

O destino do liberalismo e a economia da D. Branca

A crise financeira tem sido percebida através das oscilações das Bolsas. Mas os mecanismos financeiros, e em particular o do crédito, constituem um sistema económico mais vasto. Foi nessa perspectiva que Hyman Minsky, um economista norte-americano, desenvolveu o seu trabalho de investigação, que se revelou premonitório da crise actual. Minsky relacionou a análise dos mercados financeiros com a dos ciclos económicos, na medida em que detectava a existência de bolhas especulativas geradas pela euforia da fase de expansão do ciclo. O sistema de crédito seria o instrumento fundamental para a criação dessa bolha, criando uma espiral de endividamento que, quando se tornasse impossível criar rendimentos suficientes para pagar as dívidas acumuladas, conduziria ao *crash*. A contracção seria assim agravada pelas restrições ao crédito, na sequência desse colapso. A esta estabilidade ilusória e à sua transição para um *crash* tem sido dada a designação de “momento Minsky”. Numa palavra, de acordo com a sua “Hipótese de Instabilidade Financeira”, o moderno sistema financeiro e de crédito seria inerentemente instável.

Minsky analisou essa instabilidade como o resultado do próprio mecanismo cíclico da economia, explicando que era agravada pela desregulação dos sistemas financeiros e pelo agravamento do endividamento. Nesse contexto, descreveu o comportamento de três categorias de dívidas contraídas pelos agentes económicos: as dívidas de risco, as dívidas especulativas e as dívidas Ponzi. Os primeiros endividar-se-iam na expectativa de pagarem a dívida a partir dos resultados de uma carteira diversificada de investimentos, ao passo que os segun-

HYMAN MINSKY (1919-1996)

Economista norte-americano, professor na Universidade Washington em St. Louis. De inspiração keynesiana, estudou em Harvard com Schumpeter e Leontieff e dedicou-se à análise das crises financeiras, criticando o processo de crescimento do endividamento e desregulação da economia internacional.

dos especulariam na valorização dos seus activos para poder financiar a amortização da dívida. Mas o terceiro tipo de endividamento seria o mais perigoso: o dos agentes que contraem nova dívida para pagar dívida anterior, na esperança de manterem esse processo cumulativo sem interrupção, num esquema de pirâmide. A esses chamou-lhes investidores Ponzi, a partir do nome de um célebre vigarista que fez carreira nos Esta-

para as que criam um sistema instável. Em particular, depois de um longo período de prosperidade, as economias capitalistas tendem a mover-se para uma estrutura financeira em que há grande peso das unidades envolvidas em finança especulativa e Ponzi. (...) É provável que isto conduza a um colapso dos valores dos activos.»¹

O crédito *subprime* é um exemplo de

A ECONOMIA PONZI

Carlo Ponzi (1882–1949) foi um emigrante italiano que se instalou no Canadá e nos Estados Unidos, onde concebeu um esquema piramidal para se apropriar das poupanças de muitas pessoas. Prometia aos seus clientes um juro de 50% em mês e meio, ou de 100% em três meses, usando esse dinheiro para fazer circular vales postais entre diversos países. Ponzi acabou por não conseguir manter os pagamentos, arruinando muitos dos seus depositantes, tendo sido preso por fraude (o jornal *Washington Post* ganhou um Prémio Pulitzer pela investigação que revelou a fraude). Um dos esquemas Ponzi mais conhecidos dos últimos anos foi usado na Albânia, através de uma pirâmide que mobilizou 1000 milhões de dólares, cerca de 40% do PIB nacional, cujo colapso provocou a queda do governo em 1996.

Em Portugal, houve um caso famoso de um esquema Ponzi: a D. Branca (Maria Branca dos Santos, 1902-1992), que prometia pagar juros de 10% ao mês, e que manteve o negócio entre 1970 e 1984. Mas, quando o negócio se tornou muito conhecido e muitos milhares de pessoas acorram na expectativa de um benefício elevado e rápido, o esquema desmoronou-se porque deixou de poder pagar assim que se generalizaram suspeitas acerca da sua sustentabilidade. A D. Branca foi condenada a dez anos de prisão.

dos Unidos no final da década de 1910. Minsky não conhecia o exemplo da D. Branca, mas conhecia o de Ponzi, e foi esse o termo que usou para descrever este mecanismo de endividamento crescente, que não tem condições de pagar os juros a não ser aumentando essa dívida. Se existe uma parte do crédito em esquemas Ponzi, concluiu Minsky, o efeito de amplificação da dívida torna-se imparável e o colapso mais grave. Num texto de 1992, Minsky explicava o perigo deste modelo de endividamento: *«Quanto maior o peso da finança especulativa e Ponzi, maior a probabilidade de que a economia se encontre num sistema de amplificação do desvio. O primeiro teorema da hipótese da instabilidade financeira é que a economia tem regimes financeiros que são estáveis e outros que são instáveis. O segundo teorema da hipótese de instabilidade financeira diz que, em períodos de prosperidade prolongada, a economia transita de relações financeiras que criam um sistema estável*

uma economia Ponzi. A intensa inovação financeira, com a criação de novos produtos para atrair poupanças, e o culto do risco em períodos de bolha especulativa – como nos anos 1990 e início do novo século – aliados

à desregulação dos mercados financeiros, acentuaram o perigo deste aumento do endividamento e da *ponzificação* do crédito. O “momento Minsky” ocorreria inevitavelmente, como de facto veio a acontecer em 2008, quando do colapso deste sistema de crédito.

O crescimento destes mercados de derivados é revelado pelo gráfico “Dimensão dos mercados de produtos financeiros negociados”, onde se excluem os mercados da dívida pública.

Como se verifica, o mercado mais importante tornou-se o de OTC (derivados “por cima do balcão”, *over the counter*), que são transaccionados directamente pelas instituições financeiras sem qualquer regulamentação nem supervisão. Como se veio a verificar, estes activos prometiam valorizações, para atrair compradores, que não tinham suporte na realidade.

O economista João Ferreira do Amaral propôs um Índice do Peso do Capital Especulativo, que seria o rácio entre os valores nominais de contratos de derivados e o valor do capital financeiro, tendo calculado que essa relação teria passado de 0,66 em 2001 para 2,25 em 2007, de acordo com as informações das agências internacionais. Em sete anos, o peso do capital especulativo teria triplicado.

Estas modificações das formas da circulação mundial de capitais estão relacionadas

FUNCIONÁRIO DO LEHMAN BROTHERS COM OS SEUS PERTENCES JÁ NA RUA



Fotografia: REUTERS/Andrew Winning, 15 de Setembro de 2008. Disponível em: <http://www.reuters.com/news/pictures/articleslideshow?articleId=USN0927996520080915&channelName=newsOne#=#=10>

Francisco Louçã e José Castro Caldas

O MAPA DOS OFFSHORES

As regiões “fiscalmente privilegiadas”, ou *offshores*, desenvolveram-se muito nos últimos trinta anos, com a desregulação dos sistemas financeiros e com o fim do controlo da circulação de capitais. Sem surpresa, a leitora ou o leitor descobrirão que se trata sobretudo de localizações nos territórios de alguns dos países mais desenvolvidos.

Há três categorias de centros *offshores*: os que são considerados potencial abrigo de actividades criminosas (que se recusam a cooperar com a justiça), os que aceitaram regras de cooperação com a justiça mas que ainda não as concretizaram e os que são considerados cooperantes com as autoridades judiciais e fiscais dos diversos países (o que não exclui que sejam utilizados por actividades que suscitam a atenção da justiça, como se verificou nos exemplos portugueses que foram citados atrás, do BCP, BPN e BPP). A OCDE elabora uma “lista negra” sobre essas situações e publicou uma versão actualizada, a pedido de uma reunião do G20 (o grupo das maiores vinte economias do mundo) em Abril de 2009. A OCDE registou as praças *offshore* nestas três categorias:

“Lista negra” de paraísos fiscais não cooperantes com as autoridades judiciais, segundo a OCDE

1. Países que se recusavam a responder a pedidos de informação fiscal (lista “negra”) e que, logo que a lista foi publicada, aceitaram iniciar a sua regularização

Costa Rica, Malásia, Filipinas, Uruguai.

2. Países e praças financeiras que aceitaram cumprir a lei internacional sobre informação fiscal mas que ainda não o concretizaram (lista “cinzenta”)²

Andorra (0), Anguilla (0), Antigua e Barbuda, Antilhas Holandesas, Aruba, Bahamas, Bahrain, Belize (0), Bermudas, ilhas Virgens (Reino Unido), ilhas Caimão (Reino Unido), ilhas Cook (0), República Dominicana, Gibraltar (Reino Unido), Granada, Libéria (0), Liechtenstein, Maldivas, ilhas Marshall, Mónaco, Montserrat (Reino Unido, 0), Nauru (0), Niue (0) (Nova Zelândia), Panamá (0), Samoa (0), S. Lucia (0), S. Kitts e Nevis (0), São Marino (0), S. Vincent e Grenadines (0), Tonga (0), Turks e Caicos (0), Vanuatu (0) e, ainda, Áustria (0), Bélgica, Brunei, Chile (0), Guatemala (0), Luxemburgo (0), Singapura (0), Suíça (0).

3. Países que aplicaram substancialmente a informação fiscal internacional

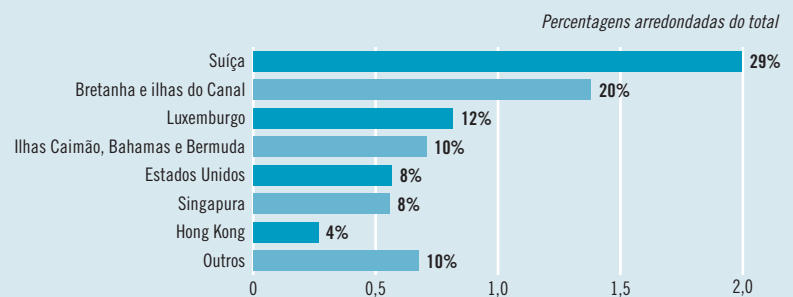
África do Sul, Alemanha, Argentina, Austrália, Barbados, China (com excepção das zonas especiais de Hong Kong e Macau), Chipre, República Checa, Coreia, Dinamarca, Emiratos Árabes Unidos, República Eslovaca, Espanha, Estados Unidos, Finlândia, França, Grécia, ilha de Guernsey, Hungria, Islândia, Irlanda, ilha de Man, Itália, Japão, ilha de Jersey, Malta, ilha Maurícia, México, Holanda, Nova Zelândia, Noruega, Polónia, Portugal (Madeira), Rússia, Seychelles, Suécia, Turquia, Reino Unido, ilhas Virgem (EUA).

Alguns destes territórios são pequenas ilhas: Nauru é a mais pequena república do mundo (13

mil habitantes), Niue tem menos de dois mil habitantes, as Ilhas Marshall 60 mil, Tonga 112 mil e Vanuatu 200 mil habitantes (todas no Pacífico). Mas a chamada lista “cinzenta” (a segunda) inclui também vários países europeus: Áustria, Bélgica, Suíça, Luxemburgo, Mónaco, Liechtenstein e Andorra, além de vários territórios britânicos (e um dos EUA e outro da Nova Zelândia). Os Estados Unidos têm movido grandes pressões contra o segredo bancário na Suíça, e apresentaram uma queixa judicial internacional que está agora em consideração: o fisco norte-americano quer receber informação acerca dos depósitos de 300 mil contas de cidadãos nacionais na Suíça, em particular no seu maior banco, a UBS. Segundo os cálculos oficiais, o fisco perderia cerca de 100 mil milhões de dólares, dado esse processo de evasão.

Como se verifica no gráfico seguinte, publicado em 2009 pelo *Economist*, os principais *offshores* são europeus, e muitos deles da União Europeia. Um dos principais centros *offshore*, as ilhas Cayman, é em território britânico (só num dado prévio dessas ilhas estão registadas 50 mil empresas, denunciou o presidente Obama).

O RANKING DOS OFFSHORES (em mil milhões de dólares)



Fonte: Oliver Wyman.

O gráfico apresenta uma estimativa sobre quanto valem estes *offshores*, embora seja difícil ter a certeza, até porque o secretismo protege grande parte das suas operações.

No caso de Portugal, existe uma região *offshore* em actividade, a Madeira (há outra autorizada, mas que nunca foi operacionalizada, que é a ilha de Santa Maria nos Açores). O Relatório do Orçamento de Estado para 2009 revela que a perda fiscal em IRC devida à existência deste *offshore* é de 1796 milhões de euros, ou seja, que são transaccionadas operações isentas de IRC no valor de cerca de 7000 milhões de euros (cerca de 4% do PIB nacional).

Em todas as investigações judiciais sobre delitos financeiros em Portugal no século XXI foram encontradas evidências do uso de sociedades *offshore* para ocultar operações ou para promover acções ilegais (assim aconteceu nas investigações quanto ao Banco Comercial Português, Banco Português de Negócios ou Banco Privado Português).

com a evolução da economia dos EUA. Quando a maior economia do mundo passou a estar numa situação de défice da balança de capitais – e também da balança comercial – isto é, quando começou a importar mais produtos do que a exportar, e a exportar capitais em excesso, passou a necessitar de atrair capitais a um ritmo

crecente para financiar a sua economia e as suas importações. Foi a promessa de rentabilidade das Bolsas norte-americanas, além do valor seguro dos títulos da dívida pública do Estado que é o mais poderoso do mundo, o que garantiu essa atracção de capitais. A Bolsa próspera e o mercado da dívida pública passaram a ser os elementos

fundamentais para suportar a economia norte-americana.

Este processo de financiarização acentuou-se com a liberdade de circulação de capitais e ganhou novos contornos desde que foi possível multiplicar o efeito destes capitais através da alavancagem, o processo que permite, a partir de activos reais, realizar a emissão de títulos com valores muito superiores com base na confiança na solvabilidade – e na rentabilidade crescente – do sistema financeiro e das empresas. Evidentemente, quando ocorre uma recessão todo esse sistema de confiança colapsa.

O neoliberalismo, como doutrina económica, impôs-se ao longo das últimas décadas,

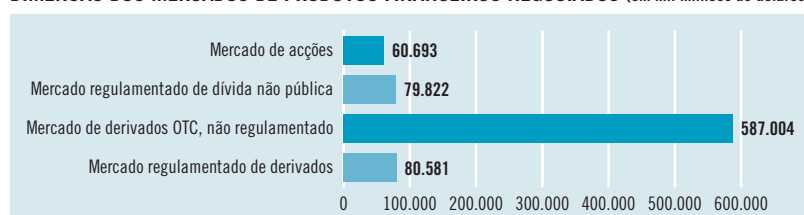
tendo sido bem sucedido na desregulação dos mercados financeiros que foi a mola impulsadora da globalização. O *crash* de 2007 e 2008 e a recessão de 2008 e 2009 revelaram que essa desregulação pode facilmente transportar-nos para economias Ponzi, ou D. Branca. ■

¹ MINSKY, H. (1992) — *The Financial Instability Hypothesis*. Working Paper 74, Jerome Levy Economic Institute of Bard College.

² Entre parêntesis é indicado o número de acordos bilaterais que estabeleceram com outros países para garantir essa informação. No caso de não ter sido estabelecido qualquer acordo, estes países ou centros financeiros estão em igualdade de circunstâncias com a lista dos países não-cooperantes.

Artigo baseado no livro de LOUÇÃ, F.; CALDAS, J. C. — *Economia(s)*. Porto: Afrontamento. [No prelo, Dezembro de 2009].

DIMENSÃO DOS MERCADOS DE PRODUTOS FINANCEIROS NEGOCIADOS (em mil milhões de dólares)



Fonte: WFE, BIS (Dezembro de 2007; trata-se de valores de promessas de pagamentos).