

FORUM PARA A COMPETITIVIDADE

SEMINÁRIO

“ O NOVO QUADRO MACROECONÓMICO ÀS MEDIDAS ANTI CRISE E Á REVISÃO DO PEC”

“DA NECESSIDADE DE NÃO NOS ENGANARMOS QUANTO Á NATUREZA DA CRISE, COMO CONDIÇÃO PARA NÃO NOS ENGANARMOS NAS POLÍTICAS ANTI CRISE”

José Félix Ribeiro

A crise financeira desencadeada em torno do crédito *subprime* nos EUA:

- abalou o núcleo central do sistema financeiro dos EUA – os cinco maiores bancos de investimento, quatro dos maiores intermediários financeiros integrados, as seguradoras *monoline* e as duas maiores *Government Sponsored Enterprises* (GSE`s) que garantem e titularizam a maior parte do crédito hipotecário dos EUA
- Difundiu -se de forma imediata a nível mundial, atingindo e paralisando os mercados monetários
- Combinou-se com outros factores para gerar impactos na economia real que podem pressagiar uma recessão prolongada ou uma deflação

Os países europeus debatem-se com a questão de como reagir face a esta crise que os atinge de modo diferenciado conforme tinham ou não “bolhas imobiliárias” próprias; conforme tinham ou não instituições bancárias com intervenção no mercado global; conforme dependiam de exportações que estão a ser duramente afectadas pela recessão; ou ainda conforme era a situação das finanças públicas no momento de eclosão da crise.

Antes de se discutir o que podem fazer os países europeus, e em particular Portugal, convém não nos enganarmos no tipo de crise que estamos a enfrentar, em particular porque uma maioria de comentadores persiste em olhar para crise dos anos 30 como referência. Este pequeno texto procura explorar algumas pistas de compreensão da actual crise enquanto crise na Globalização, associada a um *stress* do sistema financeiro dos EUA

1. A GLOBALIZAÇÃO E A RECORRÊNCIA DE “BOLHAS ESPECULATIVAS”

1.1 A GLOBALIZAÇÃO E AS “BOLHAS ESPECULATIVAS”

A Globalização da Economia Mundial é entendida aqui como assentando na liberdade de circulação de capitais que se iniciou em 1979/80 entre países desenvolvidos e se foi progressivamente alargando a economias emergentes e em desenvolvimento (com notável excepção da China), num contexto de taxas de câmbio flutuantes , sistema que resultou do colapso dos acordos *Bretton Woods* em 1971.

A liberdade de circulação de capitais envolveu quer o investimento directo internacional, quer o investimento de carteira por parte de investidores institucionais e de bancos O investimento de carteira atribui necessariamente um papel crucial aos mercados de capitais, em detrimento das tradicionais operações de crédito internacional com base bancária, como a sindicância de empréstimos.

O reforço do papel dos mercados de capitais à escala planetária levou a uma tendência à titularização ou seja à transformação de outros instrumentos de dívida em obrigações, susceptíveis de transacção em mercados.

As flutuações de variáveis chave da economia, como as taxas de juro e de câmbio estiveram na origem de uma necessidade de cobertura de risco que levou á explosão dos instrumentos derivados, que rapidamente se tornaram igualmente em instrumentos de especulação

A combinação da liberdade de circulação de capitais com o reforço do papel dos mercados de capitais, em detrimento da intermediação bancária tradicional; a corrida á titularização como modo dos bancos aumentarem a capacidade de concessão de crédito, reduzindo simultaneamente o risco: e o desenvolvimento de instrumentos de

cobertura de risco estiveram na base de um crescimento exponencial do crédito a nível da economia global.

Por sua vez a busca de retornos mais elevados num período de baixa inflação - como tem sido a fase iniciada em 1979 com a política anti inflacionista dos EUA - determinou, num contexto de liberdade de circulação de capitais, a existência de movimentos maciços de capitais em direcção aos activos que em cada período surgiram a gerar esses retornos, movimentos alavancados pela concessão excepcional de crédito em alguns desses períodos, que contribuíram para formação de “bolhas especulativas” como fenómenos inerentes à Globalização

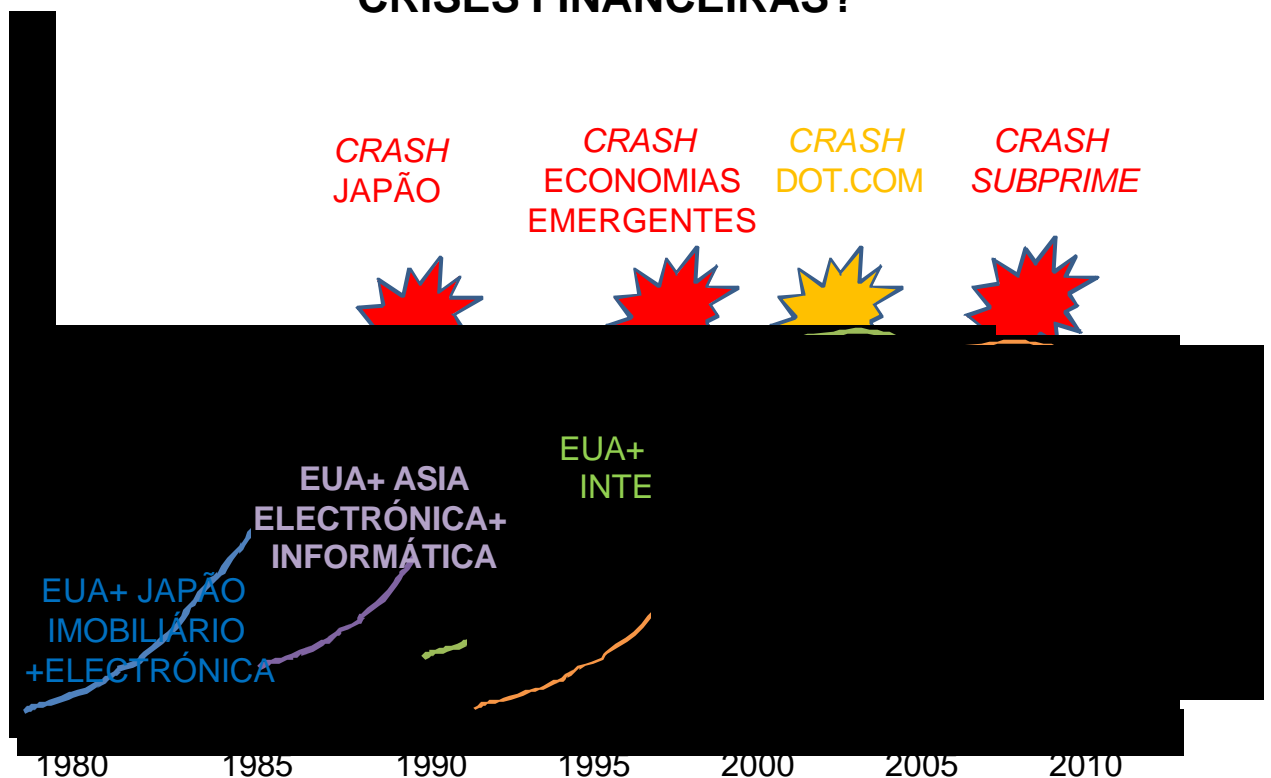
Pode estabelecer-se uma diferença muito útil entre três tipos de “bolhas especulativas, como alguns autores têm sugerido:

- **Asset Bubbles** - ocorrem quando o preço de uma classe específica de activos evolui separando-se do seu valor económico e atinge valores muito elevados gerados pelo que se pode designar como uma “mania” ; a bolha especulativa em torno da “terra” no Japão dos anos 80 é um exemplo típico deste tipo de bolhas que, ao rebentar, não deixam nada de especialmente valioso na economia, a não ser um *stock* gigantesco de imobiliário por vender
- **Technology Bubbles** – ocorrem quando surge uma inovação tecnológica radical com um potencial de transformara economia, a sociedade e mesmo a política; a bolha em si é gerada pelo mesmo tipo de “manias” do que a anterior, mas uma grande diferença reside em que quando a bolha rebenta, muito de valioso ficou na economia - a possibilidade da tecnologia se difundir , a base de uma nova infra estrutura que suporte a difusão dessa tecnologia, avanços científicos desencadeados pelo esforço de ultrapassar limites que ainda existam à difusão da tecnologia, novas formas de organização e novos modelos de negócio que foram experimentados etc x); este tipo d bolhas, de que bolha em torno da *internet* foi um exemplo, aumentam a capacidade de gerar riqueza de uma economia
- **Stuctural Instability bubbles** – ocorrem quando acontecimentos não especificamente económicos atingem uma indústria ou actividade que não se encontra em condições de absorver o choque,; um exemplo é o da indústria petrolífera, em que a actuação da OPEP e acrónica instabilidade política de uma região – o Golfo Pérsico - pode fazer elevar ou reduzir-se o nível de preços sem que tal seja resultante de uma significativa mudança na procura; o autor considera

que a tentativa de um sector ou actividade resistir a um choque estrutural-- pode determinar ou ampliar uma bolha especulativa (referindo o caso da actuação das *Savings & Loans* dos EUA nos anos 80)

A crise financeira actual é mais uma na série que ocorreram desde 1979/80 (anos em que localizamos o inicio da actual fase da Globalização) A Figura I exemplifica quatro vagas que culminaram em bolhas especulativas que rebentaram sucessivamente, cada uma delas criando condições e exigências que contribuíram para a ocorrência da seguinte

QUATRO VAGAS NA GLOBALIZAÇÃO - QUATRO CRISES FINANCEIRAS?



2. A ECONOMIA DOS EUA E A ESTRUTURA DA GLOBALIZAÇÃO – OU O “MILAGRE DA LEVITAÇÃO”

2.1. A estrutura da globalização - uma hipótese

Consideramos que a **Globalização** assenta actualmente numa estrutura com **duas componentes** estreitamente interligadas:

A) Uma que estabelece as relações – fluxos de mercadorias, capitais e de conhecimentos - entre três pólos da economia mundial - um pólo responsável pelo **crescimento** – inicialmente restrito às economias emergentes da Ásia Pacífico e actualmente extensível à Índia; um pólo responsável pela **inovação tecnológica, organizativa e financeira** liderado pelos EUA em estreita relação com o Japão; um pólo responsável pela **co-gestão do mercado petrolífero**, centrado na Arábia Saudita e na OPEP:

- ❑ As economias da Ásia Pacífico encontram no mercado dos EUA um factor permanente e decisivo para o seu crescimento e para sua ascensão na cadeia de valor graças às exportações de bens de consumo corrente, de bens de consumo duradouro electrónico e eléctrico bem como de automóvel (no caso do Japão e da Coreia do Sul)
- ❑ As economias emergentes da Ásia permanecem como os principais pólos de atracção de capitais à escala mundial funcionando cada vez mais como “oficinas do mundo” ou “escritórios do mundo”
- ❑ As economias emergentes da Ásia, e nomeadamente a economia da China acumulam excedentes nas suas balanças correntes graças aos excedentes comerciais e às entradas líquidas de capitais de longo prazo e mantêm as suas moedas numa relação privilegiada com o dólar o que se traduz numa acumulação de reservas cambiais em dólares (materializados em títulos do tesouro dos EUA e de obrigações das Agências Federais ligadas ao financiamento do imobiliário dos EUA – *Fannie Mae e Freddie Mac*)
- ❑ Os défices correntes dos EUA que se agravam desde 1997 (após a crise financeira e cambial asiática e a grande desvalorização face ao dólar das moedas dos países atingidos por essa crise) são pois financiados pelas

economias da Ásia; em períodos de forte crescimento e inovação graças à aquisição de activos privados; nas épocas de menor crescimento e inovação graças á aquisição de títulos do Tesouro por parte dos Bancos Centrais asiáticos

- Quer as economias da Ásia – China, Índia e Japão - quer os EUA são dependentes da importação de petróleo e gás natural sendo o Golfo Pérsico a “estação de serviço “ da economia global e desempenhando a Arábia Saudita um papel fundamental na condução da política de produção e preços da OPEP; em períodos de forte crescimento dos preços do petróleo, reduzem – se os excedentes comerciais da Ásia Pacífico e aumentam os dos países da OPEP; parte desses excedentes são reciclados para o mercado de capitais dos EUA e para aquisição de posições no capital de bancos e empresas

Ou seja os EUA transferiram para a Ásia a produção de parte crescente do cabaz de compras da população norte americana, bem como o embaratecimento dos produtos que mais crescem no equipamento das famílias - os que estão associados às tecnologias da informação e comunicação: essa é base dos seus crescentes défices comerciais.

Os EUA actualmente são, em termos económicos e na economia global, **produtores de conhecimento, inovadores em conceitos, produtos e serviços e geradores de activos financeiros que devem ser procurados em todo o mundo como geradores de elevados rendimentos, como reserva de valor e/ou como instrumentos de gestão do risco**

B) Outra componente constituída pelo modo de regulação da economia norte americana de que salientamos os seguintes aspectos:

- A economia dos EUA regula o salário por via do embaratecimento do cabaz de compras nomeadamente através do recurso a importações asiáticas; “dispensando” aumentos significativos dos salários nominais; graças às tecnologias de informação e às inovações organizativas as empresas dos EUA conseguem obter em tempos normais elevadas produtividades do trabalho e uma rendibilidade dos capitais próprios muito elevada, tornando atractivos os activos

financeiros das empresas

- O nível de vida das famílias norte americanas depende de níveis muito elevados de emprego e, no caso das classes médias, de uma forte acumulação de patrimónios que habitualmente se valorizam ou um de cada vez ou em conjunto - activos imobiliários adquiridos por via de hipotecas e acções das empresas (directamente ou através de fundos mobiliários) dispendo como retaguarda de protecção nas pensões privadas geridas por Fundos de Pensões e nos seguros de vida
- O sistema financeiro americano é orientado para a extensão e gestão do risco - quer empresarial quer dos indivíduos - incluindo o papel mais conhecido desempenhado pelos fundos de Capital de Risco; a gestão do risco faz-se cada vez mais pela sua difusão através dos mercados financeiros; a inovação permanente de instrumentos financeiros leva periodicamente a crises desencadeadas por excessos ou ineficácia na utilização desses mesmos instrumentos (vd os casos das *junk bonds* na crise de 1987 ou os CDO's na crise de 2007)
- Os segmentos mais ricos da população são fundamentais porque só eles têm a possibilidade de correr riscos mais elevados, podendo simultaneamente beneficiar melhor das oportunidades excepcionais de enriquecimento (donde a lógica de reduzir a carga fiscal sobre as camadas mais ricas nos EUA)

2.2.. O “MODELO DE CAPITALISMO” DOS EUA

Os EUA estão no centro do processo de globalização das poupanças graças ao seu “modelo de capitalismo” que lhes dá vantagens únicas:

- um sistema financeiro cada vez mais estruturado em torno dos mercados de capitais (o que, associado à própria dimensão da economia americana, lhes dá uma profundidade e liquidez sem igual a nível mundial, e que, graças à competição nele existente, gera inovações financeiras susceptíveis de atrair uma gama cada vez mais diversificada de investidores), com o fim da separação entre bancos comerciais e de investimento e das proibições dos bancos negociarem em títulos por conta própria;
- um sistema de pensões em que têm expressão dominante os regimes de

capitalização - quer sob a forma de planos ocupacionais (geridos por fundos de pensões constituídos em torno de entidades empregadoras), quer de planos individuais de poupança (que estimularam o crescimento dos “*mutual funds*”);

- Um mercado hipotecário estruturado por forma a facilitar a generalização da propriedade da habitação à maioria das famílias, permitindo-lhes igualmente aceder a créditos adicionais sempre que o valor de mercado das habitações se tornar superior ao valor da hipoteca
- uma gestão do risco individual imputada em grande medida aos próprios indivíduos, designadamente através da subscrição de seguros privados;
- uma gestão do risco empresarial realizada fundamentalmente através da respectiva difusão no mercado;
- um sistema de financiamento da inovação baseado no papel do capital de risco, na possibilidade de fundos de pensões e dos bancos de investimento canalizarem fundos para o fornecimento de capital de risco e no papel dos mercados de capitais, nomeadamente através das IPO'S e da formação do *NASDAQ*;
- um intenso mercado de controlo das empresas, que torna os EUA no principal foco de F&A a nível mundial;
- uma fiscalidade que não penaliza os ganhos de capital face a outras fontes de rendimento derivada da posse de activos financeiros (vd. juros e dividendos) e, desse modo, estimula a orientação das poupanças para o investimento em acções e das grandes fortunas para os fundos de capital de risco;
- uma regulação salarial descentralizada e competitiva;
- um fornecimento de bens de mérito, através de serviços semi-privados, permitindo assim a participação da iniciativa privada na gestão deste tipo de bens e a existência de forte concorrência

FIGURA I

O MODELO DE CAPITALISMO DOS EUA



3. DO CRASH DAS DOTCOM (2000) À ACTUAL CRISE FINANCEIRA - UM BREVE ITINERÁRIO

3.1. OS ANOS NOVENTA E A “REVOLUÇÃO INTERNET”

A economia mundial cresceu vigorosamente nos anos 90 propulsionada por duas **Forças Motrizes**:

- O crescimento das economias asiáticas, num primeiro momento englobando a Coreia do Sul, as economias chinesas (Rep. Popular da China, Hong Kong, Taiwan e Singapura) e algumas das economias do Sueste Asiático (Malásia e Tailândia); após a crise financeira e cambial de 1997 o crescimento asiático centrou-se nas economias chinesas, destacando-se a partir de 2002 a China, após adesão à OMC; o que especifica o crescimento asiático e o distingue radicalmente de fases de crescimento das economias latino americanas são a dimensão da poupança interna, a taxa de investimento em capital físico e o investimento das

sociedades em capital humano

- O surgimento de uma vaga de inovações centrada nas tecnologias da informação e telecomunicações que residiu nos EUA e Japão e Coreia do sul a partir da revolução do microprocessador e das comunicações ópticas e *wireless*, *clusterizando-se* todas em torno das redes de computadores e da *internet* a partir de 1995; na sua fase final estamos perante a renovação radical de **indústrias de rede** que estão associadas historicamente à formação de bolhas especulativas pela criação de expectativas que a o seu potencial de rendimentos crescentes desencadeia

E três **Evoluções Conjunturais** que se revelaram da maior importância:

- Uma quebra duradoura dos preços do **petróleo** a seguir à mudança da política de preços da Arábia Saudita em 1985, acompanhada pela mudança de paradigma no sistema eléctrico - desregulamentação, competição empresarial e busca de mais elevadas produtividades do capital que criou as condições para generalização do **gás natural** como energia primária chave para produção da base do diagrama de cargas das redes eléctricas nacionais ou regionais
- Uma redução nas **despesas da Defesa** como principal investimento infra estrutural a nível mundial, devido à implosão da URSS; em favor de uma vaga de investimento em infra estruturas de telecomunicações nos países desenvolvidos e emergentes e de infra estruturas energéticas e de transportes nas economias emergentes acompanhado o processo de privatização das *utilities* à escala mundial
- Um forte crescimento do **investimento residencial** nos EUA associado quer ao crescimento demográfico por via da imigração quer às decisões patrimoniais da geração *baby boom* (no sentido de aquisição de habitações mais caras a meio do seu ciclo de vida): A crise cambial e financeira asiática, seguida pelo *default* da Rússia na sua dívida externa desencadearam uma fuga dos mercados emergentes e uma focalização nos mercados bolsistas dos EUA onde o afluxo de capitais determinou a fase final de uma bolha especulativa em torno dos valores bolsistas das empresas de telecomunicações, *internet* e *media* que culminou no *crash* do NASDAQ de 2001 em que se assistiu a uma das maiores quebras bolsistas desde a crise de 1929. Em poucos dias 5 triliões de dólares “desapareceram” das

carteiras dos que tinham acções - famílias, fundos mobiliários e fundos de pensões

A bolha especulativa em torno das tecnologias da informação e da *internet* rebentou em 2000 não se transformou numa profunda recessão nos anos seguintes possivelmente devido a três factores principais:

- O *crash* bolsista não gerou uma crise no **centro do sistema financeiro dos EUA** – bancos de investimento e intermediários financeiros integrados de grande dimensão - mas sim nos investidores institucionais (fundos mobiliários, fundos de pensões), nas grandes fortunas e nas famílias detentoras de acções (directa e indirectamente) ,
- Enquanto que o *crash* bolsista de 1929 se seguiu a um *crash* do imobiliário - com o rebentar da bolha especulativa centrada na Florida - o *crash* do Nasdaq encontrou um sector de imobiliário /construção em grande dinâmica nos EUA desde 1996, reforçando-se nos dez anos seguintes
- As autoridades monetárias, como já acontecera com o *crash* bolsista de 1987, reagiram rapidamente com uma agressiva redução das taxas de juro para facilitar às empresas e as famílias a gestão do seu endividamento anterior

Nos EUA a política monetária expansionista aplicada após 2001, num contexto de forte crescimento do sector imobiliário e da construção, deu origem a um *boom* especulativo neste sector, tendo as **inovações financeiras** que caracterizaram os anos recentes – nomeadamente na titularização da dívida (obrigações com base em hipotecas, CDO e SIV) e na gestão do risco de crédito por via do mercado (*CDS-credit default swaps*) tido uma entrada em larga escala neste sector.

As famílias viram nesta conjuntura de forte ritmo de construção e forte elevação dos preços das casas uma oportunidade única para realizar investimentos num activo que parecia ter um comportamento altista garantido, ao contrário do que acontecera com a bolha das *dot.com*. Os bancos comerciais, sem grandes negócios alternativos, viram no crédito à habitação e no crédito ao consumo o motor do seu crescimento e da sua rentabilidade, procurando por todos os meios fugir às limitações ao crescimento do crédito (e daí o “fascínio” com a titularização dos empréstimos concedidos). Os bancos

de investimento, sem as oportunidades que uma vaga de inovação e de formação de novos sectores permite, lançaram-se nas operações de reconfiguração da propriedade de empresas já existentes (fusões e aquisições e *leveraged buy outs*) e, confiantes na sustentabilidade dos aumentos de preços no imobiliário, tornaram-se compradores em larga escala desses CDO, tendo constituído para o efeito entidades específicas – as SIV - que os adquiriam com os fundos obtidos com a colocação de papel comercial no mercado.

Ao contrário do que aconteceu com a bolha especulativa das *dot com* desta vez foram os sectores mais *leveraged* do sistema financeiro dos EUA – bancos de investimento, e *hedge funds* e intermediários financeiros integrados de grande dimensão - que estiveram directamente envolvidos na ampliação desta bolha. Que rebentou quando se começaram a fazer sentir as primeiras manifestações de sobre investimento na construção residencial em 2006 (com a consequente acumulação de habitações por vender e posterior quebra de preços) e quando as autoridades monetárias dos EUA decidiram começar gradualmente a elevar juros, em parte para gerir a queda do dólar face à moeda europeia e das *commodity currencies*.

4. A CRISE ACTUAL – UMA SOBREPOSIÇÃO DE PROCESSOS

Na actual crise financeira e económica -nomeadamente nos EUA- interagem cinco processos diferentes

- Um **choque energético** que ocorreu em 2006 e 2007, traduzindo-se numa explosão nos preços dos petróleo – acompanhado por igual movimento em outras *commodities*; no caso do petróleo o crescimento rápido do consumo da Asia, o declínio da produção nas províncias energéticas fora da OPEP e da ex URSS, a quebra nas actividades de prospecção e desenvolvimento por parte das principais companhias privadas durante os anos de baixos preços e de forte competição no mercado de capitais com o sector das tecnologias da informação e a redução da capacidade excedentária da Arábia Saudita principal instrumento de regulação de curo prazo do mercado forneceu a base objectiva para uma forte e sustentada elevação dos preços e para elevada volatilidade; face a esta “certeza” investidores institucionais em busca urgente de rendimentos, bem como fundos especulativos ampliaram este movimento altista fazendo crer as autoridades que se estava

perante um sério risco de inflação, determinando um endurecer das políticas monetárias

- Uma **crise imobiliária**, como outras verificadas em décadas anteriores em que o crescimento fora de comum das vendas e dos preços de habitações atinge um limite quando, por razões endógenas, os preços ultrapassam o que a procura tem condições para comprar e/ou se verifica uma contracção e encarecimento do crédito que ao precipitar uma vaga de *defaults* gera contracção na concessão de novos créditos e, desse modo, retrai a compra de novas habitações levando á acumulação de stocks de casas por vender; a crise do imobiliário, como aconteceu anteriormente e por várias vezes, uma crise imobiliária antecede **uma recessão** devido à quebra de actividade nos sectores directamente afectados e à retracção de consumo das famílias devido a um **efeito riqueza negativo**; mas no contexto da Globalização, em que uma parte substancial dos do cabaz de compras de **bens** das famílias dos EUA vem da Ásia os efeitos multiplicadores da recessão não se fazem sentir na economia dos EUA
- uma grave **crise no “coração” do sistema bancário dos EUA**– bancos de investimento e holdings bancários - em consequência do recurso maciço que estas entidades fizeram à emissão de obrigações garantidas por créditos hipotecários (nomeadamente *subprime* , como um dos principais negócio no período pós *crash* do NASDAQ (em substituição dos IPO de novas empresas tecnológicas), sendo que esta emissão respondeu à procura maciça de aplicações de elevado rendimento fixo por parte dos investidores institucionais e particulares; as obrigações garantidas por hipotecas funcionaram como principal garantia dos financiamentos a curto prazo que os bancos de investimento necessitaram para as suas outras esferas de actuação; (nomeadamente financiamento dos *hedge funds* e dos *private equity funds*, ambos *fortemente alavancados nas sua operações*); a crise imobiliária, e nomeadamente a queda abrupta e inesperadamente generalizada a quase todos os mercados imobiliários dos EUA, desencadeou prejuízos gigantescos nos bancos, uma fuga generalizada daqueles activos, agora considerados “tóxicos”, por parte dos fundos actuando no mercado monetário

- o **primeiro grande teste a uma revolução institucional** - a obtenção de seguro de crédito não por recurso a instituições especializadas, mas através da distribuição do risco por múltiplas entidades, através do mercado, graças aos **CDS-*Credit Default Swaps***; e nesse primeiro grande teste vieram à superfície limitações neste modelo, em parte resultantes das limitações impostas ao seu funcionamento sobretudo pelos bancos de investimento (recusa de existência de uma câmara de compensação ou a recusa de criação de um mercado organizado em vez da solução que dominou nesta primeira fase de vida dos CDS – o mercado *Over the Country* gerido a partir das redes organizadas pelos bancos de investimento e alguns grandes intermediários financeiros integrados): a crise dos construtores automóveis dos EUA e o risco de falência pode vir ainda ampliar esta “prova de fogo” já que essas empresas se se encontram entre as principais entidades cuja dívida obrigacionista é objecto de cobertura de risco por via dos CDS
- Um processo generalizado de desalavancagem que, começando no sistema financeiro, se vem repercutindo na “esfera real” pelas dificuldades de refinanciamento de dívidas e pela retracção na concessão de novo crédito ao investimento e ao consumo ; **este processo de desalavancagem, ao suceder a um processo de criação de excessos de capacidade em vários sectores á escala mundial no período de crédito fácil vai determinar uma redução inevitável desses excessos, com o impacto que terá no crescimento mundial**

- Concentrou os apoios públicos nos grandes intermediários financeiros integrados - *JP Morgan Chase, Bank of America, Citigroup, Wells Fargo* - incluindo com injeções de capitais públicos - criando as condições de abertura posterior do seu capital aos investidores da zona dólar - asiáticos e médio orientais - o que faz todo o sentido já que esses bancos são bancos com sede nos EUA mas que estão no centro do sistema financeiro da zona dólar
- Mostrou que a crise na banca de Nova Iorque – uma banca global, não especificamente americana - não foi acompanhada de uma quebra muito pronunciada do crédito às empresas, assegurado pela multidão de bancos comerciais existentes nos EUA
- Colocou as duas GSE ligadas ao crédito hipotecário - *Fannie Mae e Freddie Mac* - sob a tutela mais rigorosa do Governo permitindo capitalizar estas duas entidades e eventualmente privatizar parte substancial da sua carteira de hipotecas *prime* titularizadas, permitindo seguidamente a aquisição de títulos baseados em hipotecas *subprime* detidas pelos bancos
- Pode vir a permitir uma mais estreita conjugação institucional do financiamento da habitação própria e do sistema de pensões através duma gestão no “ ciclo de vida”
- Abre caminho para uma redução do impacto dos CDO nas instituições financeiras, ao colocar uma parte substancial dos que mais se desvalorizaram em condições de poder “esperar” pela interrupção da queda generalizada dos preços das residências nalguns Estados, destruindo a sincronização fatal que se verificou a partir de 2007
- Forçou a regulamentação do mercado da garantia da dívida, através da institucionalização futura do mercado dos CDS, limitando o domínio das transacções OTC
- Permite uma contracção desejável do consumo , já que globalização colocou uma parte substancial da produção de bens de consumo corrente e duradouro fora dos EUA, nas economias asiáticas, que assim terão de reforçar a aposta na dinamização dos seus mercados internos, tornando imperioso para China realizar o seu *New Deal* (é na China e não nos EUA de hoje que o *New Deal* pode ter

ainda alguma actualidade, colocando no entanto dilemas ao poder político da China)

- Forçou finalmente a completa reconversão dos construtores automóveis dos EUA, criando a capacidade de iniciar uma nova fase da sua existência centrada na inovação, com esses construtores reduzidos na dimensão e abertos a participações de capital asiática e europeia, acelerando a evolução mais rápida nos EUA do que na Europa para a mobilidade híbrida e eléctrica (*)

Refira-se por último que esta crise e a recessão que a acompanha teve ainda a grande vantagem de ter precipitado uma queda nos preços da energia que vai facilitar aos EUA lidar com as ambições de curta duração do Irão, da Rússia ou de actores menores como a Venezuela

Se estas potencialidades de revigoração do modelo americano se concretizarem e interagirem entre si de forma cumulativa, os EUA poderão sair da crise explorando as virtualidades do seu "modelo de capitalismo", Se não se concretizarem a Globalização irá experimentar um forte recuo que atingirá duramente a Ásia e a Europa

APONTAMENTO FINAL - E SE ESTA CRISE AJUDASSE A EUROPA A SER MAIS COMPETITIVA NO FUTURO ?

A Europa – e em particular a zona Euro - defronta-se com problemas específicos que podem tornar difícil acompanhar os EUA na saída da crise. Poderá dizer-se que a esta crise não se pode responder na Europa sem uma revisão de muitos dos aspectos que caracterizam o seu "modelo de capitalismo". Poderíamos pensar, a título de exemplo, em questões como:

- A necessidade de criar um quadro legal e fiscal que favoreça um rápido processo de fusões e aquisições e de reestruturação empresarial nos sectores com excessos de capacidade, permitindo reduzir o capital físico obsoleto e **valorizar o capital humano existente nessas actividades**
- A necessidade de transformar as práticas do *welfare state* que delapidam fundos sem que a economia possa aproveitar esses mesmos fundos para mobilizar

trabalho disponível (em consequência de desemprego) em torno de investimentos de grande utilidade social, ao nível das comunidades; privilegiando os investimentos nas redes de cuidados de saúde primários, nos cuidados continuados e nas infra estruturas e serviços de apoio á terceira idade que possam contar com o envolvimento das famílias

- A necessidade de concentrar os investimentos públicos nas infra estruturas que sejam cruciais para as actividades e para as tecnologias que podem vir a constituir uma nova vaga de crescimento na saída da crise (ex: telecomunicações em banda larga, electricidade distribuída e redes inteligentes, novas soluções de mobilidade eléctrica flexível etc)
- A vantagem de concentrar a maior parte das receitas dos leilões de direitos de emissão e dos impostos sobre o sector automóvel em fundos de capital de risco que financiem inovação radical na área energética e da mobilidade em contrapartida da sua localização na Europa (este é o único protecționismo aceitável)
- Uma muito diferente carga fiscal sobre os sectores geradores de inovação e os que beneficiam directamente da “renda da terra” e da sua valorização
- A vantagem de uma transformação institucional que permita uma gestão mais articulada da aquisição de casa própria com as pensões, ao longo do “ciclo de vida” das famílias
-

