

O novo capitalismo dos gerentes de dinheiro* e a crise financeira global**

Money manager capitalism and the global financial crisis

L. RANDALL WRAY | wrayr@umkc.edu

Professor de Economia e Diretor de Pesquisa do Centro pelo Pleno Emprego e Estabilidade de Preços na Universidade do Missouri — Kansas City e Pesquisador Sênior no Instituto Levy de Economia no Bard College, Nova Iorque, Estados Unidos.

Tradução de Bruno Negreiros Conceição | brunonegreiros@gmail.com
Mestrando em Economia Política Internacional pela UFRJ, Brasil.

Revisão técnica de Daniel Negreiros Conceição | danielnconceicao@gmail.com
Doutorando em Economia pela Universidade do Missouri em Kansas City, Estados Unidos.

Resumo Este artigo aplica a abordagem de Hyman Minsky para fornecer uma análise das causas da crise financeira mundial. Em vez de encontrar as origens da crise nos acontecimentos mais recentes, o presente trabalho associa a crise a uma transformação de mais longo prazo ocorrida na economia global que a partir da estrutura financeira robusta que existia na década de 1950, acabou por se transformar na frágil estrutura perce-

* Nota do revisor: Foi opção do revisor técnico traduzir o termo "money manager capitalism" para o português como "capitalismo dos gerentes de dinheiro" e não "capitalismo do dinheiro gerido" ou algo semelhante. Entendeu-se que o objetivo de Hyman Minsky ao cunhar o termo utilizado aqui por Randall Wray tenha sido descrever a nova fase do capitalismo moderno em que grandes fundos financeiros são geridos por administradores financeiros profissionais com o objetivo único de maximizar retornos financeiros de curtíssimo prazo. Desta forma, gestores financeiros profissionais tradicionalmente reconhecidos como tais ou executivos de empresas e/ou instituições financeiras podem ser igualmente denominados de "gerentes de dinheiro" se tomarem suas decisões de compra e venda de ativos financeiros motivados principalmente pela realização do maior retorno financeiro possível no curtíssimo prazo. No artigo em questão é argumentado que este comportamento por parte dos chamados "gerentes de dinheiro" foi um fator crucial para produzir o colapso financeiro de 2008 e a subsequente crise econômica. Assim, escolheu o revisor técnico traduzir o termo "money manager capitalism" como "capitalismo dos gerentes de dinheiro" de modo a deixar evidente o papel crucial deste grupo de atores econômicos na formação de flutuações e tendências de economias capitalistas modernas.

** Este artigo é baseado em uma atualização de "Colapso nos Mercados Financeiros: o que podemos aprender a partir de Minsky", e "A Bolha do Mercado de Commodities: Capitalismo dos Gerentes do Dinheiro e a Financeirização das Commodities", ambos publicados por Levy Economics Institute e disponíveis em www.levy.org.

bida no início da crise atual. Como disse Minsky, “a estabilidade é desestabilizadora”: a relativa estabilidade da economia no início do período pós-guerra foi o que fomentou esta transformação da economia. Hoje, a crise está enraizada no que ele chamou de “capitalismo dos gerentes de dinheiro”, a atual fase do capitalismo dominada por fundos altamente alavancados buscando o máximo retorno possível em um ambiente que sistematicamente subestima os riscos. Com pouca regulação ou supervisão das instituições financeiras, estes gerentes de dinheiro conceberam instrumentos financeiros cada vez mais esotéricos que rapidamente se espalharam por todo o mundo. Aqueles que participam deste jogo financeiro são bem recompensados com altos retornos, pois os financiamentos altamente alavancados pressionam os preços dos ativos subjacentes. Uma vez que cada colapso financeiro subsequente elimina apenas uma fração deste “dinheiro gerenciado”, um novo *boom* inevitavelmente surge. Talvez, a crise financeira atual revelar-se-á como o momento final desta fase do capitalismo — a fase dos gerentes de dinheiro. Evidentemente, ainda é cedo para especular sobre que forma o capitalismo tomará. Neste trabalho, irei apenas esboçar brevemente algumas das implicações teóricas que orientam a elaboração de políticas econômicas. **Palavras-chave** Hyman Minsky, capitalismo dos gerentes de dinheiro, crise financeira, hipótese da instabilidade financeira, *securities*, recebíveis securitizados, mercados futuros de commodities.

Abstract This paper applies Hyman Minsky's approach to provide an analysis of the causes of the global financial crisis. Rather than finding the origins in recent developments, this paper links the crisis to the long term transformation of the economy from a robust financial structure in the 1950s to the fragile one that existed at the beginning of this crisis. As Minsky said, “stability is destabilizing”: the relative stability of the economy in the early postwar period encouraged this transformation of the economy. Today's crisis is rooted in what he called “money manager capitalism”, the current stage of capitalism dominated by highly leveraged funds seeking maximum returns in an environment that systematically under-prices risk. With little regulation or supervision of financial institutions, money managers have concocted increasingly esoteric instruments that quickly spread around the world. Those playing along are rewarded with high returns because highly leveraged funding drives up prices for the underlying assets. Since each subsequent bust only wipes out a portion of the managed money, a new boom inevitably rises. Perhaps this will prove to be the end of this stage of capitalism—the money manager phase. Of course, it is too early to even speculate on the form capitalism will take. I will only briefly outline some policy implications. **Keywords** Hyman Minsky, money manager capitalism, financial crisis, financial instability hypothesis, asset backed securities, commodities futures markets.

Introdução

No início de 2009, o mundo se defrontou com a pior crise econômica desde 1930. Até mesmo economistas do *mainstream* começaram a falar sobre a possibilidade de uma depressão. Referências à teoria e política keynesiana agora são comuns, e apenas os mais ferrenhos defensores do liberalismo econômico continuam argumentando contra o aumento maciço dos gastos do governo para amortecer o colapso e re-regulação para evitar futuras crises. Nos últimos meses de 2008, observou-se o aumento significativo do desemprego nos EUA e em outros

países, e poucos acreditam que a recuperação se iniciará em breve, mesmo com o estímulo do pacote fiscal aprovado pelo Presidente Obama. Variadas explicações para as causas da crise têm sido oferecidas: regulação e supervisão frouxa, o aumento da desigualdade de renda que incentivou famílias a contrair empréstimos para apoiar as despesas, ganância e exuberância irracional, e o excesso de liquidez mundial impulsionado pela política de dinheiro fácil nos EUA e pelos déficits em conta corrente dos EUA que inundaram o mundo com dólares em excesso.

O trabalho de Hyman Minsky tem recebido uma atenção sem precedentes, com muitos chamando de “Momento Minsky” ou “Crise Minskyana” o momento atual (Cassidy 2008, Chancellor 2007, McCulley 2007, Whalen 2007). Neste artigo, não abordarei todas as explicações alternativas da causa desta crise. Em vez disso, tentarei fornecer uma análise “minskyana” mais cuidadosa do que a explicação superficial que muitos têm oferecido. Não devemos ver isso como um “momento” que tenha resultado dos eventos mais recentes. Pelo contrário, tal como foi argumentado por Minsky há quase cinquenta anos, o que temos visto é um processo lento de transformação do sistema financeiro que aumentou sua fragilidade com origem bastante antiga. Nos últimos anos que precederam sua morte em 1996, Minsky desenvolveu uma abordagem em “fases” para explicar esta evolução, identificando a fase atual como “capitalismo dos gerentes de dinheiro”. Este artigo centrar-se-á no papel que os gestores do dinheiro desempenharam na criação desta crise. É essencial reconhecer que houve uma longa série de crises, e a tendência tem sido que tais crises sejam cada vez mais graves e mais frequentes: crise dos Fundos de Investimento Imobiliário no início dos anos 1970; dívida dos países latinos em desenvolvimento, no início de 1980, crise do mercado de imóveis comerciais, crise das *junk bonds* e a crise das caixas econômicas (crise das *Savings and Loans*, ou S&L) nos EUA (que gerou crises bancárias em muitas outras nações), na década de 1980; *crash* das bolsas em 1987 e novamente em 2000, com o estouro da bolha das empresas “.com”; o colapso japonês desde o início dos anos 1980; a falência da gigante LTCM, a crise da moratória da Rússia e as crises da dívida na Ásia no final dos anos 1990; e assim por diante. Até a crise atual, cada uma destas foi resolvida (algumas mais dolorosamente do que outras e pode-se argumentar que o Japão nunca resolveu com êxito sua crise) com alguma combinação de atuação de banco central ou instituição internacional (FMI, Banco Mundial), mais uma intervenção de salvamentos fiscais (muitas vezes tomando a forma de gastos de última instância pelo Tesouro americano para revigorar a economia e para manter as importações americanas).

Minsky sempre insistiu que havia duas proposições essenciais de sua “hipótese de instabilidade financeira” (Ver Papadimitriou & Wray 1998 para um resumo da abordagem de Minsky). O primeiro é a existência de dois “regimes” financeiros — um consistente com a estabilidade e outro no qual a economia fica sujeita a instabilidade. A segunda proposição é a de que a “estabilidade é desestabilizadora”, ou seja, processos endógenos tendem a tornar sistemas estáveis em sistemas cada vez mais instáveis. Enquanto Minsky é mais notório por sua análise de momentos de crise, o argumento central de sua teoria é que na verdade a mais poderosa força em uma economia capitalista moderna opera na direção oposta das crises — em direção a *booms* especulativos, na ausência de constrangimentos. A crise atual é uma conseqüência natural destes processos — uma explosão insustentável dos preços imobiliários, dívidas hipotecárias e posições alavancadas em *securities* colateralizadas em conjunção com uma similar explosão insustentável do preço das commodities. Diferentemente de algumas explicações populares para as causas do colapso, Minsky não culparia a “exuberância irracional” ou “manias” ou “bolhas”. Aqueles que produziram o boom comportaram-se de modo perfeitamente “racional”, pelo menos de acordo com o “modelo do modelo” que eles desenvolveram para guiar seus comportamentos.

Seguindo Hyman Minsky, o argumento aqui defendido é que a culpa para a crise atual é do capitalismo dos gerentes de dinheiro — sistema econômico caracterizado por fundos altamente alavancados buscando retornos máximos em um ambiente que sistematicamente subestima os preços do risco. Com pouca regulamentação ou supervisão das instituições financeiras, gestores de dinheiro conceberam, cada vez mais, esotéricos instrumentos financeiros que rapidamente se espalharam por todo o mundo. Contrário ao que prevê a teoria econômica dominante, os mercados incentivam a tomada de risco em excesso e punem os cautelosos. Aqueles que jogam conforme o mercado são recompensados com altos retornos, porque financiamentos altamente alavancados pressionam os preços dos ativos subjacentes — sejam eles ações de empresas ponto-com, casas em Las Vegas, ou toneladas de milho no mercado de futuros. Uma vez que cada colapso financeiro subsequente apenas destrói uma porção do dinheiro gerido, um novo *boom* inevitavelmente surge. No entanto, esta crise atual é tão grave que provavelmente além de destruir uma parte considerável dos fundos, já deixou em completo descrédito os gestores de dinheiro. Neste momento, parece improvável que os “negócios como de costume” tornem a ser realizados sem que o “costume” seja revisto. Talvez este se revele o fim desta etapa do capitalismo — a fase dos gerentes de dinheiro. Evidentemen-

te, é ainda muito cedo para se especular sobre que forma o capitalismo irá tomar. Vou apenas brevemente esboçar algumas implicações sobre política econômica.

A decadência do sistema bancário e a ascensão dos gerentes de dinheiro

Ocorreu no mundo desenvolvido uma transição gradual de um relativamente bem regulado setor bancário na direção de instituições financeiras “de livre mercado”. Esta transformação é mais evidente nos EUA, onde foram separados os bancos comerciais (empréstimos e depósitos) dos bancos de investimento (leque mais vasto de instrumentos financeiros, incluindo investimentos em ações e *securities*). Duas décadas atrás, houve muita discussão sobre os benefícios do modelo de “bancos universais” adotado em alguns países (Alemanha, Japão), e ocorreu algum movimento nos EUA nesse sentido. No entanto, de muito maior importância foi o desenvolvimento do modelo “originar para distribuir” mais bem representada pela de securitização, e da utilização de operações “não incluídas no balanço contábil”.¹ Ironicamente, o esforço para aumentar a segurança e solidez do sistema financeiro global através da criação de normas internacionais, tal como as adotadas no Acordo da Basiléia, acabaram incentivando esta evolução — que como sabemos agora aumentou significativamente as chances de risco sistêmico. Focarei aqui na evolução dentro dos EUA, embora em menor grau tenha ocorrido também uma transformação semelhante em outras nações desenvolvidas. Isto não é surpreendente, dada a importância dos EUA na economia mundial e uma vez que ideias semelhantes orientaram as decisões de elaboradores de políticas econômicas e gestores de instituições financeiras em todo o mundo.

A prática moderna de securitização de hipotecas de casas começou no início de 1980. Embora o processo de securitização seja geralmente apresentado como uma inovação tecnológica que surgiu como iniciativa do setor privado para diluir e melhor distribuir risco, na realidade — como Minsky (1987) argumentou — foi uma resposta à política iniciada pelo presidente do Fed Paul Volcker em 1979 (Ver também Kuttner 2007). Neste período se ensaiou o famoso experimento monetarista, durante o qual o Fed supostamente buscou controlar o crescimento de agregados monetários para diminuir a inflação, forçando a taxa básica de juros

1 Nota do revisor técnico: Do inglês “off-balance sheet” operations.

acima de 20% (Wray 1994). Sob o novo regime de políticas monetárias, nenhuma instituição financeira poderia dar-se ao luxo de manter entre seus ativos hipotecas de longo prazo que rendessem baixas taxas de juros fixas. Assim, os reguladores e supervisores “permitiram” que bancos e caixas econômicas até então bem regulados perseguissem atividades de maior retorno e risco. Não há necessidade de recontar os sórdidos detalhes desse fiasco (Wray 1994; Black 2005). No entanto, a consequência de longo prazo foi o reconhecimento de que o “mercado” de hipotecas deveria mudar, com bancos e caixas econômicas retirando ativos de seus balanços contábeis através da securitização.

Minsky (1987) foi um dos poucos estudiosos que entendeu o verdadeiro efeito potencial do processo de securitização. A princípio, todas as hipotecas (na verdade, quase todos os ativos bancários) poderiam ser enquadradas numa variedade de classes de risco, com preços diferenciados para cobrir o risco. Investidores passaram a poder selecionar o *trade-off* desejado entre retorno e risco. Instituições financeiras passaram a receber taxas pelos serviços de geração dos empréstimos, pela avaliação dos riscos, e por intermediar os serviços das dívidas hipotecárias. Wall Street passou a negociar as obrigações de débitos colateralizadas (CDOs²), dividindo e distribuindo-as conforme as necessidades dos investidores. O processo de securitização contribuiu para uma aparente democratização do acesso ao crédito e o acesso à casa própria aumentou para níveis recordes durante a última década. Além disso, inicialmente a aparência era que os bancos comerciais e bancos de poupança haviam se protegido contra as perdas produzidas por flutuações não previstas das taxas de juros.

Minsky (1987) argumentou que a securitização refletiu dois desenvolvimentos complementares. Primeiro, foi parte da globalização financeira, pois o processo de securitização criou ativos libertos de fronteiras nacionais. Conforme Minsky gostava de apontar, a incomparável expansão livre de depressão ocorrida pós II Guerra Mundial no mundo desenvolvido (e em boa parte do mundo em desenvolvimento) criou uma massa mundial de dinheiro gerenciada por agentes sedentos por retornos financeiros imediatos. Hipotecas foram empacotadas em *securities* e atraíram investidores globais que tentavam alcançar a proporção desejada de ativos denominados em dólar. Não seria surpresa para Minsky descobrir que o valor das hipotecas americanas securitizadas eventualmente ultrapassou o valor do mercado global de títulos governamentais.

O segundo desenvolvimento é relativo ao declínio da importância dos bancos em favor dos “mercados financeiros”. (A participação dos bancos em todos os ativos financeiros diminuiu de 50% nos anos 1950 para cerca de 20% nos anos 1990). Isto foi encorajado pelo experimento monetarista (que dizimou a porção regulada do setor, favorecendo “mercados” relativamente desregulados), mas também foi pela erosão contínua da porção da esfera financeira alocada aos bancos por leis, regulações e tradição. O crescimento da competição em ambas as pontas das atividades bancárias — depósitos de conta corrente em instituições financeiras não bancárias poderiam pagar taxas de juros de mercado; e o aumento de notas promissórias comerciais no mercado permitiu que firmas pudessem ignorar os bancos comerciais quando buscassem empréstimos — reduziu muito a rentabilidade dos bancos. Minsky (1987) observou que os bancos parecem requerer um diferencial (*spread*) de cerca de 450 pontos base entre as taxas de juros recebidos de seus ativos menos aquilo pago sobre as suas obrigações. Isto cobre a taxa normal de retorno sobre o capital, acrescido da “taxa” perdida pelos bancos por serem forçados a manter reservas entre seus ativos (reservas são ativos não remunerados), e os custos de oferecer seus serviços aos seus clientes. Em contraste, os mercados financeiros podem operar com diferenciais de juros (*spreads*) muito mais baixos precisamente porque são isentos do compulsório bancário, requisitos de reserva de capital impostos por regulação, e grande parte dos custos gerados pelo atendimento que os bancos oferecem a seus clientes.

Para restabelecer a rentabilidade no rescaldo do monetarismo, bancos continuariam a receber uma taxa pela geração de empréstimos, mas ao repassarem as hipotecas para outras entidades e se livrarem delas em seus balanços contábeis poderiam escapar dos compulsórios de reserva e de capital. Bancos de investimento compraram e empacotaram as hipotecas para, em seguida, as venderem como *securities* a investidores. Conforme Minsky (1987) argumentou, bancos de investimento pagavam agências de *rating* para abençoar as *securities* e contratavam economistas para desenvolver modelos que demonstrassem que os juros ganhos mais do que compensariam os riscos assumidos. Avaliadores de risco respeitados e economistas serviram como “reforços de crédito” e contribuíram para que fossem superestimados o valor e a segurança de tais investimentos garantindo que a probabilidade de *defaults* nas hipotecas *subprime* seriam pouco diferentes de hipotecas convencionais — de modo que *securities* apoiadas em hipotecas *subprime* pudessem receber a classificação de grau de investimento exigida pelas seguradoras e fundos de pensões. Posteriormente, outros “reforços de crédito” foram acrescentados aos

2 Nota do revisor: Do inglês “collateralized debt obligations”.

títulos imobiliários, tais como grandes penalidades por pagamentos antecipados e garantias de recompra em caso de perdas de capital devido a taxas de delinquência e falência inesperadamente elevadas — este último elemento se tornou importante quando se deflagrou a crise, porque os riscos retornaram aos bancos, devido a estas garantias. Outro “reforço de crédito” desempenhou um papel essencial — o seguro de títulos, vendidos pela MBIA (a maior seguradora do mundo), AMBAC, FGIC Corp, e CFGIC. Sem seguros baratos e acessíveis, e sem a avaliação de crédito tão favorável oferecida às seguradoras, o mercado de hipotecas securitizadas não teria atingido a dimensão enorme que atingiu (Richard e Gutscher 2007). Logo que a crise se abateu, as seguradoras foram rebaixadas, o que automaticamente levou à reclassificação negativa dos títulos — um belo ciclo vicioso.

O problema é que a estrutura de incentivos era uma receita certa para criar enormes problemas. Ao fim da crise do mercado acionário de 2000, os investidores buscaram fontes alternativas de lucros. A política de juros baixos do Fed implementada por Greenspan fez com que mercados de títulos de curto prazo tradicionais não pudessem mais oferecer retornos adequados. Investidores ansiavam por riscos e retornos maiores, e os agentes hipotecários lhes ofereceram as hipotecas *subprime* e outros “produtos acessíveis” similares, com análise de crédito cada vez menos cuidadosa e exigências cada vez menos rígidas. Corretoras foram generosamente recompensadas por induzir mutuários a aceitar condições desfavoráveis que aumentassem o valor das *securities*. Novos e arriscados tipos de hipotecas — ARMs³ híbridas (com taxas de juros ajustáveis), por exemplo, que ofereciam sedutoras taxas reduzidas por dois ou três anos para serem depois reajustadas para taxas bem mais altas — foram empurradas a mutuários.⁴ Alan Greenspan, então presidente do Fed, deu aval favorável a tais práticas, defendendo que compradores de residências contraíssem empréstimos hipotecários com taxas ajustáveis.

Como os corretores não manteriam as hipotecas entre seus ativos, havia pouca razão para se preocupar com a capacidade dos mutuários de pagar. Na

3 Nota do revisor: Do inglês “adjustable rate mortgages”.

4 De acordo com uma análise de empréstimos *subprime* no valor de US \$ 2,5 trilhões, realizada para o *Wall Street Journal*, a maioria das pessoas que obtiveram empréstimos *subprime* poderia ter sido qualificada para empréstimos sob melhores condições. Por exemplo, em 2006, 61% dos mutuários *subprime* tinham pontuação de histórico de crédito alta o suficiente para obter empréstimos convencionais. Porque os corretores eram recompensados para persuadir os mutuários a assumir taxas de juro mais elevadas do que aquelas a que eles poderiam ser qualificados, houve uma forte pressão para evitar empréstimos convencionais com taxas mais baixas (Brooks e Simon, 2007). Isso também pode explicar porque corretores aceitaram pouca documentação dos mutuários.

verdade, uma vez que os bancos, caixas econômicas e corretores hipotecários passaram a depender de renda originada pela taxas cobradas pelos serviços, ao invés dos juros, seu objetivo se tornou originar o maior número de hipotecas que fosse possível. Intencionalmente, os “produtos de acessibilidade” não eram necessariamente acessíveis — no final da carência, a hipoteca teria de ser refinanciada, gerando penalidades de pagamentos antecipados e mais taxas de serviços para os originadores, *securitizadores*, detentores das *securities*, e todos os outros na cadeia alimentar financeira do mercado hipotecário. O destino dos mutuários de casas próprias foi selado pela “reforma” das leis de falência que tornaram virtualmente impossível se livrar de dívidas hipotecárias — outro belo “reforço de crédito” oferecido pelo Congresso.

A combinação de incentivos para aumentar a geração de empréstimos somados aos “reforços de crédito” eliminou virtualmente qualquer relutância dos investidores à compra de *securities* garantidas pelas mais arriscadas dívidas hipotecárias. Enquanto os bancos comerciais baseavam as decisões de oferecer ou não empréstimos nas características relevantes do mutuário (como renda, histórico de crédito, ativos), o novo regime apareceu para oferecer uma quase infinita oferta de crédito hipotecário impessoal sem necessidade de avaliar a capacidade de repagamento do mutuário. Em vez disso, modelos quantitativos com base em dados históricos relativos ao padrão das taxas de inadimplência de mutuários supostamente semelhantes viriam substituir o oneroso relacionamento interpessoal desenvolvido pelos bancos comerciais, aumentando a eficiência e reduzindo custos e conseqüentemente o *spread* das taxas de juro (Kregel 2007). Hipotecas arriscadas foram empacotadas e os pacotes divididos em uma variedade de fatias⁵ para satisfazer os diferentes perfis de risco-retorno desejados pelos investidores. Fatias seniores seriam pagas em primeiro lugar; fatias juniores, que não eram classificadas como *investment grade* pelas agências de *rating* podiam ser vendidas para *hedge funds*. Detentores de fatias juniores receberiam seus pagamentos apenas depois que todos os pagamentos tivessem sido recebidos pelos detentores de fatias seniores. (Incrivelmente, fatias juniores podiam ser empacotadas *uma segunda vez*, e até mesmo uma terceira vez, e separadas em parcelas seniores e juniores — transformando o mais arriscado lixo financeiro em fatias seniores classificadas como *investment grade* pelas agências de *rating*.)

5 Uma fatia ou *tranche* é uma de muitas parcelas de séries de pagamentos geradas por instrumentos financeiros. No caso de recebíveis hipotecários securitizados, as *securities* foram separadas em *junior* e *senior tranches*.

Em resumo, em 2000, a transformação fundamental da natureza do mercado de financiamento imobiliário havia se completado com aquele mercado tendo se transformado num sistema extremamente frágil. O crescimento do processo de securitização produziu um tremendo aumento das taxas de alavancagem — tipicamente, pelo menos, de 15 para 1, e às vezes, muito maior — com os proprietários (por exemplo, *hedge funds*) investindo muito pouco do seu próprio dinheiro enquanto emitiam *commercial papers* potencialmente voláteis ou outros títulos para o financiamento da aquisição de *securities*.⁶ Um ciclo virtuoso foi criado ao longo da década de 1990 que levou à expansão e posterior colapso. A estabilidade econômica incentivou inovações financeiras que “esticaram a liquidez” na terminologia de Minsky; o aumento da concorrência levou as instituições financeiras a aumentarem as suas taxas de alavancagem, aumentando a disponibilidade de crédito. Isto ocorreu porque para um determinado valor de perdas esperadas, uma maior alavancagem aumenta o retorno sobre o capital. Com crédito fácil, os preços dos ativos podiam ser pressionados, e a subida dos preços incentivou ainda mais a inovação e a concorrência para aumentar ainda mais a alavancagem. Inovações expandiram a oferta de empréstimos, impulsionando a compra de imóveis e pressionando os preços residenciais, o que aumentou o tamanho dos empréstimos hipotecários e justificou a crescente alavancagem (relação entre o valor do empréstimo e o valor do imóvel financiado e a razão entre o valor do empréstimo e a renda do mutuário) uma vez que as casas poderiam sempre ser refinanciadas ou vendidas mais tarde a preços mais elevados se problemas aparecessem. O ciclo virtuoso assegurou que o sistema financeiro iria se mover ao longo das estruturas que Minsky definiu como *hedge*, especulativa e finalmente de Ponzi — estrutura esta que exige apreciação constante do preço do ativo para a sua validação. Na verdade, o ciclo virtuoso fez a tomada da posição de Ponzi praticamente inevitável.

O novo modelo financeiro “originar para distribuir” é muito menos sujeito ao controle através de políticas econômicas, e é também menos passível de ser assistido quando as coisas correm mal. Em vez de uma indústria regulamentada

6 Como Chancellor (2007) relata, técnicas de gestão de riscos modernas utilizam a volatilidade histórica como uma *proxy* para o risco. Com quedas na volatilidade, o risco presumidamente cai, o que induz o aumento das taxas de alavancagem pelos gestores financeiros. O período de prolongada estabilidade chamado de “a grande moderação”, por Bernanke (2004) sugeriu a gerentes de dinheiro que a volatilidade persistiria permanentemente reduzida e, portanto, uma maior taxa de alavancagem passou a ser considerada prudente. Chancellor relata que um certo *hedge fund* com apenas US \$ 10 milhões de fundos próprios conseguiu alavancar até US \$ 850 milhões de obrigações hipotecárias colateralizadas — uma razão de alavancagem de 85-1.

de perto, o mercado hipotecário tornou-se uma atividade majoritariamente pouco supervisionada, altamente alavancada e especulativa. A fase Ponzi acabaria apenas se as taxas de juros subissem ou se os preços de imóveis parassem de subir. Naturalmente, ambos os eventos foram inevitáveis estando, na verdade, ligados dinamicamente uma vez que a elevação dos juros pelo Fed abrandou a especulação, atenuando a pressão sobre os preços imobiliários e aumentando os diferenciais (*spread*) de risco. Quando as perdas no mercado de hipotecas *subprimes* começaram a exceder as expectativas baseadas nos dados históricos, os preços das *securities* começaram a cair. Os problemas se espalharam para outros mercados, incluindo os fundos mútuos do mercado de títulos de curto prazo e do mercado de *commercial papers*, e os bancos se tornaram cada vez mais relutantes em emprestar mesmo por curtos períodos. Com as grandes razões de alavancagem, gestores de dinheiro enfrentaram perdas enormes muito superiores a seus capitais, e começaram a se desalavancar vendendo seus ativos, deprimindo ainda mais os preços.

Com o colapso do mercado subprime, o medo se espalhou para outros mercados de títulos apoiados em ativos, incluindo o dos empréstimos para compra de imóveis comerciais e até títulos emitidos por governos municipais. Agentes do mercado perceberam que havia sérios problemas sistêmicos com as classificações de risco dadas pelas agências de *rating*. Além disso, eles perceberam que se *securities* lastreadas em hipotecas (e outras *securities* lastreadas em ativos diversos) e até títulos de municipalidades eram mais arriscados do que se pensava anteriormente. Logicamente, as seguradoras teriam mais prejuízos do que o previsto. Assim, as agências de *rating* rebaixaram a classificação de crédito das instituições seguradoras. Como a saúde financeira das seguradoras foi posta em cheque, o seguro que garantia os recebíveis hipotecários securitizados deixou de ser confiável — e as classificações de risco das *securities* e títulos foram rebaixadas. Em muitos casos, os bancos de investimento haviam comprado vários destes instrumentos financeiros, muitas vezes tendo retido as *securities* mais arriscadas, além de terem se comprometido a recomprar as hipotecas ou, em alguns casos, possuíam em seus ativos títulos e ações das instituições seguradoras — em retrospectiva, erros estratégicos gravíssimos.

Até janeiro de 2009, as instituições financeiras dos EUA haviam dado baixa contábil em \$ 1 trilhão de ativos podres. O Tesouro americano havia injetado cerca de US \$ 400 bilhões em fundos de resgate através da compra de ativos, ações preferenciais, e subsidiando fusões. O balanço contábil do Fed havia expandido para cerca de US \$ 2 trilhões após emprestar reservas para bancos americanos e para os

bancos centrais estrangeiros. Mesmo as projeções mais convencionais prevêem pelo menos mais de US \$ 1 trilhão em perdas para os bancos. A maioria dos observadores acredita que muitos mais bancos irão falir, e que o custo de um resgate aos bancos pelo Tesouro pode chegar aos trilhões de dólares. Note-se que o universo total de securitizações era US \$ 10 trilhões, dos quais apenas US \$ 2,5 trilhões em *subprimes*. Fica claro então que os prejuízos sofridos e por vir não são simplesmente uma questão de alguns maus empréstimos hipotecários oferecidos a mutuários de baixa renda para que comprassem mansões suburbanas que não podiam pagar. Pelo contrário, esta é uma crise de todo o “capitalismo dos gerentes de dinheiro”. Porque muitos dos instrumentos financeiros criados e das transações realizadas não foram regulados, reportados e anotados em balanços contábeis, não há maneira de ao menos imaginar o valor total a que chegarão as perdas totais ao fim desta crise.

Altos e baixos nos mercados de commodities

Ao longo da última década também vimos um boom no mercado de commodities. Começarei oferecendo uma análise de três explicações para a explosão dos preços de commodities. Embora muitas vezes apresentadas como rivais, o simples fato de uma explicação ser válida não faz com que as outras sejam incorretas. Na verdade, existem sinergias que permitem que diversos mecanismos pressionando os preços positivamente reforcem os efeitos um do outro. Oferta e procura é a explicação fornecida pela maioria dos economistas. No caso das commodities, a oferta seria naturalmente restringida enquanto a demanda aumentaria — o que pressionaria os preços. A segunda história envolve a manipulação do mercado de commodities por produtores e fornecedores. Finalmente, existe uma crença crescente de que a especulação nos mercados futuros de commodities é a verdadeira culpada. Ao meu entender todas as três explicações são plausíveis e os mecanismos identificados se reforçam mutuamente. No entanto, o aumento dos investimentos em índices de commodities (chamado de “especulação em índices”) é a causa mais importante. Além disso, commodities representam apenas o mais recente nicho identificado pelos gerentes de dinheiro como lucrativo e propício para o processo de financeirização. Se no capitalismo dos gerentes de dinheiro estiver a raiz do problema, então o sistema é que deverá ser mudado.

Em 2008, a tendência de evolução dos preços das commodities foi revertida.

Em grande parte, isto parece ter sido em razão da decisão tomada pelos especuladores de abandonar os mercados futuros (temendo que o Congresso aumentasse a regulamentação — e fortalecendo com esta evidência o argumento de que o boom nos preços era efetivamente alimentado pela especulação). Embora este fato traga um alívio bem vindo, não significa que os problemas tenham desaparecido. A queda dos preços das commodities irá gerar problemas: decisões de produção, bem como alocações de carteira foram realizadas sob a expectativa de que os preços subiriam, portanto, assim como a queda dos preços imobiliários foram devastadoras para várias famílias, para o setor imobiliário em geral, e para os mercados financeiros, haverá perdas significativas em razão da queda dos preços das commodities. Assim, políticas que combatam os efeitos depressivos provocados pela deflação presente no mercado de commodities se fazem necessárias.

a) Oferta e Demanda

Quase todos da imprensa se concentraram na subida dos preços do petróleo, milho, e ouro. Na verdade, a explosão de preços não se limitou apenas a estas poucas commodities, mas ocorreu numa vasta gama de produtos com âmbito e dimensão sem precedentes. De acordo com Frank Veneroso (2008a), ao longo do século XX, houve anteriormente apenas 13 casos em que o preço de uma única mercadoria se apreciou em 500% ou mais. Por exemplo, o preço do açúcar se apreciou em 641% em 1920, e no mesmo ano, o preço do algodão se elevou em 538%. Durante o caso dos irmãos Hunt, em 1980, o preço da prata experimentou um aumento de 3.813%. Se olharmos para o boom atual, houve oito commodities cujos preços aumentaram em 500% ou mais: gás (1.313%), níquel (1.273%), petróleo bruto (1.205%), chumbo (870%), cobre (606%), zinco (616%), estanho (510%) e trigo (500%). Muitas outras commodities agrícolas, combustíveis e metais também tiveram grande aumento dos preços, embora não tão significativos (para os 25 produtos tipicamente incluídos em índices de preços de commodities, o aumento médio desde 2003 foi 203%) (Masters e White 2008). Não há relato de qualquer outro boom no mercado de commodities que se compare ao corrente em termos de número de commodities afetadas.

Nós “sabemos” de nossos livros-texto de princípios de economia que a causa do boom deve estar em algum lugar entre a “tesoura” formada pela oferta e o excesso de demanda que pressiona os preços para cima. Enquanto é verdade que houve problemas relacionados à oferta de algumas destas commodities, nenhum

deles foi significativo o suficiente para explicar tamanha elevação de preços. Assim, a maioria das pessoas que acreditam na explicação baseada na lei da oferta e da procura, olha para o lado da procura, em particular, para o rápido desenvolvimento da China e da Índia. Embora atraente, a história é cheia de falhas. O ritmo de crescimento mundial não tem sido muito maior que o usual — a rápida expansão em partes da Ásia é compensada por performances lentas de economias na África e na Europa. Nem o crescimento da procura por petróleo tem sido rápido o suficiente para explicar a elevação de preços. Embora seja verdade que a demanda da China cresceu muito rapidamente no início da presente década, a taxa de crescimento da demanda caiu enquanto os preços do petróleo continuaram a subir. O consumo americano estabilizou em meados da década, muito antes do pico dos preços do petróleo. Finalmente, embora a demanda tenha diminuído com a recessão enfrentada pelas economias ao redor do mundo, o consumo da maioria das commodities caiu apenas ligeiramente — não o suficiente para explicar a rápida deflação nos preços observada atualmente.

Além disso, se tais mercados fossem perfeitamente competitivos, i.e., se eles contivessem tantos compradores e vendedores que agentes individuais não pudessem influenciar os preços, então a história fornecida pelos economistas faria algum sentido. O problema é que mercados de commodities — especialmente petróleo — estão longe de ser perfeitamente competitivos. Muitos deles são produzidos em condições de oligopólio (poucos produtores — OPEP e a Rússia, no caso do petróleo) e/ou são vendidos a oligopsonistas (alguns poucos compradores — ADM e Cargill, no caso dos grãos), que servem de intermediadores entre muitos produtores e consumidores finais. Também, preços de muitos produtos são orientados pelas políticas dos governos. Como os preços do petróleo bruto subiram, o Congresso decidiu subsidiar os biocombustíveis em grande escala. Este fato impulsionou os preços do milho, da soja e, ironicamente, do petróleo — uma vez que a produção dos biocombustíveis aumentou a utilização de petróleo (dada as práticas agrícolas americanas, a produção do campo é intensiva em energia). Atribuir estas pressões de preços à “oferta e demanda” é enganoso.

b) Manipulação de preços

Nos últimos anos, houve vários casos bem noticiados de manipulação dos preços das commodities. Por exemplo, no inverno de 2004, a British Petroleum monopolizava 90% de todo o fornecimento de propano TET nos

EUA, com poder de mercado suficiente para elevar os preços conforme seus interesses. Em 2007, ela chegou a um acordo judicial concordando em pagar US \$ 303 milhões em multas e restituições (Stupak 2007). A administradora de *hedge funds* Amaranth Advisors manipulou os preços *spot* de gás natural, causando a redução dos preços futuros nos últimos 30 minutos de negociação dos contratos de março, abril e maio de 2006, lucrando com a venda de suas posições no mercado ICE (International Commodities Exchange) logo antes do seu colapso (ibid). Outros casos bem conhecidos incluem a manipulação do preço da prata pelos irmãos Hunt, o caso Hamanaka no mercado de cobre, a manipulação dos preços do alumínio por Marc Rich e Manny Weiss e o caso Tiger no mercado de paládio (Veneroso 2008a). Não há dúvida de que a manipulação de preços tenha desempenhado algum papel no desenvolvimento da bolha e colapso no mercado de commodities.

Depois da explosão dos preços do petróleo bruto, a CFTC⁷ organizou uma Investigação Nacional sobre o Petróleo Bruto que culminou em acusações contra a Optiver, por manipulação dos preços em meados de março de 2007, concluindo que seus vendedores (*traders*) tinham movido com êxito os preços em pequenas quantias para benefício próprio. Desde 2002, a CFTC apresentou 42 processos contra 72 pessoas acusadas de manipulação; além disso, o Departamento de Justiça apresentou mais de 47 denúncias criminais (Veneroso 2008b; Lukken 2008).

No entanto, enquanto o termo “manipulação” estiver limitado às ações individuais dos *traders*, não há como estas práticas terem desempenhado um grande papel como causas do boom atual nos mercados de commodities uma vez que os mais importantes mercados — petróleo, soja, milho, trigo — são demasiadamente grandes para serem influenciados por períodos mais longos que o curtíssimo prazo. Como vamos discutir na próxima seção, é mais provável que a alta dos preços de commodities tenha sido gerada pelos enormes fluxos de dinheiro gerenciado que, sem que qualquer lei fosse quebrada, foram alocados segundo a estratégia de “comprar e reter” auto-reforçada justamente porque tal estratégia sempre será bem sucedida enquanto os fluxos de capital forem suficientemente grandes para produzir a apreciação das commodities retidas.

7 Nota do revisor: A CFTC (do inglês “Commodity Futures Trading Commission”) é a agência do governo americano que regula o mercado futuro de commodities.

c) Especulação em Índices nos Mercados Futuros de Commodities

Após os preços das ações desabarem em 2000, um grande número de pesquisadores demonstrou que os preços das commodities não são correlacionados com os retornos de instrumentos financeiros de renda fixa (por exemplo, títulos) e com retornos sobre patrimônios (ações). Assim, o investimento em commodities reduz a volatilidade das carteiras diversificadas (portfólios). Além disso, foi mostrado que o investimento em commodities protege portfólios contra os efeitos da inflação. No entanto, manter commodities gera custos substanciais de armazenagem. Assim, os gerentes de dinheiro passaram a investir no mercado futuro — adquirindo apenas o direito de receber quantidades de commodities no futuro. Quando o contrato futuro expirasse na data contratada, o titular do direito receberia então as mercadorias prometidas. Obviamente, gerentes de dinheiro não estão nem um pouco interessados em receber de fato as mercadorias e por isso os contratos são “rolados” — um novo contrato futuro é assinado com data de entrega futura ainda mais distante.

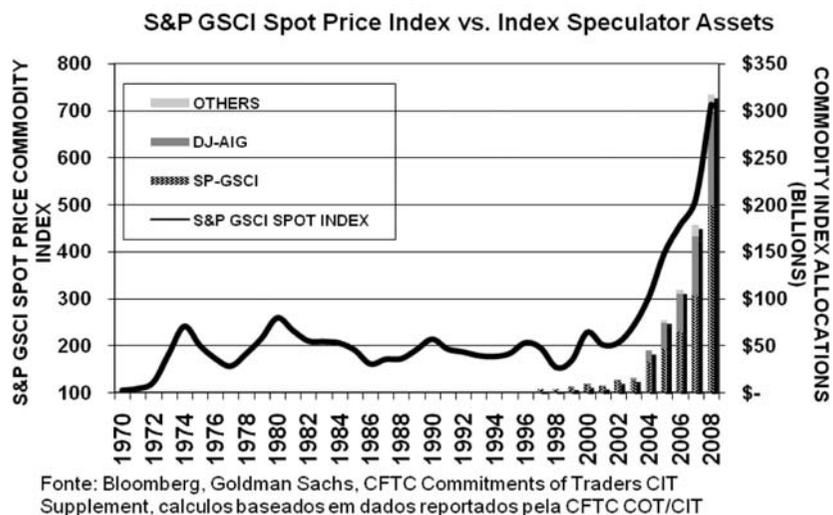
Existem três tipos principais de participantes nestes mercados: *hedgers*, especuladores tradicionais, e os especuladores de índices. Especuladores de índice são tipicamente *hedge funds*, fundos de pensão, fundos de doações recebidas por universidades, as companhias de seguros de vida, fundos soberanos, e bancos. Mais importante, eles só tomam posições longas — uma estratégia de comprar e reter uma parte específica de suas carteiras de investimento em commodities. Para simplificar a alocação, os gerentes de dinheiro simplesmente replicam um dos índices futuros de commodities — daí o termo “especulador de índice”. Os índices mais importantes são o SP-GSCI e o DJ-AIG. Se o índice de preços sobe, especuladores de índice lucram. Com efeito, porque contratos futuros de commodities não pagam rendimento, a única fonte possível de retorno é um aumento no preço dos contratos futuros. Por esta razão, a compra de um índice futuro de uma commodity é fundamentalmente uma atividade especulativa. Antes da década de 1990, a Regra do Investidor Prudente proibia pensões de comprarem esses contratos (Masters e White 2008). Foi o colapso do mercado de ações em 2000 e a descoberta de que o desempenho das commodities não era correlacionado com as ações que levaram à utilização de contratos futuros para reduzir os riscos da carteira. Foi este fato que permitiu que a Goldman, Sachs & Co., bem como outros

indexadores, apresentassem contratos futuros de commodities como uma nova classe de ativos para investidores prudentes.

Commodities combustíveis dominam os índices de preços de commodities, com produtos relacionados a petróleo contabilizando 58% da cesta de produtos considerada. Os maiores pesos atribuídos a commodities agrícolas são dados para o milho, soja e trigo; as maiores quotas de metais estão em alumínio, cobre e ouro. Tipicamente, gerenciadores de dinheiro alocam 4 ou 5% de uma carteira de investimentos em commodities. Embora isso possa parecer pouco, o tamanho destes fundos administrados por gerentes de dinheiro é gigantesco em relação ao tamanho do mercado de commodities. Para efeito de comparação, Masters (2008a, 2008b) apontou que o aumento total do consumo chinês de petróleo ao longo dos últimos cinco anos totalizou 920 milhões de barris, enquanto especuladores de índice adquiriram novos contratos para entrega futura de 848 milhões de barris de petróleo durante o mesmo período. Em outro exemplo, especuladores de índice detêm contratos de mais de 1,3 milhões de toneladas de cobre, de um total de produção anual de menos de 18 milhões de toneladas (Masters e White 2008 p. 18). Na verdade, especuladores de índice detêm uma quantidade suficiente de contratos futuros de fornecimento de trigo para atender a demanda americana por trigo por dois anos, e contratos de milho suficiente para abastecer a indústria de etanol dos EUA por um ano inteiro (ibid). Masters e Branco (2008 p. 20) estimam que o volume total de contratos futuros adquiridos nos últimos cinco anos e meio tenha aumentado em cerca de 5,3 milhões, dos quais especuladores de índice compraram 2,7 milhões, ou pouco mais de metade. Em contrapartida, fornecedores e outros *hedgers* verdadeiros compraram apenas um quinto destes contratos. Em 2002, havia cerca de US \$ 50 bilhões em fundos de dinheiro gerenciado aplicados em índices, crescendo para acima de \$ 100 bilhões em 2006 e para mais de \$ 300 bilhões durante o ápice da bolha (Masters 2008a). É difícil evitar a conclusão de que o especulador de índice é quem abana o rabo que sacode o cachorro (na pessoa dos *hedgers* verdadeiros).

O argumento de que estes fluxos de fundos administrados têm impulsionado os preços de commodities a níveis cada vez mais altos parece bastante convincente. A Figura 1 apresenta os preços à vista do índice S&P GSCI — que reflete o atual preço de mercado de 25 commodities básicas — com o fluxo de fundos de dinheiro gerenciado em mercados futuros. O intento aqui é saber se atividade em mercados futuros de commodities está impactando os preços correntes.

Figura 1: Índice S&P GSCI de Preços à vista vs Ativos em mãos de Especuladores de Índices



A correlação é notável: maiores influxos de dinheiro no mercado de contratos futuros de commodities conduzem a preços à vista mais elevados. No entanto, como qualquer economista deve lembrar, correlação observada não é prova de causalidade. E, de fato, a causalidade deve ocorrer para os dois lados: o aumento dos preços incentiva mais influxos de dinheiro, e mais influxos pressionam os preços positivamente. Mas mesmo com essa ressalva as evidências parecem apontar pelo menos superficialmente, para a hipótese de que os preços das commodities têm sido influenciados positivamente pela especulação.

O economista ortodoxo insistiria por cautela. Porque que as compras de contratos futuros pressionariam os preços à vista correntes? (A teoria econômica ortodoxa presume o contrário: fundamentos locais determinariam os preços à vista, e as expectativas de preços à vista no futuro determinariam os preços de contratos futuros.) A razão é o processo de “descoberta dos preços”. A produção de commodities é muitas vezes realizada localmente, enquanto o consumo final é geograficamente mais disperso. Por exemplo, o trigo é cultivado em diversas regiões rurais distintas dos EUA, com consumidores finais a mais de mil milhas de distância. Os agricultores vendem os grãos localmente a fornecedores proprie-

tários de depósitos que agem como intermediários. Nem o agricultor nem os fornecedores proprietários de depósitos têm muita informação sobre por que preço os grãos serão finalmente vendidos aos produtores de alimentos. No entanto, ao contrário do mercado local da commodity física, os mercados futuros de commodities são nacionais e até mesmo internacionais. Preços futuros estão facilmente disponíveis e refletem em tempo real “a oferta e a procura”. Assim, participantes dos mercados locais de commodities têm se baseado nos mercados futuros como a principal fonte de informação sobre preços. Existe então um ajuste para refletir as condições locais — assim como o *Kelly's Blue Book* ajusta valores de carros usados de forma a refletir as condições do mercado local por código postal.

O uso dos mercados futuros de commodities eliminou as, por vezes bastante grandes, diferenças entre os preços em vários mercados locais que existia antes da década de 1980 (Masters 2008b). Agora, como descreve a CFTC, “No caso de muitas commodities físicas (especialmente commodities agrícolas), participantes dos mercados baseiam seus preços à vista e a prazo nos preços futuros que são ‘descobertos’ no competitivo leilão aberto que ocorre em bolsas de mercados futuros” (citado no Masters 2008b). Descrevendo os preços de petróleo, Platts (o maior provedor de serviços de precificação para a indústria da energia) escreve: “No mercado à vista as negociações envolvendo óleo usam o NYMEX como ponto de referência, com lances/ofertas e negociações expressas como um diferencial com relação aos preços futuros” (Platts 2007). Ironicamente, até os índices de preços à vista de commodities S&P GSCI e DJ-AIG são na verdade calculados com “base, principalmente, nos preços de contratos futuros com data de expiração mais próxima de suas respectivas commodities” (Masters e Branco 2008, p. 8). Por fim, Masters enfatiza o ponto: “No atual sistema, flutuações dos preços das principais commodities agrícolas e de energia são originadas nos mercados futuros e, em seguida, são transmitidas diretamente para os mercados locais” (Masters 2008b, a ênfase no original).

Em resumo, especuladores de índice fizeram com que os preços das commodities chegassem a níveis recordes. Mercados de commodities não se comportam de acordo com os modelos microeconômicos dos manuais: preços nesses mercados são administrados ao invés de definidos pelas forças fundamentais da oferta e da procura. Em muitos casos, os preços à vista são determinados diretamente pelos preços futuros. Preços de futuros por sua vez são influenciados por uma variedade de forças, incluindo tentativas por parte de compradores e vendedores de se protegerem contra riscos de flutuações indesejadas dos preços, por espe-

culadores tradicionais que assumem posições curtas ou longas de acordo com suas suposições sobre o movimento dos preços, e pelos especuladores de índice diversificando suas carteiras em uma nova classe de ativo — commodities. Não é por acaso que os preços de futuros dispararam ao longo dos últimos quatro anos, em razão do enorme fluxo de dinheiro gerenciado que inundou estes mercados provenientes de fundos de pensão, fundos soberanos, *hedge funds* e bancos (principalmente europeus). Isto reforçou outros fatores que já vinham pressionando positivamente os preços, incluindo o rápido crescimento na China e na Índia, bem como alguns constrangimentos na produção e manipulação de inventários. As políticas governamentais, incluindo restrições à exportação e incentivos americanos à produção de bicomcombustíveis, também foram importantes. Tais opções políticas que foram motivadas pelo aumento dos preços das commodities acabaram contribuindo ainda mais para o aumento destes preços. Uma tempestade perfeita foi criada em que quase todos os interesses dos agentes relevantes estavam atrelados ao aumento contínuo dos preços.

Uma vez alcançada a alocação de commodities desejada pelos administradores de dinheiro, os grandes volumes de influxos cessaram. Além disso, quando o Congresso americano começou a investigar o papel dos fundos de dinheiro administrado nos mercados de commodities, os fundos de pensões recuaram temendo má publicidade e possível regulamentação. De repente, os preços pararam de subir. Especuladores tradicionais reviram as suas expectativas e alguns passaram a encurtar suas posições nos mercados de commodities. Uma forte inversão nos preços ocorreu em meados de julho, quando o preço do petróleo se aproximou de 150 dólares por barril, e meados de agosto, quando ele caiu para abaixo 115 dólares. Em Janeiro de 2009, o preço do óleo despencou para 40 dólares. Estima-se que um terço dos fundos de dinheiro gerenciado tenha abandonado o mercado até o outono de 2008. Produtores que tinham feito planos de negócio baseados na expectativa de que os preços continuariam em ascensão viram seus planos fracassarem em um ambiente de preços de commodities em deflação. Vimos o resultado da deflação dos preços agrícolas em vários momentos do século passado; obviamente, o mais impressionante durante o período descrito no clássico “Vinhas da Ira”. As conseqüências para a América rural e para seus bancos podem ser severas. Os agricultores em áreas rurais ao redor do mundo já começaram a sentir alguns efeitos iniciais. Embora a fome tenha atingido as áreas urbanas durante a escalada dos preços dos alimentos, agora são as populações rurais pobres que passam fome em razão da queda vertiginosa dos mesmos preços.

Políticas econômicas em resposta à crise

Começemos por lidar com a crise no mercado de commodities, porque este parece ser o problema mais simples de resolver. Grande parte do dinheiro administrado envolvido em especulação em índices beneficiou-se de garantias explícitas, ou implícitas, do governo (como o seguro que garante as pensões) e de benefícios fiscais (como poupanças com benefícios tributários). Se o Congresso considerar que o interesse público está ameaçado pela especulação em índices, este deveria proibir estratégias de investimento baseadas na replicação dos índices de preços de commodities. Masters e White (2008) defendem a revisão da regra do Investidor Prudente em que se proíba expressamente o investimento de fundos de pensão em commodities. Alternativamente, os autores defendem que se todos os lucros da especulação em commodities estivessem sujeitos a impostos, isto reduziria significativamente a atratividade destes mercados para poupanças com benefícios tributários. Embora esta discussão esteja fora do âmbito deste artigo, é necessário também que se eliminem as brechas que permitem que a especulação em mercados de commodities escapem da regulação e supervisão.

Se de fato o boom no mercado de commodities está para chegar ao fim com efeitos devastadores, o Congresso americano precisará considerar o que pode ser feito para atenuar os efeitos do colapso. Aqueles que possuem contratos futuros que não podem ser renovados sem perdas catastróficas incluem fundos de pensão, bancos e *hedge funds*. Além disso, porque os preços de futuros afetam os preços à vista, produtores de commodities agrícolas agora se vêem na difícil situação em que os preços do mercado não cobrem todos os custos previamente incorridos. O já apertado abastecimento global de alimentos sofrerá ainda mais se os agricultores e produtores rurais reagirem como costumam fazer diante da queda dos preços de seus produtos: destruindo suas colheitas e abatendo animais. Produtores de fontes de energia alternativas serão severamente atingidos pela queda do preço do petróleo. Para ajudar a aliviar sofrimento, o Congresso precisa expandir seus programas de doação de alimentos a regiões pobres do mundo, comprando a produção dos agricultores americanos e os ajudando a enfrentar a queda dos preços, e combatendo a fome no mundo. Produtores americanos — em especial os de energia alternativa — também precisam ser protegidos da queda dos preços

das commodities. Mais subsídios para a energia eólica, solar e geotérmica serão necessários.

Mais genericamente, a bolha no mercado de commodities é o terceiro episódio deste tipo produzido pelos gerentes de dinheiro na última década. De fato, já houve muitos exemplos anteriores — títulos municipais, na década de 1960; *commercial papers*, no final dos anos 1960, Fundos de Investimentos Imobiliários (REIT) no início dos anos 1970, imóveis comerciais e LBOs⁸, na década de 1980; e assim por diante. O problema é que o dinheiro administrado cresceu muito, e as razões de alavancagem cresceram com o gosto pelo risco; bem como a capacidade de percepção de risco se tornou cada vez mais escassa (Minsky costumava atribuir este fato ao esquecimento da realidade da Grande Depressão pelas gerações recentes; muitos gestores de dinheiro de hoje nem sequer lembram-se da década de 1980; muito menos, da década de 1930). Como resultado, há dinheiro demais perseguindo escassas classes de ativos de qualidade que ofereçam retornos considerados aceitáveis.

O setor financeiro americano (e mundial) continua a cambalear diante da crise iniciada pelo colapso do mercado de hipotecas subprime e a queda dos preços das commodities torna a situação muito pior. Os fundos de pensão serão ameaçados, esgotando os recursos da Corporação Garantidora dos Benefícios de Pensões (Pension Benefit Guarantee Corporation). O fundo do “seguro” aos depósitos bancários (Corporação Federal Seguradora de Depósitos — FDIC⁹) já se encontra insolvente, se nos basearmos em qualquer método de contabilidade honesto. Bilhões em fundos de resgate já foram gastos nos EUA e no resto do mundo e muito mais será gasto ainda. Mesmo assim, se uma grande quantidade de riqueza não for completamente eliminada, continuará havendo uma enorme pressão sobre os gerenciadores de dinheiro para encontrar novas classes de ativos prontos para produzir retornos generosos. Sem um aumento da fiscalização, os efeitos colaterais do “remédio” podem ser piores que os efeitos da doença. Pacotes fiscais de resgate serão necessários e o governo os deve realizar ao mesmo tempo em que aumente o constrangimento regulatório sobre o sistema financeiro de modo a evitar outro ciclo de boom/quebra no futuro.

O tempo e o crescimento econômico acabarão por restabelecer a saúde do sistema financeiro — se os rendimentos voltarem a crescer suficientemente, torna-

8 Nota do revisor: Do inglês “Leveraged Buyouts”.

9 Nota do revisor: Do inglês “Federal Deposit Insurance Corporation”.

se mais fácil para devedores realizar o serviço de suas dívidas. O setor privado não pode ser a principal fonte de estímulo de demanda tal como tem sido, gastando acima de seus rendimentos e se endividando cada vez mais ao longo da última década. Enquanto o déficit do orçamento público já está crescendo no momento atual de desaquecimento da economia, este déficit é resultado da deterioração do emprego e da renda (o que reduz impostos e aumenta transferências) — não gerando crescimento de forma pró-ativa embora este fato ajude a limitar a gravidade da recessão. O que é necessário é um enorme incentivo fiscal — provavelmente duas vezes maior que os 800 bilhões de dólares que a equipe de Barack Obama propôs — seguido de uma permanentemente maior presença do governo na economia produzindo déficits fiscais massivos de modo a estimular o crescimento econômico sem depender do endividamento do setor privado.

Será necessário também dar alívio aos mutuários das hipotecas. O Presidente Roosevelt criou uma agência semelhante à RFC¹⁰, a Home Owners’ Loan Corporation (HOLC), criada para resgatar pequenos mutuários de hipotecas sob risco de perder suas casas. Esta política refinanciou com sucesso 20% das hipotecas do país através da emissão de títulos para angariar os fundos. Embora um quinto das hipotecas refinanciadas tenham acabado sendo executadas, a HOLC conseguiu até mesmo gerar um pequeno lucro pago ao Tesouro quando a entidade encerrou suas atividades em 1951. Claramente, há lições a serem aprendidas desta experiência: refinanciar é preferível à execução das hipotecas, uma vez que se mantém os moradores em suas casas próprias e se mantém estáveis suas comunidades. O Congresso deve promulgar regulamentos para restringir e controlar as atividades de agentes hipotecários estabelecendo novas exigências de licenciamento, restrições que impeçam que se sobrecarreguem os mutuários com empréstimos excessivamente arriscados, e aumentando a responsabilidade legal das instituições financeiras que vendem hipotecas. Além disso, o Congresso deve estabelecer novas normas a serem cumpridas pelos originadores de hipotecas quanto à avaliação da capacidade dos mutuários de cumprir os pagamentos. Novas regras para avaliadores de preços de imóveis, agências de *rating*, e empresas de contabilidade serão necessárias.

Políticas econômicas devem evitar promover a consolidação de instituições financeiras — um resultado natural de crises financeiras que pode ser exacerbado por resgates politicamente arranjados. Minsky sempre preferiu políticas que

10 Nota do tradutor: Do inglês “Reconstruction Finance Corporation”.

promovessem a formação de pequenas e médias instituições financeiras. Infelizmente, agentes políticos ideologicamente comprometidos com o “livre mercado” instintivamente preferem utilizar dinheiro público para subsidiar incorporações de firmas à beira da falência por instituições privadas. A fórmula de Roosevelt deveria ser aproveitada: “nacionalização” temporária de instituições em apuros com vista a devolvê-las no futuro para o setor privado gerando ainda um pequeno lucro para o Tesouro americano. Isto é o que Minsky defendeu durante a crise do mercado hipotecário na década de 1980, mas o presidente Bush, pai, escolheu a consolidação da indústria e compra pública de ativos podres que resultou em perdas para o Tesouro — uma política ruim repetida por Bush, Junior, através de seu Secretário do Tesouro Henry Paulson. A política deve estimular a concorrência e coibir a fusão de instituições financeiras com uma maior regulação do setor bancário.

Minsky argumentou que a Grande Depressão evidenciou a falência do modelo de política econômica baseado no ideário do liberalismo econômico, com governos pequenos e pouco envolvidos na economia, enquanto o *New Deal* representou o sucesso do modelo do “Grande Governo e Grande Banco” que garantiu a estabilidade do capitalismo financeiro durante várias décadas. A crise atual convincentemente representa um fracasso do modelo Grande Governo Neoconservador (ou fora dos EUA o que é chamado de neoliberal) que promove a desregulamentação, a redução de controle e supervisão, a privatização, e a consolidação do poder de mercado. Ele substituiu as reformas do *New Deal* pela suposta auto-supervisão dos mercados, confiando na “responsabilidade individual” enquanto as redes de segurança iam sendo destruídas, e com uma política monetária e fiscal contrária à manutenção do pleno emprego e ao crescimento adequado para incrementar um padrão de vida confortável para a maioria dos americanos. Este modelo está em apuros — e não apenas com relação à atual crise global, com os EUA enfrentando desigualdade recorde e o empobrecimento da classe média, uma crise do sistema de saúde, números assustadores de encarcerados, e outros problemas que vão bem além do âmbito desta análise (Wray 2005 e Wray 2000).

Temos de regressar para um modelo mais razoável, com reforço da supervisão das instituições financeiras e com uma estrutura financeira que promova a estabilidade e não a especulação. Precisamos de políticas que promovam o aumento dos salários recebidos pela metade inferior da pirâmide social para que empréstimos sejam menos comumente necessários para que famílias atinjam os padrões de vida associados ao sonho americano. Precisamos de políticas que pro-

movam a geração de emprego, em vez de transferências de renda — ou pior, encarceramento — para aqueles deixados para trás. A política monetária não deve ficar limitada à utilização dos juros para combater a inflação. Ao invés disso a autoridade monetária deve focar na estabilização das taxas de juros, no controle da expansão do crédito para prevenir a especulação galopante, e na supervisão do sistema financeiro.

Minsky insistiu que “a criação de novas instituições econômicas que reduzam os efeitos da incerteza é necessária”, argumentando que o “objetivo das políticas é garantir que os pré-requisitos econômicos necessários para sustentar os padrões civilizados de uma sociedade liberal existam. Se amplificadas, a incerteza fundamental, a má distribuição de renda e as desigualdades sociais extremas enfraquecem as bases econômicas da democracia. Neste caso, os comportamentos do mercado que criam estas condições precisam ser constrangidos” (Minsky 1996, pag 14, 15). É tempo de arrancar o sistema financeiro de volta das garras dos casinos de *Wall Street*.

Referências bibliográficas

- BERNANKE, Ben S., *The Great Moderation*, speech given at the meetings of the Eastern Economics Association, Washington, DC, February 20, 2004; www.federalreserve.gov/Boarddocs/Speeches/2004/20040220/default.htm
- BLACK, William. *The Best Way to Rob a Bank is to Own One*, Austin Tx: University of Texas at Austin, 2005.
- BROOKS, Rick and Ruth Simon. *As housing boomed, industry pushed loans to a broader market*, Wall Street Journal, Dec 3, 2007, p. A1.
- CASSIDY, John. *The Minsky moment*, The New Yorker, Feb 4, 2008, www.newyorker.com, accessed 1/29/2008.
- CHANCELLOR, Edward. “Ponzi Nation”, *Institutional Investor*, Feb 7, 2007.
- KREGEL, Jan. “Minsky’s ‘cushions of safety’, systemic risk and the crisis in the US Subprime mortgage market”, draft, Nov 25, 2007.
- KUTTNER, Robert, “The alarming parallels between 1929 and 2007”, *The American Prospect*, October 2, 2007, Testimony of Robert Kuttner Before the Committee on Financial Services, Rep. Barney Frank, Chairman, US House of Representatives Washington D.C., http://www.truthout.org/docs_2006/100307H.shtml.
- LUKKEN, Walter L. “Statement of Acting Chairman Walter L. Lukken”, Commodities Futures Trading Commission, Washington, DC, July 24, 2008.

MASTERS, Michael. "U.S Senate Testimony of Michael W. Masters, Managing Member/Portfolio Manager Masters Capital Management, LLC before the Permanent Subcommittee on Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs", May 20, 2008a.

_____. "U.S Senate Testimony of Michael W. Masters, Managing Member/Portfolio Manager Masters Capital Management, LLC before the Committee on Homeland Security and Governmental Affairs", June 24, 2008b.

MASTERS, Michael W. and Adam K. White. "The Accidental Hunt Brothers", Special Report, July 31, 2008. www.accidentalthuntbrothers.com.

MCCULLEY, Paul. *The plankton theory meets Minsky*, Global Central Bank Focus, PIMCO Bonds, March 2007. www.pimco.com/leftnav/featured+market+commentary/FF... accessed 3/8/2007.

MINSKY, Hyman P. *Securitization*, Handout Econ 335A, Fall 1987, mimeo, in Levy archives.

_____. *Stabilizing an unstable economy*, Yale University Press, New Haven and London, 1986.

_____. "Uncertainty and the institutional structure of capitalist economies", Working paper #155, *Jerome Levy Economics Institute*, April, 1996.

PAPADIMITRIOU, Dimitri B. and L. Randall Wray, "The economic contributions of Hyman Minsky: varieties of capitalism and institutional reform", *Review of Political Economy*, 10(2), p.199-225, 1998.

PLATTS. "Backgrounder: Platts Oil Pricing and Market-on-Close Methodology Explained", 2007. www.platts.com/oil/resources.

RICHARD, Christine and Cecile Gutscher, "MBIA, Ambac Downgrades may cost Market \$200 Billion (Update 2)", *Bloomberg.com*, 15 Nov 2007. <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20670001&refer=&sid=aqGYEJ4OEJoE>,

STUPAK, Bart. "U.S. House of Representatives, Statement of Chairman Bart Stupak to the Subcommittee on Oversight and Investigations, Committee on Energy and Commerce: Energy Speculation: Is Greater Regulation Necessary to Stop Price Manipulation?", Dec 12, <http://energycommerce.house.gov>.

VENEROSO, Frank. "Commodities: the Energy Manipulation Issue Heating Up", *Veneroso's View*, June 10, 2008a. www.venerosoassociates.net/links.html.

_____. "Financial Crisis: On the prospect of a second wave of copper: A commodity Calamity to Come: Speculation to the point of manipulation in base metals", *Veneroso's View*, April 28, 2008b. www.venerosoassociates.net/links.html.

WHALEN, Charles. "The U.S. Credit Crunch of 2007: a Minsky Moment", *Levy Public Policy Brief*, No. 92, 2007, www.levy.org.

WRAY. "A new economic reality: penal Keynesianism", *Challenge*, September-October, 2000. p.31-59.

_____. "The political economy of the current US financial crisis", *International Papers in Political Economy*, Vol 1, no 3, 1994.

_____. "The Ownership Society: Social Security Is Only the Beginning ..." *Levy Economics Institute Public Policy Brief* No. 82, August, 2005

Cronologia do processo editorial

Recebimento do artigo: 08-abr-09 | Aceite: 17-abr-2009.