essays in Positive Economics*. Chicago: Chicago University Press, 1966, p. 157-203.
- GORTON, Gary. The Panic of 2007. In: *FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY, JACKSON HOLE CONFERENCE, MAINTAINING STABILITY IN A CHANGING FINANCIAL SYSTEM*, 2008, Jackson Hole. Kansas: Federal Reserve Bank of Kansas, 2008.
- _____. Banking panics and business cycles. *Oxford Economic Papers*, v. 40, p. 751-781, 1988.
- HILFERDING, Rudolf (1910). *O Capital Financeiro*. Tradução de Reinaldo Mestrinel. São Paulo: Nova Cultural, 1985. Coleção Os Economistas;
- HOENING, Thomas M. Maintaining stability in a changing financial system: Some lessons learned again? *Economic Review. Federal Reserve Bank of Kansas City*, p. 5-16, 1º trim. 2008. Discurso proferido em Sydney, no dia 6 de novembro de 2007, por ocasião do *High Level Meeting on Regulatory Capital and Issues in Financial Stability*.
- KALDOR, Nicholas. "Speculation and economic stability". *Review of Economic Studies*, vol. 7 n. 1, 1939.
- KEYNES, John Maynard (1936). *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Tradução de Rolf Kuntz. São Paulo: Victor Civita, 1983. Coleção Os Economistas;
- KINDLEBERGER, Charles P. (1989). *Manias, Pânico e Crashes*. Uma História das Crises Financeiras. Tradução de Vânia Conde e Viviane Castanho. Porto Alegre: Ortiz/Gazeta Mercantil, 1992. 2ª Edição;
- MARX, Karl. (1867-1893). 2a. edição. *O Capital*. Crítica da Economia Política. Tradução de Reginaldo Sant'Ana. São Paulo, Civilização Brasileira, 1971, 6 vols.

- MIAN, Atif.; SUFI, Amir. The consequences of mortgage credit expansion: Evidence from the 2007 mortgage default crisis. *NBER Working Paper* n. 13936, abr. 2008.
- MINSKY, Hyman P. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- _____. *Can "It" Happen Again?* Armonk: Sharpe, 1982.
- _____. *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press, 1975;
- MISHKIN, F. *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. New York: Harper Collins, 1992.
- MIZEN, Paul. The credit crunch of 2007-2008: A discussion of the background, market reactions, and policy responses. *Federal Reserve bank of St Louis Review*, p. 531-67, out. 2008.
- van den NOORD, Paul. Are house prices nearing a peak? A probit analysis for 17 OECD countries. *OCDE Economics Department Working Paper* n. 488, jun. 2006.
- PERSAUD, Avinash. Why bank risk models failed. In: FELTON, Andrew;
- POLLIN, Robert; e DYMSKI, Gary. "The costs and benefits of financial instability: Big government capitalism and the Minsky paradox". In: dymsky, Gary; e POLLIN, Robert. (eds.). *New Perspectives in Monetary Macroeconomics*. Ann Arbor: The University of Michigan press, 1994.
- OREIRO, José Luís. "Bolhas, incerteza e fragilidade financeira". In: FERRARI FILHO, Fernando; e de PAULA, Luiz Fernando (orgs). *Globalização Financeira*. Petrópolis: Vozes, 2004.
- PHILON, Dominique. "As grandes empresas fragilizadas pela finança". In: CHESNAY, 2004a, p. 133-151;
- ROMO, "Globalización financiera y riesgo sistémico" *Comercio Exterior*, nov. 1997, p. 870-880.
- dos SANTOS, Claudio H. "Notas sobre a crescente (e peculiar) fragilidade financeira do capitalismo norte-americano" *Economia e Sociedade*, v. 13, n. 2, p. 23-49, jul./dez. 2004.
- ROUBINI, Nouriel. "Os horrores da deflação". São Paulo. *Folha de São Paulo*, 04/12/2008;
- SOROS, George. O novo paradigma para os mercados financeiros; a crise atual e o que ela significa. Rio de Janeiro, AGIR, 2008;
- SPAVENTA, Luigi. The subprime crisis and credit risk transfer: something amiss. In: FELTON, Andrew; REINHART, Carmen, *The First Global Financial Crisis of the 21th Century*. London: VoxEU.org Publication, 2008, p. 49-50.
- TAYLOR, John B. Housing construction and monetary policy. In: FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY SYMPOSIUM, HOUSING, HOUSING FINANCE, AND MONETARY POLICY, 2007, Jackson Hole. Kansas: Federal Reserve Bank of Kansas, 2007.
- WYPLOSZ, Charles. "The subprime crisis: observations on the emerging debate. In: FELTON, Andrew; REINHART, Carmen, *The First Global Financial Crisis of the 21th Century*. London: VoxEU.org Publication, 2008, p. 17-19.