

MANIAS, PÂNICOS E O PAPEL DO EMPRESTADOR DE ÚLTIMA INSTÂNCIA

Marcos Antonio Macedo Cintra

Charles P. Kindleberger. Manias, pânico e crashes: Um histórico das crises financeiras. Porto Alegre: Editora Ortiz/Gazeta Mercantil, 1992, 303 pp.

O professor Kindleberger constrói com erudição a história das crises financeiras do capitalismo, desde a crise com as ações da Companhia dos Mares do Sul, na Inglaterra de 1720, até o *crash* da Bolsa de Nova York de 1987. Utiliza-se de um "modelo" sobre a instabilidade do sistema de crédito, derivado do pensamento keynesiano, reprocessado por Minsky: expansão monetária, especulação, aumento nos preços dos ativos, seguido por uma queda aguda e uma corrida por dinheiro. Nas suas palavras: euforia especulativa (*manias*), dificuldades financeiras seguidas de *pânico*, sucedidas por *crash*.

Os processos especulativos, geralmente, se iniciam com a expansão *ex nihilo* do crédito bancário. Os bancos criam moeda a partir de seus empréstimos e, após algum tempo, com o crescimento da demanda efetiva de mercadorias e/ou ativos financeiros seus preços começam a aumentar. Este aumento de preços propicia o aparecimento de novas oportunidades de lucro e atrai mais empresas e investidores. Assim, instaura-se um círculo vicioso, em que novos investimentos levam a aumentos de renda, que estimulam outros investimentos e outros aumentos de renda. Nesse momento, podemos identificar a "mania" especulativa (euforia): "quando o resto do mundo está louco, devemos imitá-lo um pouco", onde a palavra "mania" enfatiza a irracionalidade do processo (p. 36).

À medida que o *boom* especulativo prossegue, as taxas de juros, a velocidade de circulação da moeda e os preços dos ativos continuam aumentando. Em determinado estágio, alguns *insiders* decidem vender seus títulos e pegar seus lucros. Os preços indicam sinais de queda, podendo iniciar-se um período de "dificuldades financeiras". Isto é, pode desencadear-se uma corrida por liquidez — troca de ativos por moeda —, com consequências deletérias sobre os preços dos ativos, das mercadorias e dos títulos, deixando os especuladores que se endividaram nos mercados financeiros impossibilitados de honrar seus compromissos. As expectati-

vas são, portanto, revertidas e o movimento ganha velocidade. A liquidação pode ocorrer de forma ordenada, mas frequentemente degenera em "pânico", à medida que se espalha a consciência de que não haverá dinheiro suficiente para todos realizarem seus estoques pelos preços máximos. A expressão para este estágio é *crash*, reação violenta, *overtrading*.

Em suma, "a *causa remota* da crise é a especulação e a expansão do crédito; a *causa próxima* é algum incidente que abala a confiança do sistema, faz as pessoas pensarem nos perigos da falência e leva-as a deslocarem-se de *commodities*, ações, imóveis, letras de câmbio, notas promissórias, moedas estrangeiras — o que quer que seja — de volta à moeda corrente" (p. 142).

Assim, o grande mérito do livro é demonstrar que os sistemas monetários não possuem âncoras e que a única possibilidade de operarem de forma estável é que o passado continue a se reproduzir no presente, determinando as expectativas do futuro. Vale dizer, a instabilidade é da natureza das economias monetárias e a criação endógena de moeda pelos agentes privados (bancos e empresas) constitui um modo de alavancar e prolongar a fase expansiva do ciclo, quando perspectivas de lucros crescentes sustentam a confiança daqueles agentes, mas não de evitar a iliquidez quando a conjuntura é desfavorável. Com o perdão do prosaico, existe uma metáfora nos mercados financeiros que indica está forma de atuação dos sistemas monetário-financeiros: os bancos lhe fornecem um guarda-chuva se tiver sol, mas o tomarão de volta se começar a chover. Desta forma, o Autor combate algumas correntes do *mainstream*, como os adeptos das expectativas racionais: "a noção de que os mercados de ativos são compostos, ou mesmo sempre e inevitavelmente dominados por especuladores inteligentes, bem informados e com bons financiamentos, que fazem cálculos passo a passo, não é o caso. Ele parece funcionar assim a maioria do tempo, mas esse não é seu modo de ser" (p. 279).

Diante da instabilidade intrínseca das economias monetárias, o Professor estabelece a necessidade de um *lender of last resort* capaz de garantir a segurança dos sistemas monetário-financeiros nacionais. A autoridade monetária, como emprestador de última instância, deve assegurar o valor das estruturas de ativos, refinanciando as carteiras das instituições com problemas de liquidez. "Se não se

pode controlar a expansão de crédito em um *boom*, pode-se ao menos tentar interromper a limitação de crédito, em uma crise" (p. 212). Ademais, salienta que a internacionalização das economias capitalistas exige um *lender of last resort* mundial, isto é, que algum ou alguns países se responsabilizem pela estabilidade do sistema como um todo. Esclarece, todavia, que a consequência dessa política é uma tendência permanente de aumento nos preços dos ativos, ou seja, inflação.

O professor Kindleberger, porém, não identifica que houve transformações na função de emprestador de última instância, exercida pelos Bancos Centrais a partir do segundo pós-guerra. Do nosso ponto de vista, os Bancos Centrais e os grandes bancos que operam nos mercados monetários institucionalizaram, desde então, a oferta de linhas de créditos para os setores que cresceram nos movimentos financeiros especulativos. Ou seja, os Bancos Centrais passaram a sancionar as inovações financeiras, abortando as crises, mas ao fazê-lo, aumentaram o endividamento geral e/ou a especulação. Gestaram-se, portanto, estruturas financeiras cada vez mais amplas e complexas, sem que houvesse manifestações "clássicas" das crises, vale dizer, uma grande depressão e/ou um colapso financeiro geral. Segundo Minsky, "no lugar de uma crise financeira e de uma grande depressão, separadas por décadas, têm-se ameaças de crises e de depressões profundas, ocorrendo a cada poucos anos; em vez de uma grande depressão efetiva temos agora uma inflação crônica" (Minsky, H.P. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986, p. 95).

Enfim, até que provem o contrário, parece que as crises financeiras mudaram de natureza. A dinâmica econômica contemporânea caracteriza-se mais por uma instabilidade estrutural — marcada por flutuações de perfis mutáveis e por uma tensão permanente entre expansão e estagnação —, do que por grandes depressões e *crashes* financeiros generalizados nos moldes do capitalismo dos séculos anteriores a 1929, tão bem descritos pelo professor Kindleberger.

Isto não significa que não haverá mais crises financeiras, mas que desapareceu "o velho ciclo do comércio". Nas palavras de Hicks: "houve assim outra onda de falências de bancos norte-americanos, prolongando-se por 1932 — o pior ano da Depressão nos EUA — e culminando no fechamen-

to geral dos bancos, quando Franklin Roosevelt assumiu o poder, em março de 1933. Isso foi o fim do velho 'FED'. O governo norte-americano teve de apoiar o sistema bancário, cujos pormenores não tenho que discutir. Outros países, duma maneira ou doutra, seguiram esse exemplo. O velho estilo do ciclo financeiro chegou, então, ao fim". (Hicks, J. "O velho ciclo do comércio" In: idem. *Uma teoria monetária do mercado*. Lisboa: Publicações Dom Quixote, 1992, p. 131.)

Além disso, os mercados financeiros tornaram-se mais líquidos, especulativos, integrados e globalizados. As inovações financeiras tornaram os instrumentos regulatórios praticamente inoperantes, dificultando a atuação das autoridades monetárias no monitoramento dos graus de risco dos sistemas. Essas transformações na operacionalidade dos sistemas monetário-financeiros impõem a necessidade de mudanças nos mecanismos de supervisão e regulamentação preventiva, antes concentrados nas relações ativos/capitais dos bancos comerciais. As principais agências de regulamentação internacionais, sobretudo nos EUA, estão pleiteando a construção de um sistema de gerenciamento do próprio risco das instituições financeiras, através de sofisticados modelos computacionais, *on line* com os órgãos reguladores.

Marcos Antonio Macedo Cintra é doutorando no Instituto de Economia da Unicamp, consultor técnico do IESP/Fundap e pesquisador do Cebrap.