

Recensão do livro de
Henri Bourguinat e Éric Briyes
L'Arrogance de la Finance, comment la théorie financière a produit le krach
Éditions la Découverte, Paris, 2009
João Sousa Andrade ¹

No livro “L’Arrogance de la Finance”, que tem como subtítulo “Comment la Théorie Financière a Produit le Krach”, os autores (A.) procuram fornecer uma leitura da actual crise identificando a teoria financeira (*finance*) como uma das causas centrais que a potenciaram. O livro também apresenta os principais acontecimentos e a forma como se ligam, propondo uma analogia com o genoma humano. As falhas de regulação e de supervisão são apresentadas como elementos importantes do desarranjo financeiro.

Após a introdução, onde a actual crise é caracterizada, o livro está dividido em 6 capítulos. No primeiro capítulo, a analogia com o genoma leva a falar da crise do genoma da finança. Titularização, de primeira e segunda geração, opacidade da informação e contaminação progressiva e fatal são aqui apresentados. O capítulo 2 analisa os problemas de liquidez, das respostas dadas pelos bancos centrais e dos problemas futuros da sobre-liquidez criada. Os intervenientes maiores do mundo da finança são aqui analisados. Empresários e financeiros. O que os move, como o fazem e como a teoria económica os representa na sua brutal simplificação. A questão das ambições do *finance* é analisada no capítulo 4. Princípios de valorização dos activos e do risco e as dificuldades de uma teoria financeira obediente a fundamentos microeconómicos e com necessidade de respostas claras aos intervenientes dos mercados financeiros. As questões aqui levantadas são continuadas nos capítulo seguinte, através de problemas específicos que o *finance* encontra e por vezes resolve mal, ou convence-se que resolve. Os problemas de “agência”, levantados nos primeiros capítulos, são retomados no capítulo 6, onde o tema principal é a regulação. Outros pilares de organização deste capítulo são o risco moral, as remunerações dos dirigentes das instituições financeiras, as operações fora do balanço, os acordos de Basileia e a questão das empresas de *rating*.

Na conclusão é reafirmado o desejo do reconhecimento da arrogância da finança no duplo sentido dos financeiros e da teoria financeira. A hipótese de saída da crise com uma nova estagflação também é levantada. Uma frase central desta obra é que uma economia próspera não existe sem finanças sãs.

Penso que escrever com sensatez (económica) sobre um assunto que abala profundamente as nossas vidas, nalguns casos as destrói, é fazer prova de coragem e mostrar que a análise está virada para as pessoas. Mesmo que, justamente, se critique uma parte dessa teoria, no caso, a teoria financeira, e o uso que dela foi feito. A teoria económica deve interessar-se pelas pessoas, não apenas no sentido utilitarista do homem do talho de Adam Smith², mas no sentido do bem-estar de todos. Como disse (Posen, 2009) do Peterson Institute for International Economics, o médico deixa evoluir a gripe para pneumonia, mas é ao médico que nos continuamos a dirigir para curar a pneumonia. Mas a que economistas nos dirigimos? Haverá sempre economistas que dirão “não havíamos dito que a crise se avizinhava?”. Estes terão sempre razão, mas a sua razão de nada servirá. Neste mundo da grande revolução das tecnologias de informação e comunicação a inovação financeira foi espantosa, mas também a não preparação dos intervenientes para gerir essa nova inovação ainda acrescida pela não preparação daqueles que deviam supervisionar as instituições e

1 O autor desta recensão é também um dos co-autores do livro A Crise Financeira Internacional (edição da Imprensa da Universidade de Coimbra, em 2009) e autor do Prefácio à tradução portuguesa desta obra. Agradeço aos colegas Adelaide Duarte e Pedro Bação as correcções e sugestões feitas durante a elaboração desta recensão.

2 “It is not from the benevolence of the butcher, the brewer, or the baker, that we expect our dinner, but from their regard to their own interest” (Smith, 1776).

os mercados.

Esta obra não toma uma posição ludista³ relativamente ao sistema financeiro. O seu objectivo é a compreensão do que se passou, ao nível dos produtos criados, das transacções a que deram origem e das teorias que sustentaram as práticas das suas transacções. A primeira constatação que nos é sugerida é da grande fragilidade do sistema financeiro. Fomos mais tocados pelas fragilidades de funcionamento das centrais nucleares, mas as instituições financeiras são afinal muito mais vulneráveis. A crise da dívida externa dos anos 80 tinha mostrado as deficiências organizacionais da banca internacional. Seguiu-se depois a prova que apenas um operador pode levar à falência a instituição onde trabalha, como foi o caso de Nick Leeson (1995) com o Barings, um banco carregado de história. Não foi o caso da Société Générale (2008)⁴, mas não andou muito longe.

A actividade financeira revelou-se como a que maior inovação incorporou desde os anos 1970. Não foi a Islândia que ficou à frente no índice de desenvolvimento humano das Nações Unidas em 2005 e 2007? E em segundo lugar em 2006? E isso não foi graças à actividade financeira? Não viu a Inglaterra o sector financeiro ocupar o lugar que ocupava uma indústria entretanto falida e desaparecida? A afirmação “sem actividade financeira dinâmica e sã, não haverá progresso económico” (p.10, edição francesa, EF), é um vector que caracteriza esta obra. Mas podem as finanças sãs conviver com os crescentes fluxos de dinheiro sujo, dos processos de lavagem de dinheiro? Que lições retirámos do caso Enron e Arthur Andersen, em 2001? E da Parmalat em 2004? Estes casos podem ser vistos como as “monstruosidades” criadas por um sistema sem “moral” ou também como o sucesso de um capitalismo que conduz à eliminação destas “monstruosidades”. Os A., apesar de não gostarem da expressão, falam em “financiarização” da economia. Lamentavelmente não damos hoje, e não dão os A., o devido valor a Rudolf Hilferding (1877-1941) e à sua obra (Hilferding, 1910).

Os termos anglo-saxónicos acabam por ser mais apropriados que os latinos no caso do capital das empresas. Empresa pública (public firm) é aquela cujos capitais, representados em acções, são negociáveis em bolsa, e por isso o acesso ao capital é público, podendo ser adquirido por quem o entender, e não privado, no sentido de apenas estar disponível para alguns. A empresa pública é mal gerida? As acções caem, podem ser adquiridas e em seguida valorizadas, em resultado de uma rentabilidade acrescida da empresa. As mais valias são o pagamento aos accionistas que acreditaram na competência dos novos gestores, são um pagamento ao público. Os seus gestores ganham escandalosamente? O seu ganho deve ser medido não em comparação com os nossos salários, mas com os ganhos globais da empresa. Mas nada mais saboroso para uma imprensa sensacionalista que divulgar rendimentos de gestores de algumas grandes empresas. E no entanto seria mais interessante discutir a capacidade que o sector financeiro tem em socializar as perdas e privatizar os ganhos.

Os ingleses foram os primeiros a dar mostras do seu orgulho perdido, tratou-se do caso do Northern Rock, o oitavo banco britânico. Às declarações de confiança no livre funcionamento dos mercados seguiu-se a nacionalização do banco. Os homens da City declararam tratar-se de uma vergonha nacional. E podemos hoje defender que a queda do Lehman Brothers resultou das dúvidas inglesas sobre a capacidade de o Barclays poder suportar a sua compra, e para estas dúvidas o caso do Northern deve ter contado (Stewart, 2009). E não se imaginava, na altura, as ondas de choque do caso Lehman sobre a Islândia e desta sobre a City.

Os A. ancoram a sua descrição dos acontecimentos da crise nos conhecimentos aceites de economia. E pelos caminhos que nos levam à crise encontramos Prémios Nobel. Franco Modigliani, em conjunto com outro autor, Merton Miller, em 1958, (M-M) publicam um famoso teorema da equivalência entre o financiamento interno e externo. Os A. cautelosamente não o designam por

3 De Ned Ludd, o famoso operário têxtil dos finais do Séc. XVIII de Leicestershire que parece ter destruído um tear mecânico e que se tornou num símbolo contra a introdução de máquinas na indústria nascente.

4 Que diferenças introduziu a inovação financeira. Albert Spaggiari, em Julho 1976, num assalto famoso, retira da Société Générale, em Nice, 60 milhões de francos (10,32 milhões de euros). Em Janeiro de 2008, Jérôme Kerviel provoca perdas entre 4,9 a 7,2 milhares de Milhões de euros ao mesmo banco.

teorema. Ainda bem. Os economistas sabem que uma grande parte dos nossos teoremas se aplicam no respeito de tais condições que a sua refutação é impossível, a imunização é praticamente total. A secção em que tratam deste famoso princípio das finanças tem o título elucidativo, “Uma teoria que vive acima dos seus meios”. Os A. acabam por substituir os resultados de M-M pela trilogia de Hyman Minsky. Infelizmente não apresentam esta última de forma a que o leitor, e sobretudo o estudante de finanças, possa compreender o alcance das posições teóricas de Minsky.

Os A. desenvolvem uma linha de pensamento analógico interessante com o genoma humano. A crise do *subprime* desencadeou uma série de acontecimentos que mostraram que foi todo o circuito de informação que foi posto em causa, que deixou de servir as suas funções, pelo que podemos falar em crise genética ao nível das finanças. No processo de inovação financeira uma crença surgiu: a transferência de um risco equivale a fazê-lo desaparecer! Esta crença tomou conta do pensamento de académicos e responsáveis de política. Ela é verdadeira ao nível individual e se conseguirmos isolar os indivíduos uns dos outros então ela será sempre verdadeira, mas dessa forma não haverá transacções entre indivíduos e ela não poderá existir! Como dizem os A., o desenvolvimento desta crença, para além de errada, ainda provocou um aumento do risco moral. Os intervenientes à custa de se protegerem (individualmente) pela criação de títulos sobre títulos criaram a ilusão de que estavam protegidos. Ou seja, multiplicava-se a dispersão do risco e reduzia-se cada vez mais a informação implícita ou explícita sobre o que se negociava.

Não chega dizer que a crise resultou da ganância de uns. Essa “ganância” tinha “sólidas” bases teóricas. Os modelos teóricos muito complexos foram desenvolvidos a níveis de sofisticação matemática impressionantes. Destinam-se apenas a aumentar a auto-estima dos membros da “tribo”? Discordo! A prova, ou refutação destes modelos, é bem material: levam ou não a ganhar dinheiro? Se não levam a ganhar dinheiro são abandonados! Refutabilidade mais simples é quase impossível.

São várias as opacidades de que os A. nos falam e que contribuíram para aumentar o risco de sistema. Quais os substratos dos títulos? Quem os possui? Quem os produziu? Qual o volume das suas transacções? Os fundos de investimento (*hedge funds*) e os fundos de capital privados (*private equity*), actores importantes e em crescimento, vieram aumentar a opacidade, pelas contas que não têm que prestar e pelo aumento de capitais alheios em proporção dos capitais próprios a que conduziram, aumentando imenso a fragilidade do sistema. É vulgar chamar a atenção para o facto de Prémios Nobel terem levado a Long Term Capital Management (LTCM) à falência. Mas como poderiam eles ter imaginado a crise russa? A fragilidade vem da teoria? Ou da prática aliada à arrogância da teoria? Para compreendermos esta crise devemos conhecer a prática financeira, as suas fragilidades e ter, pelo menos, uma ideia da arrogância baseada em alguns princípios que a economia financeira tem adoptado.

O desenvolvimento financeiro fez-se no sentido de tornar invisível a dependência entre os produtos criados aumentando a fragilidade financeira da economia. É impossível calcular os custos das intervenções dos governos e bancos centrais com a actual crise. Só depois desta terminada, esse computo pode ser ensaiado. E nunca o custo, em termos reais de perdas de bem-estar, poderá ser calculado. Porque parte desse custo não tem dimensão monetária. O medo do desemprego, a instabilidade financeira individual e familiar, a perda de auto-estima de quem quer trabalhar e não consegue, e a ausência de perspectiva de futuro transmitida aos jovens não tem avaliação monetária. Os A. citam os casos mais paradigmáticos das intervenções e chamam-nos a atenção para o sinal da mudança que construirá o futuro: o papel das finanças do “Sul” na ajuda ao “Norte”, em dificuldade de meios de pagamento⁵.

Nenhum sistema se pode reproduzir se em si limitar a transmissão de informação sobre os elementos que o compõem. E isto aconteceu ao sistema financeiro. O sistema sucumbiu ao risco individual transmitido, não anulado, e de conteúdo de informação opaca. Daqui a analogia com os

5 Não esqueçamos que ainda em 1980 Willy Brandt publicava um impressionante relatório sobre as relações Norte-Sul, (Brandt, 1980).

organismos geneticamente modificados. Esperemos que estes não tragam os mesmos problemas que nos trouxe o sistema financeiro.

No capítulo 2 temas as pequenas, mas ricas, histórias de como a liquidez desapareceu e de como as autoridades reagiram impedindo o pior. O que não significa que não houvesse falências significativas, mas as falências no sector bancário, com interrupções no sistema de pagamentos, foram evitadas. Foram muitos os fundos privados que fecharam. Mas estes, quando em praças *offshores*, não estando sujeitos a supervisão não são conhecidos. Na minha opinião, com Keynes, o empresário foi definitivamente entronizado e tornado um Deus. E quanto maior o Deus, maior o sacrifício que lhe devemos. A separação do empresário e dos homens do capital ficou conceptualmente feita. A inflação tornou-se um sacrifício menor comparado com o benefício da criação de emprego. Como nos lembram os A. o desenvolvimento financeiro tornou o capital móvel como nunca. Os custos do capital são agora muito menores do que eram no passado e a sua independência do trabalho nunca foi tão grande. Investimento e investidor passaram a ter diferentes significados. Dum lado, em termos da macroeconomia, de Contabilidade Nacional, temos a compra de bens de capital, máquinas, edifícios e meios de transporte. Do outro, em termos de mercados de capitais, a compra de títulos de participação, acções, ou obrigações. Em ambos os casos, por detrás do investimento está o investidor. O teorema de M-M garante que o financiamento por capital ou por empréstimo são equivalentes. Também aqui o mito se impôs tempo demais.

Os A. começam o seu capítulo 3 por nos lembrar o comportamento temerário na negociação de títulos com risco. Como foi isso possível? Sabemos que a ligação entre teoria e prática é íntima em economia financeira. Os modelos, por mais abstractos que sejam, têm de ter um acréscimo de explicação dos preços dos activos, ou da sua rentabilidade. A própria teoria levou à criação de produtos financeiros. Cria-se assim a ilusão de que se trata de uma ciência. A introdução de produtos no mercado é acompanhada da explicação do seu valor. “Mais ciência” é impossível. E, no entanto, não passa tudo de um *story-telling*. Um exercício de racionalização de tal forma protegido que é impossível refutar. A imunização última reside em duas ou três frases feitas do tipo “os intervenientes valorizaram mais/menos o risco associado ao produto”. Tudo o que seja atribuído ao que não possa ser verificado, de forma independente, não passa de uma boa história, mas apenas isso.

A economia financeira evoluiu para modelos abstractos, o que lhe deu respeitabilidade. Os “talentos” passaram a ser reconhecidos como deuses do capital financeiro. Embora seja abusivo acompanhar os A. na inversão da alienação, sendo agora o capital (financeiro) que depende do “trabalho”. A caracterização em termos de agentes homogéneos, do nosso velho conhecido *homo oeconomicus*, caracterizará convenientemente o mercado de activos financeiros? Mas se a inteligência substitui o capital, como afirmam os A., então, este não será o melhor campo para aceitar o *homo oeconomicus*? E qual o campo em que a refutabilidade é mais praticada que no *finance*? No meio desta confusão, que não é original, uma vez que o sistema ptolemaico pode conduzir a bons resultados, porque não há-de acontecer o mesmo com o “ketchup economics” (Summers, 1985)?

No capítulo 4 os A. lembram-nos de novo a conquista da dignidade académica: os princípios aplicados ao mercado são deduzidos do comportamento individual. Não nos esqueçamos que no centro desta análise temos uma explicação inter-temporal do consumo. Esta última, por mais bela que seja, e é, não deixa de estar longe de poder explicar o comportamento das famílias. Mas isso não impediu e impede de ser tomada como um pilar do comportamento dos indivíduos. Este é um dos aspectos de racionalidade do qual nos devemos acautelar. Não porque não seja admissível um agente comportar-se daquela maneira, mas antes porque não será razoável imaginar uma amostra, ou uma população, de famílias comportar-se como tal. Um outro aspecto próximo deste é a emotividade dos agentes no seu comportamento com activos financeiros. Passo a um exemplo. Convenci alguns amigos, há uns anos atrás, que não deviam investir nos famosos “selos” da AFINSA. Mas o rendimento era, no mínimo três vezes mais elevado que o dos vulgares depósitos, e

diziam-me, no futuro ainda será maior. Desconfiado da fartura e com a certeza de um jogo de Ponzi, procurei explicar-lhes as bases do negócio para que pudessem ver que “aquilo” não podia durar. Primeiro, o meu argumento teve de incidir na perda “certa” de capital que os esperava e depois na “certeza” que tal negócio ia terminar muito em breve. Se lhes estivesse explicado que o valor esperado do valor das aplicações era nulo, duvido que tal explicação os demovesse, é que até lá, ainda poderiam ganhar alguma coisa. E teria sempre dificuldade em explicar por que é que sendo o valor esperado nulo, havia pessoas, todos os dias, a todas as horas, a investir? Eram irracionais e eu “o racional”? Se a racionalidade fosse medida em termos de comportamentos médios esperados (com exclusão de erros sistemáticos), o “irracional” era eu! E era eu que estava correcto⁶.

A galeria dos grandes teóricos passa por Markowitz (o pai de todos), Sharpe e Merton. O valor dos activos pôde ser explicado e o prémio de risco para qual o mercado, através da diversificação, não dá cobertura, é valorizado. A nova teoria conduz-nos finalmente à identificação do preço do risco. O modelo base mais estudado nas escolas onde se estuda o *finance*, é o CAPM, o Capital Asset Pricing Model, ou modelo de equilíbrio dos activos financeiros, que levou Sharpe à obtenção do Prémio Nobel. Este modelo apresenta hoje derivações diversas. Conhecer o preço do risco foi um extraordinário resultado daqueles modelos. Claro, que aqui chegados devemos colocar uma outra questão, “a rentabilidade sem risco existirá verdadeiramente”? (p. 125, EF) O actual fenómeno de integração das economias leva-nos a duvidar desta certeza tida há até bem pouco tempo. Uma outra consequência desta integração é o facto de a diversificação internacional poder esboroar-se nos seus fundamentos: não estão os mercados da Tunísia e da Tailândia relacionados (bem correlacionados) com os dos países desenvolvidos? O que nos acaba por levar de novo ao problema dos fundamentos dos modelos do *finance*.

Mas voltemos ao CAPM. Os A. insistem que um dos problemas deste modelo central é a sua dependência do conceito de “carteira de mercado”. Não sendo possível conhecer esta carteira, como avaliar o contributo do modelo? Peça central no conceito de eficiência do mercado, o CAPM, foi um ícone que exigiu adoração sob pena de excomunhão. Afinal, tudo se resume a aceitar que as carteiras óptimas são eficientes, a carteira de mercado, em equilíbrio é eficiente, só que não possuímos maneira alguma de a calcular. O modelo base continua a ser aplicado. A quê? À economia com mais dados, com um mercado sem interrupções temporais, o dos EUA. Não estou de acordo com os A. quando falam da contradição de um modelo que leva à obtenção de carteiras onde a diversificação do risco conduz o seu possuidor a ir descansado à pesca, e a mais nada temer, e ao mesmo tempo cria o caçador dos prémios de risco. Este último, se eficaz, levará à sua multiplicação e assim à eliminação dos prémios de risco acima da avaliação do mercado. O mercado é tanto mais eficiente quantos mais caçadores existirem. Não há contradição, mas sim coerência. Voltando à economia dos EUA, devemos perguntar se os investidores russos, chineses, argentinos, e acrescento eu, indonésios, tailandeses, têm as mesmas opiniões quanto ao risco em acções nos seus mercados? E que dizer das incitações a investir em mercados emergentes? Como pode o CAPM ter em conta que são mercados sem profundidade e manipulados? Isto para não falar da dependência de mercados já acima referida.

Mehra e Prescott, em 1985, arruinaram o modelo CAPM, e o seu sucessor mais directo, o C-CAPM, consumption-CAPM, ao provarem que os valores de aversão ao risco são impossíveis de aceitar para que o modelo se aplique às acções dos EUA. Como é frequente em economia, a procura da imunização daquele modelo, através de modelos factoriais, foi intensa. Os A. designam esta actividade de caça às papoilas e voltam à questão da metodologia de investigação. A teoria andou a reboque dos dados disponíveis, sem que tal se tratasse de uma dialéctica de investigação. Os riscos específicos são um verdadeiro resíduo individual e se os comportamentos não são os previstos é porque as preferências dos investidores, consumidores, não são as tidas em conta no modelo.

As citações feitas de B. Cornell e S. Ross foram muito bem escolhidas (p. 140 EF). O primeiro realçando o abismo entre os modelos teóricos e as acções práticas propostas pelos mesmos

6 Veja-se a interessante lista de casos em http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_Ponzi_schemes

economistas e o segundo o eterno problema principal-agente. Elas revelam o anacronismo da própria linguagem do C-CAPM e ao mesmo tempo o problema de “agência” das instituições financeiras mandatadas para aplicação de fundos por aqueles que lhes entregam. Já no ponto sobre “saving consumption” os A. utilizam uma linguagem que não é usada no resto do livro. O uso insistente de analogias pode criar a ilusão da inutilidade da imunização ao transpor aquelas para o campo do ridículo, da criação de novas condições para a não rejeição da teoria. Penso que um dos problemas desta área é mais latino que anglo-saxónico. Para nós, latinos, o *finance*, ou economia financeira, ora é economia, ora é gestão. Para os anglo-saxónicos, *finance*, não é economia nem “management”, é *finance*. E daí? Quando cai na economia avaliamos o *finance* pelas regras que convencionámos para esta. O que é feito pelos A. e no caso de cair em gestão? Apenas nos interessamos por um conjunto adequado, e compreensível, de regras. No caso do *finance* ser *finance*, a fundamentação não se integra obrigatoriamente em economia, corresponde ao “ketchup” de Summers. Mas o *finance* tem de responder a coisas bem práticas ou úteis: como investir em activos financeiros, como construir uma carteira de activos, como avaliar o risco associado a activos e carteiras. Em suma, o *finance* tem de contribuir para ganhos na actividade de investimentos financeiros.

A economia tem sabido viver com a crítica quando esta melhora o carácter preditivo da análise vigente. E assim tem evoluído. É neste sentido que devemos ler os capítulos 4 e 5 do livro. A crítica dos A. é contundente e justifica o título do livro. Que virá a acontecer? Vamos ter uma teoria financeira melhor fundamentada que crie melhores regras? Ainda bem. A nova teoria não conduz a alterar as regras? Regras ptolemaicas e um mundo coperniano, como já dissemos, não é nada que desconhecamos. Até lá que fazer? Acabar com o desenvolvimento financeiro, não é desejável nem possível. O sistema VaR (value at risk), do valor em risco, é ineficiente e releva de uma aplicação de probabilidades primária e que pode ser ineficaz? Têm razão os A. Vamos substituí-lo? Melhorá-lo? Que fazer? Os A. não vão revolucionar a teoria financeira, não é esse o seu objectivo, mas antes confrontá-la com a sua arrogância de que estava tudo bem num mundo controlado por sofisticados modelos que permitiram que a actividade financeira anulasse o risco de investimento.

Os A. citam Nassim Taleb para lembrar o cisne negro: basta um acontecimento raro, como o cisne negro, para que um sistema se desintegre. Mas (Taleb, 2009) adverte-nos que, se usou o caso da banca como um exemplo de arrogância epistémica, não classificou a actual crise como correspondendo ao aparecimento do cisne negro! No parágrafo final do capítulo 5, os A. ao falarem-nos da esquizofrenia mostram-nos o que temos entre mãos. Todos responsáveis pelo que aconteceu, e está a acontecer. E dão o exemplo do nosso relacionamento com a banca. Como devedores queremos pagar o menos possível, como credores receber o mais possível. Mas afinal, pergunto-me eu, não é o próprio conto do vigário um sinal da nossa ganância? A flecha envenenada é uma citação de Stephen Ross, de 1989, que nos afirma que nada é mais embaraçoso que uma teoria que procura explicar preços sem qualquer referência a quantidades. Mesmo que se trate de preços relativos a situação é no mínimo estranha. E se o capítulo termina com a crítica de Freeman Dyson aos modelos usados para reproduzir acontecimentos sobre o clima, porque não ter terminado com os modelos dos novos-clássicos?

No último capítulo os A. lembram-nos que a actual crise não será a última crise do capitalismo. Que reformas deverão ser feitas para os efeitos de futuras crises não serem tão brutais e aumentarem a eficiência do sistema financeiro. Devemos excluir as que consistem numa versão ludista de acabar com a titularização e toda a inovação acavalada nesta prática. As reformas monetárias e financeiras sempre levaram a propostas de “reposição” de sistemas inexistentes mas míticos, de economias naturais, que estão ditadas ao fracasso. Os A. juntam a ideia de retorno ao Glass Steagall Act (1933), que obrigaria à separação entre banca comercial e de investimento. Apesar de tudo, será difícil esse retorno, pelos custos que isso representaria para actuais instituições e pela eliminação de economias de gama que originaria. Os A. acabam por preferir o reforço das regras prudenciais, em especial as que se encontram ao nível de Basileia II; as que incidem sobre a liquidez bancária e as

operações fora do balanço; e as que tornarão o sistema mais transparente.

Que aprenderam e, em consequência, introduziram nas suas práticas, as instituições de supervisão após os casos do krash de 1987, da crise dos países emergentes de 1997, do caso Long Term Capital Management (LTCM) de 1998, das dot.com de 2001 e logo de seguida da Enron. Não houve recentemente situações de “bolhas”⁷ especulativas? Não terminaram mal? Porque permitiram as autoridades a “bolha” do imobiliário e a não razoabilidade de “uma família uma habitação própria”? Porquê permitir a alavancagem desmesurada das instituições financeiras? Por que não introduzir regras de fundos próprios a todas as instituições financeiras? A mensagem de Paul Volcker é clara, não devemos confiar na regulação, ela nunca funcionará! A sanção natural do mercado, a falência, deve ser a única que deve contar. Proposição fácil mas que nunca funcionará também. Não esqueçamos que foi Milton Friedman um dos mais radicais nas propostas de reforma dos sistemas bancários: o actual sistema de reservas fraccionarias é o responsável pela instabilidade verificada nas nossas economias, logo devemos introduzir o sistema de reservas a 100%.

Deve a regulação focar também os salários dos dirigentes? Se forem determinados em mercado... O que significa neste caso “determinados em mercado” quando temos um problema complexo principal-agente? Os A. abordam este tema mas insistem sobretudo no carácter de curto prazo dos incentivos dados a gestores que pode ser desestabilizador da própria economia, para além de imoral. Uma proposta que agrada aos A. é de os bancos que criam os títulos que representam conjuntos diversificados de outros créditos, ou de outros títulos, serem obrigados a ficar com um dada percentagem desses títulos. Será esta a melhor forma de resolver um problema de informação assimétrica? O comércio dos automóveis de “segunda” mão evoluiu no sentido da sua proibição? Os limões de Akerlof levaram à intervenção dos poderes públicos na defesa dos compradores e não à proibição do comércio de automóveis de “segunda” mão.

Um outro ponto de divergência com os A. refere-se aos *monolines* que promovem uma actividade seguradora como qualquer outra. Este é um exemplo de ausência completa de regulação de uma nova actividade. E ao mesmo tempo é um caso claro para a aplicação do princípio avançado por Volcker. A solução é a falência. Mas isso revelou-se impossível em face da dimensão do primeiro visado, a AIG. Mas como sugeriu recentemente Meltzer, se são demasiado grandes a solução é óbvia, há que parti-los. Não se fez isso com a ATT? Os A. falam da medida lógica de resolver o problema de informação assimétrica e da transparência: obrigação das transacções destes títulos serem feitas num mercado organizado. O outro campo de acção para as reformas é o das agências de *rating*. Os A. lembram-nos os casos de falhanço estrondoso destas agências e insistem no conflito de interesses que está presente na sua actividade. Imaginemos um sistema de justiça, privado, em que quem solicita justiça paga ao juiz pelo julgamento que este fizer. Este sistema seria terrível. Pois é o que temos para a avaliação do risco.

Na sua conclusão, os A. lembram-nos os principais pontos do seu livro e juntam temas que devem ser tidos em conta nesta crise: a necessidade de reconhecer os erros desenvolvidos pela teoria financeira; disciplinar o poder financeiro sobre a economia; evitar uma possível deflação, ainda que à custa de um futura inflação; e criar as instituições e regras que impeçam uma repetição do que aconteceu. Não se trata de um livro para o grande público, exige alguns conhecimentos de economia que apenas estudantes e profissionais de economia e gestão poderão ter. Trata-se de um livro que, dentro dos nossos conhecimentos de economia, questiona algumas das nossas certezas e que contribui para alicerçar, pelas medidas que propõe, um sistema financeiro ao serviço da economia e assim do bem-estar.

Brandt, Willy (1980), North-South, a programme for survival, report of the Independent

7 A propósito da expressão tão divulgada, veja-se o que diz (Fama, 2007), “The word ‘bubble’ drives me nuts.”

Commission on International Development Issues, London, Pan Books. Tradução para português, 1981, “Norte-Sul: assegurar a sobrevivência: relatório da Comissão Independente sobre os Problemas do Desenvolvimento Internacional”, Prefácio de Mário Soares, Lisboa, Morais Editores.

Eugene Fama, Eugene (2007), Douglas Clement, Interview with Eugene Fama, The Region, Federal Reserve Bank of Minneapolis, December

Hilferding, Rudolf (1910), Das Finanzkapital,
<http://www.marxists.org/archive/hilferding/1910/finkap/index.htm>

Posen, Adam S. (2009), A Proven Framework to End the US Banking Crisis. Including Some Temporary Nationalizations, Peterson Institute for International Economics, Testimony before the Joint Economic Committee of the US Congress hearing, “Restoring the Economy: Strategies for Short-term and Long-term Change”, February 26.

Smith, Adam (1776), An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, Edwin Cannan, 5ª ed., Book I, Chap. II, <http://www.econlib.org/library/Smith/smWN1.html>

Stewart, James (2009), Eight Days. The battle to save the American financial system, The New Yorker, September, 21.

Summers, Lawrence (1985), On Economics and Finance, The Journal of Finance, XL, 3, Julho.

Taleb, Nassim (2009), The Black Swan: Quotes & Warnings that the Imbeciles Chose to Ignore, Setembro, <http://www.fooledbyrandomness.com/imbeciles.htm>