



Número 78  
Outubro de 2008

## **A crise financeira recente: fim de um padrão de funcionamento da economia mundial?**

**DIIESE**  
DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE  
ESTATÍSTICA E ESTUDOS SOCIOECONÔMICOS

## A crise financeira recente: fim de um padrão de funcionamento da economia mundial?

As fortes e violentas turbulências verificadas nos mercados do mundo explicitam uma crise financeira, monetária e econômica de graves proporções. Iniciada na área do mercado de hipotecas<sup>1</sup> nos EUA, a crise se alastra rapidamente por todo o setor financeiro da economia norte-americana e do mundo. De janeiro a setembro de 2008, estima-se uma desvalorização de ativos da ordem de mais de US\$ 14 trilhões. A estimativa de perdas em 12 meses, incluindo a dramática semana de 06 a 10 de outubro deste ano, é de cerca de US\$ 27 trilhões<sup>2</sup>. No mesmo período, os bancos internacionais registram perdas contábeis de mais de US\$ 500 bilhões.

Como a crise ainda está em curso, deve-se alertar para o fato de que as projeções dos seus impactos efetivos sobre os países, no momento, são tão especulativas quanto qualquer movimento financeiro que vem ocorrendo. Embora seja ainda muito difícil visualizar o final dessa turbulência, as perspectivas, no momento, são de uma crise bastante aguda, prolongada, e que está se generalizando para a economia real com bastante rapidez, trazendo impactos especialmente para áreas vinculadas ao comércio internacional e para as dependentes de crédito e financiamento. Portanto, é de se esperar que sejam afetados os fluxos comerciais entre os países, em geral, e os mercados de *commodities*, em particular. Além disso, quase todo o conjunto da economia deve sofrer algum abalo, uma vez que o mundo, tal como se apresenta nos últimos 25 anos, é o mundo da financeirização globalizada de quase todas as relações econômicas.

As expectativas são de redução significativa das taxas de crescimento nos vários países e de recessão, que já se torna evidente em algumas regiões, como nos EUA, Japão e na área do euro. No caso da América Latina, em que pese a grande incerteza do cenário, é esperada forte diminuição do crescimento verificado nos anos recentes, embora ainda não haja previsões de recessão. Mais do que tudo, porém, é necessário perguntar se o que está ocorrendo representa o fim de um padrão de funcionamento da economia mundial.

Esta Nota Técnica é a primeira sobre o conturbado quadro econômico atual, e nela, o DIEESE traça um panorama geral dessa crise global. Uma segunda Nota, prevista para as próximas semanas, será dedicada a análise das possíveis conseqüências da crise para o Brasil.

---

<sup>1</sup> **Hipoteca** é um direito concedido ao credor sobre um bem real (imóveis ou equiparados – como navios ou aeronaves) que pertença ao devedor, com objetivo de garantir o pagamento de uma obrigação. Na situação mais comum, a hipoteca recai sobre um imóvel, que serviria como garantia do pagamento de um empréstimo, obtido para aquisição do próprio imóvel ou para outros fins.

<sup>2</sup> Valor equivalente a toda produção interna de dois anos dos EUA, e de 20 anos do Brasil.

## A deflagração: a crise das hipotecas<sup>3</sup>

Desde o começo de agosto de 2007, o mundo financeiro internacional vem se agitando fortemente, com movimentos bruscos de subida e descida de índices e, especialmente, com a baixa acentuada do valor dos ativos financeiros. Nos primeiros 20 dias de agosto de 2007, falava-se de algumas centenas de bilhões de dólares norte-americanos que teriam “desaparecido” de uma hora para outra<sup>4</sup>, e de várias outras dezenas de bilhões colocados pelos diversos bancos centrais dos principais países do núcleo do capitalismo à disposição do sistema financeiro para tentar evitar o colapso do mercado. O empurrão na primeira peça do dominó desse mercado financeiro altamente interconectado partiu de onde já se esperava há muito tempo: de nova turbulência nos ativos vinculados ao fragilizado mercado de imóveis e hipotecas dos EUA. Parece incompleto, porém, atribuir a esta conhecida fragilidade toda a culpa da crise atual.

Os alertas sobre a “bolha” especulativa no mercado imobiliário dos EUA vinham de longe, embora as perspectivas para a economia mundial fossem bastante otimistas. Esses alertas se tornaram mais frequentes a partir de julho de 2006, quando, pela primeira vez desde que o ciclo expansivo imobiliário começou nos EUA, foram registradas quedas no valor dos imóveis naquele país. Fala-se agora em “crise dos *subprime*”, isto é, dos empréstimos feitos no mercado de imóveis aos tomadores de mais alto risco, que não oferecem segurança e garantias aos agentes financeiros. Nas classificações de risco nos EUA, *prime* seriam os empréstimos de menor risco, e *subprime* os de uma categoria mais arriscada, normalmente se referindo aos trabalhadores sem contrato efetivo de trabalho ou daqueles que não possuem valores que sirvam como garantias aos empréstimos. Entretanto, atribuir a crise apenas ao mercado imobiliário pode ser uma nova tentativa de circunscrever o problema a uma causa específica e localizada, evitando entendê-la como uma falha profunda de todo o sistema.

Para entender a extensão desse problema é preciso perceber que os mecanismos de transmissão foram estabelecidos de tal forma que a primeira pedra do dominó financeiro empurrada induz a uma rápida difusão da crise. Com a aquisição do imóvel, o novo proprietário pode, sendo de alto ou de nenhum risco, obter crédito junto ao sistema financeiro usando agora o imóvel como garantia; ou seja, ao se tornar proprietário, o indivíduo tem acesso a um empréstimo bancário por meio de uma hipoteca. Contudo, pela generalização e expansão do próprio crédito imobiliário, o preço dos imóveis sobe permanentemente, o que leva a uma espiral de elevação do crédito: quanto maior o valor do imóvel, maior o volume de recursos que pode ser obtido junto ao sistema financeiro. E se o valor dos imóveis está

<sup>3</sup> Baseado em DIEESE, Nota Técnica 48, Agosto de 2007.

<sup>4</sup> Na verdade, boa parte disso diz relação à diferença entre o valor estimado dos ativos financeiros antes do começo da crise e a nova estimativa de seu valor com a queda dos mercados nesse período, sendo, portanto, boa parte da perda apenas uma “diminuição de valor potencial” de ativos financeiros.

subindo, é possível “renovar” a hipoteca, conseguindo um novo crédito maior com base nessa valorização, para pagar a hipoteca anterior e conseguir mais recursos.

Enquanto os preços dos imóveis sobem permanentemente, esse é um mecanismo que se alimenta dele mesmo. Até meados do ano passado, eles não apenas subiam permanentemente, mas subiam também acentuadamente. Assim, boa parte da expansão do consumo nos EUA foi “animada” por esse mecanismo de expansão do crédito a partir da elevação do preço dos imóveis. Foi esse crescimento do consumo que motivou a expansão econômica recente, não apenas naquele país, mas em boa parte do mundo. Nos últimos anos, a economia dos EUA funcionou como uma espécie de “consumidor de última instância”, para a qual eram destinados produtos de muitos outros países, resultando, por exemplo, no dinamismo acentuado da economia chinesa, e explicando, assim, parte da alta do preço das principais *commodities* agrícolas e minerais exportadas pelo Brasil.

De outro lado, as instituições financeiras que colocavam seus recursos à disposição dos que se endividavam no mercado de imóveis, especialmente nos empréstimos classificados como *subprime*, auferiam lucros extraordinários, porque no mercado financeiro, quanto maior o risco do tomador dos recursos, maior é a taxa dele cobrada. Já que esses lucros eram tão fantásticos (ainda que tivessem elevados riscos a ele associados), por que não “socializar” os lucros, ou pelo menos uma parte dele, com outros agentes do sistema financeiro (e ao mesmo tempo, dividir também possíveis prejuízos)? Para tanto, foram emitidos títulos que tornavam outros eventuais aplicadores (como os vários fundos financeiros, de investimento, de previdência, de rendas variáveis...) sócios daquele lucro fantástico, mas também de parte do risco. Isso funcionou como uma espécie de seguro para as instituições que fazem a operação, face ao crescimento do risco. Os bancos com créditos junto a compradores de imóveis “empacotavam” os títulos referentes a hipotecas junto com outros, de menor risco, e revendiam esses novos títulos no mercado financeiro internacional, com aval das agências de classificação de risco, que consideravam baixa a possibilidade de inadimplência desses “títulos empacotados”.

Como o mercado financeiro dos EUA é aberto às instituições financeiras de outros países, essas também participavam da farra do mercado das hipotecas e do crédito alavancado a partir daí. Como os movimentos nos mercados financeiros foram liberalizados em boa parte do mundo nas últimas três décadas, esses títulos baseados nos ganhos com o mercado financeiro dos EUA se disseminaram na carteira de fundos de aplicação e instituições financeiras em boa parte do mundo.

Assim, quer pelo lado do consumo e da produção, quer pelo lado das movimentações e dos ganhos financeiros, todos se transformaram, de alguma forma, em sócios da expansão do mercado imobiliário dos EUA. Enquanto a festa da expansão seguiu adiante, os ganhos se generalizaram, junto com um efeito colateral implícito, os riscos. Mas, quando começou a

inversão do ciclo, os riscos vão ficando explícitos. E, assim como no período anterior a perspectiva de ganhos expandia os negócios, agora, num movimento semelhante e com sinal inverso, a perspectiva de perdas eclode a crise.

Nesse segundo momento, o preço dos imóveis começou a cair (o que vem acontecendo desde julho do ano passado) e o crédito ancorado nestes valores em queda se contraiu rapidamente. Os agentes financeiros procuraram, então, reduzir sua exposição ao risco e se livrar dos possíveis inadimplentes, ou dos chamados “papéis podres”. Os outrora heróis do *boom* expansivo, que com seu otimismo e coragem expandiam o mercado imobiliário e o consumo, passaram a vilões do sistema, atingido por juros mais altos, valores de imóveis em queda e dificuldades cada vez maiores para honrar os compromissos financeiros antes assumidos, em condições totalmente diversas (juros muito mais baixos, crédito abundante).

Os papéis ancorados nestas operações e difundidos pelo mundo financeiro global começaram a perder seus valores, e encontraram dificuldades para serem negociados. Essa queda passou a se refletir na rentabilidade dos diversos fundos que neles aplicaram seus recursos, e que se tornaram detentores de papéis que se desvalorizam e riscos que se ampliam. A extensão e a profundidade do problema foram ficando evidentes. Para muitas instituições financeiras, a desvalorização dos títulos lastreados em hipotecas bem como a queda do valor dos imóveis significaram um desequilíbrio entre seus ativos (os imóveis, títulos e outros créditos) e passivos (os recursos que devem a terceiros), gerando situação falimentar.

As causas mais imediatas da eclosão da crise podem ser imputadas ao encarecimento do pagamento das hipotecas, uma vez que muitas delas previam taxas de juros crescentes no tempo e outras embutiam taxas de juros flutuantes. Entre 2004 e 2007, os juros básicos (que são o “piso da escada” das demais taxas de juros) subiram de 1,25% para 5,25% nos EUA, e o pagamento das hipotecas ficou mais caro. Com isso, foi reduzido o volume de negócios com imóveis, a valorização destes arrefeceu e a atividade econômica desacelerou, piorando as condições do mercado de trabalho. Tudo isso favoreceu a inadimplência no pagamento das hipotecas, dando início ao processo de desvalorização dos imóveis e dos títulos neles lastreados.

## Um modelo que se esgota

A crise do mercado imobiliário dos EUA foi um significativo estopim para uma crise financeira de grandes proporções. Aparentemente, porém, o fim do ciclo expansivo baseado no dinamismo gerado a partir dos mercados financeiros já parecia estar desenhado no próprio movimento iniciado a partir de fins dos anos 1980, e que durou cerca de 20 anos, período da grande hegemonia liberal em escala mundial.

De fato, esse modelo combinou baixas taxas de juros nos EUA, um processo ativo de criação de inovações nos mercados financeiros e a liberalização das movimentações

financeiras em escala mundial. Ampliou, dessa forma, os horizontes dos aplicadores/especuladores, mas também aumentou significativamente a competição entre as instituições financeiras, inclusive entre as tradicionais, como os bancos comerciais e de investimentos, corretoras e outros.

Ao lado disso, a liberalização comercial; a promoção da liberalização de investimentos e dos setores de serviços, incluídos os financeiros; a privatização das empresas públicas, colocando combustível nos mercados de capitais; a desregulamentação dos mercados e outros mecanismos potencializavam um mundo em que os competidores deviam buscar novos espaços de valorização dos capitais, incentivando a financeirização da riqueza e das relações sociais. Todos os espaços abertos, toda criação humana, todo o planeta, virava um imenso espaço de acumulação de riqueza financeira.

As crises que se sucediam mostravam os riscos dessa engrenagem, mas um espaço aberto à valorização que entrava em crise era progressivamente substituído por outro, gerando um processo eufórico, alimentando uma visão de comportamento de manada, no caso, usando uma figura do mercado financeiro, uma manada de touros<sup>5</sup>, apostando permanentemente na possibilidade de crescimento contínuo e acelerado. A expressão criada por um ex-presidente do FED, o Banco Central dos EUA, Alan Greenspan, falando da “exuberância irracional dos mercados”, aparece como uma boa imagem desse processo. Assim, crises nacionais ou regionais de mercados, como a crise mexicana, a asiática, a russa, a brasileira, a argentina, e outras, se combinavam ou mesclavam com crises setoriais, como a das empresas de informática (a chamada crise das “pontocom”), ou as das empresas de energia, e nos últimos tempos, a dos mercados de hipotecas dos EUA. Aliás, depois da crise de 2007, chegou a se ensaiar um novo espaço de acumulação financeira no chamado mercado de “*commodities*” (energia, minérios, produtos agrícolas), que resultou em uma explosão de preços desses produtos, com o petróleo alcançando, por exemplo, valores próximos a US\$ 150 o barril.

Essa busca de espaços de acumulação financeira, ao mesmo tempo em que era impulsionada, impulsionava uma busca por mais liberalização financeira, mais inovações, mais internacionalização. As propostas de regulação dos mercados financeiros eram atacadas com o discurso de sua auto-regulação, e acabavam confinadas aos segmentos mais tradicionais, como as chamadas “regras de Basileia”<sup>6</sup>, que buscavam obrigar um comportamento mais precavido dos chamados bancos comerciais, depois das crises financeiras dos anos 1990.

---

<sup>5</sup> “Touros”, no jargão do mercado financeiro, são os aplicadores que apostam na alta, permanentemente, enquanto os “ursos” seriam os aplicadores que apostam na baixa dos mercados.

<sup>6</sup> **Regras de Basileia** referem-se a um marco regulatório internacional que estabelece um conjunto de normas voltadas para diminuir o risco de quebra do sistema bancário e dos impactos disso sobre empresas e famílias. Tais regras visam promover diminuição do risco de não pagamento dos empréstimos; aumento do capital próprio dos bancos; inspeção regulatória dos bancos centrais; e maior da transparência dos riscos incorridos.

A criação de novos produtos financeiros, a expansão de fundos de investimentos dos mais variados e dos chamados “derivativos”<sup>7</sup>, os processos de securitização, entre outros, permitiam “embalar” conjuntamente aplicações mais garantidas com as de maior risco. Dessa forma facilitavam o acesso à liquidez instantânea, fazendo com que a riqueza financeira diferida no tempo pudesse se tornar concreta de imediato. Essas “criativas inovações”, ao combinar diversas operações tendo por base e origem uma mesma transação comercial, permitiam multiplicar no mundo financeiro, por várias vezes, a riqueza virtual<sup>8</sup>. Não é de assombrar que a essa riqueza virtual circulando nos mercados financeiros fosse estimada em mais de US\$ 600 trilhões pelo Banco de Compensações Internacionais (BIS, uma espécie de Banco Central dos bancos centrais), valor equivalente a cerca de 10 vezes o valor do PIB efetivo de todos os países do mundo. Nesse “mundo financeiro”, um título público de 30 anos ganhava liquidez imediata, e uma simples operação comercial de importação ou exportação era multiplicada várias vezes nos mercados financeiros, através de mercados futuros, mercados cambiais e muitas outras operações. A desregulamentação e as inovações permitiam que a idéia bíblica da multiplicação do pão e dos peixes parecesse um truque de magia de festa de criança, perto do que conseguiam, com suas operações, os mercados financeiros.

Porém, o mundo financeiro, para a sua operacionalização, é baseado em uma idéia muito simples, a da confiança. Assim, quando um cidadão coloca pura e simplesmente seu dinheiro em um banco, confiando que quando precisar vai poder retirá-lo, ele dá ao banco, ao mesmo tempo, o poder de multiplicar esse dinheiro, por meio da concessão de crédito (para consumo ou para investimento). Desde a prosaica operação de possuir uma conta corrente e nela deixar o dinheiro, até as mais complexas operações que puderam ser concebidas no mundo contemporâneo das inovações financeiras, nenhuma delas pode prescindir da relação de confiança. Isto porque, um banco nunca terá a sua disposição, instantaneamente, o conjunto dos recursos que seus clientes ali colocaram, uma vez que, com estes recursos, ele faz operações de crédito, aplicações etc.. Mesmo em situação absolutamente tranqüila, se todos os clientes ameaçassem sacar seu dinheiro de uma instituição financeira, ela obviamente quebraria. Assim, se de alguma forma se fragiliza ou esgota a confiança no sistema, o processo trava. Em uma situação de crise, onde o pânico se espalha, os clientes e aplicadores vão percebendo o tamanho do problema e, obviamente, preferem ver o dinheiro em suas próprias mãos. Porém, os bancos também preferem ter o dinheiro em mãos, as empresas industriais e de serviços a mesma coisa, o comércio idem, e assim vai. É a chamada

---

<sup>7</sup> **Derivativo** é um contrato cujo valor deriva de um outro ativo, ou seja, é um contrato definido entre duas partes no qual se definem pagamentos futuros baseados no comportamento dos preços de um ativo de grande negociação no mercado (normalmente das chamadas *commodities*, moedas, ações, taxas de juros ou títulos).

<sup>8</sup> Virtual porque para parte dos investidores ela pode se realizar efetivamente (por exemplo, quando eles conseguem vender tais títulos e transformá-los em “dinheiro vivo”); mas para outra parte é fictícia por não se realizar, devido à desvalorização.

“preferência pela liquidez”, percebida por Keynes<sup>9</sup> há 80 anos. Nesse movimento, o crédito vai travando, e com esse travamento, arrasta para baixo todo o processo econômico, afetando a produção e o emprego.

Por isso, não é de surpreender que o mundo financeiro tenha entrado em pânico com as perdas verificadas, ainda mais fundamentalmente com o potencial de perdas que ainda podem ocorrer. Com essa percepção, vão caindo os pilares desse sistema que vigorou por 20 anos – a crença na auto-regulação, na liberalização permanente e progressiva, na capacidade de multiplicação constante da riqueza financeira.

Desmorona, também, o modelo pelo qual os EUA se constituíram, ao mesmo tempo, no principal motor da multiplicação da riqueza financeira, oferecendo crédito farto a seu comércio e a seus consumidores; e como mercado consumidor para todo o mundo. Foi esta característica que viabilizou a transformação de países asiáticos, como China, Coréia do Sul e outros, em espaços de proliferação de plantas manufatureiras para fornecer produtos para o resto do mundo. Nesse modelo construído no ambiente internacional, a liberalização financeira impulsionava a liberalização comercial, e vice-versa. Afinal, os saldos comerciais gigantescos acumulados na Ásia e em outras regiões se transformavam em fundos que iam, em última instância, financiar a própria expansão financeira nos EUA, nos mercados de títulos públicos, bolsas de valores, fundos de investimentos e outros.

Esse modelo que funcionou até aqui se esgota agora com a proporção que a crise está assumindo. Independente das enormes diferenças que existirão entre crise atual e a dos anos 30, do século XX, existe uma grande lição a tirar: o capitalismo, especialmente na sua versão mais financeira, deixado ao seu livre funcionamento, tem uma enorme tendência autodestrutiva que precisa ser controlada, e é exatamente por isso que requer regulação. Essa idéia, aprendida a muito custo nos anos 1930, necessitou de uma nova crise de grandes proporções para ser lembrada e levada a sério pelos tomadores de decisão na política e na economia. Espera-se que a movimentação por uma nova regulação seja rápida, para que não se torne uma crise como a de 1930, no que se refere a seus enormes impactos sociais e políticos. Espera-se, ademais, que os Estados ajam, nos âmbitos nacional e internacional, para minimizar os impactos negativos da crise sobre o mundo real, em especial sobre as condições de vida das populações dependentes do trabalho para sua sustentação.

---

<sup>9</sup> John Maynard Keynes, economista inglês e uma das principais referências teóricas em economia, especialmente quanto as suas reflexões sobre questões de finanças, produção e emprego a partir da crise dos anos 1930, e que voltou a moda nas discussões da crise recente.

Rua Ministro Godói, 310  
CEP 05001-900 São Paulo, SP  
Telefone (11) 3874-5366 / fax (11) 3874-5394  
E-mail: [en@dieese.org.br](mailto:en@dieese.org.br)  
[www.dieese.org.br](http://www.dieese.org.br)

### **Direção Executiva**

João Vicente Silva Cayres – Presidente  
Sindicato dos Metalúrgicos do ABC  
Carlos Eli Scopim – Vice-presidente  
STI Metalúrgicas, Mecânicas e de Material  
Elétrico de Osasco e Região  
Tadeu Morais de Sousa - Secretário  
STI Metalúrgicas, Mecânicas e de Materiais  
Elétricos de São Paulo e Mogi das Cruzes  
Antonio Sabóia B. Junior – Diretor  
SEE Bancários de São Paulo, Osasco e Região  
Alberto Soares da Silva – Diretor  
STI de Energia Elétrica de Campinas  
Zenaide Honório – Diretora  
Sindicato dos Professores do Ensino Oficial de  
São Paulo (Apeoesp)  
Pedro Celso Rosa – Diretor  
STI Metalúrgicas, de Máquinas, Mecânicas, de  
Material Elétrico de Veículos  
e Peças Automotivas de Curitiba  
Paulo de Tarso G. B. Costa – Diretor  
Sindicato dos Eletricistas da Bahia  
José Carlos de Souza – Diretor  
STI de Energia Elétrica de São Paulo  
Carlos Donizeti França de Oliveira – Diretor  
Femaco – FE em Serviços de Asseio e  
Conservação Ambiental Urbana  
e Áreas Verdes do Estado de São Paulo  
Mara Luzia Feltes – Diretora  
SEE Assessoramentos, Perícias, Informações,  
Pesquisas e Fundações Estaduais do Rio Grande  
do Sul  
Josinaldo José de Barros – Diretor  
STI Metalúrgicas, Mecânicas e de Materiais  
Elétricos de Guarulhos, Arujá, Mairiporã e Santa  
Isabel  
Eduardo Alves Pacheco – Diretor  
Confederação Nacional dos Trabalhadores em  
Transportes da CUT - CNTT/CUT

### **Direção técnica**

Clemente Ganz Lúcio – diretor técnico  
Ademir Figueiredo – coordenador de estudos e  
desenvolvimento  
José Silvestre Prado de Oliveira – coordenador de relações  
sindicais  
Nelson Karam – coordenador de educação  
Francisco J.C. de Oliveira – coordenador de pesquisas  
Claudia Fragozo dos Santos – coordenadora administrativa  
e financeira

### **Equipe técnica responsável**

Ademir Figueiredo  
Adhemar Mineiro  
Frederico Mello  
Iara Heger (revisão)