



# Dinheiro, ganância e tecnologia

## 2ª parte: Japão, Rússia, Brasil

Norman Gall

---

*Braudel Papers - Nº 21, 1998*

### 1. Botões, bolhas e o iene

"Os acontecimentos são como vagalumes na noite brasileira: eles brilham, mas não iluminam o caminho", observou Fernand Braudel seis décadas atrás, quando seu carro quebrou numa estrada solitária no sertão da Bahia. Isto também é verdade em relação aos acontecimentos decorrentes da proliferação de ativos financeiros em escala mundial que geraram a crise asiática, levando às dificuldades com as quais a economia mundial se depara hoje. Na primeira parte deste ensaio (Braudel Papers No. 19), quando descrevíamos a proliferação global dos ativos financeiros que geraram a crise asiática, observamos que alguns países se defrontam com alternativas rígidas, como a Argentina em sua crise bancária e da dívida externa de 1980-82, tendo que escolher entre o calote, o aumento do endividamento interno, ou a recessão severa. Desde então, o video game Dinheiro, Ganância e Tecnologia gerou apostas muito mais altas. À medida que o medo cercava o encontro anual do Banco Mundial e do Fundo Monetário Internacional (FMI) em Washington, o presidente Bill Clinton advertiu que "o mundo se vê diante talvez de sua mais séria crise financeira em meio século".

Indo além da luz dos vagalumes, tentaremos analisar estas experiências com mais profundidade e sugerir algumas iniciativas de políticas para lidar com a perigosa proliferação de ativos financeiros. Em meses recentes, até que o tufão da crise asiática atacasse a Rússia e rumasse para o Brasil, o centro da tempestade estava no Japão. As dificuldades do Japão começaram com a alta do iene e com a abertura de seus mercados financeiros, ambos acelerados nos anos oitenta. No inverno de 1986, quando o Japão estava se tornando o novo rico do capitalismo mundial, essas dificuldades estavam começando. Nessa época eu visitei Tanabe, uma cidade medieval e porto pesqueiro, localizada no sul da ilha de Honshu, com uma população de 70 mil habitantes, onde, nos anos 80 do século passado, um engenheiro alemão introduziu a fabricação de botões, ao ensinar camponeses a cortarem e perfurarem conchas recolhidas por pescadores. Na década de 1930, o Japão tornou-se o líder mundial na exportação de botões.

As principais exportações japonesas antes da Segunda Guerra Mundial eram produtos de seda e algodão, ao mesmo tempo que indústrias menores criavam um significativo impacto psicológico nos mercados mundiais. Em 1932, fábricas com menos de 100 empregados geravam 64% das exportações japonesas. A venda de brinquedos para o exterior começou na última década do século passado e a de botões seguiu-se à bonança financeira estimulada pela Primeira Guerra Mundial. Em 1935, os microscópios japoneses chegavam a Boston ao custo total de US\$ 1,95 enquanto o equivalente norte-americano era vendido no atacado por US\$ 7,50. No Chile, bicicletas em estilo inglês, fabricadas no Japão, eram vendidas por US\$ 8,00 cada, metade do preço do concorrente alemão mais barato. É fácil entender porque as exportações japonesas de bicicletas saltaram de 3 milhões em 1929, para 23 milhões em 1937.

Em 1986, quando visitei Tanabe, a indústria de botões enfrentava um dos tufões que freqüentemente atacam a economia japonesa, mudando sua face. O "choque Nixon", de 1971, pôs fim ao sistema monetário internacional de Bretton Woods, com suas taxas de câmbio fixas e liberou a âncora dólar-iene (US\$1 = ¥360), que tinham tornado possíveis as prodigiosas exportações do Japão. Mas o preço do iene do pós-guerra não tinha nenhuma relação com a taxa de câmbio utilizada pelo Japão entre a Primeira Guerra Mundial e a Depressão, que possibilitou que se tornasse uma das maiores nações exportadoras do mundo. Em 1949, a ocupação militar norte-americana tomou a decisão política de fixar a cotação em ¥360 ao dólar (US\$0,0028), o que contrasta com a média comercial de 40 centavos norte-americanos, vigente entre as duas guerras mundiais. A grande diferença entre o iene anterior e posterior à Segunda Guerra deveria servir para compensar a inflação depois do conflito e a ruína em que se encontrava a economia japonesa. "Queríamos que os japoneses fossem capazes de exportar", recorda Tristan Beplat, que trabalhou com políticas monetárias e financeiras durante a ocupação. "Nós os queríamos ao nosso lado politicamente. Em 1949 o Japão foi destruído pela guerra e devastado pela fome e inflação. Estimamos que 90% das exportações japonesas pudessem ser vendidas a uma taxa de câmbio de 300, apesar de algumas delas serem lucrativas mesmo a 200. Mas não queríamos errar com algo tão importante e finalmente fixamos a taxa em 360. Para iniciar as exportações, conseguimos um crédito bancário para comprar algodão na Califórnia e enviamos missões comerciais às Filipinas, Indonésia e Brasil, para fornecimento de outras matérias-primas."

Em 17 de agosto de 1971, um domingo, o Presidente Richard Nixon anunciou, em um dramático discurso na televisão, o fim da paridade do dólar com o ouro. A medida era parte de um Novo Programa Econômico, que incluía um congelamento de preços e salários, uma sobrecarga de 10% nas importações e cortes em imposto que visavam proteger empregos, ao mesmo tempo em que deveriam controlar a inflação e o déficit na balança de pagamento dos EUA. A expansão da liquidez do dólar fora dos Estados Unidos no pós-guerra obscureceu a conexão do dólar com o ouro. O secretário da fazenda John Connally exigiu uma valorização de 20% do iene e mais tarde, revelou a outros ministros de finanças o seu temor de que o ministro japonês, Mikio Mizuta, pudesse cometer hara-kiri caso fosse pressionado de forma muito dura. Depois de pechinchar bastante, Mizuta concordou com uma redução de 16,9%, ao mesmo tempo que a classificava como "o maior choque econômico que o Japão experimentava desde o fim da Segunda Guerra Mundial". No começo de 1986, a desvalorização do dólar em relação ao iene alcançou ¥175, ameaçando em diversas pequenas localidades a sobrevivência de indústrias tradicionalmente orientadas para a exportação. O Ministério de Comércio Internacional e Indústria possuía uma longa lista: pinos e agulhas, pratos, botões, anzóis, brinquedos, decorações de Natal, bicicletas, talheres, armações de óculos, correntes e isqueiros.

"Recebi esta manhã um telex dos EUA, solicitando um desconto de 20% devido ao alto valor do iene", ressalta Teruo Kanaya, o grisalho rei dos fabricantes de botão de Tanabe. Kanaya herdara a fábrica fundada por seu pai em 1919. Se orgulhava da sua agilidade em reagir rapidamente às mudanças na situação mundial. "Depois que soube do Choque Nixon, peguei um avião para os EUA para conversar com meus clientes se deveria faturar meus produtos em ienes ao invés de dólares. Chegamos a um acordo de 50-50, para dividir o custo da desvalorização do dólar entre fornecedor e consumidor. Agora não podemos mais absorver este custo. Em 1955, havia 50 fábricas de botões em Tanabe. Agora são apenas 10. Em 1968, com o iene ainda em 360, exportamos 60% de nossos botões. No ano passado, com o iene em 230, exportamos apenas 20%. Vinte anos atrás usávamos somente máquinas japonesas. Hoje usamos maquinaria italiana. Atualmente, muitos países pobres também compram estas máquinas italianas. De agora em diante, nos concentraremos no mercado doméstico. A nossa sorte é que o preço no Japão é 40% mais alto que o preço de exportação".

Muitos fabricantes japoneses de botões e artigos natalinos abriram fábricas em países como a Tailândia e China e mudaram de negócio em casa. Por sua vez, boa parte de seus

empregados trabalham agora em salões de beleza e supermercados, o que reflete a tendência mundial de transferência de empregos da indústria para o setor de comércio e serviços. "Em 1972, um fabricante espanhol de botões me visitou e, depois de anos de negociações, montamos uma fábrica nos arredores de Barcelona em regime de joint-venture", recorda Kanaya. "Estamos trabalhando para conquistar uma fatia no mercado europeu e talvez passemos a exportar para a África. Você sabe, os espanhóis são trabalhadores esforçados e seus salários são metade do que pagamos no Japão. E o preço do terreno da fábrica lá é quinze vezes menor. Aqui em Tanabe planejo entrar no ramo de comida, que está crescendo".

Mas na esteira da valorização do iene, muitos dos pequenos fabricantes japoneses foram deixados para trás. Por exemplo, depois que o dólar caiu para ¥150, a pequena loja de máquinas de Takao Suzuki, com três empregados, as vendas declinaram de US\$ 1 milhão em 1985, para US\$ 300 mil em 1987. Como Suzuki, muitos dos donos das 6.000 oficinas familiares do bairro de Ohta Wan, em Tóquio, que fabricam peças para grandes companhias, como a Hita e a Mitsubishi, foram pressionados pelos bancos a tomarem empréstimos. "O Banco Tóquio-Mitsubishi (então Banco Mitsubishi) apareceu e nos implorou para que tomássemos um empréstimo", lembra Suzuki. "Ofereceram US\$1,2 milhões. Perguntei: 'o que vou fazer com esse dinheiro?'. O homem respondeu: ações! Foi isso que fiz, comprei ações. Mas então, o mercado de ações sofreu um colapso e Suzuki teve que vendê-las, com uma grande perda. Hoje ele deve a cinco bancos quase US\$2 milhões, valor 10 vezes superior às suas vendas estimadas para 1998. Quatro desses bancos reclamam um pequeno edifício que Suzuki deu como garantia, antes que os valores das propriedades também sofressem um colapso. Em vez de executarem, os bancos rolam as dívidas de Suzuki, cortando juros e emprestando mais. Centenas de milhares de apostas ruins como essa, são agora um fardo para a economia e ajudamos a explicar o porquê dos bancos japoneses estarem no fundo do poço.

No início de 1995, o dólar valia apenas ¥80 desvalorizado numa proporção de 450% em relação à paridade de Bretton Woods e em 1998 recuperou o valor de ¥141. Àquela altura o Japão já tinha afundado em um mal estar financeiro e político, contra o qual sua elite burocrática foi incapaz de reagir com a mesma agilidade e realismo demonstrado pelos fabricantes de botão de Tanabe. A renda per capita do Japão havia crescido de US\$138 em 1950 para US\$41 mil (US\$23mil em termos de poder aquisitivo comparativo) em 1996. Apesar de sua riqueza, o país tem sido imobilizado por uma misteriosa paralisia institucional comumente chamada nos últimos tempos de "doença japonesa". Durante os anos 90, a reforma política veio e se foi, apenas para resultar, no final, na devolução do poder para a liderança contaminada pelo faccionismo, do Partido Democrático Liberal (PLD). O PLD, que tem governado o Japão por mais de quatro décadas, encontra como único obstáculo uma fraca oposição parlamentar. Ainda assim, tem sido incapaz de deter o declínio da credibilidade das instituições públicas japonesas. Essa atitude é alimentada por escândalos políticos e financeiros, que minam um tradicional respeito pela autoridade burocrática, e entrelaçam-se com a crise bancária da década de 90 que, por sua vez, deixou os bancos japoneses com empréstimos ruins calculados em US\$1 trilhão.

A ascensão e queda dos preços de ativos japoneses, nos dez anos posteriores a 1985, correspondeu a uma clássica bolha financeira, uma das mais espetaculares da história. Como no caso da maior parte das bolhas, houve muita discussão sobre se os preços astronômicos das ações, terras, imóveis, pinturas e títulos de clube de golfe, eram consequência dos fundamentos econômicos ou da política monetária. O índice Nikkei, de 255 ações, subiu de 13 mil, em dezembro de 1985, para 39 mil, quatro anos depois, para cair em 60% apenas em 1990-92. Em termos de iene, a capitalização do mercado de ações subiu a 1,6 vezes do tamanho de todo o produto nacional bruto do Japão, contra menos da metade do PIB em 1982 e três quartos em 1985. Isso se explica em razão dos preços das ações estarem intimamente ligados ao preço da terra, que cresceu mais que todo o PIB japonês em 1987. Por volta de 1990, o valor de mercado de toda a terra do país era quatro vezes superior ao valor da terra dos EUA, que possui um território 25 vezes maior que o do Japão. Preços de terras e ações estavam muito ligados, aumentando e caindo conjuntamente, alimentados por

créditos e investimentos provenientes do sistema financeiro. Até 1995, os preços das terras e ações retornaram aos níveis onde deveriam estar, seguindo a tendência de curva ascendente impulsionada em meados da década de 70 até meados da década de 80, o que faria da bolha apenas um sonho. No entanto, este sonho deixou uma ressaca de dívidas ruins que afetou profundamente a auto-confiança japonesa e a credibilidade de suas instituições financeiras e políticas. As dívidas deixadas pela falência de companhias no ano fiscal de 1997, cresceram 65%, chegando a US\$116 bilhões, o maior nível desde a Segunda Guerra Mundial. Esta é apenas uma parte do colossal desperdício de capital.

Em 1927, Leland Jenks advertia em seu *The Migration of British Capital to 1875*: "A sobrevivência ou decadência de antigos sistemas de cultura e reflexão pode, no final das contas, depender da maneira como se aplica o capital investido". Ao acumular uma pilha de poupança doméstica, em torno de US\$10 trilhões, o Japão alimentou esperanças de que poderia desempenhar um papel similar ao da Grã-Bretanha no século XIX, gerando até 60% de seu PIB em investimento exterior, que financiariam a modernização da economia mundial. Desde 1985, o Japão injetou na economia mundial investimentos que totalizavam algo como US\$ 1,5 trilhão e se tornou o principal exportador mundial de capital, desempenhando um papel similar ao dos EUA nos anos vinte. Ao assumir esse papel, o Japão colidiu com o problema institucional de como gerenciar ativos financeiros que cresciam de maneira muito rápida, repetindo a experiência dos EUA na década de vinte.

Enquanto os preços dos ativos caíam, o Banco do Japão tentava revigorar uma economia estagnada, reduzindo em dez vezes as taxas de juros, desde 1991, para uma baixa atual de 0,25%. Os preços de longo-prazo dos títulos do Japão caíram para 1,07%, um recorde histórico, quebrando a maior baixa anterior de 1,125%, estabelecida pelos títulos municipais de Gênova em 1618. Entretanto, baixas taxas de juros foram incapazes de estimular a oferta e tomada de novos empréstimos, devido ao medo que não pára de se espalhar, à capacidade excessiva presente no comércio e na indústria e ao aprofundamento de questões institucionais, com as quais o sistema político é incapaz de lidar. Com o agravamento da situação, os reguladores japoneses passaram a ajudar bancos e firmas de corretagem a ocultarem seus problemas. Em 1991-92, o Ministério das Finanças adotou uma "política frouxa", permitindo aos bancos não terem de criar reservas especiais contra empréstimos que não geravam lucro, o que levou ao uso de uma contabilidade criativa, na esperança de que os preços dos ativos subissem futuramente. O pagamento de dividendos bancários chegou a aumentar, apesar do declínio dos lucros. Em 1995, o Ministério das Finanças ajudou o Daiwa Bank a esconder US\$1,1 bilhão em perdas que um de seus traders de bônus em Nova Iorque havia desviado por mais de 11 anos, o que resultou, mais tarde naquele ano, numa ordem do Tesouro dos EUA para que o Daiwa fechasse sua filial americana. Companhias financeiras (*jusen*), financiadas por bancos e cooperativas agrícolas, sofreram um colapso, em razão do nível atingido pelos preços imobiliários. Coisa similar havia acontecido nos EUA, no final da década de 80 e início da de 90, quando as poupanças e empréstimos norte-americanos faliram. O governo procurou assegurar a boa vontade das politicamente poderosas cooperativas agrícolas, permitindo que recuperassem inteiramente seus empréstimos com as *jusens*, ao mesmo tempo em que deixava que os empréstimos ruins permanecessem nos livros dos bancos.

Finalmente, sob pressão estrangeira, em julho de 1998 o governo japonês anunciou um "Plano Total" para resolver a crise bancária, falando em fechar instituições falidas, e transferir seus clientes para "bancos pontes", geridos pelo governo, a fim de manter o fluxo de crédito e a aceleração das vendas dos atualmente deprimidos preços imobiliários, que eram oferecidos como garantias para empréstimos ruins. A inspeção bancária seria intensificada e a liberalização financeira incrementada. Nesse cenário, fechariam firmas sem condições de saldar suas dívidas, (como a oficina de Takao Suzuki em Tóquio), muitos perderiam seus empregos e financistas poderiam ser processados por má conduta. Um enorme fundo governamental de socorro pagaria os depositantes e subsidiaria fusões bancárias. No entanto, a crise das firmas de poupanças e empréstimo nos EUA alastrou-se entre centenas de pequenos bancos, enquanto o grave estouro da bolha japonesa levou à falência tanto bancos grandes como pequenos, tornando as fusões mais difíceis. Muitos

observadores demonstraram ceticismo quanto à possibilidade de que esses planos se traduzissem em ação efetiva, o que levaria a perdas que invariavelmente acarretariam em altos custos políticos. Eles foram porém saudados com entusiasmo pela endividada indústria da construção, uma das principais fontes de apoio eleitoral para o PLD, já que gera seis milhões de empregos. Em razão do programa de incentivo econômico governamental, os empreiteiros podiam receber US\$ 55 bilhões em contratos de obras públicas.

Pressões por uma ação mais decidida do governo cresceram quando as falências e escândalos se multiplicaram no início de 1997. A quebra da centenária Yamaichi, uma das quatro grandes firmas de corretagem japonesa, envolveu US\$2,1 bilhões em negócios não registrados. A televisão transmitiu para todo o mundo, o presidente da Yamaichi chorando e se desculpando pela falência. Em 1991, a Yamaichi passou a transferir suas perdas para subsidiárias e companhias fantasmas, depois que um escândalo revelou que as Quatro Grandes compensavam as perdas de clientes privilegiados no mercado de ações, um costume do passado. Enquanto isso, 32 executivos das Quatro Grandes e do Banco Dai-Ichi, um dos maiores do mundo, foram processados por terem feito pagamentos ilegais a um gângster financeiro, algo como US\$3 milhões, cada. O principal banco em Hokkaido, a ilha norte do Japão, e outra seguradora, Sanyo, também faliram. O presidente do Banco do Japão, o Ministro e o Vice-Ministro das Finanças, renunciaram depois que funcionários graduados foram presos por terem aceito subornos e ofertas excessivamente generosas de banqueiros e corretores em troca do vazamento de informações sigilosas. Entre os presos, estavam dois fiscais do Ministério das Finanças, que foram humilhados publicamente enquanto eram filmados pela televisão. Esses constrangimentos conduziram a oito suicídios, todos por enforcamento: de um diretor-executivo do Banco do Japão que investigava corrupção, de dois funcionários do Ministério das Finanças, de um ex-burocrata do Ministério das Finanças eleito para o parlamento, de um executivo de um banco privado e de três empresários em dificuldades financeiras.

No início de abril, depois que o Banco do Japão divulgou uma pesquisa sobre a queda da credibilidade empresarial, o presidente da Sony, Norio Ohga, advertiu: "A economia do Japão está à beira do colapso (...) Eu estou preocupado com a possibilidade de o País entrar em uma espiral deflacionária, que levaria junto as demais economias asiáticas. Nesse caso, nem mesmo a economia norte-americana poderia manter sua saúde. Os políticos japoneses só estão preocupados com seus próprios eleitores, trabalhando num nível puramente doméstico. Eles têm que estar atentos ao quadro mundial. Se você observar o que Hoover dizia no início da Grande Depressão e o que o (primeiro-ministro Ryutaro) Hashimoto está dizendo no momento, constatará que são coisas muito parecidas".

Pobre Herbert Hoover! Este tão castigado presidente norte-americano, que foi um dos estadistas mais brilhantes à sua época, tomou posse apenas sete meses antes da Grande Quebra de Wall Street. Nos anos vinte, como Secretário de Comércio, Hoover advertiu contra a perigosa especulação no mercado de ações e pregou políticas governamentais anticíclicas. Procurou também mobilizar energias no setor privado para reduzir o trauma econômico e aumentar a eficiência, utilizando novas linhas de pesquisa estatística e de análise dos ciclos econômicos, que passaram depois a serem usadas em exortações governamentais. Quando o Crash de 1929 apareceu no horizonte, Hoover tinha um plano pronto e entrou rapidamente em ação com um programa de três pontos para garantir a demanda e manter a economia em atividade: (1) mais obras públicas em todos os níveis governamentais; (2) taxas de juros mais baixas para facilitar o investimento privado e a construção de moradias (3) manutenção dos salários altos para evitar um colapso do poder de compra do consumidor. Poucas semanas após o crash, Hoover lançou o maior esforço governamental já visto na história moderna para frear a crise econômica. Convenceu o Congresso a cortar impostos, líderes empresariais e sindicais a segurarem preços, salários e gasto de capital e o Tesouro a liberar crédito, ao diminuir as taxas de juros de 4% para 1,75%, a mais baixa já registrada. Com o aprofundamento da Depressão, criou a Reconstruction Finance Corporation, que tentou recapitalizar os bancos ao comprar seus títulos preferenciais. "As idéias que tomaram corpo na forma da legislação do New Deal continuaram aquilo que havia amadurecido sob o amparo de Hoover", escreveu Rexford G.

Tugwell, um dos principais conselheiros do Presidente Franklin D. Roosevelt (1933-45). "Os Cem Dias (de reforma agressiva logo depois que Roosevelt tomou posse) corresponderam mais à quebra de uma represa do que o surgimento de um rio, do nada".

Para ser justo, é preciso reconhecer que o ex-primeiro-ministro Hashimoto colocou em prática algumas das medidas emergenciais que Hoover tomou no começo da Depressão, ainda que com diferenças que refletem a profundidade da crise institucional japonesa. O PLD anunciou pacote de estímulo fiscal de US\$ 120 bilhões, o sétimo em seis anos e o maior deles até agora; mas todos estes pacotes foram incapazes de revigorar a economia, apesar de bombearem dinheiro para companhias de construção que enfrentavam problemas e que têm tradicionalmente dado generosas contribuições ao PLD. Os governos locais, com grandes déficits, também se recusaram a gastar em obras públicas. Até outubro de 1998, o esforço de estímulo se estendeu até a emissão de vouchers de cortesia, no valor de US\$ 220 para cada cidadão, decretando-se os feriados da "Segunda-Feira Feliz", para proporcionar mais tempo às pessoas para irem às compras. Até lá, o Japão já tinha lançado seu Big Bang: um pacote enorme de reformas financeiras, editadas num tomo de 4,5 Kg e 2.132 páginas. No momento, estas medidas estão sendo analisadas pelo Parlamento. Elas podem pôr fim ao tradicional protecionismo dos mercados financeiros, permitindo aos cidadãos e companhias japonesas investirem livremente no exterior através de corretoras estrangeiras. Menlmente, US\$ 20 milhões têm saído do Japão para contas em outros países, à medida que o Big Bang possibilitaria o acesso a fundos mútuos com rendimentos mais altos como uma alternativa para contas de poupança individuais que tinham juros anuais de apenas 0,25%. As novas regras também eliminarão barreiras funcionais entre bancos e corretoras e encorajarão instituições insolventes a fecharem, além de permitir aos investidores iniciarem suas próprias mini-bolsas, capazes de competir com a Bolsa de Valores de Tóquio. Apesar de todas essas medidas, Hashimoto teve que enfrentar algumas facções do PLD que queriam depô-lo do cargo, e as panacéias keynesianas fornecidas por economistas estrangeiros, políticos e jornalistas.

Alguns jornalistas japoneses designaram a imposição de um pacote por parte dos EUA como uma "segunda derrota". A cobertura televisiva da chegada, em junho de 1998, do vice-secretário do tesouro norte-americano, Lawrence Summers, ao aeroporto de Narita, foi mesclada com clipes que mostravam o pouso do avião que trouxe, em 1945, o General Douglas MacArthur à base aérea de Atsugi. A política econômica externa dos EUA é conduzida por um dos melhores e mais brilhantes homens de Wall Street (o secretário do tesouro Robert Rubin da Goldman Sachs) e da academia (Summers de Harvard), ambos reagindo de forma desdenhosa ao que consideraram como vacilação de Hashimoto ao responder à pressão estrangeira em favor do saneamento dos bancos e do estímulo da demanda.

Ao pregarem para os políticos japoneses, economistas estrangeiros não se dão conta que estão lhes recomendando uma tarefa difícil senão impossível. Um governo não pode ao mesmo tempo "estimular a economia" e fazer com que boa parte do sistema financeiro entre em colapso, como resultado do saneamento dos bancos, que faz com que desapareçam centenas de bilhões de dólares de ativos duvidosos, cerca de 30% do PNB, e alimenta incrementos em falências e desemprego. A receita em favor de cortes de impostos e mais gastos deficitários pode piorar ainda mais as coisas, agravando um problema fiscal já crítico e minando ainda mais a credibilidade das instituições públicas. É difícil avaliar a influência do desprezo de Washington na derrota do PLD na eleição de julho de 1998 para a câmara alta do Parlamento, que levou à renúncia de Hashimoto. No que é normalmente um tipo de eleição com baixo comparecimento dos eleitores, as cidades votaram em peso contra o PLD, que não conseguiu eleger ninguém nas quatro maiores cidades japonesas (Tóquio, Osaka, Yokohama e Nagoya), dando um peso desproporcional à tradicional base rural e de eleitores velhos do partido. O cientista político Yoshiaki Kobayashi notou que a mensagem que os eleitores quiseram enviar na eleição para a câmara alta é que estão insatisfeitos com o estilo japonês de redistribuição - que é deixar a conta para as gerações futuras. Mas se os eleitores realmente queriam pôr fim às transferências econômicas desastradas, aparentemente não foi esse o resultado das eleições. O sucessor de Hashimoto é Keizo Obuchi, que é membro da

maior facção do PLD, liderada por Noboru Takeshita, tendo este uma base de apoio importante na indústria da construção. Tanto Takeshita como o novo ministro da economia, Kiichi Miyazawa, de 78 anos, tiveram participação na economia de bolha, ao desempenharem no final dos anos 80 as funções de ministro da economia e primeiro-ministro. Não sabemos se num futuro próximo, os problemas financeiros deslocarão do poder a gerontocracia que atualmente governa o Japão. Este grupo tem base numa população em que o número dos adultos com mais de 65 anos ultrapassa o das crianças com menos de 15.

Dados esses constrangimentos, não podemos concordar com os economistas que acreditam poder fazer com que as variáveis econômicas dançam como uma orquestra sinfônica responde à batuta de um maestro. A ciência econômica tem dado contribuições úteis na mensuração histórica e formulação teórica, mas tem incorrido freqüentemente em confusão e contradição ao recomendar políticas econômicas. J. M. Keynes, um homem nada humilde, insistia na humildade em sua profissão: "Se os economistas conseguissem pensar em si mesmos como pessoas humildes e competentes, no nível dos dentistas, isso seria esplêndido"! Não obstante, uma das estrelas da profissão, Paul Krugman, professor do MIT, recomenda intrepidamente uma política de inflação prolongada para o governo japonês. Na sua muito lida e citada home-page na Internet, Krugman argumenta que "o Japão é vítima da armadilha do terror da liquidez", o que leva a um excesso de poupança, taxas de juro quase zero e à expansão do balancete do Banco do Japão a um nível de 50%. Então, o que o Japão precisa fazer? Claro, precisa conseguir mais liquidez. De acordo com Krugman, "a maneira mais fácil de sair do buraco é fornecer à economia as expectativas inflacionárias da qual ela depende. Em termos concretos, isso se traduz com um compromisso crível do Banco Central para se engajar em políticas monetárias que em outros contextos seriam consideradas como irresponsáveis - isto é, ele deve convencer o setor primário de que não reverterá sua atual expansão monetária quando os preços começarem a subir"! Em outras palavras, a inflação, que fará com que as taxas de juros se tornem negativas, conduzirá os poupadores a se livrarem de seus ativos financeiros em favor do consumo. Logo depois, Krugman mobiliza todo um arsenal de equações matemáticas para impressionar e persuadir os especialistas. No entanto, no final de seu ensaio, Krugman volta atrás: "É óbvio que não é necessário que o Japão faça qualquer coisa. Uma análise dinâmica revela que (a armadilha da liquidez) é um fenômeno temporário - no modelo ela dura apenas um período, apesar da duração desse 'período' não ser clara (poderia ser de três anos, ou de vinte). Mesmo que não se adote qualquer ação governamental, o ajuste de preços ou a mudança estrutural espontânea vai, no final das contas, resolver o problema. A longo prazo, o Japão conseguirá escapar da armadilha, qualquer que seja a política que adote".

A análise de Krugman é importante por duas razões. Em primeiro lugar, ressuscita a idéia, muito familiar na América Latina, de que um pouco de inflação é coisa boa. O problema com essa idéia, que nos anos 50 e 60 foi incorporada à teoria do desenvolvimento, é que a inflação cria poderosos interesses camuflados e seus próprios mecanismos institucionais, além de ser de difícil controle, uma vez iniciada. Se a idéia voltasse à moda, já que é defendida por economistas em voga como Krugman, políticos desesperados e seus acólitos na profissão econômica, poderiam colocar a perder a longa e até agora, bem sucedida batalha para institucionalizar a estabilidade dos preços e a democracia em países como a Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, México e Peru. Esse seria um preço terrível a pagar por um expediente temporário.

Em segundo lugar, a posição de Krugman de recuar ("Mesmo sem nenhuma política, o ajuste de preços ou a mudança estrutural espontânea vai, no final das contas, resolver o problema".) também traz consigo uma lição. Uma retração exagerada freou a expansão mundial e a proliferação de ativos financeiros, alimentados numa escala e duração jamais vistos. (Essa retração tem deixado a atividade financeira com enorme capacidade ociosa que alteram os valores dos ativos e impactam outras formas de atividade econômica). O reajuste precisa encontrar seu caminho dentro do sistema. Felizmente, não estamos lidando com o colapso sincrônico dos valores de ativos em todos os principais países, como ocorreu na Grande Depressão. No entanto, como a recente experiência japonesa demonstra, a

incapacidade de fazer com que mercados ajustem valores de ativos e reduzam seus balanços, apenas prolonga a crise. Uma das lições que o Crasch nos fornece é que a utilidade de estímulos artificiais é marginal, se não for combinada com uma reorganização mais profunda da economia.

Economistas e políticos estão tão obcecados em procurar analogias entre a recente bolha e o colapso japonês com o que ocorreu nos anos 20 e 30, que acabam por ignorar paralelos mais remotos, como o da ganância e credulidade de uma "economia de bolha" mais antiga, South Sea Bubble, de 1720. Boa parte da elite de poder da Inglaterra de então - ministros, proprietários de terra, membros do parlamento, e até mesmo a amante do rei - se envolveram em uma orgia de especulação e fraudes, que chegou ao ponto de ter que impulsionar uma importante mobilização política para manter a monarquia. A South Sea Bubble teve como um sub-efeito um século de reformas administrativas e políticas que fizeram com que o governo inglês se tornasse mais honesto e responsável. É improvável que uma reforma em tal escala no Japão de hoje, como na Inglaterra de ontem, seja algo que se faça da noite para o dia, apesar do que é exigido por muitos estrangeiros. Murray Sayle, veterano jornalista australiano que há duas décadas vive com a família em uma aldeia montanhosa, a 90 km de Tóquio, culpa uma "etnoeconomia" pela paralisia institucional do Japão:

"Os aspectos mais feios do sistema, que tanto impressionam os não-japoneses, vêm da idéia de que o Japão funciona como uma grande família. A agiotagem em negócios privados e governamentais é praticamente universal. As grandes empresas ficam com os grandes negócios, as pequenas com as sobras, mas todo mundo que faz parte da família continua no negócio. O Japão tem um número excessivo de bancos, bares, empreiteiras, varejistas papai-mamãe e mesmo agências do correio. Porém, eles garantem a sobrevivência de outros japoneses. Qual é o motivo que faz com que as companhias japonesas sejam obcecadas pela sua participação no mercado e não se preocupem com seus lucros? O fato da participação no mercado se traduzir em empregos para os japoneses, o que contrasta com o que ocorre com os acionistas, que não tem nenhum direito de se envolverem com a gerência das empresas ou exigirem dividendos. (As dívidas ruins destruíram a fachada de credibilidade do PLD, já infestado por escândalos, cuja participação no parlamento vinha há tempos diminuindo). Em qualquer lugar que seja, apenas um governo forte e unido pode implementar reformas; o do Japão era, e ainda é, fraco e dividido, já que continua a tentar, aos trancos e barrancos, agradar a todo mundo na família."

Como sugeri em 1992 o reformador político Ichiro Ozawa, o Japão pode estar precisando de uma renovação similar à Restauração Meiji, quando alguns samurais sob a égide de um jovem Imperador derrubaram o shogunato feudal Tokugawa (1600-1868) e procuraram contato com o Ocidente para adquirir indumentária tecnológica e institucional para resistir à interferência estrangeira e lançar o Japão no seu caminho, de longa duração, rumo à modernização e ao crescimento econômico rápido. Mas a atual estrutura de poder talvez seja ainda muito forte para permitir uma renovação radical. Além do mais, o envelhecimento da sociedade japonesa pode obstruir iniciativas corajosas. No vilarejo de Hanbara, onde Murray Sayle vive, cerca de 350 casas se espalham ao longo de um riacho na montanha e há um culto em torno da vizinhança e da ajuda mútua. Mesmo assim o vilarejo está morrendo. No último ano, houve 17 funerais, e apenas um casamento e um nascimento em Hanbara. Em 1996, o número de bebês nascidos no Japão foi o menor desde 1897, quando a população era um terço da atual. Metade das mulheres com menos de 30 anos ainda não casaram. Há projeções de que a população idosa do país, com mais de 60 anos, cresça de 21% em 1996, para 30% em 2010. Quantidades enormes de dinheiro estão sendo gastas para construir clínicas para idosos. O cuidado com os mais velhos absorve mais e mais investimento e força de trabalho, enquanto a população economicamente ativa encolhe 1% a cada ano. A natalidade diminui em praticamente todas as sociedades urbanizadas, mas a escassez de nascimentos japoneses é agravada por incentivos perversos. O seguro de saúde japonês não cobre nascimentos, o que faz com que seja bastante comum que os pais paguem ao médico que faz o parto US\$3.000 em dinheiro vivo para poderem levar o filho para casa. A educação é muito competitiva e cara, ainda mais levando-se em conta os custos com os tão comuns cursos de reforço extra-escola. Apesar de décadas de debate e preocupação pública com o envelhecimento da população e o declínio da natalidade, pouco tem sido feito para



remover esses incentivos perversos. Mesmo com os déficits governamentais já atingindo 7% do PNB, três vezes mais que a média das principais economias, e com as dívidas públicas atingindo 100% do PNB, o que seria ainda mais alto se fossem incluídas dívidas contraídas com o sistema de poupança dos correios, estrangeiros clamam por maiores estímulos fiscais e gasto deficitário. No ínterim, muitos japoneses têm uma atitude despreocupada em relação ao declínio econômico. "As pessoas se queixam da situação da economia" afirma Mitsuo Okura, que administra uma pequena fábrica de plásticos em uma cidade a 300 km de Tóquio. "Mas quando dou uma olhada ao redor da minha casa, vejo que tenho tudo o que quero. Tenho três carros, como a maioria das pessoas; tenho uma máquina de lavar e um congelador, assim como todos os meus vizinhos. Mesmo que ninguém enxergue um futuro radioso pela frente, não há nenhum sentimento de crise. A desregulação é inevitável. O desafio é descobrir o que pessoas como eu têm que fazer. Se todos dissermos que as coisas novas não são boas, o próprio Japão não será bom".

## 2. "Papai Noel está morto"

Os problemas bancários do Japão e o cerne da crise asiática, devem ser observados em uma perspectiva mais ampla. O US\$1 trilhão de dívidas ruins sustentadas pelos bancos japoneses é superior, tanto em termos absolutos como relativos, a quase 30% do PNB, excedendo os ativos de mau desempenho na maioria das crises bancárias recentes ao redor do mundo. Quando a atividade financeira internacional expandiu-se, a partir dos anos 70, crises bancárias estouraram em cerca de 40 países ricos e pobres. Notavelmente, as quebras colossais do Banespa (US\$24 bilhões), e do Crédit Lyonnais (\$32 bilhões) em 1995, não envolveram nem uma crise cambial, nem uma quebra na bolsa (ver "King Kong no Brasil", Braudel Papers No. 15). Também a economia mundial continuou crescendo e a inflação diminuiu, apesar da turbulência financeira das décadas recentes.

Esta estabilidade global não significa que nesse tempo estivéssemos livres de risco ou perda. Até que o México se tornasse inadimplente, em 1982, as dívidas externas de países em desenvolvimento remontavam a US\$ 720 bilhões, ou um terço de todos os ativos bancários internacionais. Hoje estes países respondem por mais de dois terços dos empréstimos dos bancos internacionais. O custo da atual onda de socorro a bancos mexicanos é calculado oficialmente em US\$65 bilhões, ou 16% do PNB, mas avaliações particulares garantem que esse índice é muito maior. No Chile, as perdas privadas na crise bancária de 1982, remontaram a 28% do PNB. Nos Estados Unidos, quebraram mais de 1.300 bancos e 1.400 instituições de poupança e empréstimo sofreram fusões em 1980-91, contra apenas 210 casos em 1945-79. Em 1991, recursos de bancos falidos remontaram a US\$66 bilhões, o mais alto nível desde os anos trinta, incluindo 11 bancos com recursos de pelo menos US\$ 1 bilhão. De acordo com Andrew Sheng, do Hong Kong Monetary Authority, estas quebras encarnam "grandes problemas de perigo moral em quase todos os países. As administrações de banco arriscaram além dos níveis de prudência, porque as perdas foram suportadas em última instância pelo estado. Sob incentivos perversos e supervisão falha, até bons gerentes de banco se tornaram gerentes ruins, ocupando-se de especulação, gasto excessivo e, em última instância, fraude".

Nossa margem de segurança está embutida nas facilidades institucionais próprias para apoiar países em dificuldade. Estas facilidades não são seguras nem infinitamente elásticas. Os EUA conduziram todo o bem-sucedido esforço de salvamento internacional do Dawes Plan, de 1924, até os bailouts asiáticos de 1997-98. Porém os EUA causaram grandes perturbações quando dirigidos por pressões domésticas, como no sistema de Breton Woods, com taxas de câmbio fixas em 1971 e elevação das taxas de juros em 1979 para deter a inflação e defender o dólar. "Papai Noel está morto," afirmou em 1972, George Schultz, querendo dizer que os Estados Unidos não agiriam como um salvador monetário global, se isto significasse debilitar os prospectos de reeleição do Presidente Nixon.

Toda crise financeira internacional das décadas pós-guerra foi permeada pelo medo, pela recriminação e por manobras para transferir o fardo do ajuste de um protagonista para outro, como o fez a Grã-Bretanha nos anos 1920, persuadindo os Estados Unidos a diminuir as

taxas de lucro, facilitando a bolha do mercado financeiro de Wall Street, para que o Banco da Inglaterra não tivesse que subir sua própria taxa de juros para sustentar uma libra sobrevalorizada.

Não obstante, a cooperação institucional continuou evoluindo de uma crise a outra. Primeiro, vieram as negociações originais das condições do acordo de 1944 de Bretton Woods que estabeleceu o FMI e o Banco Mundial, seguido pelo Plano Marshall e a criação da OECD com o começo da Guerra Fria. Depois surgiram atritos gerados pelos déficits internacionais dos Estados Unidos dos anos 60 seguidos pela denúncia do presidente francês Charles De Gaulle, do "privilégio exorbitante" usado pelos EUA para imprimir os dólares que permitiam que as companhias norte-americanas comprassem companhias européias. Os mesmos déficits acabaram com as taxas de câmbio fixas de Bretton Woods. Logo depois, nas duas crises do petróleo dos anos 70 produziram as tentativas de reciclar os petrodólares em crises de dívida dos anos 80. Uma nova geração de problemas apareceu com o fim do império soviético no começo da década de 90, que coincide com a proliferação de ativos financeiros. A quebra do peso mexicano e o socorro internacional em 1995, bem como as crises asiáticas são sub-produtos da expansão financeira, começando com o colapso da bolha japonesa em 1990 e as atuais dificuldades da Tailândia, Coréia, Indonésia, Malásia, Rússia e Brasil.

O mundo e seus líderes tendem a jogar perigosamente entre dois pilares opostos: ou uma convicção exagerada na intratabilidade dos problemas, ou uma excessiva confiança na sua solução," observa Harold James em *International Monetary Cooperation since Bretton Woods* (1996). "Arrogância e desespero perseguem um ao outro em sucessão rápida. A tarefa das instituições internacionais, e do processo de vigilância, para assegurar que os problemas sejam evitados, é analisá-los, compreendê-los e então agarrá-los".

A crise asiática estava se aprofundando em setembro de 1997, quando financistas se reuniram em Hong Kong para as reuniões anuais do FMI e do Banco Mundial. Na oportunidade, o Comitê Interino do FMI endossou um movimento para a eventual conversibilidade de contas e capital - movimento irrestrito de dinheiro entre países. Com as dificuldades da Tailândia, Indonésia, Coréia, Malásia e Japão, esta idéia provocou uma reação bastante adversa de alguns economistas. O professor Jagdish Bhagwati, da Universidade de Columbia, renomado analista e defensor do livre comércio de bens e serviços, questionou a legitimidade, sensatez e importância do movimento de capital entre mercados financeiros propensos à crise, sob um "mito capital" criado "pelo que se poderia batizar de complexo do Tesouro de Wall Street, ..., uma panela de lumináres afinados de instituições poderosas - Wall Street, o Tesouro, o FMI, o Departamento de Estado e o Banco Mundial, mais proeminente entre eles.". Essa discussão provocou uma idéia oposta: a restauração dos controles de capital. De acordo com o professor Dani Rodrik, da Universidade de Harvard: "Podemos imaginar casos onde a aplicação judiciosa de controles de capitais poderiam ter prevenido uma crise ou reduzido em muito a sua magnitude. A Indonésia e Tailândia teriam se saído melhores se os empréstimos no estrangeiro tivessem sido restringidos, em vez de encorajados. A Coréia poderia ter evitado a recente corrida às suas reservas se houvesse controlado os empréstimos a curto prazo, mantendo sua exposição a curto prazo para bancos estrangeiros em 30%, em vez de 70% de suas obrigações. Quais dos recentes estouros nos mercados financeiros internacionais poderiam ser prevenido pela ausência de controle?" Em um estudo do efeito de controle de capitais no Brasil, Eliana Cardoso e Ilan Goldfajn do FMI, argumentam que ele permite aos governos um repouso de cerca de seis meses, lidando com mudanças súbitas em fluxos "onde taxas de juros estrangeiras e efeitos de contágio aparecem como determinantes de fluxos de capitais importantes para o Brasil". Krugman sugeriu em um artigo na revista *Fortune* (setembro de 1998) que os países asiáticos utilizassem controles de câmbio para lidar com seus problemas financeiros, uma política que a Malásia adotou uma semana depois.

O ponto crucial deste debate fica nas diferentes metas de estados modernos e mercados. O Professor Richard Cooper, da Universidade de Harvard, acha que "os mercados financeiros são motivados somente pela cobiça e medo, e tudo o que querem é encontrar uma maneira

de ganhar dinheiro no sistema econômico, sem se expor a um risco excessivo. Muitos têm sucesso, mas muitos também falham, o que indica uma escolha ruim e também má sorte", causando impacto na atividade econômica, taxas de juros e empregos, como demonstrado pela crise asiática. Em contraste com o comportamento "miope" dos mercados, os Estados modernos têm que servir como guardiães do bem-estar e da estabilidade. "Porque os sistemas financeiros não são intrinsecamente robustos," acrescenta Cooper, "os governos têm que se preocupar com a manutenção do sistema".

O programa de estabilização do FMI segue hoje o padrão básico dos empréstimos de emergência estabelecidos pela Liga das Nações para ajudar países europeus, alguns deles criados após a Primeira Guerra Mundial, para superar a hiperinflação dos anos 20. A pequena equipe de brilhantes economistas da Liga teve três ganhadores do prêmio Nobel. Dos 24 países que conviviam com alta inflação, só seis (Áustria, Hungria, Bulgária, Gdansk, Estônia e Grécia) foram contemplados com o programa de estabilização da Liga das Nações. Alemanha, Inglaterra, Bélgica, França, Itália, Romênia e Polônia, também receberam empréstimos estrangeiros de bancos centrais. Não obstante, em seu estudo clássico *The Course and Control of Inflation; A Review of Monetary Experience in Europe after World War (1946)*, Ragnar Nurske concluiu que "o papel da ajuda financeira estrangeira para assegurar o sucesso técnico da estabilização do câmbio era relativamente secundário. Empréstimos e créditos estrangeiros, por si só, não foram suficientes para causar a estabilidade efetiva no câmbio de um país e nem sempre eram necessários àquele fim".

O FMI tem sido caricaturado cruelmente ao lidar com a crise asiática. Jeffrey Sachs argumenta que "o FMI estava se divertindo muito ao controlar 80 países no mundo para observar" que as instituições internacionais "provaram estar tecnicamente pouco preparadas para o desafio" de reativar economias com problemas. Embora possa haver razões para criticar o FMI por seu sigilo e por detalhes de suas políticas, nenhuma outra agência assumiu a tarefa suja e frustrante de lidar com situações caóticas onde os governos nacionais falharam, num esforço para superar a loucura econômica e a insolvência financeira e proteger o sistema de pagamentos internacionais. À medida que os bailouts sob programa do FMI durante o ano prévio chegaram aos US\$180 bilhões, os céticos questionaram a capacidade financeira e política do FMI para lidar generosamente com crises futuras.

O calote da Rússia, logo após o anúncio do empréstimo de US\$ 23 bilhões do pacote de resgate do FMI, trouxe mais medo. "O pânico dos investidores ao final de agosto decorreu da constatação que acabou a confiança no prestador em última instância do sistema financeiro mundial, o FMI", observou Marcelo Allain, do banco BMC de São Paulo. A idéia de um credor de última instância tem uma antiga descendência, que pode ser traçada desde a ajuda do Banco da Inglaterra aos investidores na South Sea Bubble de 1720. Em seu estudo clássico sobre *A Grande Depressão, 1929-1939*, Charles Kindleberger argumentou que "se a fuga de capitais bancários (em 1931) na Áustria, Alemanha e Grã-Bretanha tivesse sido sustada por uma ajuda internacional no momento certo em escala maciça, os poderes recuperadores básicos dos mercados competitivos teriam prevenido a Depressão de ter continuado por tanto tempo e de forma tão profunda". Entretanto, as distorções financeiras nos anos 20 e nos anos 90, tiveram oportunidade de crescer tanto que elas desafiaram sua capacidade institucional para operações de salvamento.

Muito antes do calote de sua dívida pública e a quebra do rublo, a falência da Rússia foi anunciada pela onda de mortalidade que se seguiu ao colapso da União Soviética, impactando em ambos os sexos e todos os grupos de idade, especialmente nos homens em idade de trabalho. A mortalidade masculina cresceu para 53% em 1990-94, atingindo os níveis da maioria dos países atrasados da África. A humanidade raramente viu ondas de mortalidade nesta escala, sem que estivessem associadas historicamente à guerras, pragas e fome. Uma modesta recuperação ocorreu após 1995, à medida em que o desespero e as novas oportunidades trouxeram à tona os esforços extraordinários de pessoas tentando sobreviver ao colapso do planejamento centralizado comunista. Começando com quase nada, as redes comerciais se desenvolveram rapidamente. O sinal mais claro delas foi a súbita proliferação de quiosques pré-fabricados do lado de fora das estações de metrô e em

outros espaços abertos nas cidades russas. O enorme sistema de metrô de Moscou tornou-se uma das principais artérias comerciais da Rússia. As escadas rolantes estavam lotadas e eram comumente avariadas por pessoas empurrando carrinhos de compras cheios de bens, que iam a um ponto da cidade para comprar e vender seus produtos. Os corredores de conturbadas entradas de metrô e pontos de baldeação estavam transbordando de pessoas de todas as idades vendendo quantidades patéticas de óleo de cozinha, sabonete, fios elétricos, pão e velhos livros e revistas. Sua tenacidade e bravura eram tão impressionantes quanto seu desespero. Milhões de pessoas ficaram sem pensões ou salários, enquanto o governo lutava para defender a moeda e segurar a inflação, mesmo quando os grandes empresários e "oligarcas" financeiros se apropriavam dos ativos públicos em acordos de privatização arranjados. O principal auditor da Rússia confirmou que parte dos 23 bilhões de dólares da ajuda internacional foram roubados. Sofrendo uma perda entre US\$ 500 milhões e US\$ 2 bilhões da dívida da Rússia e derivativos, o Credit Suisse First Boston acusou as companhias russas de terem gerado US\$ 66 bilhões em migração de capitais de 1994 a 1997. A tributação russa não chegou a 10% do PIB, equivalente ao nível de impostos da Bolívia às vésperas da hiperinflação em 1985, insuficiente para dar base a um aparato de governo instável espalhado na massa territorial da Eurásia com 10 diferentes fusos horários. Então o governo central ruiu. Com o povo russo enfrentando fome no inverno, o primeiro-ministro Yevgeny Primakov apelou para uma ajuda internacional em alimentos. Enquanto isso, os caciques regionais ocuparam o vácuo fiscal e de poder, levantando questionamentos se a federação russa iria se fragmentar, assim como havia ocorrido com a União Soviética em 1991. Os governadores dos oblasts (estados) seguraram transferências de impostos para Moscou, decretam controles de preços regionais e administram suas próprias relações internacionais, formando parcerias com comandantes militares locais que ignoram as ordens de seus superiores nominais. Analistas falam de "principados semi-feudais" formando-se em torno de oblasts e repúblicas mais fortes. O "balanço de terror" da Guerra Fria entre as superpotências nucleares é substituído pela chantagem nuclear, com o mundo exterior pagando grandes quantias para manter uma autoridade central sobre um enorme território que contém 30.000 ogivas.

Tanto na Rússia como no Brasil, os investidores estrangeiros sucumbiram à tentação de emprestar a taxas de juros astronômicas na dívida do governo, 120% na Rússia e 43% no Brasil, cada qual absorvendo o grosso da onda de investimentos para a Europa Oriental e América Latina no início de 1998. Ao emprestar à Rússia, os bancos estrangeiros aceitaram como garantia títulos do governo russo, os quais não foram pagos a partir do dia 17 de agosto, a data do testemunho de Clinton no escândalo Monica Lewinsky. Semanas antes do calote russo, grandes firmas como Goldman Sachs, Chase Manhattan, JP Morgan e Deutsche Bank levantaram US\$ 10 bilhões em títulos de créditos para o governo e companhias russas, que foram expressivamente demandados por bancos, corretoras hedge funds, e fundos de apostas arriscadas de grandes investidores. A Goldman Sachs usou US\$ 550 milhões de seu próprio capital para bombear a demanda de US\$ 1,25 bilhão em títulos russos que estava promovendo. Parte dos lucros foi usada para pagar de volta sua fatia de US\$ 250 milhões de um empréstimo-ponte que havia feito anteriormente, e então rapidamente vendeu sua própria posição pouco depois do colapso da Rússia, dizendo mais tarde que suas perdas haviam sido "absolutamente mínimas". À medida que o pânico se alastrou pelo mundo, os investidores internacionais, muitos já tendo emprestado grandes quantias com a intenção de fazer altas apostas, perderam US\$ 95 bilhões em papéis de mercados emergentes, de acordo com JP Morgan, que em 10 dias registrou um queda de 25% em seu Emerging Market Bond Index. Greenspan afirmou que o calote da Rússia iniciou uma "mudança fundamental de atitudes... em direção a uma aversão ao risco praticamente em todo o mundo, como foi demonstrado principalmente nos mercados financeiros", criando "uma vasta área de incerteza e medo". Então os circuitos do video game Dinheiro, Ganância e Tecnologia ficaram tão quentes que a máquina quase explodiu.

A explosão foi ameaçada pelo fracasso do hedge fund de setembro de 1998 curiosamente chamado de Long-Term Capital Management, conduzido por traders hiperativos, economistas, matemáticos e computadores procurando mercados financeiros globais para encontrar e apostar -usando fundos emprestados-, na correção de anormalidades fugazes nos

preços de títulos ou derivativos nos mercados. Pressionados pelo Federal Reserve Bank of New York, 15 bancos, tendo emprestado US\$ 100 bilhões ao hedge fund, colocaram outros US\$ 3, 6 bilhões no Long-Term Capital para evitar mais pânico. Isto ilustrou o que Joseph Schumpeter, em seu *Business Cycles* (1939), chamava "a maneira pelas quais os recursos financeiros são providenciados com o propósito de providenciar recursos financeiros, acomodações para providenciar acomodações, à medida que nos afastamos cada vez mais das forças motoras de nosso processo".

Homens notáveis conduziram o Long-Term Capital como uma parceria de jogadores high-tech. Seu líder era John Meriwether, que foi forçado a renunciar à vice-presidência do Salomon Brothers, com o resto da cúpula dirigente, por esconder a fraude da Salomons nas negociações dos títulos do Tesouro norte-americano em 1991. Encabeçando a investigação do Federal Reserve na fraude da Solomon estava David Mullins, um ex-professor da Harvard Business School que renunciara à vice-presidência do Fed em 1994 para se tornar um dos co-fundadores do Long-Term Capital. A diretoria do hedges fund estava adornada pela autoridade intelectual de Myron Scholes e Robert Merton, que compartilharam em 1997 o Prêmio Nobel de economia por seu trabalho sobre derivativos. Assim como os hedge funds estão livres da regulação do governo, o Long-Term Capital pode usar US\$ 2, 2 bilhões em fundos dos investidores como garantia para comprar US\$ 125 bilhões em ativos e alavancar estes papéis como novas garantias em transações exóticas no valor de US\$ 1,25 trilhão.

Após colher lucros que excederam os 40% em 1995-96, o retorno caiu para 17% em 1997, com o início da crise asiática. À medida que as notícias pioravam em 1998, o capital do Long-Term Capital murchava de US\$ 4, 8 milhões em janeiro para US\$ 2, 3 bilhões após o calote da Rússia em agosto, e para US\$ 200 milhões, um pouco antes do bailout de fins de setembro. Ninguém sabia os riscos que corriam as instituições financeiras. Notando a "informação fragmentada", o FMI fez um levantamento de um total global de 1. 100 hedge funds com capital combinado de US\$ 100 bilhões, observando que "o capital de hedge fund fica pequeno em comparação com o capital de outros investidores institucionais (US\$ 20 trilhões em mercados maduros)". George Soros, o mais famoso operador de hedge fund, chamou o negócio "uma daisy chain com muitos intermediários, e cada intermediário tem a obrigação para as suas contrapartes sem saber quem mais está envolvido". Os riscos se tornaram claros após o calote da Rússia e o colapso do Long-Term Capital. O Union Bank of Switzerland, o maior banco da Europa, declarou uma perda de US\$ 684 milhões em sua fatia de 15% no hedge fund, o que se somou às outras perdas de grandes empresas desde o default da Rússia: Credit Suisse First Boston (US\$ 400 milhões; Salomon Smith Barney, Nomura Securities, Bankers Trust and Bank America (aproximadamente US\$ 350 milhões cada), e Merrill Lynch (US\$ 135 milhões). Outras grandes perdedores foram Deutsche Bank, Dresdner Bank, JP Morgan, Barclays and Bank Austria. Boiando nesta corrente de más notícias estava a descoberta que o Banco Central da Itália havia investido US\$ 250 milhões no Long-Term Capital antes que o hedge fund acumulasse numa posição de US\$ 49 bilhões em títulos do governo italiano. "Virão coisas piores", afirmou um analista da Salomon Smith Barney em Londres. "Nós veremos uma razoável quantidade estável de anúncios, de avisos, problemas e retrincheiramentos nos próximos trimestres".

O Brasil, então, se tornou o que os banqueiros chamaram de "paredão", o "risco na areia" para defender contra a proliferação do contágio financeiro. "O Brasil é a chaveta do sistema financeiro mundial neste momento", afirmou um estrategista de investimentos. "Não importa o que aconteça, o Brasil não pode afundar". O embaixador do Brasil em Londres, disse à BBC: "Esta é a primeira crise do Brasil que não é nossa culpa". Isso não é de toda verdade. O governo do presidente Fernando Henrique Cardoso, com seu prestígio aumentado por ter estancado a inflação crônica, perdeu duas grandes oportunidades de cortar a dependência do Brasil do influxo de fundos estrangeiros de curto prazo ao fortalecer as finanças públicas do país. A primeira oportunidade veio quando, após sua arrasadora vitória eleitoral em outubro de 1994, ele esperou seis meses antes de enviar propostas de reforma fiscal ao Congresso, mesmo sabendo que toda a América Latina estava sob pressão fiscal por causa da crise do México. Cardoso foi, por um ano, Ministro da Fazenda, baseando sua

candidatura presidencial na estabilização econômica. A segunda oportunidade veio em novembro de 1997, após um ataque especulativo ao dólar de Hong Kong ter semeado pânico nos mercados financeiros em todo o mundo. Para defender a moeda brasileira, a equipe econômica de Cardoso decretou grandes aumentos nos impostos e taxas de juros, e grandes cortes nos gastos públicos. Os impostos e juros subiram, mas os gastos do governo não caíram. Os déficits do governo subiram de 6,1% do PIB em 1997 para 7,8% em 1998, projetado para 8,2% em 1999.

O Bank for International Settlements (BIS) avisou: "Na ausência de qualquer melhoria nos atuais déficits fiscais do país, o influxo dos fundos bancários sem precedentes para o Brasil no primeiro quadrimestre (1998) podem ter aumentado a vulnerabilidade do país para uma abrupta reversão do sentimento de mercado", assim como 64% de sua dívida externa bancária no final de 1997 era de menos de um ano. Apesar de enormes influxos de capital estrangeiro provenientes dos leilões de privatização, a saída desesperada de fundos do Brasil atingiu aproximadamente uns US\$ 30 bilhões nas semanas após o calote da Rússia. Sob crescente pressão, o governo aumentou suas vendas da dívida pública dolarizada de curto prazo, pagável em moeda local na corrente taxa de câmbio, com títulos similares aos tesobonos que precipitaram o crash mexicano de dezembro de 1994.

"Pelos últimos quatro anos o Brasil viveu uma fantasia de estabilização monetária sem dor", observou o professor Celso Martone da Universidade de São Paulo. "O Plano Real substituiu o financiamento inflacionário do déficit público pelo financiamento estrangeiro, alimentado pelo boom dos mercados emergentes. O pior de tudo é que os políticos e o governo começaram a acreditar em sua própria fantasia, com uma expansão fiscal gigantesca. Em 1998, o setor público gasta um recorde histórico de 40% do PIB, impactado por altos juros, apesar da receita também estar numa alta recorde de 32% do PIB. O fácil acesso ao crédito internacional adiou a crise da estabilização. Com a crise asiática, estamos presenciando o fim de outro ciclo internacional de crédito como o dos anos 70".

A crise asiática e suas repercussões internacionais também pode constituir-se em outro episódio de mudança nas relações de poder ainda não solidificado, nem claramente compreendido. Na década seguinte ao colapso do bloco político soviético, presenciamos o surgimento de desordens financeiras e políticas locais, até recentemente controladas pelas forças da Guerra Fria. Essa desordem está se multiplicando muito mais rápido do que um único poder ou burocracia internacional pode administrar ou conter. A selvageria que nós vimos na Somália, Ruanda, Sudão, Congo, Argélia, Bosnia, Albânia, Kosovo, Afeganistão, Ucrânia, Azerbaijão, Armênia, Geórgia, Turkmênistão, Uzbequistão, Tajikistão, Chechênia e Dagestão, não é facilmente influenciada por operações militares transoceânicas ou intervenções financeiras. Companhias de petróleo ocidentais estão tentando formar grupos para construir oleodutos nas áreas perigosas da extremidade meridional da antiga União Soviética, ao longo das antigas rotas de comércio, anteriormente conhecida como a Rota da Seda que foi segura antes do banditismo endêmico dos exércitos chineses, há 2.100 anos atrás. Na próxima década, as intervenções para conter conflitos locais e desordens serão muito mais seletivas que num passado recente e mais alinhadas com os interesses específicos dos principais poderes. As dificuldades da Ásia Oriental ocasionaram pequenas crises secundárias na Malásia e em Hong Kong, com efeito potencialmente maior na Indonésia, Rússia e China. A questão é se a Indonésia pode permanecer um estado unificado, se a China pode acomodar pacificamente os mecanismos de mercado ou se a Rússia pode superar sua ambivalência histórica e ocidentalizar autarquias e culturas autocráticas. As contenções entre economia de comando e de mercado ainda não foram decididas.

O recente ressurgimento de pirataria no mares do sul da China e os ecos da pirataria endêmica do Estreito de Málaca lembram Melville. Se a Indonésia, dividida entre várias entidades políticas insulares, se mostra impotente para controlar esta violência, então um arco de pequenos estados, alguns deles envolvendo sátrapas de gângsters, estará formando ao longo do tempo uma fileira meridional da massa territorial da Eurásia, provocando um conflito internacional. O vigor da reprodução destes povos periféricos contrasta

dramaticamente com a estagnação demográfica da Rússia, Europa Ocidental e Japão.

O tipo de mudanças estratégicas nas relações de poder e comércio que vemos hoje são características permanentes da economia global. Quase três séculos atrás Daniel Defoe observou no *The Complete English Tradesman* (1726):

"Como é frequente ouvir um comerciante dizer, 'O comércio está bastante alterado desde que eu o conheço; seus métodos mudaram; as manufaturas estão mudadas, os próprios locais onde são realizados estão mudados, os manufatureiros se mudam de cidade em cidade, e os locais não os vêem mais; os mercados se transferem para onde são vendidos, e até mesmo suas demandas, tanto para fora como internamente; as próprias nações, para as quais produtos específicos eram exportados antigamente, não os recebem mais agora; e as nações que antes não consumiam estes produtos, são agora o seu principal mercado! ...' As muitas mudanças que o comércio sofreu, podem ser atribuídas às diversas reviravoltas ocorridas com os manufatureiros pelas invenções dos homens; as violentas remoções dos manufatureiros, e de seus mercados, de uma cidade a outra, e de uma nação a outra, através de guerras; a convulsão das nações, a queda de velhos impérios e Estados, e a ascensão de novos sobre suas ruínas".

Hoje o que podemos chamar de mudanças normais e turbulência na economia mundial são agravadas pela proliferação de ativos financeiros. O Brasil, a Rússia e muitas outras economias nacionais tornaram-se dependentes de influxos de capital de curto prazo. Quando o índice industrial Dow Jones atingiu 9.338 em 17 de julho de 1998, metade dos lares norte-americanos eram proprietários de títulos, tanto individualmente como em fundos mútuos, contra apenas um quarto durante o crash de Wall Street de 1987. Em 1998, os investidores jogaram bilhões de dólares em ações da Internet que ainda estão para mostrar qualquer lucro. Yahoo Inc., com seu software de busca, foi avaliado pelo mercado financeiro a US\$ 9 bilhões, ou 300 vezes seus ganhos. Em *An Essay on Projects* (1697), Defoe escreveu "belas pretensões de descobertas importantes, novas invenções, máquinas que elevaram a imaginação de pessoas crédulas a tal altura que, meramente à sombra da expectativas, formaram companhias, escolheram comitês, geraram funcionários, ações e livros, levantaram grandes estoques, e estimularam uma noção vazia àquele nível o qual as pessoas foram traídas ao dividir seu dinheiro por cotas de um novo nada; e quando os inventores prolongarem sua gozação até terem vendido suas participações, deixam a nuvem evaporar por si mesma..."

Os derivativos, moedas sobrevalorizadas, bens imobiliários e ações e a multiplicação de crédito de curto prazo são excessos conhecidos. Mas a agitação financeira que se seguiu ao colapso do rublo russo em agosto de 1998 tem mais relação com o fracasso institucional. A tensão entre mercado e economias de comando são o teste principal de adaptação humana. Para mercados robustos prevalecerem em contenção com economias de comando, é necessário lidar com excessos de forma mais efetiva do que na crise asiática. Em outras palavras, com o dinheiro excedente perseguindo poucas oportunidades empresariais viáveis, deve ser escalado o valor de ativos financeiros até o real valor de oportunidades. Isto significa encolher balancetes e reduzir dívidas para dimensões realistas, oferecendo às economias frágeis uma alternativa viável à inflação, controles de câmbio e protecionismo.

No seu livro, *The Crash and its Aftermath*, Barrie A. Wigmore, sócio da Goldman Sachs, detalhou uma das principais lições da Grande Depressão: "Os credores estavam pouco dispostos a ajustar as dívidas às quedas severas no nível dos preços e não podemos dizer que as taxas de juros declinaram de forma alguma. Os credores tiveram que suportar as dívidas em condições muito mais duras em termos reais que as anteriormente negociadas. Na realidade, bens imóveis, fazendas e commodities são o fardo carregado pelos devedores falidos. Assim, o sistema financeiro aderiu a práticas estabelecidas com níveis de preço mudados, e a economia foi obrigada a adaptar-se". Na crise de dívida de América Latina nos anos 80, o reajustamento de obrigações só aconteceu depois de uma década de recriminações e demora como também do relaxamento da política monetária nos Estados Unidos e Japão. Depois disso, os US\$156 bilhões no programa de Brady Bonds tornaram um dos produtos mais quentes de trocas, com um volume de negócios em 1996 de US\$2,7

trilhões, 17 vezes superior ao valor nominal dos bônus. Com esta experiência absorvida, os bancos de investimento e os traders hiperativos podem aumentar e encontrar oportunidades lucrativas, criando cenários mais confortáveis que o programado atualmente no video game Dinheiro, Cobiça e Tecnologia.

Os recentes problemas econômicos na Rússia, Brasil, Japão, Indonésia, Venezuela, Coreia, China, Malásia e Hong Kong dramatizam dificuldades insuspeitas embutidas em programas de reforma inspirados por economistas e políticos fora dos países onde a reforma supostamente deve ocorrer. Expectativas irrealistas foram despertadas por gigantescos pacotes de salvamento negociados pelo FMI. Não sabemos se o poder tecnológico e empresarial da globalização irá avançar ou retroceder em conflito com as obstruções institucionais locais e políticas. As reformas orientadas para o mercado foram bem sucedidas em intensificar a atividade econômica e aumentar os padrões de vida dos países latino-americanos arrasados pela inflação crônica, e na reorganização política e econômica dos países da Europa Oriental após o colapso do bloco soviético, mas recuaram quando interesses entrincheirados em outros países se viam diante de desafios menos desesperadores. Após a renúncia do presidente Suharto, a Indonésia enfrenta um encolhimento econômico em 1998 de 13%-20%, com protestos, violência, falta de alimentos, desemprego em massa, fracassos bancários e não pagamento de sua dívida externa. No leste da Ásia, cozinhas de sopa e filas para pegar arroz estão aparecendo. Boulevards e parques estão sendo ocupados por sem-teto, à medida que as pessoas são expulsas de seus lares pelo não pagamento de aluguel. A produção está caindo para 6%-7% na Coreia e Tailândia, 4% em Hong Kong e 2% na Malásia, de acordo com projeções de seus respectivos governos, com estimativas privadas de perdas chegando a ser ainda mais altas.

A nova crise nos mostra que para melhor administrar a multiplicação e diversificação de ativos, devem ser efetuadas mudanças no sistema financeiro internacional. Não há nenhuma fórmula mágica ou permanente para fazê-lo. Apenas instrumentos rudimentares podem conter a loucura coletiva nos mercados financeiros internacionais. Cada proposta específica para regular e restringir excessos de volatilidade e promiscuidade em mercados financeiros, gerará custos, controvérsia e efeitos limitados. No entanto, medidas conjuntas poderiam reduzir o desperdício e o perigo criados pela proliferação desenfreada dos ativos financeiros. Medidas úteis, que poderiam ser tomadas com o acordo entre os bancos centrais membros do BIS, poderiam incluir iniciativas como estas:

1. Limitar os empréstimos de curto prazo a uma certa porcentagem, fixada pelo BIS, de ativos estrangeiros dos países credores e compromissos financeiros dos países devedores, possibilitando sempre a provisão normal de créditos comerciais.
2. Influenciar o limite internacional de comércio de recursos financeiros.
3. Eliminar os paraísos fiscais por acordo internacional, com os Estados Unidos e a Grã-Bretanha tomando a liderança na recusa em cumprir contratos registrados nestas jurisdições.
4. Restringir vendas e comércio de derivativos para futuras trocas públicas, onde contratos são registrados, dados de grandes posições são guardados e preços publicados sob normas de adequação de capital. Os bancos e outras instituições financeiras deveriam ser obrigadas a alocar capital para apoiar as apostas de derivativos, com as côrtes lhes designando o mesmo status legal das dívidas de jogo.
5. Os bancos não devem ser autorizados por seus fiscalizadores a avaliarem seu próprio "perfil de risco" utilizando softwares de gerenciamento de risco, que geram perigos ao crédito, emprego e produção da economia real, por não contar com os riscos políticos e os eventos aleatórios.

Finalmente, se Papai Noel está morto, presumindo que ele tenha vivido, os países têm que resolver os seus próprios problemas. O desafio que o Brasil e os países asiáticos tem à frente, é a modernização das instituições para buscar um uso mais eficiente de capital e reduzir a dependência de dinheiro a curto prazo, oriundos da proliferação mundial de ativos financeiros sujeitos a interrupções severas e súbitas. A crise asiática mostrou tanto a força quanto as limitações do sistema internacional. Em nenhum momento anterior, países devedores receberam apoio tão rápido de governos estrangeiros e instituições internacionais.



Como resultado da crise da Ásia, o Brasil, a Tailândia, a Coréia e a Indonésia estão se orientando para uma integração mais profunda com a economia mundial. Isso requer a queda das taxas de juros domésticas, que com o passar do tempo refletirá na diminuição dos custos políticos e institucionais. Esta história não terminou e seguramente dificuldades ainda virão. Os problemas institucionais básicos destes países não admitem soluções a curto prazo, mas foi feito um começo. O que decidirá seu futuro será sua capacidade para responderem aos choques e adaptarem-se às mudanças nas condições de vida econômica.

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