

## **UMA ANÁLISE DA CRISE FINANCEIRA AMERICANA E DE SUAS REPERCUSSÕES PARA A ECONOMIA BRASILEIRA**

Partindo de uma abordagem analítica endógena da crise inspirada da noção de *ciclo econômico* de Keynes (1936) assim como dos recentes estudos de Aglietta (2007 e 2008) o objetivo deste artigo é analisar os mecanismos da crise financeira que começou nos Estados Unidos via o mercado de créditos hipotecários assim como os seus efeitos para a economia brasileira. A hipótese fundamental é que a compreensão dos mecanismos da crise necessita considerar as características *estruturais* do regime de crescimento implementado nos Estados Unidos (modo de funcionamento do sistema bancário e financeiro, processo de determinação da demanda, etc) assim como as características *conjunturais* que determinam o uso da política econômica no quadro mais global das transformações da conjuntura internacional. A crise financeira, que se avalia no ângulo do “*ciclo financeiro*”, revela assim as interações entre a dinâmica de endividamento das famílias, a dinâmica do consumo (e da demanda de bens imóveis) e a evolução do preço dos ativos financeiros. Tomando como base este quadro metodológico conclui-se que nas origens da crise reside um problema estrutural fundamental relacionado ao modo de distribuição de renda, ou seja, ao papel relativamente restrito concedido às relações salariais no quadro de um *regime de acumulação financeirizado*. As condições de transmissão da crise americana para a economia brasileira não devem ser subavaliadas. Se o cenário de uma crise sistêmica bancária relacionada a uma insuficiência de liquidez, tal como o apresentou Aglietta (2008), parece pouco provável considerando a estrutura patrimonial dos grandes bancos brasileiros assim como o seu modo de funcionamento, os cenários de uma crise cambial e de uma recessão econômica (e todo o que isso implica em termos sociais) não devem ser ignorados.

**Palavras chaves:** Crises financeiras, ciclo econômico, economia brasileira, economia americana.

## **AN ASSESSEMENT OF THE AMERICAN FINANCIAL CRISIS AND ITS IMPACTS IN BRAZILIAN ECONOMY**

Using the Keynes's (1936) cycle theory and the recent studies of Aglietta (2007 e 2008), this article analyses the American financial crisis and its impacts on the Brazilian economy. The fundamental hypothesis is that to understand this crisis process is important to consider the structural characteristics of the American growth regime (functioning pattern of banking and financial system, the mechanisms determining the effective demand, etc) and the conjectural characteristics which reflect the use of the economy policy in the more global framework describing the international economy transformations. The financial crisis analysed *via* the “*financial cycle*” concept, reveals thus the interdependency between the indebtedness household process, the dynamic of mortgage consumption and demand and the evolution of financial asset price. This analytical framework leads to the conclusion that the origin of financial crisis resides in a structural and fundamental problem attributed to the income distribution or more exactly, to the position relatively restricted conceded to employment and wage labour relations in the *financialized growth regime*. The condition of transmission of the American financial crisis to Brazilian economy should not be underestimated. If the scenario of a banking systemic crisis caused by a insufficiency/shortage of liquidity, as described Aglietta (2008), appears improbable, considering the balance sheet of Brazilian banks and their functioning pattern, the scenarios of exchange rate crisis and economic recession (and all its social effects) should not be neglected.

**Keywords:** Financial crises, economic cycle, growth regime, American economy, Brazilian Economy.

## INTRODUÇÃO

A observação do processo contemporâneo de globalização financeira, mais especificamente, dos sucessivos e repetitivos episódios de fortes instabilidades financeiras no seio da economia mundial, desacredita a tese neoclássica dos “mercados eficientes”. Como já sublinhou Guttman [2008], é particularmente surpreendente constatar a propensão do sistema financeiro<sup>1</sup> a “produzir” ou gerar crises financeiras<sup>2</sup>, as quais são profundamente destabilizadoras, tomando em consideração os seus efeitos reais na economia. Com efeito, os exemplos são numerosos: a crise da dívida dos países em “via de desenvolvimento” durante a década 80 (a qual foi chamada de “década perdida”), a crise mexicana em 1994/1995, a crise asiática de 1998, e os seus efeitos de “contágio no Brasil e na Rússia em 1999, assim como a explosão da “bolha Internet” em 2001 nos Estados Unidos. Mais recentemente, a crise dos mercados hipotecários (cujo epicentro foi os Estados Unidos) tem sido particularmente fulminante ao considerar a sua natureza sistêmica e os seus rápidos efeitos de propagação através do mundo. Ao contrário do que preconizavam, no começo, as instituições internacionais e governamentais, não teve uma “separação” entre os países do sul e os do norte na medida em que todas as economias do mundo têm experimentado, claro com intensidade variada, as consequências da crise americana. Os “efeitos imediatos”<sup>3</sup> da crise dependem das especificadas estruturais próprias a cada país (tais como o tipo da estrutura produtiva e o modo de inserção das economias nacionais no seio do sistema monetário internacional). O Brasil experimentou uma reversão de fluxos de capitais internacionais entre setembro 2008 e novembro 2008: passa-se de um saldo positivo de 5178 milhões de dólares a um saldo negativo de - 9520 milhões de dólares. Esta saída brutal de fluxos de capitais, no período muito curto de dois meses, explica a rápida depreciação da taxa de câmbio em outubro de 2008 (depreciação de 12% em relação ao mês precedente), assim como a redução das reservas

---

<sup>1</sup> O autor usa, mais especificamente, os termos de « *finance-led capitalism* » o qual, na realidade, é sinônimo das noções de “*patrimonial regime*” [Aglietta (1998)], de « *financed led regime growth* » [Boyer (2000)] ou de “*regime de acumulação financeirizado*” [Chesnais (2002)]. A idéia fundamental é que as finanças ocupam um lugar privilegiado no regime de crescimento. Este ponto será tratado mais atentamente em seguida ao caracterizar o regime de crescimento nos Estados Unidos.

<sup>2</sup> Considerando a estrutura dos mercados financeiros, as crises financeiras podem ser definidas como crises que envolvam os diferentes segmentos dos mercados. Assim, é repertoriada uma pluralidade de crises: crise de câmbio, crise bancário, crise gemais (quando as duas primeiras crises acontecem simultaneamente), crise nas bolsas....

<sup>3</sup> Parece-se mais adequado mencionar o termo “efeitos imediatos” pois ainda subsistem-se grandes interrogações em relação à profundidade assim como a natureza dos efeitos reais (em termos de dinâmica da demanda mundial, da produção e do emprego) que produzirá a crise no longo prazo.

internacionais de 8% entre setembro e janeiro de 2009<sup>4</sup> Como então entender estes movimentos erráticos no seio do capitalismo contemporâneo ?

Segundo a teoria neoclássica, os mercados financeiros desenvolvem um papel estabilizador e “auto-regulador”. Esta visão dos mercados é o resultado de dois pressupostos teóricos fundamentais. A primeira hipótese é a da *eficiência informativa*: os mercados financeiros seriam um espaço onde os preços, estabelecidos em qualquer tempo, refletiriam a valor fundamental ou o “valor intrínseco”. Este resultado é possível por meio da concorrência entre os diferentes agentes econômicos supostos racionais e dispondo de toda a informação disponível. A segunda hipótese é a da *eficiência alocativa*: a expansão e o desenvolvimento dos mercados financeiros (na escala planetária) gerariam, via o mecanismo de descolamento da poupança dos países do norte pelos países do sul, uma alocação ótima dos recursos. A partir destes diferentes pressupostos foi elaborada uma visão “exógena” das crises. Estas últimas são consideradas como o corolário de obstáculos impedindo a livre circulação dos capitais (em ocorrência, a regulamentação estática). Neste sentido, as crises ou as “bolhas especulativas” só podem ser consideradas como *eventos transitórios* ou *acidentais*: ou seja, elas constituem as exceções que confirmam a regra. Assim, as recomendações feitas em termos de políticas econômicas, e que se encontram nas agendas das grandes instituições internacionais como o Fundo Monetário Internacional, inscrevem-se principalmente num quadro de um aperfeiçoamento/reforçamento das estruturas dos mercados. Trata-se, mais especificamente (através dos mecanismos de supervisão bancária e de aumento da transparência institucional) de reduzir o “risco moral” e a “tensão financeira” [IMF (2008)]. Por entanto, considerando as evoluções históricas, e mais particularmente, a repetição de episódios de grandes instabilidades no seio do capitalismo internacional, a tese segundo a qual as crises seriam *eventos transitórios* ou *exógenos* se torna insuficiente.

O objetivo deste artigo é analisar os mecanismos da crise financeira americana assim como a suas possíveis repercussões para a economia brasileira. Partindo de uma abordagem endógena [inspirada da noção de ciclo econômico de Keynes (1936) assim como dos recentes estudos de Aglietta (2007 e 2008)], analisa-se a lógica da crise que começou no mercado hipotecário americano. A hipótese fundamental é que a compreensão dos mecanismos de crise necessita considerar as características estruturais do regime de crescimento implementado nos Estados

---

<sup>4</sup> Estes dados provêm do Instituto de Pesquisa e de Economia Aplicada (IPEA).

Unidos (modo de funcionamento do sistema bancário e financeiro, processo de determinação da demanda, etc.) assim com as características conjunturais que determinam o uso da política econômica no quadro mais global das transformações da conjuntura internacional. A crise financeira, que se analisa no ângulo do “ciclo financeiro”, revela as interações entre a dinâmica de endividamento das famílias, a dinâmica do consumo (e da demanda por bens imóveis) e a evolução do preço dos ativos financeiros. Partindo deste quadro metodológico, este artigo articula-se em três partes. Numa primeira parte, analisa-se os mecanismos implícitos da crise financeira americana. Numa segunda parte, estuda-se os possíveis efeitos da crise no seio da economia brasileira através de três grandes “cenários”: o cenário de uma crise bancária, o cenário de uma crise cambial; e o cenário do desaquecimento do crescimento econômico ou de uma recessão econômica. Enfim, uma terceira parte, conclui-se o estudo resumindo os seus principais resultados.

## **1- Uma explicação da crise financeira americana**

Do ponto de vista analítico, a teoria do ciclo econômico apresentada por Keynes (1936) constitui uma referência central para apreender a noção de “ciclo financeiro”. A visão do ciclo de Keynes se contrapõe à dos neoclássicos. Estes últimos, partindo da hipótese de expectativa racional, formulada pela primeira vez por Muth (1961) e depois retomada por Lucas (1973)<sup>5</sup>, consideram o ciclo econômico como uma variação acidental da produção (em relação ao seu nível de equilíbrio), variação que se resolve no longo prazo.

### **1.1 - Da noção do ciclo econômico ....**

Keynes, no quadro da sua teoria geral do emprego, propõe uma definição do ciclo econômico analisando a maneira com a qual o movimento cumulativo ascendente se entrelaça com o movimento cumulativo descendente:

---

<sup>5</sup> John Muth (1961), a través do texto “*Rational Expectations and the Theory of Price Movements*,” foi o primeiro a formular a hipótese das expectativas racionais no quadro de um modelo em equilíbrio parcial com um único mercado. Segundo esta hipótese, os agentes seriam capazes de prever racionalmente e corretamente o movimento dos preços pois eles dispõem do “verdadeiro” modelo para elaborar as expectativas. Em seguida, esta hipótese foi retomada por Robert Lucas (1973), no quadro de um modelo macroeconômico que objetivava estudar, entre outros temas, o papel das expectativas nos efeitos produzidos pela política econômica.

*“Por momento cíclico queremos dizer que, quando o sistema evolui, por exemplo, em direção ascendente, as forças que o impedem para cima adquirem inicialmente impulso e produzem efeitos cumulativos de maneira recíproca, mas perdem gradualmente a sua potência até que, em certo momento, tendem a ser substituídas pelas forças que operam em sentido oposto e que, por sua vez, adquirem também intensidade durante certo tempo e fortalecem-se mutuamente até que, alcançado o máximo desenvolvimento, declinam e cedem lugar às forças contrárias” [Keynes (1988), p-211, Tradução]*

Segundo o autor, a origem destes movimentos reside nas mudanças das expectativas de longo prazo e, mais especificamente, nas variações da eficiência marginal do capital<sup>6</sup>. Com efeito, o abalo da confiança em relação aos rendimentos esperados dos bens de capital permite de entender a lógica do ciclo econômico, ou seja, a passagem do movimento ascendente pelo movimento descendente. Na fase ascendente, o ciclo se caracteriza por um estado otimista das expectativas, o que compensa a tendência ao aumento dos custos de produção e das taxas de juros. A fase descendente do ciclo se produz quando começam a aparecer expectativas pessimistas em relação aos rendimentos esperados dos bens de capital, o que provoca uma queda na sua eficiência marginal, um aumento da preferência pela liquidez e uma redução dos investimentos produtivos. Esta redução nos investimentos produtivos gera uma alta dos produtos não acabados e dos custos de retenção dos estoques acumulados, os quais devem progressivamente diminuir para validar a quebra da produção. Numa primeira etapa, a redução do capital circulante (redução que acompanha o declínio da produção) produz um *desinvestimento* como resultado da alta dos estoques acumulados. Por entanto, quando estes últimos desaparecem, o processo de desinvestimento atinge o seu nível mais elevado e, por consequência, situa-se no ponto mais baixo do ciclo. Então, a supressão progressiva dos estoques acumulados representa um “investimento negativo” que afeta o nível do emprego. Nesta análise, as expectativas elaboradas pelos agentes econômicos (ou seja, o estado de previsão atual relativo aos rendimentos futuros dos bens de capitais) são determinadas por fatores “mutantes” e “incertos”. As expectativas evoluem assim numa base extremamente precária pois elas são sujeitas às variações bruscas e imprevisíveis<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Cabe-se lembrar que na análise keynesiana, a eficiência marginal do capital reflete a relação entre a renda esperada de um bem de capital e seu preço de oferta ou de produção.

<sup>7</sup> Na sua análise, Keynes (1936) estabelece uma distinção entre as expectativas de curto prazo e as expectativas de longo prazo: « Estas expectativas, das quais dependem as decisões da atividade econômica dividem-se em dois grupos [...] O primeiro tipo relaciona-se com o preço que um fabricante pode esperar obter pela sua produção acabada, no momento em que se compromete a iniciar o processo que o produzirá [...]. O segundo refere-se ao que o empresário pode esperar ganhar sob a forma de rendimentos futuros, no caso de comprar (ou

## 1.2 ...à noção do ciclo financeiro

A análise keynesiana, ao sublinhar o papel das expectativas, constitui uma referência central para apreender os mecanismos do ciclo econômico. Transpondo esta análise no mercado financeiro e dos títulos, pode-se definir o conceito de “ciclo financeiro” como o conjunto dos mecanismos que explicam a trajetória crescente do preço dos ativos financeiros (movimento cumulativo ascendente) e a trajetória decrescente do preço dos ativos financeiros (movimento cumulativo descendente). Estes movimentos constituem processos endógenos ao sistema na medida em que eles se inscrevem na lógica e no funcionamento do próprio regime de crescimento. Analisemos agora as principais características do regime de acumulação implementado nos Estados Unidos.

## 1.3 Especificidade do regime de crescimento nos Estados Unidos: a hipótese de um regime de acumulação financeirizado.

Pode-se definir um regime de acumulação como “*o conjunto das regularidades garantindo uma progressão geral e relativamente coerente da acumulação do capital, ou seja, permitindo de superar ou de estender através do tempo as distorções e desequilíbrios que nascem em permanência do próprio processo*” [Boyer (1987)], tradução da autora].

As formas institucionais (o regime monetário, as relações salariais, a relação do Estado com a sociedade, o regime de concorrência e o modo de inserção internacional) definem o modo de desenvolvimento ou de regulação da economia e, conseqüentemente, elas caracterizam a natureza do regime de acumulação. Esta visão institucionalista *ou regulacionista* pode ser utilizada para apreender as especificidades do regime de crescimento americano. A hipótese fundamental, já sublinhada pelos números autores [Aglietta (1998), Boyer (2000) e Chesnais (2002)], é que se trata de um regime de acumulação financeirizado, ou seja, um regime de crescimento onde as finanças ocupam um lugar privilegiado ao ponto de ser consideradas como uma forma institucional “dominante<sup>8</sup>.” A viabilidade de um regime de crescimento

---

*talvez manufaturar) produtos ‘acabados’ para os adicionar a seu equipamento. Chamaremos às primeiras expectativas a curto prazo e às segundas expectativas a longo prazo ” [Keynes (1988), tradução, p-46]. É justamente esta última categoria de antecipação que é sujeita a uma incerteza radical.*

<sup>8</sup>Robert Boyer vai mesmo utilizar o termo de “hierarquicamente superiora”. Neste sentido, uma forma institucional será dita “hierarquicamente superiora” em relação a uma outra si a sua evolução implica uma transformação desta forma na sua configuração e na sua lógica [Boyer (1998), p-27]. Este regime de crescimento financiarizado é considerado como o sucessor do regime de crescimento fordista. Cabe-se lembrar, que a

depende da solidez o da legitimidade dos seus compromissos sociais e políticos fundadores assim como da sua “coerência sistêmica” (no sentido de regularidades macroeconômicas). Partindo da hipótese<sup>9</sup> segunda a qual as finanças ocupam um papel central na dinâmica do regime de crescimento, apresenta-se o Fluxograma 1 relativo ao regime de crescimento financeirizado americano (referir-se à página 16).

Esta esquematização sublinha o processo histórico de emergência da nova norma financeira exigida pelos grandes investidores institucionais : a “*Shareholder value*” (ponto D) e do novo modo o funcionamento das empresas, a “*Corporate governance* “. Esta norma (que reflete em realidade a consolidação do *poder dos acionistas*) determina o nível da taxa de lucro ou as exigências de rentabilidade no seio da empresa. Boyer (2001) define esta norma de “compromisso institucionalizado”. Esta idéia de “compromisso”, entendida como política econômica deliberada integrando os interesses e as preocupações de todos os atores sociais e econômicos, é, por entanto, questionável como já demonstrou Chesnais (2002, p-17/21). Esta norma financeira é o resultado de mudanças estruturais fundamentais que caracterizam as transformações de natureza econômica, política e ideológica no seio do capitalismo contemporâneo (ponto A). Estas transformações estruturais são, mais especificamente, a consolidação do poder dos mercados financeiros<sup>10</sup> (ponto B) e a adoção de um novo regime de política econômica articulado em torno dos preceitos neoliberais (ponto C). De um ponto de visto mais global, a norma financeira do valor do acionista condiciona e determina o modo de regulação de toda a economia. Com efeito, ela gera, de um lado, um processo de reorganização da produção como mostram as estratégias de fusões e aquisições das empresas (empreendidas para assimilar as novas tecnologias e, assim afrontar a concorrência internacional) e de outro lado, ela gera um processo de transformação das relações salariais a partir da sua flexibilização e da precarização do mercado de trabalho (ponto E). Esta norma

---

estabilidade deste último regime estava baseada no compromisso capital/trabalho, o qual determinava as condições de inserção econômica e política do assalariado. Inserção política via o sufrágio universal assim como o estabelecimento do regime democrático. Inserção econômica por meio do mecanismo de repercussão das altas de produtividade nos salários, o qual permitia a extensão da produção e da demanda de bens numa grande escada. Do ponto do visto dos mecanismos institucionais, o regime fordista “[...] foi construído com base na *Pax Americana*, na aceitação dos métodos modernos de produção, numa concorrência bem temperada, numa pura moeda de crédito bem controlada e num Estado deliberadamente intervencionista ” [Boyer, (1998), p-9].

<sup>9</sup> Esta hipótese se verifica amplamente quando se adota uma abordagem histórica que retraça o processo de emergência e de multiplicação das atividades financeiras nas estratégias do conjunto dos agentes econômicos assim como as mudanças de natureza política e ideológica que contribuíram à adoção das políticas neoliberais de liberalização dos mercados.

<sup>10</sup> Segundo Chesnais (2006, p-67), as finanças designam o conjunto das instituições especializadas na centralização do dinheiro “inativo” em busca de alocação em formas de empréstimos ou de títulos. São, mais especificamente, os fundos de pensão ou *Mutual Funds*, as grandes sociedades de seguro assim como as grandes instituições bancárias. O poder social e econômico destes atores reside no feito que eles controlam a liquidez (via os mercados de títulos) e que eles condicionam o processo de acumulação do capital produtivo.

favorece também uma mudança considerável nas relações Estado/economia (via a fixação de uma restrição orçamentária (ponto F), mudança na gestão da política monetária articulada em torno da estabilização monetária e do controle inflacionário (ponto G) assim como na modificação/privatização do sistema de aposentadoria (ponto H). Estas mudanças institucionais revelam, por outro lado, as mutações drásticas no comportamento financeiro dos agentes econômicos (famílias, empresas e bancos). Com efeito, os compromissos e ativos financeiros (endividamento, aplicações financeiras, ações) tomam uma posição cada vez mais importante no seu balanço patrimonial. No fluxograma 2 (referir-se a página 17) detalhamos a dinâmica macroeconômica deste regime de crescimento.

Este fluxograma 2 mostra que a consolidação do poder dos acionistas gera um duplo efeito contraditório na dinâmica do consumo e, por este meio, na dinâmica da demanda agregada. Por um lado, ele favorece uma mudança na estrutura de remuneração dos assalariados através do processo de coletivização da poupança (ponto A). Com efeito, o consumo das famílias depende do componente salarial  $\frac{W}{P}$  (que é na realidade o componente “tradicional”) mais ele depende também de um fator financeiro  $W$  que pode-se qualificar de *efeito riqueza*, de tal modo que escreve-se:  $C = \alpha \frac{W}{P} + \beta W$ .  $\frac{W}{P}$  representa o salário real,  $\alpha$  e  $\beta$  representam respectivamente as elasticidades do consumo em relação ao salário real e em relação ao *efeito riqueza*. Na fase ascendente do ciclo (fase de valorização do preço dos ativos financeiros) a remuneração dos assalariados cresce em função da intensidade do efeito riqueza  $W$ . Além disso, cabe sublinhar que no quadro deste regime de crescimento financiarizado os salários reais tendem a depreciar-se por causa do peso que exercita o constrangimento financeiro na gestão da empresa. Os salários se tornam assim uma “variável de ajuste” (ponto B) no momento em que as exigências de rentabilidade financeira se revelam muito elevadas em relação ao potencial real de lucratividade da empresa (ou seja em relação aos lucros operacionais que ela realiza efetivamente). Assim uma maneira de conformar-se aos objetivos de rentabilidade é gerar uma flexibilidade dos salários e dos empregos. As tabelas 1 e 2 ilustram bem esta idéia:



Tabela 1 : Remuneração horária real dos salários e salário horário real dos operários e empregados (em % anual média)

	1997-2001	2001-2005
Remuneração horária real dos salários	4,2	2,0
Salário horário real dos operários e empregados	2,0	0,4

Fonte: Aglietta (2007), *“Désordre dans le capitalisme mondial”*, p-54.

Tabela 2 Produtividade do trabalho, custo salarial real no setor das empresas (em % anual média)

Estados Unidos	1999/1996	1997/2000	2001/2002	2003	2004	2005
Produtividade do trabalho	1;1	2,4	2,1	2,9	<b>3,4</b>	2,1
Custo salarial unitário real	-0,9	1,2	- 1,2	-1,3	<b>-1,4</b>	0,6

Fonte: Aglietta (2007), *“Désordre dans le capitalisme mondial”*, p-53

Efetivamente, a tabela 1 mostra que durante os períodos 1997/2001 e 2001/2005 a taxa de crescimento média de remuneração dos assalariados passou de 4,2% a 2% enquanto o salário real dos operários e empregados passou de 2% a 0,4%. A diminuição da participação dos salários no valor agregado constitui assim uma característica marcante deste regime de acumulação. A tabela 2 ilustra o processo de desconexão dos salários em relação à produtividade do trabalho: em 2004, por exemplo, a produtividade do trabalho cresce de 3,4% enquanto o custo salarial unitário declina em -1,4%. Esta compressão dos salários reais (tabela 2) e a distribuição de renda desigual (tabela 1) limitam o potencial de crescimento econômico, o qual se revela insuficiente para garantir os objetivos de lucro empresarial. Assim, o endividamento das famílias (ponto C) se torna um mecanismo institucional fundamental na medida em que ele permite de superar ou contornar (pelos menos provisoriamente) o fraco dinamismo do consumo e da demanda agregada relacionado a uma estrutura de renda desigual.

#### 1.4 Aplicação da teoria do ciclo financeiro ao caso americano

O conceito de ciclo financeiro, já apresentado, pode ser utilizado para analisar as origens da crise financeira que começou nos Estados Unidos a partir do desabamento do mercado de crédito hipotecário. Mais especificamente, cabe estudar, de um lado, os mecanismos que causam o “movimento ascendente” (crescimento económico sustentado pela “inflação” do preço dos ativos), e, por outro lado, o mecanismo que causam o “movimento descendente”, o

qual marca uma reversão das tendências via a “desinflação” do preço dos activos e a precipitação da recessão económica. O movimento cíclico pode ser apreendido, como já assinalou Aglietta (2008, p-13), através de uma análise explicitando as interações entre a dinâmica de endividamento das famílias, a dinâmica da demanda efetiva e do preço dos ativos pelos bens imóveis. Mais especificamente, este movimento cíclico deve ser estudado tomando em consideração as características estruturais do regime de crescimento americano (modo de funcionamento do sistema bancário e financeiro em particular), a natureza da política económica implementada pelas instituições monetárias assim como as transformações que ocorreram no quadro da economia mundial. Este quadro analítico permite entender as origens do processo de endividamento (interno e externo) que experimentou a economia americana assim como o papel “acelerador” exercido pela dívida.

#### **1.4.1- Do movimento ascendente do ciclo.....**

##### **a) Os mecanismos estruturais e conjunturais que causaram o endividamento das famílias.**

Como já foi sublinhado, o regime de acumulação financiarizado americano precisava, para atingir um nível de crescimento acelerado, que seja implementado ou “institucionalizado” um mecanismo de endividamento crescente das famílias. Este objetivo pode ser realizado graças a um modo de funcionamento particular do sistema bancário nomeado “*originate and distribute*”. Com efeito, dois grandes fatores estruturais facilitaram o aumento do volume de crédito. Primeiro, a criação e o desenvolvimento de novos produtos financeiros aplicados ao crédito tais como o “*Credit default swap*”. Esta operação financeira consiste em uma troca entre um vendedor de proteção (os fundos de pensões; as empresas de seguro) e um comprador de proteção (os bancos). Depois de ter recebido uma remuneração chamada “prêmio de risco”, os investidores institucionais cobrem ou “compram” o risco de crédito de um banco (que é em decorrência a “vendedora” do risco). De modo geral, os fundos de pensões aceitam cobrir o risco quando os créditos são bem notados pelas agências de risco (a nota máxima sendo o triplo A). Mas na realidade, o sistema é um pouco mais complexo que isso pois ele integra ao mesmo tempo um mecanismo de venda/revenda de créditos e um mecanismo de transferência do risco de crédito. Com efeito, numa primeira etapa, os bancos regionais (muitas vezes via diferentes mediadores como os corretores o *Brokers*) vendem créditos hipotecários às famílias<sup>11</sup>. Numa segunda etapa, os bancos regionais revendam os

---

<sup>11</sup> Esta venda de créditos às famílias é tanto mais facilitada que a política monetária expansionista da Reserva Federal (FED) favorece uma diminuição substancial do custo real do crédito. O conjunto destes elementos

créditos aos bancos de negócios (um banco de investimento, por exemplo), os quais vão depois transferir o risco dos créditos comprados aos grandes investidores institucionais. Portanto, este processo de transferência de risco se realiza também em diferentes fases: fase de constituição de “pools” ou lotes de créditos (o banco reúne os créditos em gama de 1000 ou 2000 por exemplo), fase de hierarquização dos lotes de créditos e de constituição de “fatias” de créditos com a colaboração das agências de rating (as fatias superiores”, sendo consideradas como os créditos mais seguros, obtêm a melhor nota), e enfim a fase de transferência do risco ou de compra de proteções aos investidores institucionais.

A sofisticação desta arquitetura financeira, via processo de transferência do risco, estimulam os bancos a multiplicar a oferta de créditos sem preocupar-se com os requerimentos de capital necessários para garantir estes créditos. O segundo fator que favoreceu o crescimento do volume de crédito é relacionado à adoção pelo sistema bancário de novas normas contábeis de avaliação do risco. Passa-se de um “*modo dinâmico*” de atribuição do risco (baseado numa análise rigorosa dos cadastros individuais) a um “*modo estatístico*” de atribuição do risco (realizado a partir de um modelo de risco construído com base no princípio do Valor em Risco, “*Value at risk*”). Segundo Aglietta (2008), este modelo, que contribui a privilegiar o volume de créditos a sua qualidade, é dobramento perverso, exceto a lhe impor algumas regras:

« [...] *Ele é perverso, pois quem oferta um crédito sabendo que ele vai transferir o risco, ou mesmo revender o crédito, não têm nenhuma razão para bem avaliar este crédito na medida em que isso é uma operação custosa ! Ele é perverso porque, baseando-se a sua avaliação do risco num modelo estatístico, o banqueiro deixa de estudar os cadastros individuais de pedido de empréstimo. De tudo isso resulta uma degradação do processo de avaliação do crédito que vai contribuir para aumentar a quantidade dos créditos ofertados*” [M. Aglietta (2009), p-27]

Enfim, o terceiro fator, este de natureza conjuntural, que favoreceu o aumento do volume dos créditos bancários foi a nova política monetária implementada pela Reserva Federal entre 2001 e 2004. Com efeito, depois a crise nas bolsas em 2001, o governo americano decidiu adotar uma política monetária expansionista no objetivo de restabelecer a economia e ajudar as empresas (que tinham-se endividado consideravelmente durante a fase de valorização da bolsa) a se desendividar. Tomando em consideração a evolução dos preços, a redução drástica

---

explica a facilidade com a qual uma parcela significativa da população americana (população de baixas rendas principalmente) pode acessar de modo maciço ao sistema de crédito.

das taxas de juros nominais<sup>12</sup> gerou taxas de juros reais negativas que diminuiu substancialmente o custo da moeda no mercado de crédito.

### **b) Os efeitos macroeconômicos do endividamento das famílias**

Tabela 3: Indicadores do balanço patrimonial das famílias (em %)

Estados-Unidos	1986/89	1990/92	1993/96	1997/98	1999/00	2001/02	2003/04
Taxa de financeirização <sup>1</sup>	61,1	63,0	65,8	69,0	<b>69,2</b>	63,4	63,2
Participação das ações nos ativos financeiros	15,6	18,5	23,8	32,8	35,4	27,9	27,7
Taxa de endividamento <sup>2</sup>	<b>14,5</b>	15,0	15,7	14,4	14,5	17,3	<b>18,0</b>
Participação dos empréstimos hipotecários na dívida	65,1	69,8	68,9	67,0	67,8	69,0	<b>71,2</b>

Fonte: M. Aglietta (2007), *“Désordre dans le capitalisme mondial”*, p-62.

1. Taxa de financeirização = Ativos financeiros/ (Ativos financeiros + Ativos reais)

2. Taxa de endividamento = Compromissos totais/ Ativos totais

A tabela 3 mostra a evolução da estrutura patrimonial do balanço das famílias nos Estados Unidos entre 1986 e 2002. Ressalta-se desta análise que a taxa de financiarização das famílias (participação dos ativos financeiros nos ativos totais, os quais são a soma entre os ativos financeiros e os ativos reais) foi particularmente elevada durante o período 1999/2000 (período anterior à explosão da crise nas bolsas) pois ele atinge o valor de 69,2%. Por outro lado, observa-se que a taxa de endividamento (relação entre compromissos totais e ativos totais) continuou aumentando durante os períodos estudados, atingindo o valor de 18% durante o período 2003/2004 contra 14,5% durante o período 1986/1989. Nota-se, por outro lado, que a participação dos empréstimos hipotecários na dívida das famílias é substancial pois ela supera o nível de 70% durante o período 2002/2003. Esta aceleração do endividamento das famílias explica o forte dinamismo do consumo (em particular o dos imóveis no mercado

<sup>12</sup> As taxas nominais dos empréstimos bancários eram inferiores a 2% entre novembro de 2001 e setembro de 2004.

hipotecário). Em seguida, a forte expansão dos bens de consumo puxou a demanda agregada, o que valorizou os lucros e alimentou o preço dos ativos financeiros. Nesta fase ascendente do ciclo (entre fevereiro 2003 e outubro 2007), a bolsa de valor de New York, o Dow Jones, não parou de aumentar passando de 7705 a 13 920 pontos<sup>13</sup>.

É importante notar que esta fase de valorização nas bolsas, e mais particularmente no preço de imóveis<sup>14</sup>, se explica também pelo contexto econômico e financeiro mundial. Este contexto se caracteriza por uma forte aceleração das reservas cambiais dos países emergentes asiáticos (os quais são produtores de bens de consumo) e dos países produtores de petróleo e de matérias primas em geral. O excedente de liquidez internacional, ao se converter<sup>15</sup> em empréstimos do tesouro americano no mercado de obrigações, contribuiu a alimentar a alta do preço dos imóveis via o aumento da sua demanda. Assim, na fase ascendente do ciclo, o crescimento econômico é puxado pelo endividamento das famílias e a valorização do preço dos ativos financeiros. A taxa de crescimento do produto interno bruto (PIB) passa de 0,4% o primeiro trimestre de 2002 para 2% o primeiro trimestre de 2003 para atingir o valor máximo de 4,8% o segundo trimestre de 2004. A taxa de crescimento real da economia fica acima de 3% até o quarto trimestre de 2006, data a partir da qual começa uma nova fase de desaquecimento do dinamismo econômico.

#### **1-4-2 ...ao movimento descente do ciclo**

O forte dinamismo do consumo (considerando o potencial de produção da economia) e a aceleração do endividamento externo (via a entrada maciça de fluxos de capitais internacionais)<sup>16</sup> causaram um déficit estrutural da conta corrente nos Estados Unidos<sup>17</sup>.

---

<sup>13</sup> Fonte: IPEA

<sup>14</sup> Cabe-se notar que a fase de valorização do preço de bens imóveis se produz num intervalo de tempo relativamente mais curto englobando o período 2003/ outono 2006.

<sup>15</sup> Esta conversão podia realizar-se uma vez que os países exportadores e detentores de divisas consideraram que as alocações nos Estados Unidos eram operações seguras tomando em consideração a rápida fase de expansão econômica que experimentava esta economia naquela época.

<sup>16</sup> Segundo os dados de IPEA, entre 2003 e 2005, as compras de ativos americanos pelos estrangeiros aumentam de 40% passando de 865 bilhões de dólares a 1212 bilhões de dólares.

Tabela 4: Balanço de pagamentos dos Estados Unidos, 2003/2005 (em bilhões de dólares)

	2003	2004	2005
Balanço da conta corrente	<b>-528</b>	-665	<b>-792</b>
Balanço financeiro	528	665	792
Compra de ativos financeiros pelos Estados Unidos:	-326	-868	-427
Reservas	2	3	14
Investimentos diretos	-150	-244	-9
Investimentos em portfólio	-147	-147	-180
Empréstimos bancários	-13	-362	-213
Outros	-18	-118	-39
Compra de ativos americanos pelos estrangeiros	865	1450	1212
Reservas dos bancos centrais	278	388	199
Investimentos diretos	64	133	110
Investimentos em portfólio	312	484	674
Empréstimos bancários	97	337	180
Outros	113	108	50
Conta de capital e erro estatístico	-11	83	06

Fonte: Anton Brender e Florence Pisani (2007), "*Les déséquilibres financiers internationaux*", p-84

\* Incluindo a conta de capital e os erros estatísticos

Esta tabela mostra que o déficit da conta corrente aumenta de 50% entre 2003 e 2005. Os mecanismos de “desequilíbrios” que vão depois gerar a reversão do ciclo já começaram a aparecer a partir de 2004, num contexto de aceleração de inflação, quando a autoridade monetária decidiu de mudar a orientação da sua política monetária. Entre 2004 e 2006, as taxas de juros de curto prazo passam de 1% a 5,35%. Portanto, os efeitos sobre as taxas de juros de longo prazo só se produzirão alguns meses depois. Esta “curva invertida” das taxas de juros (as taxas de juros de longo prazo sendo inferiores às de juros de curto prazo) contribuirá para alimentar a alta do endividamento interno assim como a valorização do preço de ativos financeiros durante a fase ascendente do ciclo. Mas, uma vez chegado a um certo ponto (quando as taxas de juros de longo prazo começam a aumentar), aparecerão progressivamente “*as forças que operam em sentido contrário*” já mencionadas por Keynes para definir a fase descendente. Em seguida, o aumento das taxas de juros vai gerar um encarecimento drástico do custo de crédito assim como uma alta vertiginosa do endividamento das famílias. No momento em que a probabilidade dos créditos podres aumenta e chega a um certo nível (julgado crítico segundo a avaliação dos mercados financeiros), as agências de *rating* vão reconsiderar o sistema de classificação atribuindo notas inferiores aos créditos concedidos pelos bancos. Em seguida, a perda de confiança se

<sup>17</sup> Este déficit estrutural da conta corrente define-se, de um ponto de vista macroeconômico, como a diferença entre a taxa de investimento e a taxa de poupança global, ou seja:  $I-S = M\$ - X\$ + iDt\$$ . M\$ e X\$ sendo respectivamente as importações e as exportações expressadas em dólares, e iDt os juros pagos sobre a dívida externa americana.

generaliza ao conjunto dos agentes, incluindo os grandes investidores institucionais. O preço dos ativos financeiros começa a sua trajetória descendente: de um lado, pelo feito que a demanda de imóveis é “endogenamente” limitada (considerando o nível já elevado do endividamento das famílias de baixas rendas); e por outro lado, pelo feito que os fluxos de capitais param e deixam assim de alimentar a demanda dos ativos por este tipo de bem. A crise financeira que atingiu o mercado de crédito imobiliário, vai, em seguida, se generalizar a todos os mercados de créditos da economia. Este processo de contágio se produz porque, por um lado, o conjunto dos créditos era garantido no valor dos imóveis (valor que depois se depreciou) e, por outro lado, os créditos eram interligados no seio do sistema de lotes ou “fatias” que diferencia o grau de risco. Assim, os produtos podres podiam “contaminar” o conjunto dos produtos e gerar uma queda generalizada. O ciclo financeiro descrevendo o mecanismo da crise financeira que se iniciou no mercado dos bens hipotecários pode ser ilustrado através da fluxograma 3 (referir-se à pagina 18).

### **1- Análise dos efeitos de transmissão da crise financeira internacional para a economia brasileira**

Os efeitos da crise financeira internacional sobre a economia brasileira serão analisados através de três grandes cenários: o cenário da crise bancária (ponto A), o cenário da crise de cambio (ponto B) e o cenário de uma recessão ou desaceleramento do crescimento econômico (ponto C). Estes três mecanismos podem ser resumidos através do fluxograma 4 (referir-se à pagina 19)

#### **2.1 Cenário de uma crise bancária**

Em conformidade com Aglietta (2008,p-46), os mecanismos de uma crise financeira de natureza sistêmica aparece desde o momento em que existe uma insuficiência de liquidez no mercado monetário internacional. Este último é um mercado planetário no qual números bancos originando de diversos lugares geográficos se interconectam. Neste mercado, por exemplo, muitos bancos dos países emergentes encontram uma fonte de financiamento através do meio indireto (os empréstimos concedidos pelos bancos ocidentais) o do meio direto (via a emissão de títulos de curto prazo ou papéis comerciais). Assim, o mercado monetário internacional, alimentado pelo dinheiro “da globalização financeira”, é um canal central de difusão da liquidez bancária. Quando ele para de funcionar (por causa da insuficiência de liquidez agravada com o aumento brutal dos créditos podres dos grandes bancos e instituições financeiras), a crise pode se tornar sistêmica e atingir as redes bancárias

do mundo inteiro (ponto A). Isso se produziu em setembro 2008, com a falência de números bancos americanos e europeus<sup>18</sup>.

Uma questão central pode ser posta: como explicar então que o Brasil não experimentou este cenário de crise bancária sistêmica via o processo de insuficiência de liquidez relacionada à redução das linhas de créditos internacionais e ao aumento das taxas de juros interbancárias? Esta questão é tão mais pertinente ao consideração feita que vários países emergentes ou em via de desenvolvimento (incluindo na América Latina) já estão em grande dificuldade do ponto do vista da solidez do sistema bancário. No Brasil, ao contrário, as estatísticas mostram o relativo bom desempenho financeiro dos grandes bancos brasileiros<sup>19</sup>. Como ressaltou Bruno (2008), a análise dos possíveis efeitos de transmissão da crise americana para a economia brasileira necessita considerar as especificidades de cada país, e para o caso que nos interessa aqui, o Brasil. Então, partindo desta abordagem metodológica, tenta-se responder a esta questão.

Do ponto do vista histórico, a caracterização do processo de acumulação financeira<sup>20</sup> é central para entender a relativa boa solidez dos grandes bancos brasileiros. Durante a década 80, a acumulação financeira se desenvolveu num contexto de ajustamento externo, de aceleração inflacionaria e de exacerbação do conflito distributivo. A reorientação da política econômica em torno do ajustamento externo, a designação do setor público como “*Agente Ponzi*” e a institucionalização de um regime monetário dual<sup>21</sup> serviram de estrutura de base pela extensão da acumulação financeira do capital, a qual se processou ao detrimento do equilíbrio fiscal do Estado [(Belluzzo e Almeida (2002))]. Durante a década 90, a acumulação financeira se produziu num contexto institucional de desinflação, de liberalização financeira e

---

<sup>18</sup> O caso do grande banco *Lehman Brother* sendo o mais ilustrativo.

<sup>19</sup> Um estudo apresentado pela Economia e Empresa e que foi publicado no jornal O Globo (quinta feira, 26 de fevereiro de 2009) destaca que dentro os sete maiores bancos e instituições financeiras do mundo (em termos de lucro líquido) três são brasileiros (Banco do Brasil, Itaú-Unibanco e Bradesco).

<sup>20</sup> Na definição de Tavares (1977, p-234), o processo de acumulação financeira reflete a acumulação dos ativos financeiros permitida pela reestruturação patrimonial das empresas produtivas. Através desta definição, encontra-se implicitamente a dupla dimensão da *riqueza social* já descrita por Keynes (1936): a riqueza enquanto capital real (capital fixo e capital circulante) e a riqueza enquanto “direitos sobre a propriedade” (ou capital de empréstimos). Estas duas dimensões da riqueza social podem evoluir numa lógica de complementaridade. Neste caso, a acumulação dos ativos financeiros sustenta a acumulação dos ativos reais. Por entanto, como já sublinhou Tavares (1977), a acumulação dos ativos financeiros não implica necessariamente a dos ativos reais, ou seja, uma ligação direta com o processo macroeconômico de poupança e de investimento. É através deste segundo cenário antagonista que podem ser apreendidos os conceitos de financeirização e de “*valorização rentista do capital*” [Diawara (2003) e (2006)].

<sup>21</sup> A dualidade do regime monetário residia no feito que dois tipos de moeda circulavam na economia: uma cujo poder de compra subia os efeitos nefastos da aceleração dos preços (os meios de pagamentos M1, e os salários não indexados) e uma outra, a moeda indexada ou os “*quasi -moedas*”, cujo valor real era preservado apesar da aceleração inflacionária.



comercial e de adoção de novas normas financeiras que determinaram as condições de rentabilidade dos títulos da dívida pública. Nesta base, foi legitimada a adoção de uma política monetária restritiva que fixava o valor nominal das taxas de juros. Considerando esta especificidade dos mecanismos históricos da acumulação financeira, a hipótese feita por Bruno (2006) de um processo de *financeirização inflacionista* (para caracterizar a década 80), e de uma *financeirização usuraria* (para caracterizar a década 90) é pertinente. Com efeito, durante a década 80, o desenvolvimento do sistema bancário se sustentou a partir da alta dos preços (via as operações especulativas de arbitragem que permitiam o desenvolvimento da moeda indexada no contexto inflacionário), e durante a década 90, a partir da alta das taxas de juros (via as operações especulativas que permitiam o diferencial expressivo entre as taxas de juros internas e externas). Tomando em consideração esta especificidade estrutural da economia brasileira, a saber, um processo de financeirização da economia baseado nos rendimentos fixos ou nos títulos da dívida pública, os mecanismos da crise sistêmica descrita por Aglietta (2008), via a insuficiência de liquidez, não se aplica ao caso brasileiro. Pode-se concluir, já como o fizeram Oreiro e Basílio (2009) assim como Paula (2009) que o problema não é no caso do Brasil de uma *insuficiência de liquidez* bancária mas sim de um *empocamento de liquidez*. Este empocamento de liquidez é relacionado às estratégias patrimoniais dos bancos em cima descritas. Esta forte “preferência pela liquidez” dos bancos é causada principalmente pelos fatores estruturais e institucionais que determinam as condições de rentabilidade dos títulos da dívida pública<sup>22</sup>.

## 2.2 Cenário de uma crise cambial

O cenário de uma crise cambial (ponto B) pode ser evidenciado ao analisar o impacto da conjuntura macroeconômica (evolução do saldo exterior, nível de reservas internacionais, dinâmica da demanda mundial e das exportações) na evolução/degradação das expectativas dos mercados financeiros. Do ponto do visto teórico, pode-se estabelecer uma substituição do conceito de “expectativas de longo prazo” das empresas pelo conceito de “credibilidade externa”, a qual representaria as expectativas dos mercados financeiros. Neste caso

---

<sup>22</sup> Este resultado não invalida a tese que relaciona a preferência pela liquidez dos bancos ao amento da incerteza, ela mostra simplesmente a importância de completar a análise conjuntural das estratégias dos bancos por uma análise estrutural. Esta proposição se verifica tanto mais pelo caso da economia brasileira, economia na qual a relação do crédito sobre o PIB é muito baixa (situa-se em torno de 12,5% em janeiro de 2009) e as taxas de juros, umas das mais elevadas do mundo. Assim, o “custo de oportunidade” para uma empresa que escolheria de investir nas atividades produtivas de longo prazo, se torna muito elevado.

característico, não são só os “estados de ânimo” (*animal spirits*) das empresas que geram a incerteza e instabilidade mas também “os humores” mutantes e potencialmente destabilizadores das finanças. Considerando o grau de dependência externa de uma economia, esta noção de credibilidade externa revela, na realidade, o poder das finanças a influir na dinâmica macroeconômica através das variações dos fluxos de capitais. O Brasil já experimentou este cenário de crise cambial em 1999 num contexto de desequilíbrios macroeconômicos internos (déficit operacional do estado agravado pelas elevadíssimas taxas de juros e operações de esterilização) e externos (déficit da conta corrente ligado à apreciação cambial e à dinâmica das importações). O movimento cíclico da economia podia então ser entendido através da análise das interdependências entre a gestão governamental da política econômica, a evolução do constrangimento externo e das expectativas dos mercados financeiros [Diawara (2006)]. A repetição de um tal cenário depende fundamentalmente da evolução das expectativas dos mercados financeiros ou da credibilidade externa considerando o contexto internacional e a conjuntura interna. Em outras palavras, mais acentuado será o grau de dependência financeira de um país, mais provável será o cenário da crise cambial e do ciclo econômico. É partindo desta afirmação, que Salama (2001) caracterizou o regime de crescimento financeirizado como sendo um regime intrinsecamente instável que evolui no “fio da navalha”.

### **2. 3- Os mecanismos do desaquecimento do crescimento econômico**

O mecanismo do desaquecimento do crescimento econômico aparece (ponto C) via dois grandes canais principais. O primeiro canal é ligado à dinâmica da demanda mundial. Esta última, num contexto de recessão econômica internacional e de aumento da taxa de desemprego, deveria afetar o dinamismo das exportações nacionais e, por este meio, a estrutura patrimonial das grandes empresas exportadoras cujas receitas dependem basicamente das vendas externas. O segundo canal é as taxas de juros. Com efeito, a manutenção de taxas de juros extremamente elevadas<sup>23</sup> (num contexto de forte instabilidade econômica) leva a um reforço das estratégias patrimoniais dos grandes bancos e empresas, o que acentua a tendência estrutural de redução dos investimentos produtivos e da acumulação do capital. Já os dados estatísticos evidenciam este processo de diminuição do crescimento econômico pois a produção industrial no mês de janeiro 2009 se reduziu de 17,23% em relação ao mesmo período do ano anterior<sup>24</sup>.

---

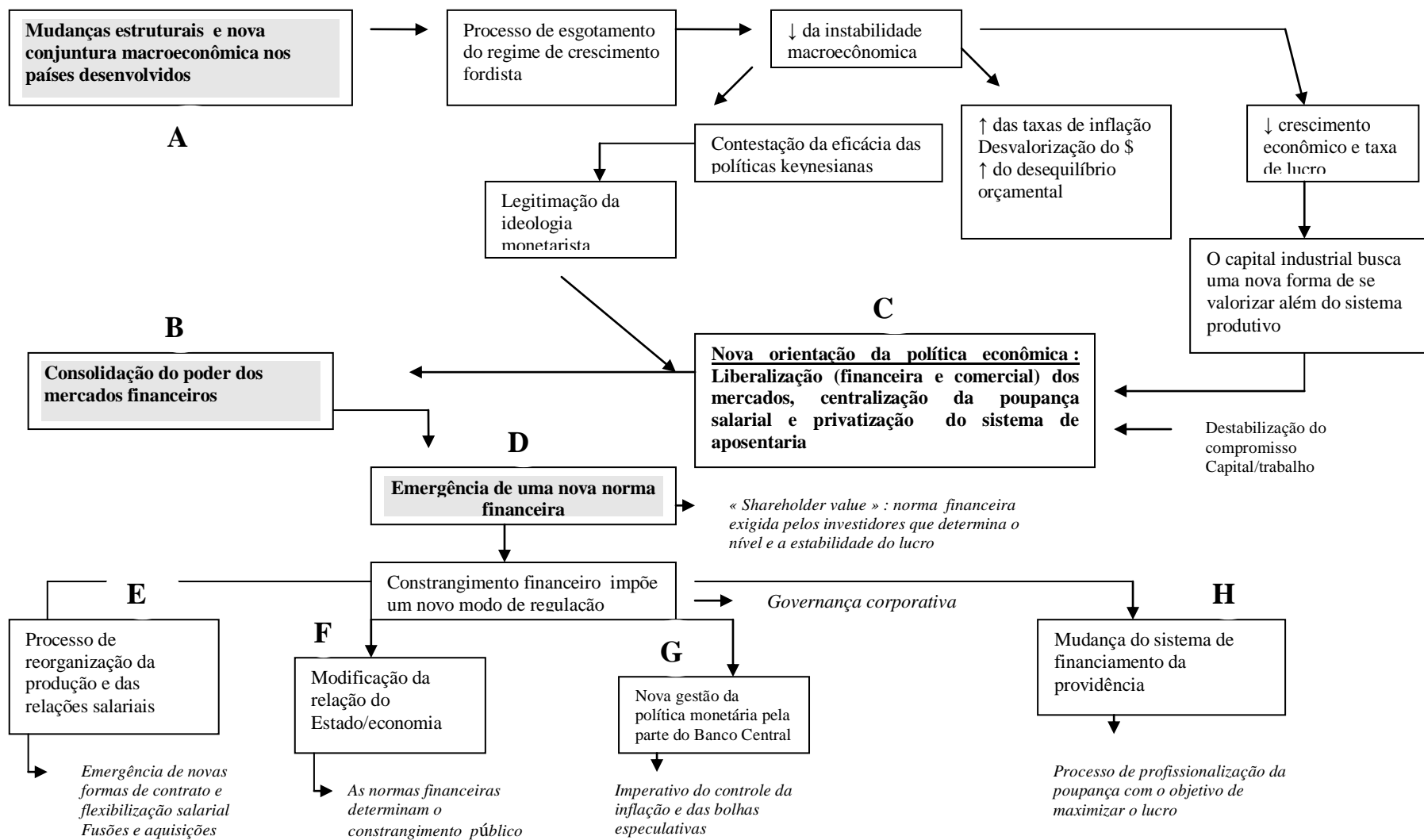
<sup>23</sup>. As taxas de juros situam-se a 13,64% no ano 2008.

<sup>24</sup> Fonte: IPEA

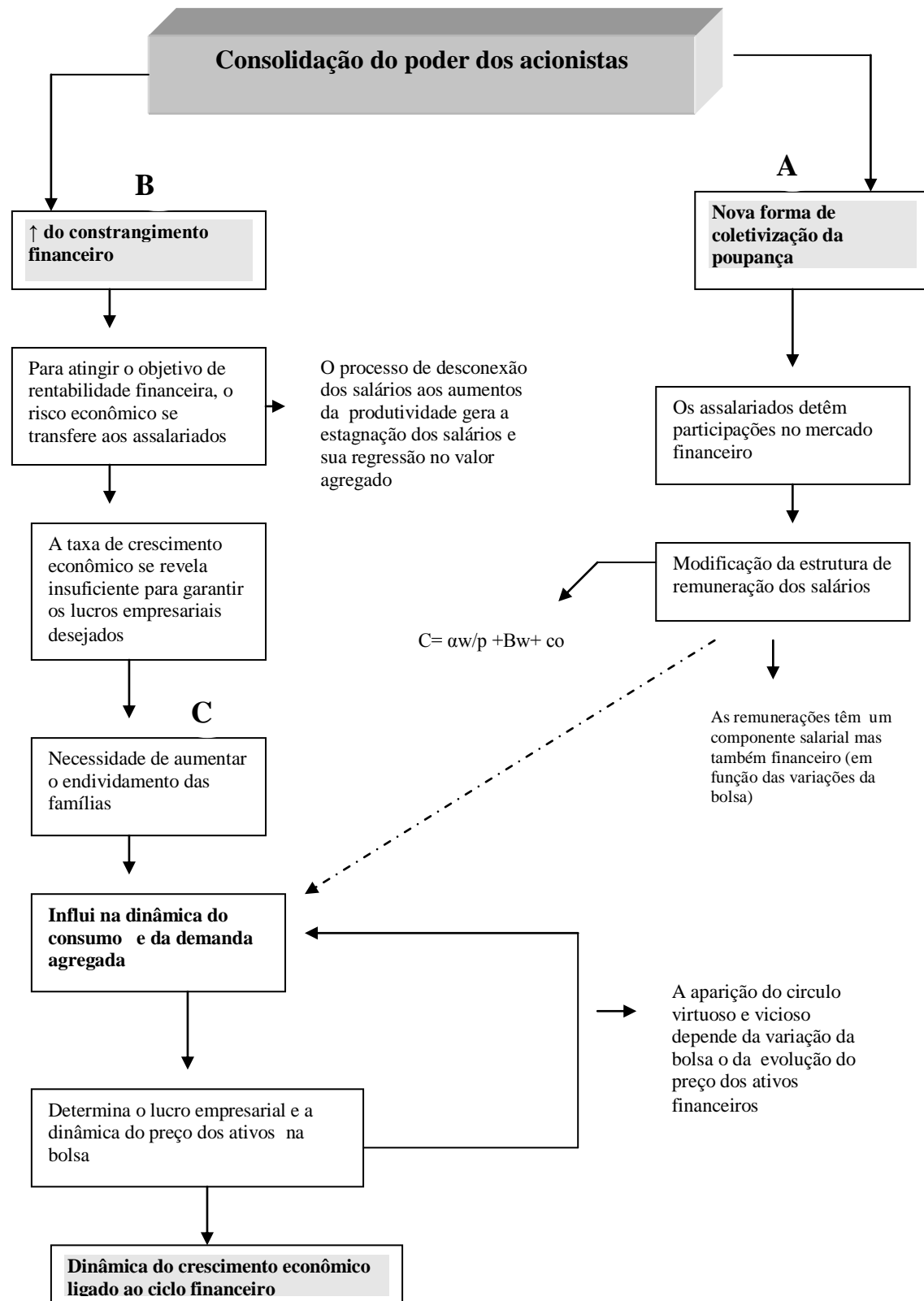
### **3. Conclusão geral**

Considerando as especificidades estruturais da economia americana assim como a evolução da conjuntura mundial, este artigo explicitou-se os mecanismos da crise financeira internacional analisando as interações entre o grau de endividamento das famílias e a evolução do preço dos ativos financeiros. Esta abordagem analítica permite concluir que nas origens da crise, reside um problema estrutural fundamental relacionado ao modo de distribuição de renda, ou seja, ao papel relativamente restrito concedido às relações salariais no quadro de um regime de acumulação financeirizado. As condições de transmissão da crise americana para a economia brasileira não devem ser subavaliadas. Se o cenário de uma crise sistêmica bancária ligada a uma insuficiência de liquidez, tal como o apresentou Aglietta (2009), parece pouco provável considerando a estrutura patrimonial dos grandes bancos brasileiros assim como o seu modo de funcionamento, os cenários de uma crise cambial e da recessão econômica (e todo o que isso implica em termos sociais) não devem ser ignorados. O cenário da crise cambial se produz em função dos “humores” dos mercados financeiros ou da evolução da credibilidade externa tomando em consideração o contexto de degradação da conjuntura mundial e interna. Os mecanismos de desaquecimento do crescimento econômico resultam principalmente do reforço das estratégias rentistas dos agentes que comandam e financiam os investimentos produtivos (em ocorrências, as empresas e os bancos) além dos possíveis efeitos da diminuição da demanda mundial na dinâmica das exportações. Esta análise macroeconômica que especifica os fatores estruturais e conjunturais da crise, pode servir de quadro referencial em termos de orientação da política econômica. Com efeito, considerando a dupla dimensão da crise, cabe-se adotar políticas econômicas que se inscrevem, ao mesmo tempo, numa lógica de curto prazo e de longo prazo. Políticas de curto prazo via a implementação de medidas de estabilização da taxa de câmbio e de controle dos fluxos de capitais externos. Este conjunto de medidas, já bem estudados através de números estudos [Sicsu e Ferrari Filho (2006)] geraria uma melhor gestão dos efeitos reais da variação dos fluxos de capitais quando a confiança dos mercados financeiros cai. Enfim, as políticas de longo prazo consistiriam principalmente a dotar a economia de estruturas econômicas e políticas adequadas para que “a moeda” não seja mais considerada como um simples ativo financeiro, e que o crédito volte a desenvolver a sua função tradicional de financiamento das atividades produtivas.

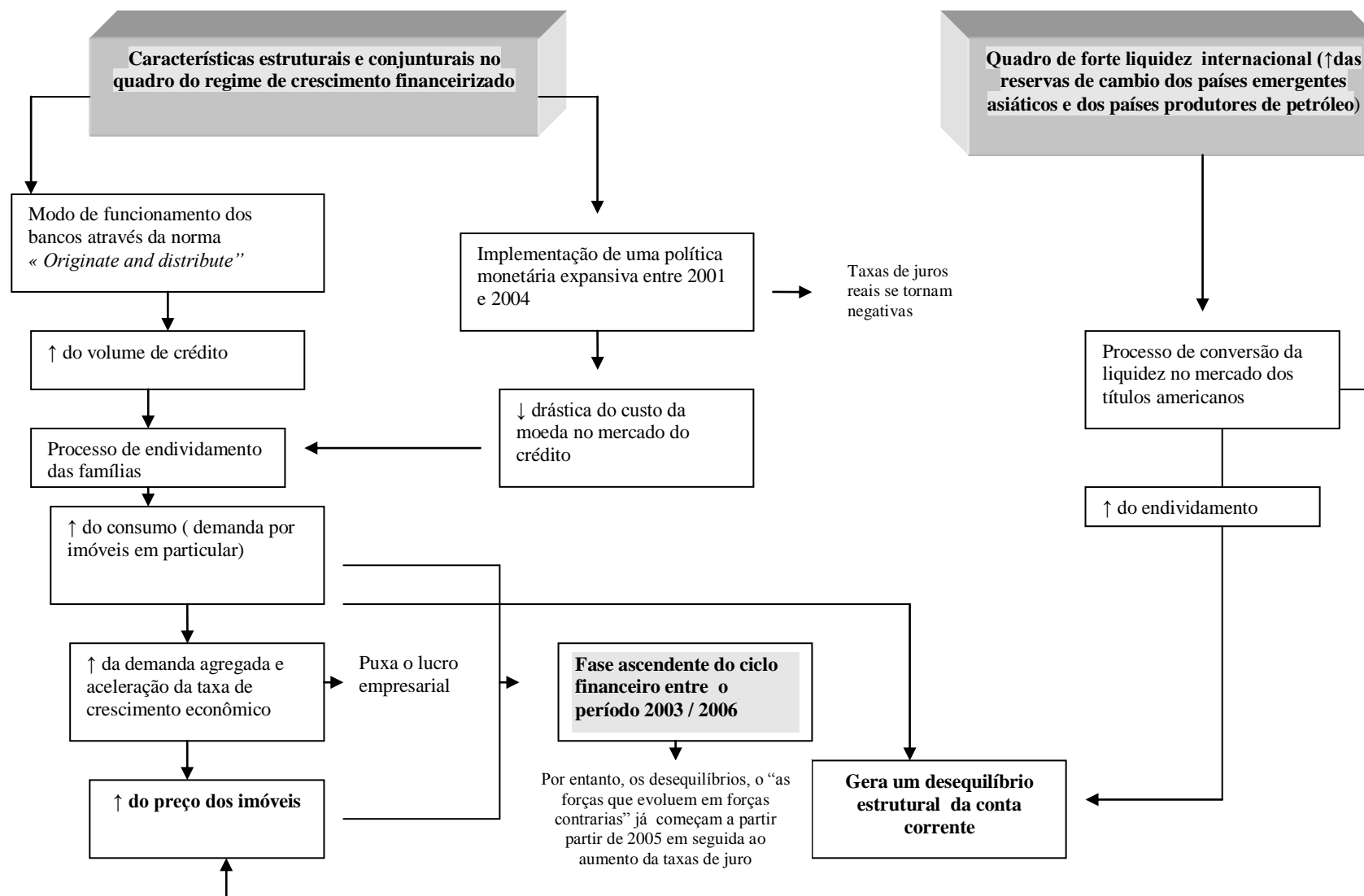
Fluxograma 1 : Uma Caracterização do regime de crescimento financeirizado americano



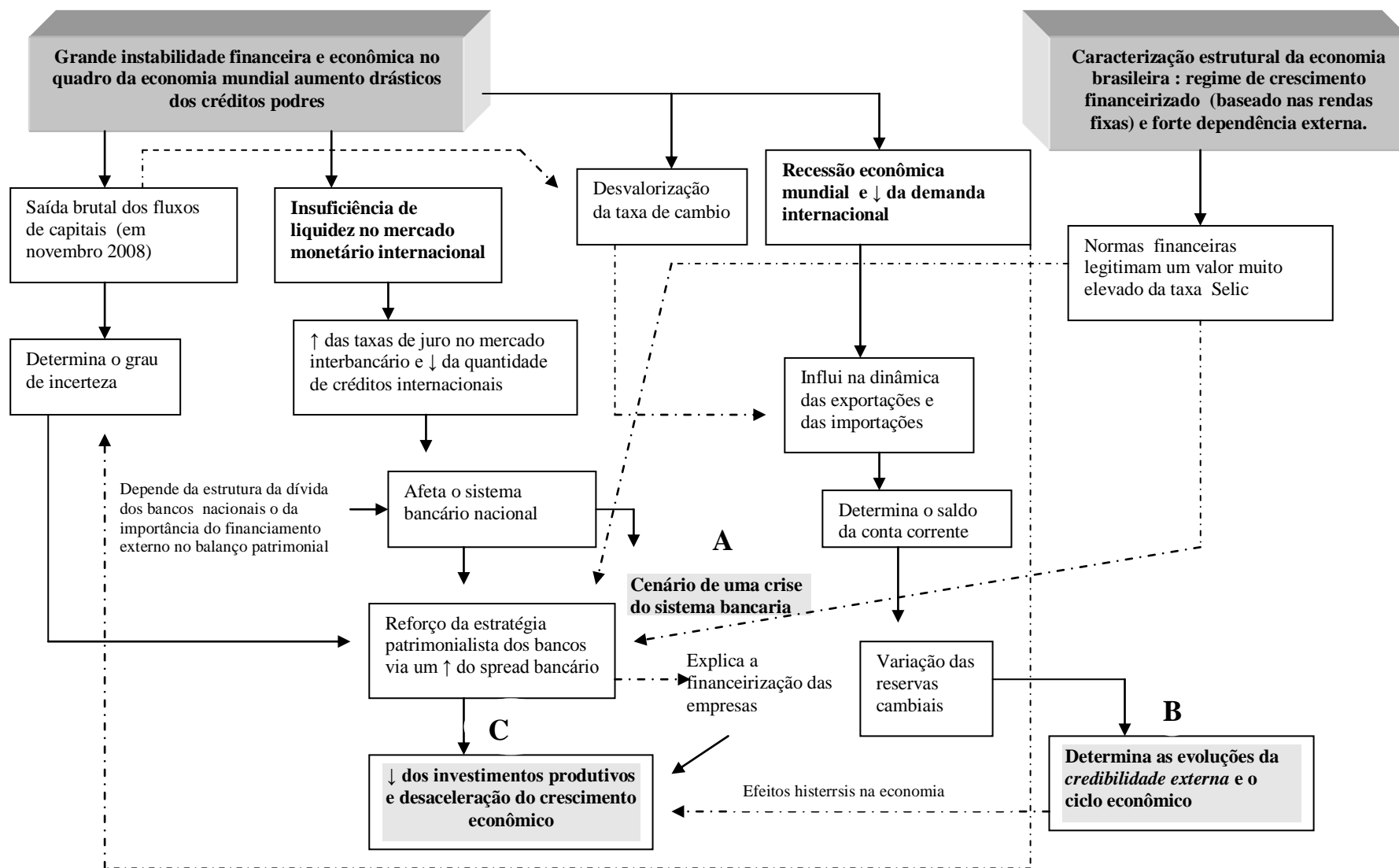
Fluxograma 2: Regularidades macro-dinâmicas no quadro do *regime de crescimento financiarizado*



Fluxograma 3: Os mecanismos da crise financeira americana vistos através do *ciclo financeiro*.



Fluxograma 4 : Os possíveis efeitos da crise financeira americana na economia brasileira vistos através três cenários ( A, B e C)



## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- ALIETTA M. (2008), « *La crise- Pourquoi en est-on arrivé là ??* », Michalon, Paris.
- ALIETTA M., et BERREBI L (2007), « *Désordre dans le capitalisme mondial* », Odile Jacob, Paris
- AGLIETTA M. (1998), “*Le capitalisme de demain* », *Actes du Forum de la régulation 2001*, sur cédérom, association Recherche et Régulation, Grenoble.
- BELLUZZO L-G.; e ALMEIDA J-G [2002], « *Depois da queda.*”, Civilização Brasileira, Rio de Janeiro.
- BRENDER A., et PISANI F. (2007), « *Les déséquilibres financiers internationaux* », La Découverte, Paris.
- BRUNO M., (2008), “*O Brasil e outra desordagem americana*”, Revista Insight Inteligência, outubro p-91/114
- BRUNO M., (2006), “*Rentier Share, Financeirização e acumulação de capital produtivo no Brasil pós-liberalização.* in: Encontro Nacional de Economia Política – SEP.
- BOYER R., (2000), “*Is Finance-led growth regime a viable alternative to Fordism ?* Economy and Society, vol-29, number 1, February, p-111/45.
- BOYER R., (1998), « *La politique à l'ère de la mondialisation et de la finance: le point sur quelques recherches régulationnistes* », Document n-9820, Cepremap, novembre.
- BOYER Robert [1987], «*La théorie de la régulation : une analyse critique* », la Découverte, Paris
- CHESNAIS F., (2006), “*La finance capitaliste*”, PUF, Paris.
- CHESNAIS F., (2002), “*A teoria do regime de acumulação financiarizado: conteúdo, alcance e interrogações*”, Economia e Sociedade, Campinas, Vol-11, n-1, jan/jun, p-1/44.
- DIAWARA H e al (2009), “*Financeirização e crescimento econômico no Brasil : estatuto teórico, evidências empíricas e consequências*”, Trabalho para discussão.
- DIAWARA. H., (2006), «*The Logic of Financial Crises in a Financed-led Regime of Accumulation: The Brazilian Specific Case* », in CISC Working Paper “Growth and crisis, Social Structures of Accumulation theory and analysis” edited by Terrence McDonough and al, December, p-286/313
- DIAWARA H., (2006), « *Monnaie, valorisation rentière du capital et dynamique du marché du travail dans l'économie brésilienne* », Thèse de Doctorat, Université Paris 3, Sorbonne Nouvelle.



DIAWARA H., (2003), “*L’Hypothèse d’une régulation monétaire des intérêts : les apports de la Théorie de la Régulation* », Acte du Forum de la régulation 2003 sur Cédérom, Edité par l’Association Recherche et Régulation », Grenoble.

GUTTMAN. R (2008), “*A primer on finance-led capitalism and its crisis*”, Varia, n-3/4 2<sup>ème</sup> semestre.

IMF Report (2008), “*Financial stress and economic downturns*” in *World economic outlook report*, chapter 4, October.

KEYNES J-M (1988), “*A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*”, Nova Cultural, São Paulo.

KEYNES J-M (1936)], “*The General Theory of Employment, Interest and Money*” Macmillan Cambridge University Press, for Royal Economic Society.

LUCAS J., (1973), “*Some International Evidences on Output-Inflation Tradeoffs*”, The American Economic Review, Vol. 63, No. 3, Jun., pp. 326-334.

MARQUES J-P., (2005), « *Régulation sociale et développement, spécificités et enseignements du cas brésilien* », Colloque international, conférence « Cycle économique, politique monétaire et répartition », CREDAL/CNRS, IRIS/Université Paris Dauphine.

MUTH. J., (1961), “*Rational Expectations and the Theory of Price Movements.*” *Econometrica* 29, p-315/335.

OREIRO J-L e., BASILIO F.A (2008), “*A crise financeira brasileira: uma análise a partir do conceito de fragilidade financeira à la Minsky*”, in “Dossiê da crise”, Associação Keynesiana Brasileira, novembro, Website: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb>, p-69/73

PAULA L-F (2008), “*Preferência pela liquidez e a natureza da ‘crise’ brasileira*”, in “Dossiê da crise”, Associação Keynesiana Brasileira, novembro, Website: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb>, p-74/78

SALAMA Pierre (2001), « *Les paradoxes de la libéralisation en Amérique Latine* », Problèmes d’Amérique latine n-41, La documentation française publié en espagnol dans Cyclos.

SICSÚ J., e FILHO F (2006), “*Câmbio e contos de capitais*”, Editora Campus, Rio de Janeiro.

TAVARES M-C., [1977], « *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro. Ensaio sobre Economia Brasileira* », Sexta Edição, Zahar, Rio de Janeiro.