

Antecedentes histórico-institucionais da crise do Subprime: uma análise baseada na Escola da Regulação

Marcelo Soares Bandeira de Mello Filho (Mestrando IE/UFRJ)

Resumo

O presente trabalho baseia-se na Escola Francesa da Regulação. Analisa as transformações institucionais ocorridas a partir da década de 1970, relacionando-as com a crise do *subprime*. Esta crise tem raízes na desregulamentação dos mercados de capitais e na manutenção do elevado consumo americano, apesar do achatamento salarial da classe trabalhadora. O fordismo – regime de acumulação organizado e rígido – foi substituído por padrões instáveis de acumulação. Um desses padrões é o crescimento puxado pelo endividamento, e ocorreu nos Estados Unidos nos anos 2000. A ampliação do crédito se deu a partir da securitização de dívidas, processo que ampliou o risco sistêmico.

Abstract

This paper is based on the French Regulation School. It analyzes the institutional changes that had been occurring since the 1970's, associating them with the subprime crisis. This crisis has roots in the deregulation of the financial markets and the perpetuation of the American high consumption (which kept growing in spite of the wage squeezing of the working class). Fordism – organized and rigid accumulation regime – was substituted by instable patterns of accumulation. One of these patterns is the debt-led growth that occurred in the United States in the 2000's. The credit expansion took place because of debt securitization, a process that amplified systemic risk.

Palavras-chave: Escola da Regulação, crise do subprime, securitização

Área 3 – Economia Política, Capitalismo e Socialismo

Sub-Área 3.2 – Capitalismo Contemporâneo

Introdução

Busca-se analisar como a arquitetura institucional originada a partir da crise do Fordismo criou um ambiente macroeconômico mais instável e susceptível a crises financeiras, como a atual crise do Subprime. O trabalho será desenvolvido a partir dos conceitos elaborados pela Escola Francesa da Regulação. Seguindo a tipologia das formas institucionais regulacionistas, argumentarei que a flexibilidade da relação salarial, a diminuição da intervenção estatal, a desregulamentação da esfera financeira e de crédito, a política monetária e a abertura comercial criaram uma estrutura econômica propícia para o tipo de crise pela qual vem passando os Estados Unidos e o mundo. A ampliação da população de baixa renda e o estímulo dado pelo mercado financeiro à generalização dos empréstimos imobiliários para este mesmo segmento são identificados como causas da crise.

No primeiro tópico serão apresentadas as noções básicas da Escola da Regulação, formas institucionais, modo de regulação, regime de acumulação e uma tipologia das crises. Em seguida será brevemente apresentado, como contraponto ao atual padrão de crescimento, o regime de acumulação fordista. No terceiro tópico são apresentados os aspectos que levaram à crise do fordismo. No quarto tópico discute-se se a existência de um regime de acumulação pós-fordista. Na última seção descreve-se a crise atual.

1) Teoria da Regulação – conceitos básicos

A Escola Francesa da Regulação surgiu na década de 1970 procurando compreender por que, a partir do fim da década de 1960, entrara em declínio o modelo de crescimento do pós-guerra, após mais de duas décadas de crescimento econômico e distribuição de renda. Segundo os regulacionistas, as diferentes escolas econômicas não se mostraram capazes de diagnosticar e solucionar a estagflação do período. A teoria Neoclássica apresenta a crise como sendo exógena ao funcionamento da economia, que voltaria a um processo de crescimento equilibrado com a diminuição da intervenção estatal e combate à rigidez de preços e salários. Já para alguns marxistas, as crises são decorrentes das contradições do próprio sistema quanto à tendência à queda da taxa de lucro – uma teoria abstrata demais,

incapaz de captar as idiossincrasias de cada período histórico. Os diagnósticos keynesianos de insuficiência de demanda e suas políticas expansionistas, ao invés de superar a crise, acabaram por acentuá-la.

A Teoria da Regulação (TR) parte das intuições marxistas do funcionamento da economia capitalista e se propõe a atualizar a contribuição de Marx ao criar conceitos intermediários entre as categorias marxianas fundamentais, modo de produção, valor, força de trabalho, e os observados pela macroeconomia contemporânea, como produto, salário, inflação, dentre outros. A TR se utiliza de métodos mais modernos e que permitam compreender as mudanças no modo de produção capitalista posteriores aos estudos de Marx (BOYER, 2004, pg. 4). Outras influências dessa Escola são Keynes, Kalecki, o Institucionalismo, Gramsci e a historiografia, notadamente a Escola dos Anais.

Marx, em um nível bastante abstrato, definira o modo de produção capitalista a partir de duas relações sociais fundamentais, o assalariamento e a concorrência. A partir da análise destas relações desenvolve as características e tendências básicas do modo de produção.

Já a TR observa uma maior variedade das chamadas formas institucionais, as quais possuem natureza diversa. Normas, valores, convenções, leis, organizações e rotinas são responsáveis por direcionar os agentes numa economia não coordenada ex ante, diminuindo o grau de incerteza. Rejeita-se o individualismo metodológico como princípio explicativo do funcionamento da economia (BOYER, 2004, pg 9; BOYER 2002a, pg 540-542).

A formação e funcionamento das formas estruturais são o lugar teórico da articulação das relações sociais de natureza econômica, político-jurídica e ideológica. Construir a teoria dos convênios coletivos como forma estrutural significa analisar essa articulação como unidade das práticas sociais necessárias para a reprodução da relação salarial. A teoria das formas estruturais, é, assim, o meio para abordar os fundamentos de uma teoria do Estado capitalista (AGLIETTA, 1979, pg 166).

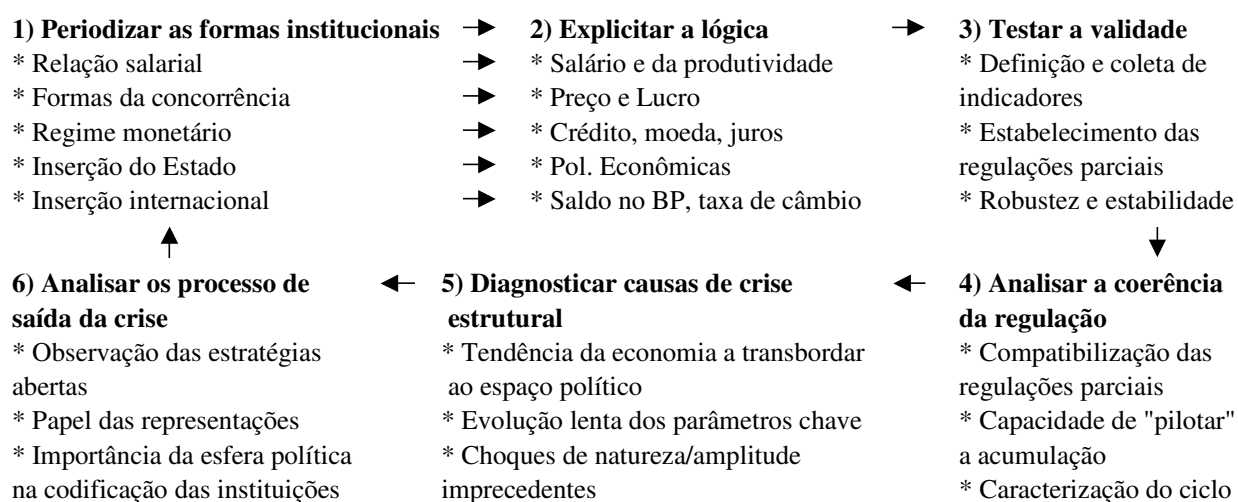
A figura 1, a seguir, resume o método regulacionista. As formas institucionais mais importantes são a relação salarial, as formas da concorrência, a forma de intervenção do Estado, a inserção internacional e a administração da moeda. O conjunto destas relações estabelece um modo de regulação da economia, um padrão organizacional e jurídico-institucional que determinará como se cria e se distribui o produto social, a partir de determinadas condições tecnológicas. As instituições são mecanismos reguladores de como se comportará a produtividade, o salário, as taxas de lucro, câmbio e juros, o saldo no

balanço de pagamentos, o crédito, a oferta monetária, o grau de intervenção estatal, a política fiscal. Ou seja, as instituições e o padrão técnico-organizacional estabelecerão um comportamento macrodinâmico num determinado país e em um determinado período, em outras palavras, um regime de acumulação.

É na interseção entre estudos do processo de trabalho, da acumulação de capital e dos fenômenos políticos e sociais que se insere o método regulacionista:

O sistema de produção e as regras de coordenação dão sustentação a certa estrutura macroeconômica. Esta, por sua vez, justifica a extensão do sistema de produção e reforça os mecanismos institucionais. De fato, é o balanceamento entre estes três fatores e, mais especialmente, um consenso social sobre o valor deste padrão de desenvolvimento nas suas várias formas que importa para seu sucesso (GLYN, HUGES, LIPIETZ, SINGH, 1986, pg 70).

Figura 1: O método da Teoria da Regulação



Fonte: Boyer, 2004, pg 42.

As formas institucionais garantem a estabilidade macroeconômica por um determinado período de tempo. Por outro lado, os próprios fatores estabilizadores podem favorecer o surgimento das crises. Estas podem ser de vários tipos (BOYER, 1990, pg 87-99):

1) Uma perturbação externa bloqueia o funcionamento normal da economia, seja por fatores naturais, climáticos, econômicos de outras regiões, ou por guerras. Não se originam nem do modo de regulação vigente, nem do regime de acumulação. A forma como se manifesta depende da regulação em questão.

2) Crise cíclica, oriunda das próprias tensões e desequilíbrios distributivos, setoriais, financeiros, de crédito, de oferta ou de demanda, engendrados por uma fase de expansão. Assume formas características dependendo de cada modo de regulação vigente.

3) Grande crise do sistema de regulação e do regime de acumulação. Origina-se quando a regulação em vigor se mostra incapaz de dissipar a instabilidade originada de perturbações internas ou externas à mesma ou quando as lutas sociais questionam as instituições definidoras da regulação. Podem resultar do próprio sucesso e aprofundamento do regime de acumulação e da incompatibilidade de uma ou mais formas institucionais, a relação salarial, a forma de atuação do Estado, o padrão de concorrência, a gestão da moeda e do crédito, a forma de inserção internacional.

4) A crise do modo de produção, destruidora das relações sociais mais básicas. No exemplo do feudalismo, corresponde ao fim da relação de vassalagem e no caso do capitalismo corresponde ao fim do assalariamento e da propriedade privada

2) O Fordismo

O fordismo como maneira de organização empresarial e produtiva começou a ser implementado por Henry Ford no início do século passado, a partir do aprimoramento de técnicas fabris que podemos classificar de tayloristas¹ e da adoção da estrutura organizacional corporativa oriunda das empresas construtoras de estradas de ferro. A introdução da linha de montagem e a padronização de peças foram os principais avanços técnicos que permitiram a produção em massa.

Porém, a grande novidade introduzida por Ford e simbolizada pelo seu “five dollar day” de 1914 foi a de considerar o consumo em massa como contrapartida da produção em massa. A TR toma emprestado o termo fordismo do marxista italiano Antonio Gramsci (1978). Este foi o primeiro pensador a vislumbrar as consequências da nova organização fabril em termos de uma nova moral e da criação do consumismo (HARVEY, 2005, pg 121).

¹ O taylorismo caracteriza-se por uma profunda parcelarização e padronização do processo de trabalho, além de uma rígida divisão entre concepção e execução do trabalho.

Nas primeiras décadas do século XX foi lenta a difusão das técnicas tayloristas e fordistas, em grande medida devido à resistência dos trabalhadores, principalmente os não imigrantes. A Grande Depressão e os esforços de guerra favoreceram a generalização das principais técnicas para diferentes ramos industriais dos Estados Unidos, Europa e até mesmo União Soviética.

Finalmente, a visão de mundo corporativista e individualista de Ford foi complementada, a partir da crise de subconsumo dos anos 1930 por uma nova concepção da atuação reguladora do Estado na economia, a qual pode-se denominar keynesiana. As ameaças socialistas e nazi-fascistas favoreceram o surgimento de consensos políticos propícios à intervenção estatal e à ampliação da renda e dos direitos dos trabalhadores.

Pleno emprego, Estado de bem-estar social, modernismo e keynesianismo foram algumas propostas que se tornaram consensuais. O crédito, os gastos públicos e o déficit externo americano podiam expandir-se sem a plena restrição do padrão-ouro. No contexto da guerra fria, os EUA realizaram o plano Marshall, aceitavam o câmbio subvalorizado vis-à-vis o dólar e tinham déficits comerciais com a Europa e o Japão como medida de estímulo a essas economias (GLYN, HUGES, LIPIETZ, SINGH, 1986, pg 60-69).

A demanda era puxada pela aquisição, pelos trabalhadores, de residências, carros, eletrodomésticos. Os setores naval, de aviação, siderúrgico e petroquímico cresceram a taxas elevadas. O Plano Marshall e a reconstrução da Europa e da Ásia foi outro fator de expansão da demanda. Ampliou-se o comércio internacional e o investimento direto estrangeiro. Foram alcançadas as maiores taxas médias de crescimento econômico nos países do centro e em grande parte da periferia. O acordo de Bretton Woods, de 1944, instituiu, informalmente, o dólar como moeda internacional, vinculando o crescimento do Bloco Ocidental às políticas monetária e fiscal estadunidenses (HARVEY, 2005, pg 125-131).

Os sindicatos ganharam força e conseguiam intervir no controle de tarefas, obtenção de promoções e influenciar as políticas trabalhista, de seguridade social e de salário mínimo. O Estado praticava políticas fiscal e monetária expansionistas, investimentos em transporte e em equipamentos militares. Também gastava com seguridade social e assistência médica (HARVEY, 2005, pg 128-129).

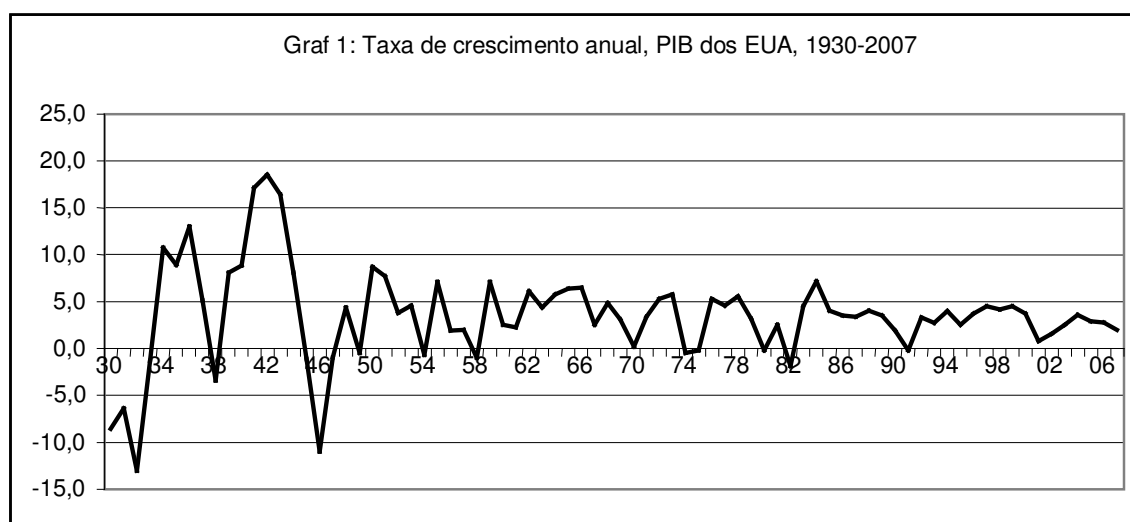
Como resultado dos avanços técnicos e da ampliação da demanda, os anos que vão de 1950 a 1969 foram os de maior crescimento médio do PIB americano, como pode-se observar na tabela e no gráfico abaixo.

Aglietta (1979, pg 133-135) observa no consumo uma “atividade socialmente condicionada, sujeita a forças contraditórias de homogeneização e diferenciação”. O Fordismo inaugura, pela primeira vez, “uma norma de consumo operário em que a propriedade individual das mercadorias rege as práticas concretas de consumo”. Tal norma de consumo incluía o automóvel e a residência.

Tabela 1: Médias de crescimento do PIB
EUA, 1930-2007

1930-1934	-3,7	1970-1974	2,8
1935-1939	6,3	1975-1979	3,7
1940-1944	13,8	1980-1984	2,4
1945-1949	-1,8	1985-1989	3,7
1950-1954	4,8	1990-1994	2,3
1955-1959	3,4	1995-1999	3,9
1960-1964	4,2	2000-2004	2,4
1965-1969	4,7	2005-2007	2,6

Fonte: BEA



Fonte: BEA

Ocorre um encadeamento positivo entre lucros-investimento-produtividade-salários-lucros. A produtividade e o salário real cresciam praticamente à mesma taxa, garantindo um

consumo crescente e a não compressão dos lucros (GLYN, HUGES, LIPIETZ, SINGH, 1986, pg 40; BOYER, 2004, pg 57-61).

3) A crise do fordismo

Segundo Aglietta (1979, pg 139-145), a crise do fordismo se manifesta primeiramente com o endurecimento da luta de classes na produção. A maturação do padrão tecnológico fazia com que se tornassem cada vez mais raras as melhorias responsáveis pela diminuição dos custos de produção. A partir dos anos sessenta houve uma explosão dos custos sociais com saúde, educação, transporte, infra-estrutura. Tem início uma ofensiva privada contra os salários e contra os gastos públicos.

Ainda segundo Aglietta (1979, pg 147-156) observava-se a tendência contraditória de aumento do trabalhador fragmentado, intercambiável e desqualificado e aumento da norma de consumo. Observava-se uma hierarquia de assalariados nos Estados Unidos: “trabalhadores brancos/trabalhadores negros/trabalhadoras brancas/trabalhadoras negras”. Alguns poucos trabalhadores com diploma e carreira formavam uma “pequena burguesia assalariada”, com atividades de gerência e supervisão. Propaga-se uma ideologia de promoção como forma de ascensão social.

Excluídos do ciclo virtuoso do fordismo estavam os países periféricos e grande parcela da população dos países centrais. Mulheres, imigrantes, negros não possuíam a mesma remuneração dos homens brancos, nem participavam intensamente do consumo de massa. No fim dos anos 1960 explodem movimentos sociais na Europa e nos Estados Unidos. Feministas, estudantes, trabalhadores, migrantes e negros demandavam a ampliação dos direitos sociais, melhorias nas condições de trabalho. Criticavam o consumismo, a burocratização, a moralidade exacerbada e o militarismo, simbolizado pela Guerra do Vietnã.

Os países europeus começaram a questionar a assimetria americana de poder realizar déficits comerciais e financiá-los com a emissão da própria moeda. A tentativa do governo De Gaulle, da França, de trocar dólares acumulados por ouro das reservas americanas precipitou a dissolução de Bretton Woods.

Glyn, Huges, Lipietz e Singh (1986, pg 71-72) observam cinco fontes de contradição para a estrutura macroeconômica fordista:

- 1) Diminuição dos ganhos de produtividade não acompanhados de diminuição dos ganhos salariais comprimem as margens de lucro;
- 2) Pressões para aumento dos gastos sociais e redistribuição de renda;
- 3) Preços de matérias-primas pressionando o sistema de comercio internacional, os custos de produção, o salário real e as margens de lucro;
- 4) Inflação nos EUA e aumento dos déficits comerciais sem que as demais nações desenvolvidas aceitem a não convertibilidade do dólar ao ouro;
- 5) Aumentos da inflação em razão de antecipações de aumento do salário real.

Harvey (2005, pg 135) identifica como período inicial da crise econômica do fordismo a década de 1960. Neste período já estava avançada a industrialização de parte da periferia, principalmente o Leste Asiático e alguns países da América Latina, onde os custos da força de trabalho eram menores, e saturavam-se os mercados japonês e europeu, terminada a reconstrução do pós-guerra. O declínio da demanda americana é atenuado pela “guerra contra a pobreza” e pela Guerra do Vietnã. Porém, a partir de 1966, o crescimento da produtividade começa a declinar. Os EUA começam a apresentar um problema fiscal e uma inflação moderada, que começa a comprometer o sistema monetário de Bretton Woods.

O mesmo autor identifica com o termo rigidez a contradição básica do fordismo:

Havia problemas com a rigidez dos investimentos de capital fixo de larga escala e de longo prazo em sistemas de produção em massa que impediam muita flexibilidade de planejamento e presumiam crescimento estável em mercados de consumo invariantes. Havia problemas de rigidez nos mercados, na alocação e nos contratos de trabalho (especialmente no chamado setor “monopolista”). E toda tentativa de superar esses problemas de rigidez encontrava a força aparentemente invencível do poder profundamente entrincheirado da classe trabalhadora – o que explica as ondas de greve e os problemas trabalhistas do período 1968-1972 (HAVEY, 2005, pg 135).

A década de 1970 inicia-se com estagflação, seguida de crise imobiliária e crise do petróleo, de 1973. As corporações viram-se obrigadas a buscar inovações tecnológicas, reestruturações produtivas e a acirrar a competição. Tem início a automação, a busca de nichos de mercado e intensifica-se a dispersão das plantas para países com menores custos

de trabalho. Aumenta o nível geral de desemprego nos países centrais, enfraquecendo a classe trabalhadora (HARVEY, 2005, pg 136-141).

Ainda de acordo com Harvey (2005, pg 157-158), as políticas keynesianas começaram a mostrar-se inflacionárias, à medida que as despesas públicas cresciam mais que a arrecadação e os salários mais que a produtividade. Como resposta, cortes de gastos públicos e arrochos salariais começaram a ser implementados nos primeiros anos da década de 1970. E foram aprofundados com as vitórias eleitorais de Thatcher (1979) e Reagan (1980). “Disseminou-se a imagem de governos fortes administrando fortes doses de remédios não-palatáveis para restaurar a saúde de economias moribundas” (HARVEY, 2005, pg 158).

4) O pós-fordismo

Não há um consenso entre os regulacionistas se o tipo de crescimento recente é capaz de configurar um regime de acumulação. Observamos dois tipos de análise possíveis: O primeiro, de autores como Aglietta (2004) e Boyer (2002b), procura mecanismos que seriam capazes de sustentar um padrão de crescimento estável e duradouro, sem, contudo, concluir que estes mecanismos tenham sido encontrados. O segundo, de autores como Harvey (2005) e Chesnais (1999), conclui que há indícios fortes de existência de um regime de acumulação, ao qual o primeiro classifica de flexível e o segundo de financeirizado².

Aglietta (2004) levanta a hipótese de uma acumulação patrimonial, baseada na valorização dos ativos financeiros das famílias. Mas identifica a incapacidade deste tipo de regulação de promover uma acumulação sustentada.

As consequências macroeconômicas dessas transformações [da financeirização] conduzem a um regime de crescimento cujas flutuações cíclicas são fortemente influenciadas pelos preços dos ativos financeiros. A interação entre a valorização dos ativos e o crédito é a força motriz do ciclo financeiro. A exposição ao risco ao longo desse processo provoca uma instabilidade financeira que tem repercussões sobre a economia real pela volatilidade do investimento, pela versatilidade da confiança das famílias, pelos rearranjos patrimoniais guiados pela preocupação com a

² Apesar de discordar quanto a existência de mecanismos de manutenção da acumulação a médio prazo, os autores citados concordam em vários pontos. A liberalização comercial e financeira, a desregulamentação do trabalho e do papel do Estado são alguns destes pontos importantes para a compreensão do capitalismo contemporâneo. Os aspectos comuns aos diversos autores serão os apresentados neste trabalho.

liquidez. Quanto mais se estende a liberalização financeira, mais a instabilidade financeira afeta um número cada vez maior de economias (AGLIETTA, 2004, pg 120).

Boyer (2002b, pg 66-76) procura diversos “candidatos” de um possível sucessor ao regime de crescimento fordista, sem encontrar um “eleito”. A saber, o uso mais racional da energia e dos recursos naturais, o deslocamento das indústrias fordistas, a liberalização dos mercados e flexibilização do trabalho, a adaptação dos métodos japoneses e a modernização das indústrias fordistas, o valor acionário e as reformas de gestão das empresas, a revolução tecnológica da informação e, finalmente, a economia do conhecimento.

De acordo com Harvey (2005, pg 119), não estava claro se o sistema de produção e regulação social introduzido após a crise do fordismo, caracterizado por novas tecnologias e organização do trabalho, mudanças rápidas na estrutura de consumo, renascimento do empreendedorismo e do neoconservadorismo, pode ser considerado um novo regime de acumulação, que poderia ser chamado de “flexível”. Ainda assim o autor opta pela solução “temporária” de considerá-lo um regime de acumulação. O fim da década de 1970 e o início da década de 1980 marcariam a transição para um novo padrão de desenvolvimento das economias capitalistas avançadas: “A acumulação flexível, como vou chamá-la, é marcada por um confronto direto com a rigidez do fordismo. Ela se apóia na flexibilidade dos processos de trabalho, de produtos e de padrão de consumo” (HARVEY, 2005, pg 140).

Tendo em vista a relação salarial, observa-se, nas diferentes partes do mundo, aumento do trabalho temporário, da subcontratação, terceirização, remuneração flexível e informalidade. Mulheres, negros e imigrantes continuam ausentes dos principais postos de comando das grandes empresas. A produção em massa fordista, com a economia de escala associada, foi substituída pela produção em massa de lotes diferenciados. As empresas passaram a buscar economias de escopo, favorecendo a exploração de nichos de mercado e a mudança tecnológica³.

³ Womack, Jones, Ross (1994) e Coriat (1994) apresentam estas inovações como decorrência do modelo japonês, caracterizado pela produção em massa de produtos diferenciados e com um mesmo trabalhador executando diferentes tarefas de produção, informação, diagnóstico, manutenção e reparo, eliminando assim tempos mortos e intensificando o processo de trabalho. A chamada empresa enxuta tenta eliminar os estoques e os defeitos. A linha de montagem é projetada em U.

As inovações tecnológicas principais, a automação, a informática e a comunicação via satélite possibilitaram diminuição de custos, maior flexibilidade produtiva e maior agilidade da troca de informações. Há forte pressão política em torno da liberalização financeira, que permite a multiplicação dos ativos, como opções e derivativos. É neste contexto que os mercados financeiros tornam-se mais ágeis, diferentes praças do mundo ficam mais próximas. Aumenta também a volatilidade dos preços dos ativos e dos fluxos de capital estrangeiro, tendo como resultado uma maior instabilidade cambial, num contexto de câmbio flexível. As políticas de juros reais altos se generalizam, especialmente dentre os países subdesenvolvidos.

Inundado pela liquidez e perturbado por um endividamento que saiu do controle a partir de 1973, o sistema financeiro mundial conseguiu mesmo assim fugir de todo controle coletivo, mesmo nos Estados capitalistas avançados mais poderosos. A formação do chamado mercado financeiro do “eurodólar” a partir do excedente de dólares americanos na metade dos anos 60 é sintomática do problema. Sem o controle de nenhum governo nacional, esse mercado de dinheiro “sem Estado” se expandiu de 50 bilhões de dólares em 1973 para quase 2 trilhões em 1987, aproximando-se assim do montante de agregados monetários existente nos Estados Unidos (HARVEY, 2005, pg 154-155).

Chesnais (1999, pg 15-25) identifica as origens da mundialização financeira na criação do mercado interbancário internacional de eurodólares, em meados da década de 1960, em decorrência da saturação dos setores produtivos europeu e americano⁴. Ainda neste período começam os ataques cambiais especulativos, que virão a destruir o sistema de Bretton Woods, em 1971. As taxas de câmbio flexíveis originaram o primeiro mercado especulativo financeiro global. Em seguida houve a reciclagem dos “petrodólares” através do empréstimo aos países subdesenvolvidos. Os fluxos de capitais remunerando essas dívidas promoveram o fortalecimento de alguns bancos do Norte. As instituições financeiras começam a exigir políticas monetárias mais favoráveis aos credores e maior desregulamentação. A estagflação permitiu a vitória do monetarismo de Volker e as vitórias de Reagan e Thatcher.

O mesmo autor (1999, 25-28) identifica uma segunda fase de aprofundamento da liberalização financeira, após essas vitórias eleitorais, de 1980 a 1985. Teve fim o controle de capitais com o exterior, houve a abertura do mercado de bônus da dívida e outros títulos do tesouro americano. Tem início uma era de juros reais positivos e de flutuações cambiais.

⁴ Veja tabela a seguir, que resume as principais etapas da liberalização financeira.

Houve grande crescimento da dívida federal americana, cujo serviço da dívida passou de 12,7% do orçamento, em 1980, para 20,1% em 1990. Os mercados de bônus públicos tornaram-se importantes componentes dos mercados financeiros mundiais, atraindo cerca de 30% dos ativos financeiros do mundo.

Quadro 1
As três etapas da emergência das finanças de mercado mundializadas:
caracterização geral e medidas de maior destaque

1960-1979	1980-1985	1986-1995
Internacionalização financeira "indireta" de sistemas nacionais fechados. Evolução dos EUA em direção às finanças de mercado.	Passagem simultânea para as finanças de mercado e para a interligação dos sistemas nacionais pela liberalização financeira.	Acentuação da interligção, extensão da arbitragem e incorporação dos "mercados emergentes" do terceiro mundo.
Formação nos EUA de mercados de títulos de crédito. Formação do mercado de eurodólares.	Início do monetarismo nos EUA e UK.	Abertura e desregulamentação do mercado de ações.
Desmonte do sistema de Bretton-Woods (1966-1971)	Liberalização do movimento de capitais.	Explosão das transações sobre os mercados de câmbio.
Passagem aos câmbios flexíveis (1973) e início do crescimento dos mercados de câmbio.	Securitização da dívida pública.	Abertura e desregulamentação dos mercados de matérias-primas e dos respectivos derivativos.
Expansão dos eurodólares, reciclagem dos petrodólares, início do endividamento do terceiro mundo.	Rápida expansão dos mercados de bônus.	Expansão dos derivativos e dos mercados de bônus.
Surgimento de mercados derivados (futuros e de opções) sobre as moedas e as taxas de juros.	Início da desintermediação da demanda privada de liquidez	A partir de 1990, início da abertura e desregulamentação dos mercados de bônus e acionário dos NIP e do terceiro mundo.
	Crescimento rápido e internacionalização dos ativos de fundos de pensão e dos <i>mutual funds</i> .	
	Crescimento rápido dos derivativos	

Fonte: Adaptado de Chesnais, 1999, pg 24.

Ainda segundo Chesnais (1999, pg 29-31), uma terceira fase da liberalização financeira ocorreu entre 1986 e 1995, com a desregulamentação dos mercados acionários e a incorporação das praças financeiras dos países ditos “emergentes”, da América Latina e países periféricos do Leste Asiático. É nesse período que tem início uma grande sucessão de crises financeiras, começando pelo *crash* das bolsas de 1987 e pela eclosão de uma

bolha especulativa no setor imobiliário, dois anos depois, levando à falência ou ao risco de falência vários bancos, principalmente no Japão e nos Estados Unidos.

Nos anos seguintes ocorreram ainda a crise mexicana de 1995 e a crise asiática de 1997 e 1998. Ainda neste ano ocorreram crises cambiais na Rússia, no Brasil e na Argentina. Em 2001 foi a vez do estouro da bolha das empresas americanas ligadas à informática e à internet. Todas essas crises foram marcadas pelo caráter altamente especulativo, com o preço dos ativos subindo e descendo descolados de variáveis reais, como a lucratividade das empresas, as taxas de crescimento dos países em questão e sua solvência externa.

A criação de mercados secundários para títulos de dívidas, a criação de mercados futuros e de opções e a desregulamentação dos mercados financeiros à entrada de capitais estrangeiros favoreceram a acumulação de capitais praticamente desvinculados da esfera produtiva. Estes capitais, incapazes de criar valor, conforme a teoria de Marx, configuram o “capital fictício”.

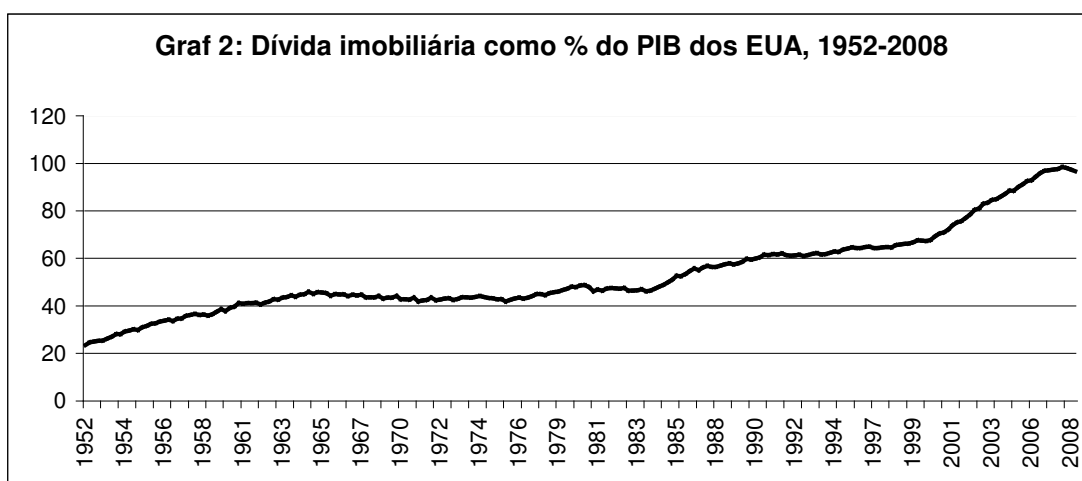
Segundo Clévenot (2008, pg 2-3), um regime de acumulação tem duas características essenciais: “a existência de coerências institucionais e a presença de uma coesão fundada sobre um compromisso distributivo permitindo uma reprodução do regime a médio prazo”. O autor (2008, pg 12) identifica no capitalismo americano contemporâneo uma coerência institucional, mas não capaz de sustentar um crescimento que não seja de curto prazo. Por outro lado, “pode-se então considerar que a conjuntura dos últimos vinte anos nos Estados Unidos não é o resultado aleatório da anarquia capitalista”.

Para superar essa contradição entre um conceito de um regime viável a médio prazo e as evidências de um regime viável a curto prazo, Clévenot (2008, pg 2) propõe que há um período curto de crescimento sustentado pelas finanças, um “regime de crescimento puxado pelas finanças: instável, excludente e sem capacidade de reprodução à longo prazo, ” apesar de permitir regular o que corresponde no âmbito regulacionista às pequenas crises”.

5) A recente crise financeira americana

A recente crise financeira americana se enquadra no ambiente institucional delineado acima, construído após a crise do fordismo. A emergência de um modelo de

crescimento centrado no endividamento das famílias, como o gráfico a seguir mostra, foi capaz de sustentar uma elevação do produto a curto prazo. A dívida imobiliária como porcentagem do PIB americano cresceu de pouco mais de 20%, no início da década de 1950, para cerca de 40%, no início da década seguinte. Flutuou entre 40% e pouco mais de 50% durante mais de três décadas, aumentando gradativamente na era das taxas de juros elevadas. No início da década de 1990 atingiu 60% do PIB. Nos dez anos seguintes a dívida teve um pequeno aumento, de cerca de dez pontos percentuais, começando os anos 2000 em cerca de 70% do PIB. Foram necessários apenas cerca de oito anos para que o endividamento saltasse do patamar dos 70% para praticamente 100% do PIB americano.



Fonte: www.economagic.com

Chesnais (2008a, pg 5-6) observa que a demanda necessária para dinamizar a economia americana não provém dos países emergentes, Índia, Brasil, China e Rússia, tampouco dos salários, que tem crescido pouco, nem das rendas distribuídas a acionistas e dirigentes. A mundialização dos fluxos de comércio e capital contribuiu para que o mercado de trabalho mundial se tornasse mais homogêneo, e o nível salarial passasse a ser nivelado por baixo. A recente expansão de demanda era alimentada pelo crédito, sustentando a subida do preço dos ativos patrimoniais e desconectando o consumo da renda disponível. Contrariamente ao que pode pensar o senso comum, os rendimentos em bolsa não são a principal fonte de aumento patrimonial das famílias americanas, e sim os ganhos obtidos pela compra e venda de imóveis. Por esta razão o FED optou por incentivar o setor imobiliário após a desaceleração do crescimento dos anos 2000 e 2001.

O mercado imobiliário é um dos mais importantes e seus ciclos causam importante impacto no comportamento da renda agregada. Entre 1990 e 1993, os preços dos imóveis declinaram, em decorrência da diminuição da demanda. A partir de 1994, os preços dos imóveis voltam a subir (GONTIJO, 2008, pg 6; SERRANO, 2008, pg 103).

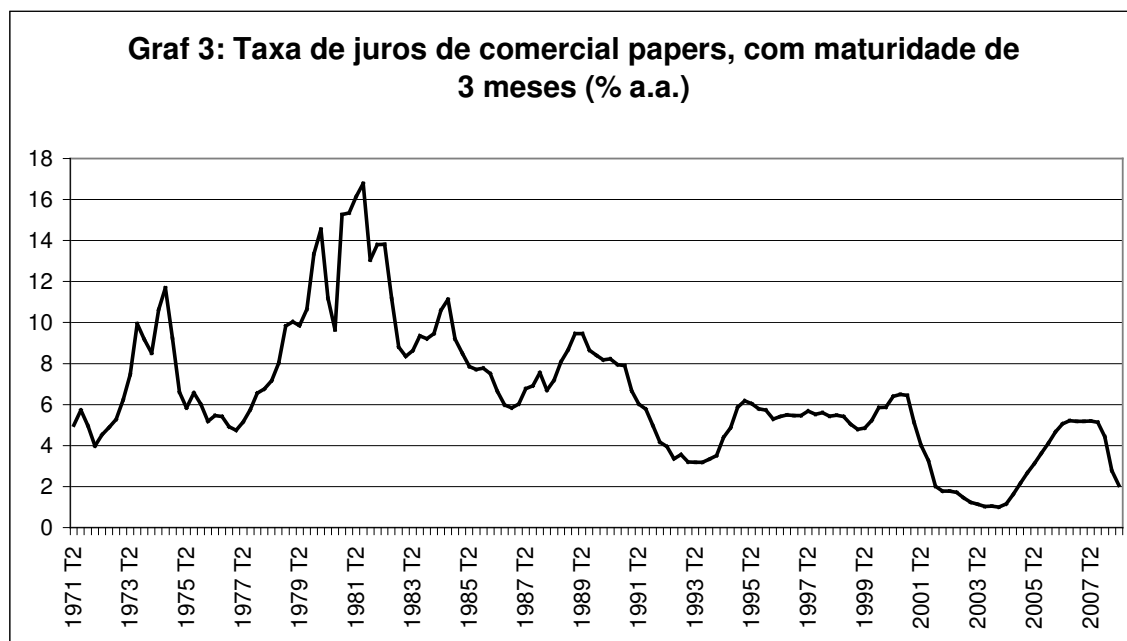
Serrano (2008, pg 103-106) identifica que “a maior parte dos ciclos econômicos dos Estados Unidos do pós-guerra segue o padrão ‘primeiro casas, depois carros, depois o investimento das empresas’ ”. Porém a diferença deste ciclo com relação aos demais foi a “expansão sem precedentes da securitização de empréstimos imobiliários, o que gerou fortes incentivos à expansão especulativa do crédito imobiliário, num ambiente de pouca supervisão das autoridades governamentais”.

Num contexto de achatamento salarial e instabilidade do emprego, a concentração de renda tornou-se perversa e a realização do sonho americano cada vez mais distante, senão uma mera ideologia para tornar mais aceitável a deterioração das condições sociais. De acordo com Jorion (2008), metade dos proprietários de imóveis americanos possuem apenas 10% do valor real de suas casas. A disparidade de renda é tanta que os 50% mais pobres da população possuem apenas 2,8% da riqueza nacional, enquanto os 1% mais ricos tem 32,7%. O sonho americano de propriedade de imóvel e carro é, “no melhor dos casos, um sonho, e no pior, um simples efeito de propaganda” (apud CHESNAIS, 2008a, pg 7).

Saturado o mercado de tomadores de empréstimos com baixo risco, teve início uma ampliação do empréstimo a tomadores com alto risco de *default*, estimulada pela generalização da desintermediação financeira. Saturado este último mercado, o preço dos imóveis começou a declinar. A profunda queda das bolsas no mundo inteiro e as fugas para o dólar, provocando desvalorizações cambiais, foram os primeiros sinais de propagação da crise, alimentados pelas divulgações de notícias sobre os prejuízos de instituições envolvidas com os créditos e títulos subprime.

Devemos buscar as causas da expansão vertiginosa do crédito hipotecário americano na estrutura financeira do país, especialmente após a mais recente desregulamentação estatal, que foi a eliminação, em 1999, do *Glass-Steagall Act*, de 1933, o qual proibia que bancos comerciais realizassem operações de bancos de investimento. Outra importante raiz da crise do *subprime* foi a rápida descida dos juros, como forma de

estímulo à economia, após o estouro da bolha das empresas “*dot.com*”, em 2000 e após os atentados de onze de setembro de 2001 (veja gráfico abaixo).



Fonte: FMI

A eliminação do *Glass-Steagall Act*, a securitização das hipotecas subprime e a criação de derivativos a partir desses primeiros títulos favoreceram a generalização do chamado risco sistêmico. Segundo a definição de Michel Aglietta (2004, pg 44-45), “o risco sistêmico não é uma justaposição de riscos individuais e independentes. É uma relação particular entre os comportamentos microeconômicos e estados macroeconômicos que resultam da interação desses comportamentos”. Em outras palavras, a diversificação e a comercialização dos ativos de risco, ao invés de gerar um ambiente de maior segurança, provoca o oposto, a generalização de um nível elevado de incerteza, devido à criação de uma maior interdependência dos agentes, através da pulverização do risco para mercados muito diferentes daquele onde foi originado⁵.

Segundo Gontijo (2008, pg 13-17), no fim da década de 1970, com o aumento das taxas de juros, muitos bancos e as *Saving & Loans*, que eram importantes financiadoras do mercado imobiliário, tiveram grande diminuição dos seus depósitos e estavam

⁵ Uma história mais detalhada do sistema financeiro habitacional americano encontra-se em Gontijo (2008, pg 10-14).

comprometidas com hipotecas de longo prazo e taxas fixas de juros. Em 1978 as S&L foram autorizadas a emitir hipotecas reajustáveis. Em 1980 o Congresso extinguiu a Regulação Q, que limitava as taxas de juros da poupança. Em 1982 o *St Germain Depository Institutions Act* as autorizou a pagar juros mais elevados para os depósitos, a tomar empréstimos junto ao FED, a realizar empréstimos comerciais, a emitir cartões de crédito e a operar no comércio de imóveis. As S&L expandiram suas operações. Na segunda metade da década de 1980 ocorre uma crise imobiliária e fecham-se centenas dessas instituições. O número de residências construídas decaiu, contribuindo para a recessão de 1990-1991. A securitização das hipotecas estimulou a ampliação das construções, no início da década de 1990. O preço dos imóveis cresceu em média, 2,3% ao ano, entre 1990 e 1995 e 6,4% a.a. entre 2000 e 2005. A securitização ocorre quando a instituição originadora do empréstimo emite títulos lastreados nas hipotecas, aumentando a alavancagem. Numa alavancagem de 20 vezes, uma perda de 5% já destrói o balanço da empresa. As S&L perdem participação no financiamento, enquanto os bancos e as agências mistas, como o *Freddie Mac*, *Fannie Mae* e a *Ginnie Mae* crescem a participação.

Borça Júnior e Torres Filho (2008, pg 6-8) observam que o preço dos imóveis chegou a triplicar entre 1997 e 2006, apoiados pelos juros baixos e a inclusão de tomadores de empréstimo com dificuldade de pagamento das parcelas, chamados de *subprime*⁶. Parte dos devedores ficou conhecida como *ninjas* (da sigla *no income, no job or asset* – sem renda, emprego ou ativo). Entre 2001 e 2003 o crédito *subprime* era de cerca de 8,5% das hipotecas realizadas no ano, em 2004 já era 18,5% dos empréstimos e em 2005 e 2006, 20%. Em 2001-2002, pouco mais de 50% dessas hipotecas eram securitizadas, volume que aumentou para mais de 80% em 2005-2006. As instituições financeiras eram originadoras e distribuidoras (O&D) de crédito e risco, ao concederem crédito e depois securitizá-lo.

Os empréstimos *subprime* eram operações, muitas vezes, de longo prazo. Havia empréstimos com 30 anos de maturação. E muitos se davam no formato 2/28 ou 3/27, em que os primeiros 2 ou 3 anos, respectivamente, eram de prestações baixas, com taxas de juros fixas. Terminado este período, cresciam os juros e as prestações. Porém, as taxas de juros baixas existentes no período e os preços em ascensão estimulavam a liquidação do

⁶ O termo significa fora das especificações de qualidade.

contrato antigo e a realização de um novo, que passaria novamente por um período inicial de parcelas pequenas (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2008, pg 10).

As instituições originadoras das hipotecas as transferiam para um único fundo de investimento, o *mortgage pool*. A partir daí emitiam-se cotas (*tranches*) de diferentes tipos, algumas com remuneração mais alta e risco maior e outras de menor risco e rendimento. As agências classificadoras de risco, *Standard and Poor's*, *Moody's* e *Fitch*, a partir de modelos estatísticos baseados no histórico de inadimplência, calculavam o risco associado a cada *tranche*. As cotas de menor risco, AAA, AA e A, eram vendidas diretamente no mercado. As de risco médio, B, BB e BBB, e as de maior risco eram reagrupadas, juntamente com outras dívidas, como financiamento de automóveis e dívidas de cartão de crédito, em derivativos que teoricamente possuiriam menor chance de prejuízo e recebiam melhor classificação (BORÇA JUNIOR e TORRES FILHO, 2008, pg 13-14).

O caráter de profecia autorealizada de subida de preço dos imóveis não duraria para sempre e, quando a diminuição da demanda ocorresse, uma crise tornava-se inevitável. A subida dos juros a partir de 2004 precipitou o declínio do setor. “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 do segundo trimestre de 2006. Já em maio de 2008, os preços haviam sofrido uma desvalorização de 18,4%”. Há um forte incentivo para liquidar a dívida entregando o imóvel, *walk away* (GONTIJO, 2008, pg 24).

A crise teve início em 2007, após o declínio da demanda por residências, iniciada em 2005, e a dificuldade de pagamento dos devedores após a desvalorização dos imóveis. Em 2008 a crise torna-se mais grave. Borça Júnior e Torres Filho (2008, pg 3-4) identificam a seguinte sequência de eventos como marcos do aprofundamento da crise:

- 1) o crédito de US\$ 30 bilhões concedido pelo FED ao *JP Morgan Chase* para a aquisição do *Bear Stearns*, quinto maior banco de investimento americano, como um sinal do agravamento da crise, já em março. Foi uma importante guinada, pois marca o início da intervenção do FED em bancos de investimento e não só em bancos comerciais;

- 2) Em meados de julho a *Freddie Mac* e a *Fannie Mae*, responsáveis por cerca de 40% das hipotecas, apresentaram profundos problemas de liquidez e receberam ajuda de cerca de 200 bilhões de dólares do FED;

3) Em setembro o quarto maior banco de investimento americano, o *Lehman Brothers*, entra com pedido de falência. A decisão do FED de não intervir neste caso propagou insegurança e pânico ao mercado financeiro americano e internacional, sendo considerado o principal marco para o agravamento da crise.

Em seguida ocorrem algumas intervenções, como na AIG, que tem 80% de suas ações compradas pelo governo norte-americano. Ocorreram também algumas fusões, como a compra do *Merrill Lynch* pelo *Bank of America* e do *Washington Mutual* pelo *JP Morgan*. O governo americano propôs um pacote de 700 bilhões de dólares para a compra de títulos podres em poder das instituições financeiras. O clima de protesto da opinião pública e dos congressistas em torno do pacote tornou difícil sua aprovação em um primeiro momento. O pacote foi modificado e depois aprovado, porém a desconfiança e dificuldade de obtenção de crédito se espalharam para as mais diversas praças financeiras do mundo. Diminuiu a liquidez do sistema financeiro, a confiança dos consumidores e a demanda. Demissões foram anunciadas em diversas empresas. A retração da atividade econômica já foi observada nos dois últimos trimestres em diversos países, como EUA, Inglaterra e Alemanha.

Conclusão

Segundo a perspectiva adotada pela Teoria Francesa da Regulação, por autores como Aglietta e Chesnais, houve um surto de crescimento nos EUA apoiado nas finanças e no endividamento das famílias, impossível de ser mantido a médio prazo.

A abertura comercial e a redistribuição de renda desfavorável aos assalariados não foi motivo suficiente para a diminuição do consumo. Este foi financiado pela expansão do crédito, estimulada pelas possibilidades de desintermediação financeira, que torna tênue a ligação entre as instituições originadoras de crédito e os demandantes.

Deste modo, os trabalhos regulacionistas propõem uma reconstrução da arquitetura institucional. Mudanças devem ser feitas para assegurar uma melhor distribuição de renda, uma inserção internacional que desestimule a concorrência predatória sobre os trabalhadores – proveniente dos novos países industrializados, como a China – e um maior controle sobre o crédito e o capital financeiro. Deve-se diminuir as possibilidades de

securitização de dívidas, a fim de restringir a propagação do risco sistêmico e tornar mais difícil a ocorrência de crises financeiras como a que o mundo está passando.

Bibliografia

AGLIETTA, Michel. **Regulation y Crisis del Capitalismo**. Madrid, Siglo Veintiuno Editores, 1979.

AGLIETTA, Michel. **Macroeconomia financeira**. São Paulo, Loyola, vol 2, 2004.

BORÇA JÚNIOR, Gilberto Rodrigues e TORRES FILHO, Ernani Teixeira. **Analisando a crise do subprime**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 15, N. 30, Dez. 2008.

BOYER, Robert. **A Teoria da Regulação**: uma análise crítica. São Paulo, Nobel, 1990.

BOYER, Robert; Saillard Yves (eds). **Théorie de la régulation**. L'état des savoirs, Paris, La découverte, collection Recherches, 2002a.

BOYER, Robert. **La croissance début de siècle**: De l'octet au gène, Paris, Albin Michel, 2002b.

BOYER, Robert. **Théorie de la régulation**, vol 1. Les fondamentaux, Paris, La découverte, collection Repères 2004.

CHESNAIS, François (coord). **A mundialização financeira**: gênese, custos e riscos. São Paulo, SP: Xamã, 1999.

CHESNAIS, François. **Até onde irá a crise financeira**. Primeiro dossiê de textos marxistas sobre a crise mundial, Brasil, SEP, 2008a.

CHESNAIS, François. **El fin de un ciclo. Alcance y rumbo de la crisis financiera**, Primeiro dossiê de textos marxistas sobre a crise mundial, Brasil, SEP, 2008b.

CORIAT, B. **Pensar pelo Averso** – o modelo japonês de trabalho e organização. Rio de Janeiro, ed. Da UFRJ/Revan, 1994.

GLYN, Andrew; HUGES, Alan; LIPIETZ, Alain; SIGH, Ajit. **The rise and fall of the golden age**. In: MARGLIN, Stephen; SCHOR, Juliet. The golden age of capitalism: reinterpreting the postwar experience. Oxford, Clarendon Press, 1991.

GONTIJO, Cláudio. **Raízes da crise financeira dos derivativos subprime**. Texto para discussão n 342, Belo Horizonte, UFMG/Cedeplar, 2008.

GRAMSCI, Antônio. **Americanismo e Fordismo**. In: GRAMSCI, Antônio. **Maquiavel, a Política e o Estado Moderno**, Rio de Janeiro, ed. Civilização Brasileira, 3ª edição, 1978.

HARVEY, David. **Condição pós-moderna**: uma pesquisa sobre as origens da mudança cultural. São Paulo: Loyola, 2005.

JORION, Paul. **Vers la crise du capitalisme américain?** Paris, La Découverte, 2007.

MARX, Karl. **O capital**. livro 3, vol. IV e V. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

MICKAËL, Clévenot. **Les difficultés à nommer le nouveau régime de croissance**. Revue de la régulation, n°3/4, segundo semestre de 2008.

SERRANO, Franklin. **A economia americana, o padrão 'dólar-flexível' e a expansão mundial nos anos 2000**, in José Luiz FIORI, Franklin SERRANO e Carlos MEDEIROS, **O mito do colapso do poder americano**, Editora Record, Rio de Janeiro, 2008.

WOMACK, James; JONES, Daniel e ROOS, Daniel. **A Máquina que mudou o Mundo**. Rio de Janeiro, Campus, 1992.