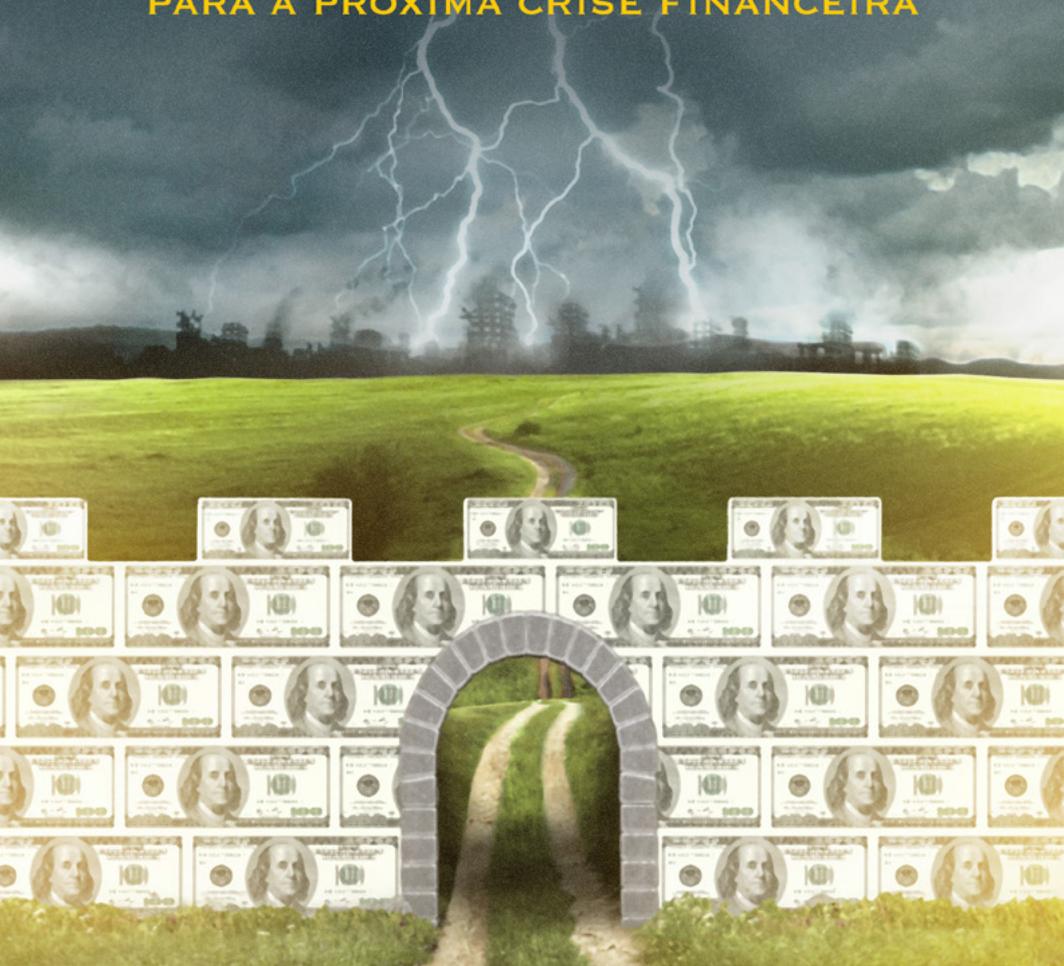


JAMES RICKARDS

O CAMINHO PARA A RUÍNA

O PLANO SECRETO DAS ELITES GLOBAIS
PARA A PRÓXIMA CRISE FINANCEIRA



JAMES RICKARDS

O CAMINHO PARA A RUÍNA

O PLANO SECRETO DAS ELITES GLOBAIS
PARA A PRÓXIMA CRISE FINANCEIRA

 EMPIRICUS

SÃO PAULO
2017

© Empiricus, 2017
Todos os direitos reservados

Organizador

Gabriel Ignatti Casonato

Editor

James G. Rickards

Coordenadora de Projeto / Supervisora

Priscila de Campos Vieira

Revisora de Texto

Carla de Paula Santos

Tradutoras

Ana Karina Furginelli & Mahana Pelosi Cassiavillani

Diagramação e Capa

Thales Mairesse

Empiricus Research

Av. Brigadeiro Faria Lima, 3.477 - Torre B - 10º Andar

Itaim Bibi, São Paulo, SP

Tel.: (11) 3900-2850

atendimento@empiricus.com.br

www.empiricus.com.br

SUMÁRIO

Introdução	07
------------------	----

01 • • É O FIM

A Conversa	25
Ice-Nine	33
Casa Fechada	47
As Revoltas do Dinheiro.....	58

02 • • UM DINHEIRO, UM MUNDO, UMA ORDEM

Intro	71
Dinheiro Mundial.....	75
Tributação Mundial.....	90
Ordem Mundial	101
A Doutrina de Choque.....	111

03 • • A CIDADE DESERTA DA MENTE

Intro	115
Los Alamos.....	116
Capital e Complexidade	120
Complexidade	132
Feedback	137

04 • • O TREMOR PREMONITOR: 1938

Máquina de Dinheiro	149
Os Especialistas	153
Avareza	161
Vórtice.....	165
Lições (Não) Aprendidas	178
Consequências	187

05 • • O TREMOR PREMONITOR: 2008

Uma Nova Crise.....	197
Consequências II.....	213

06 • • TERREMOTO: 2018

O Homem Sem Rosto	219
O Poder do Ouro	231
A Escassez do Dólar	240
Terremoto de 2018	248

07 • • A FOGUEIRA DAS ELITES

O Gnu e a Leoa	255
A Apple e a Cat.....	262
O Império da Dívida.....	274
Beco Sem Saída	281

08 • • CAPITALISMO, FASCISMO E DEMOCRACIA

Schumpeter Reavaliado.....	287
Os Novos Pretorianos.....	298
O Novo Fascismo.....	314
A Conexão Financeira	320

09 • • EIS O CAVALEIRO NEGRO

Contagem Regressiva	327
Incoerência	339
Palazzo Colonna.....	343
Conclusão	356
Agradecimentos	369

Felix Somary talvez seja o maior economista do século XXI. Porém, certamente, ele está entre os menos conhecidos.

Somary nasceu em 1881 na região germanófona do que era, naquela época, o Império Austro-Húngaro. Ele estudou Direito e Economia na Universidade de Viena. Lá, foi colega de classe de Joseph Schumpeter e obteve seu Ph.D. com Carl Menger, fundador da escola austríaca.

Durante a Primeira Guerra Mundial, Somary serviu como banqueiro central na Bélgica, que, na época, estava ocupada, mas passou a maior parte de sua carreira em bancos privados, trabalhando para instituições e pessoas muito ricas. Na década de 1930, ele se mudou para Zurique, onde viveu e trabalhou até o dia de sua morte em 1956. Somary passou a maior parte da Segunda Guerra Mundial na cidade de Washington, onde serviu como representante suíço para assuntos financeiros e forneceu aconselhamento sobre finanças para o Departamento de Guerra.

Somary era amplamente conhecido como o maior especialista do mundo em câmbio. Frequentemente era chamado por bancos centrais para prestar assessoria sobre políticas monetárias. Infelizmente para esses bancos, seus bons conselhos eram quase sempre ignorados por razões políticas.

Ele ficou conhecido como o Corvo de Zurique por sua extraordinária habilidade de prever catástrofes financeiras quando os outros especialistas eram condescendentes. Na mitologia grega, corvos estão associados a Apolo, deus da profecia. No Velho Testamento, no Livro dos Reis, a comando de Deus, corvos cuidam do profeta Elias. Somary talvez tenha sido o maior profeta econômico desde a Antiguidade. O

título da tradução para a língua inglesa das memórias de Somary é *The Raven of Zurich*.

Além de prever a Primeira Guerra Mundial, a Grande Depressão e a Segunda Guerra Mundial antes das outras pessoas, Somary advertiu com precisão sobre as consequências inflacionárias e deflacionárias daqueles cataclismos. Ele viveu para ver a queda do clássico padrão-ouro, o caos cambial do período entreguerras e o novo sistema Bretton Woods. Faleceu em 1956 antes que o sistema Bretton Woods terminasse.

O sucesso de Somary na previsão de eventos extremos baseou-se em métodos analíticos similares aos adotados neste livro. Ele não utilizava os mesmos nomes que utilizamos hoje; a teoria da complexidade e a economia comportamental ainda estavam no futuro distante quando ele colaborava com os mercados. Mesmo assim, esses métodos ficam claros em sua obra.

Exemplo vívido é um capítulo de suas memórias chamado *The Sanjak Railway*, que descreve um episódio ocorrido em 1908 envolvendo os esforços de Somary para realizar um empréstimo sindicalizado. Os recursos do empréstimo seriam utilizados para construir uma ferrovia da Bósnia até Salônica, Grécia. A ferrovia, em si, era um projeto insignificante. Somary foi contratado por financiadores em Viena para discorrer sobre a viabilidade financeira do projeto.

A rota proposta cruzava o Sanjak de Novi Bazar, no Império Otomano, e precisava de uma permissão, que deveria ser obtida por meio de um requerimento feito de Viena à Porta Sublime.

O que aconteceu a seguir chocou Viena. Ministérios de relações exteriores, de Moscou a Paris, protestaram veementemente. Como Somary escreve, “A aliança franco-russa reagiu ao requerimento austro-húngaro que solicitava uma concessão ferroviária com uma enxurrada de protestos sem precedentes em intensidade – houve também um contra-ataque político com a proposta de uma ferrovia que ligava Danúbio ao Adriático.”

Esse incidente ocorreu antes da Guerra dos Balcãs (1912 – 1913) e seis anos antes do início da Primeira Guerra Mundial. Contudo, apenas com base na reação franco-russa, Somary deduziu corretamente que uma guerra mundial era inevitável. De acordo com sua análise, se uma questão tão insignificante elevava tensões geopolíticas ao ponto de ebulição, questões mais importantes, que inevitavelmente ocorreriam, levariam a uma guerra.

Essa dedução é um exemplo perfeito de estatística bayesiana. Somary começou com uma hipótese sobre a probabilidade de uma guerra mundial, o que, na ausência de qualquer informação, já apresenta 50% de chances de ocorrer. Quando incidentes como esse surgem, eles são adicionados ao numerador e ao denominador da fórmula matemática do teorema de Bayes, aumentando as possibilidades de haver guerra. Analistas de inteligência contemporâneos chamam esses eventos de “indicações e alertas”. Em determinado momento, a força da hipótese faz com que a guerra pareça inevitável. O teorema de Bayes permite que um analista chegue a essa conclusão antes da maioria.

O episódio da ferrovia eoa rivalidades dos tempos atuais em relação a gasodutos do Mar Cáspio à Europa, alguns dos quais podem atravessar antigos sanjaks otomanos. Os atores – Turquia, Rússia e Alemanha – são os mesmos. Onde está nosso novo Somary? Quem é o novo corvo?

Somary também utilizava a perspectiva histórico-cultural defendida por Joseph Schumpeter. Em 1913, as sete grandes potências da época pediram a Somary que reorganizasse o sistema monetário chinês. Ele se recusou porque sentia que havia uma crise monetária mais iminente na Europa. Uma década antes de uma poderosa deflação que fez o mundo refém entre 1924 e 1939, ele escreveu:

Os europeus zombavam dos chineses porque eles rejeitavam papel-moeda e pesavam moeda metálica em balanças. As pessoas supunham que os chineses estavam cinco gerações atrasados, mas, na verdade, eles es-

tavam uma geração à frente da Europa. Sob a direção dos imperadores mongóis, o povo chinês viveu um boom em que bilhões em papel-moeda foram emitidos para financiar conquistas militares e vastos empreendimentos públicos, o que resultou em amargas consequências deflacionárias – essa memória ficou impregnada por muitos séculos.

Somary também demonstrou sua maestria em psicologia comportamental quando analisou um incidente ocorrido em julho de 1914, no qual o Rei Jorge V do Reino Unido assegurou ao irmão do kaiser, primo do rei, que uma guerra entre a Inglaterra e a Alemanha era impossível:

Indubitavelmente, o rei havia falado de boa-fé com seu primo, mas eu não estava certo acerca do conhecimento que o rei tinha da situação. Há seis anos, eu havia presenciado quão pouco informados os mais hábeis regentes podem estar; a informação disponível aos membros da corte, precisamente àqueles dos mais altos escalões, é, com demasiada frequência, deturpada. Eu confiava mais no julgamento do *The Times* do que no do rei. Em nome dos amigos cujos ativos eu administrava, converti depósitos bancários e títulos em ouro e os investi na Suíça e na Noruega. Alguns dias mais tarde, a guerra eclodiu.

Hoje, as visões equivocadas do rei seriam descritas por psicólogos comportamentais como dissonância cognitiva ou viés de confirmação. Somary não utilizava esses termos, mas entendia que as elites vivem em bolhas e, frequentemente, são as últimas a descobrir a iminência de uma crise.

As memórias de Somary foram publicadas na Alemanha em 1960; uma tradução em língua inglesa só foi feita em 1986. Ambas as edições já estão esgotadas e há apenas algumas cópias disponíveis em livrarias especializadas.

Um ano depois de a edição em língua inglesa ter sido publicada, no dia 19 de outubro de 1987, o Dow Jones Industrial Average caiu mais de 20% em apenas um dia, trazendo a idade moderna da complexidade financeira e da fragilidade do mercado. Há a tentação de acreditar

que, se Somary tivesse vivido mais tempo, ele teria visto a quebra de 1987 se aproximando.

Utilizando os métodos de Somary – etiologia, psicologia, complexidade e história – este livro retoma o fio condutor da insensatez financeira a partir do ponto abandonado pelo Corvo de Zurique.

Economia é uma ciência? Sim, e é aí que o problema começa. Economia é uma ciência, mas a maioria dos economistas não são cientistas. Economistas agem como políticos, padres ou publicitários. Eles ignoram as evidências que não se encaixam em seus paradigmas. Economistas desejam o prestígio científico sem o trabalho de se ater a seu rigor. O fraco crescimento mundial de hoje pode ser imputado a essa impostura.

Ciência envolve conhecimento e método. Adquire-se conhecimento por meio de um método sólido, que pode ser feito com indução, basicamente um palpite, ou dedução, uma inferência retirada dos dados. Tanto uma abordagem indutiva quanto uma dedutiva podem ser utilizadas para formular uma hipótese: um palpite rigoroso. A hipótese é testada com experimentação e observação, que levam à obtenção de dados. A hipótese pode ser confirmada pelos dados, caso em que se torna mais amplamente aceita, ou invalidada pelos dados, caso em que é rejeitada e substituída por uma nova hipótese. Quando uma hipótese sobrevive a muitos testes e extensiva observação, ela pode se transformar em uma teoria, uma forma convencional de verdade.

O método científico pode ser prontamente aplicado à economia. A conhecida distinção entre *hard sciences*, como física, e *soft sciences*, como economia, é espúria. Acadêmicos hoje categorizam setores específicos da ciência da melhor forma possível para explicar partes específicas do universo. Astronomia é uma maneira eficaz de entender as galáxias. Biologia é uma maneira frutífera de entender o câncer. Economia é uma maneira excelente de entender a alocação de recursos e a criação de riqueza. Astronomia, biologia e economia são setores da ciência aplicados a ramos distintos do conhecimento. Todas são ciência e estão suscetíveis ao método científico.

Ainda assim, a maioria dos economistas acadêmicos não são cientistas; são dogmatistas. Eles se agarram a uma versão antiga de sua ciência, fecham-se a novas ideias e descartam os dados que contradizem seu dogma. Esse cenário decrépito poderia ser apenas acadêmico, não fosse pelo fato de que economistas detêm posições poderosas em bancos centrais e ministérios de fazenda. A sua utilização de teorias ultrapassadas não tem consequência apenas na academia, mas destrói a riqueza de nações.

Este tópico deve ser discutido antes da próxima crise financeira, porque há muito em jogo. A economia dos Estados Unidos cresceu, ainda que lentamente, por mais de sete anos desde a última crise, contando do momento em que escrevo este livro. Historicamente, é uma grande expansão. O tempo transcorrido desde 2008 acompanha aproximadamente o ritmo dos pânico de 1987, 1994, 1998 e 2008. Sete anos entre crises não é um período fixo. Uma nova quebra no curto prazo não está escrita em pedra. Mesmo assim, ninguém deve se surpreender se ela ocorrer.

Com um sistema financeiro tão vulnerável e com formuladores de políticas tão despreparados, medidas extremas serão necessárias quando a catástrofe chegar. Este livro é um apelo a repensar as propriedades estatísticas em risco, a aplicação de novas teorias e o retorno do precipício antes que seja tarde demais.

Cientistas entendem que todas as teorias são contingentes; uma explicação melhor do que a vigente costuma surgir. Newton não é considerado errado porque Einstein ofereceu uma explicação melhor do espaço e dos movimentos dos corpos celestes. Einstein avançou o estado do conhecimento. Infelizmente, os economistas demonstraram pouca disposição de melhorar o estado de sua própria arte. Os austríacos, os novo-keynesianos e os monetaristas têm suas bandeiras plantadas firmemente no chão. A pesquisa consiste em variações infinitas dos mesmos temas. A estagnação intelectual já dura setenta anos. Inovação ostensiva é, na verdade, imitação de ideias articuladas por Keynes, Fisher, Hayek e Schumpeter antes da Segunda Guerra Mundial. Esses

originais foram transformativos, mas as variações pós-guerra são limitadas e obsoletas e, se utilizadas doutrinariamente, perigosas.

O entendimento austríaco da superioridade dos mercados livres em detrimento do planejamento central é sólido. Mesmo assim, a escola austríaca precisa se atualizar utilizando novos métodos científicos e tecnologia do século XXI. Cristóvão Colombo era o melhor em navegação estimada. Mas ninguém pode afirmar que ele não usaria o GPS hoje em dia. Se Friedrich Hayek estivesse vivo, ele usaria novos instrumentos, análise de rede e autômatos celulares para refinar sua pesquisa. Seus seguidores deveriam fazer o mesmo.

Modelos novo-keynesianos são a crença reinante. Curiosamente, eles têm pouco a ver com John Maynard Keynes. Ele era, acima de tudo, um pragmático; os que o seguem são tudo menos isso. Keynes foi a favor do ouro em 1914, defendeu um valor maior para o ouro em 1925, foi contra o ouro em 1931 e ofereceu um padrão-ouro modificado em 1944. Keynes tinha motivos pragmáticos para cada posição.

Churchill uma vez enviou um cabograma para Keynes que dizia, “Estou começando a concordar com você.” Keynes respondeu, “Que pena. Estou começando a mudar de ideia.” Seria tão revigorante se os economistas de hoje tivessem a mente um pouco aberta como os de antigamente.

Para Keynes, uma falta de demanda privada agregada temporária pode ser substituída por gastos governamentais até que os “espíritos animais” sejam reavivados. Gastos funcionam melhor quando um governo não está muito endividado e quando há superávit disponível para financiar esses gastos. Os economistas de hoje, como Paul Krugman e Joseph Stiglitz, utilizando modelos de equilíbrio (a economia não é um sistema de equilíbrio), propõem mais déficit orçamental em países endividados por períodos indefinidos de tempo para estimular a demanda, como se alguém com quatro televisões comprar a quinta fosse a solução. Isso é insensatez.

Monetaristas não são melhores. Milton Friedman acreditava que o

crescimento real máximo com estabilidade de preços é alcançado com crescimento lento e constante da oferta monetária – uma variação do brinde irlandês, “Que a estrada suba para se encontrar com seu pé.”

A fórmula adotada por Friedman, $MV = PQ$ (originalmente de Fisher e de seus predecessores), diz que dinheiro (M) vezes velocidade (V) equivale a PIB nominal (consistindo do PIB real [Q], ajustado a mudanças no nível de preços [P]).

Friedman supôs que a velocidade é constante e idealmente não deve haver inflação ou deflação ($P = 1$). Assim que o crescimento real máximo é estimado (uma média de 3,5% em uma economia madura), a oferta monetária pode ser aumentada moderadamente até que se alcance o crescimento sem inflação. Apesar de útil para exercícios intelectuais, a teoria de Friedman é impraticável. No mundo real, a velocidade não é constante, o crescimento real é limitado por obstáculos estruturais (não monetários) e a oferta monetária não é bem definida. Mas, além disso, está tudo bem.

A teoria vigente causa ainda mais danos ao levar em conta as propriedades estatísticas do risco.

O balanço geral dos bancos grandes demais para quebrar está em aproximadamente um *quatrilhão* de dólares, ou mil trilhões de dólares, equilibrado em uma fina camada de capital. Como o risco incorporado nessa alavancagem está sendo administrado? A teoria vigente é chamada de *value at risk*, ou VaR. De acordo com ela, o risco em posições compradas e vendidas é protegido, o grau de distribuição dos movimentos de preço é normal, eventos extremos são excessivamente raros e derivativos podem ser adequadamente precificados se uma taxa de juros sem riscos for utilizada. Na verdade, quando a AIG estava à beira da falência em 2008, nenhuma contraparte financeira se importou com sua posição líquida; a AIG estava prestes a deixar de pagar a dívida bruta a cada contraparte. Dados mostram que as mesmas flutuações da série histórica são distribuídas em uma curva de potência, não em uma curva normal. Eventos extremos não são nada raros; eles ocorrem aproximadamente a

cada sete anos. E os Estados Unidos, emissores de títulos “livres de risco” benchmark, recentemente sofreram uma redução na nota de crédito que indicava pelo menos um pequeno risco de inadimplência. Em resumo, as quatro suposições que embasam o VaR são falsas.

Se os novo-keynesianos, os monetaristas e os adeptos do VaR têm ferramentas obsoletas, por que se agarram com tanta força a seus modelos? Para responder a essa questão, pergunte-se: por que aqueles que acreditavam em um sistema solar geocêntrico na Idade Média não se questionaram quando os dados mostraram movimentos planetários inconsistentes? Por que elaboraram novas equações para explicar as chamadas anomalias em vez de descartar o sistema antigo? A resposta está na psicologia.

Sistemas de crença são reconfortantes. Eles proporcionam certezas em um mundo bastante incerto. Para seres humanos, certezas são valiosas, mesmo que sejam falsas. Falsidade pode ter consequências de longo prazo, no entanto, conforto ajuda a enfrentar o dia a dia.

O fator conforto se enraíza quando há modelos matemáticos para apoiá-lo. A matemática financeira moderna intimida. Ph.D.s que passam anos estudando-a têm um interesse manifesto em manter uma fachada. O conhecimento da matemática reforça suas credenciais e exclui os menos iniciados no lema de Itô.

A matemática financeira também é chamada de elegante por seus praticantes. Se você aceita o paradigma das finanças modernas, a matemática fornece uma infinidade de soluções para problemas difíceis, como opções de preços. Ninguém questiona o paradigma.

Essa fachada financeira é reforçada pela tirania do conhecimento acadêmico. Um jovem intelectual em um programa de estudos financeiros de difícil acesso estará preocupado com bolsas de estudos, publicações e nomeações para vagas em universidades. Abordar um orientador sexagenário com um projeto que refuta o que orientador tem prezado há décadas não é uma decisão astuta em relação à carreira. A maioria escolhe estudar a milionésima variação de modelos dinâ-

micos estocásticos de equilíbrio geral utilizando heterocedasticidade condicional autorregressiva para explicar o impacto da flexibilização quantitativa em *spreads* de *Swaps*. É assim que se avança na carreira.

Também há a inércia pura e simples, como ficar na cama quentinha em uma manhã fria. Acadêmicos também têm sua zona de conforto. Conhecimento novo é como dar um mergulho no inverno – estimulante e revigorante, mas não para todo mundo.

A preferência pela certeza em detrimento da incerteza, o fascínio pela matemática elegante, a mentalidade acadêmica fechada e a inércia são boas explicações do porquê paradigmas incorretos persistem.

Se apenas reputações acadêmicas estivessem em jogo, o mundo poderia ser paciente. A boa ciência vence no final. Mas há muito mais em jogo. A riqueza mundial está em risco. E quando ela é destruída, a consequência é a instabilidade social. Investidores não podem mais satisfazer formuladores de políticas que se recusam a buscar soluções melhores e insistem no que já foi testado e não funcionou.

Este livro é sobre o que funciona. Desde a década de 1960, novos ramos da ciência foram revelados. Desde a década de 1980, o poder computacional barato permitiu a experimentação laboratorial com hipóteses econômicas que não poderiam ocorrer no mundo real. A ascensão da ciência, mais antiga na medicina, facilita descobertas interdisciplinares além das fronteiras de qualquer área de conhecimento. Recentemente, um teorema de 250 anos, desdenhado por séculos, ressurgiu de modo triunfal para solucionar problemas que, de outra forma, seriam insolúveis.

As três novas ferramentas mais importantes da caixa de ferramentas financeira são psicologia comportamental, teoria da complexidade e inferência causal. Elas podem ser usadas separadamente para resolver um problema específico ou podem ser combinadas para construir modelos mais robustos.

Essas três ferramentas parecem mais imprecisas em seu poder de

previsão do que os modelos atuais utilizados pelos bancos centrais. Mesmo assim, elas proporcionam uma reflexão muito melhor da realidade. É melhor estar aproximadamente certo do que precisamente errado.

A psicologia comportamental é entendida e abraçada pelos economistas. O principal teórico na área, Daniel Kahneman, recebeu o prêmio Nobel de economia em 2002. O impedimento ao uso da psicologia nas ciências econômicas é uma questão de prestígio, é uma questão de aplicação. Modelos financeiros como o VaR ainda consideram que o comportamento seja racional e que os mercados sejam eficientes, muito depois de Kahneman e seus colegas provarem que o comportamento humano nos mercados é irracional e ineficiente (como definido pelos economistas).

Por exemplo, os experimentos de Kahneman mostram que, quando os sujeitos têm a escolha de receber US\$ 3,00 com 100% de certeza de retorno, ou US\$ 4,00 com 80% de certeza, eles, majoritariamente, escolhem a primeira opção. No entanto, uma multiplicação simples mostra que a segunda opção proporciona um maior retorno esperado do que a primeira, US\$ 3,20 comparado a US\$ 3,00. Mesmo assim, todos os dias, as pessoas preferem o certo ao duvidoso, que oferece um maior retorno esperado, mas também oferece algumas chances de deixá-las de mãos vazias.

Economistas foram rápidos ao estigmatizar a primeira escolha como irracional e a segunda como racional, o que levou à alegação de que investidores que escolhem a primeira opção seriam irracionais. Será mesmo?

É verdade que, se você jogar esse jogo cem vezes e, em todas elas, escolher os US\$ 4,00 com 80% de chances quase certamente produzirá mais vitórias do que a certeza dos US\$ 3,00. *E se jogar apenas uma vez?* As equações de retorno esperado são as mesmas. Mas, se você precisar do dinheiro, a certeza dos US\$ 3,00 tem um valor independente que não é capturado nas equações.

O que Kahneman descobriu deve ser combinado com a psicologia

evolucionista para redefinir o conceito de racionalidade. Imagine que você é um homem de Cro-Magnon durante a última era do gelo. Você deixa seu abrigo e vê duas trilhas para caça. Uma delas tem bastantes animais, mas também tem muitas pedras pelo caminho. A segunda tem menos animais e nenhum obstáculo. No linguajar financeiro moderno, o primeiro caminho oferece um maior retorno esperado.

Mas a evolução privilegia o caminho com menor oferta. Por quê? Pode haver um tigre-de-dente-de-sabre atrás de uma das pedras no primeiro caminho. Nesse caso, você morrerá e sua família passará fome. O caminho com menos caça não é irracional quando *todos* os custos são considerados. O tigre-de-dente-de-sabre é o elo perdido da economia moderna. Acadêmicos tipicamente quantificam benefícios de primeira ordem (a caça) e ignoram custos de segunda ordem (o tigre). Investidores podem utilizar este livro para ver os tigres-de-dente-de-sabre.

A segunda ferramenta da caixa é a teoria da complexidade. A questão essencial na economia hoje é se os mercados de capitais são sistemas complexos. Se a resposta for sim, então *todo* modelo de equilíbrio em economia financeira está obsoleto.

A física fornece uma maneira de responder à questão. Um sistema complexo e dinâmico é composto por agentes autônomos. Quais são as características de agentes autônomos em um sistema complexo? Em geral, são quatro: *diversidade, conectividade, interação e adaptação*. Um sistema cujos agentes exibem essas características em baixa medida tende à estase. Um sistema cujos agentes exibem essas características em grande medida tende ao caos. Um sistema cujos agentes exibem essas características em medidas perfeitas, nem em excesso nem em escassez, é um sistema dinâmico e complexo.

A *diversidade* nos mercados de capitais é vista no comportamento dos mais agressivos (*bulls*) e dos mais moderados (*bears*), dos que têm posições compradas e vendidas, dos medrosos e dos gananciosos. Diversidade de comportamento é a quintessência dos mercados.

A *conectividade* nos mercados de capitais também é manifesta.

Com o uso de Dow Jones, Thomson Reuters, Bloomberg, Fox Business, e-mail, chat, mensagens, Twitter e telefone, é difícil imaginar um sistema mais densamente conectado do que os mercados de capitais.

A *interação* nos mercados de capitais é medida pelos trilhões de dólares em transações de ações, títulos, moedas, *commodities* e derivativos executadas diariamente, cada uma envolvendo compradores, vendedores, corretores e interação de troca. Nenhum outro sistema social se aproxima dos mercados de capitais em interação quando medido por volume de transações.

A *adaptação* também é característica dos mercados de capitais. Um fundo de *hedge* que perde dinheiro em uma posição rapidamente adapta seu comportamento para sair da transação ou dobrar a aposta. O fundo muda de comportamento com base no comportamento dos outros participantes de mercado, como é revelado pelos preços de mercado. Mercados de capitais são, demonstravelmente, sistemas complexos; mercados de capitais são sistemas complexos sem paralelo.

O fracasso dos modelos de risco dominantes consiste no fato de que *sistemas complexos se comportam de maneira diferente de sistemas de equilíbrio*. É por isso que modelos de equilíbrio de Wall Street e de bancos centrais produzem resultados consistentemente fracos na previsão e na administração de riscos. Cada análise começa com os mesmos dados. Mesmo assim, quando você usa esses dados em um modelo deficiente, os resultados serão, também, deficientes. Investidores que utilizam a teoria da complexidade podem deixar a análise tradicional para trás e obter previsões muito melhores.

A terceira ferramenta, além da psicologia comportamental e da teoria da complexidade, é a estatística bayesiana, um campo da etiologia também conhecido como inferência causal. Os dois termos derivam do teorema de Bayes, uma equação descrita pela primeira vez por Thomas Bayes e publicada postumamente em 1763. Uma versão do teorema foi elaborada de modo independente e mais formal pelo matemático francês Pierre-Simon Laplace em 1774. Laplace continuou trabalhando no

teorema nas décadas seguintes. Estatísticos do século XX desenvolveram fórmulas mais rigorosas.

A ciência normal, incluindo a Economia, reúne muitas séries de dados e as utiliza para derivar hipóteses que podem ser testadas a partir desses dados. Essas hipóteses, com frequência, envolvem correlações e regressões utilizadas para prever eventos futuros considerados prováveis de lembrar eventos passados. Métodos similares envolvem o uso da estocástica, ou números aleatórios, para rodar simulações Monte Carlo, que são uma versão mais produtiva do “cara ou coroa” ou do “jogar os dados”, para inferir a probabilidade de eventos futuros.

E se houver poucos dados ou mesmo nenhum para começar? Como estimar a probabilidade de um acordo secreto entre um pequeno grupo de banqueiros centrais? A probabilidade bayesiana fornece os meios para fazer isso.

Economistas tradicionais supõem que o futuro seja parecido com o passado dentro de certos parâmetros definidos por distribuições aleatórias. O teorema de Bayes muda essa perspectiva.

A probabilidade bayesiana supõe que certos eventos são *dependentes do caminho*. Isso significa que alguns eventos futuros não são independentes como jogar uma moeda aleatoriamente. Eles são influenciados pelo que os precede. O teorema de Bayes começa com uma hipótese prévia sólida formada indutivamente de uma mistura de bom senso, história e dados escassos.

A probabilidade bayesiana é ciência sólida, não apenas adivinhação, porque a hipótese anterior é testada pelos dados subsequentes. Novos dados não tendem a confirmar nem a refutar a hipótese. A proporção entre os dois tipos de dados é atualizada continuamente conforme os novos dados chegam. Com base na proporção atualizada, a hipótese é descartada (e uma nova hipótese é formulada) ou aceita com maior confiança. Em suma, o teorema de Bayes é a maneira de se resolver um problema quando há não dados iniciais suficientes para satisfazer as demandas da estatística normal.

Economistas rejeitam a probabilidade bayesiana por causa do trabalho sujo de adivinhação das fases iniciais. Mesmo assim, ela é utilizada extensivamente pelas agências de inteligência de todo o mundo. Encontrei analistas utilizando probabilidade bayesiana em ambientes sigilosos na CIA e no Laboratório Nacional de Los Alamos. Quando sua tarefa é prever o próximo 11 de setembro, você não pode esperar que mais cinquenta ataques ocorram para construir sua série de dados. Você trabalha imediatamente com o problema utilizando os dados disponíveis.

Na CIA, o potencial de utilizar a probabilidade bayesiana para previsões nos mercados de capitais era óbvio. Análise de inteligência envolve prever eventos com base em informação escassa. Se a informação fosse abundante, espões não seriam necessários. Investidores enfrentam o mesmo problema ao alocar portfólios entre as classes de ativos. Eles não têm informações suficientes, de acordo com o recomendado por métodos estatísticos tradicionais. Quando conseguem dados suficientes para alcançar a certeza, a oportunidade de lucro já foi perdida.

O teorema de Bayes é confuso, mas ainda assim é melhor do que nada. Também é melhor do que retrocessos de Wall Street que deixam passar tudo o que é novo e imprevisível. Este livro explica como utilizar a probabilidade bayesiana para alcançar resultados melhores de previsão do que os do Fed ou do FMI.

Este livro se distancia das quatro grandes escolas – a clássica, a austríaca, a keynesiana e a monetarista. Porém, é claro que todas têm muito a oferecer.

Economistas clássicos, incluindo Smith, Ricardo, Mill e Bentham, entre outros, atraem em parte porque nenhum deles tinha Ph.D. Eles eram advogados, escritores e filósofos que pensavam bastante sobre o que funciona e o que não funciona na economia dos Estados e das sociedades. Eles não tinham as ferramentas computacionais modernas, mas tinham muitos *insights* em relação à natureza humana.

Os austríacos fizeram contribuições inestimáveis ao estudo da escolha e dos mercados, mas sua ênfase no poder explicativo do dinheiro

parece limitada. Dinheiro importa, mas ênfase no dinheiro a ponto de excluir a psicologia é um defeito fatal.

As escolas keynesianas e monetaristas ultimamente se tornaram um consenso neoliberal, um combo horripilante que apresenta o pior de ambas.

Neste livro, escrevo como um teórico utilizando teoria da complexidade, estatística bayesiana e psicologia comportamental para estudar economia. Esta abordagem é única e ainda não se tornou uma “escola” de pensamento econômico. Este livro também utiliza outro instrumento – a História. Quando me pedem para identificar com qual escola de pensamento econômico eu mais me identifico, minha resposta é: a histórica.

Escritores notáveis da escola histórica incluem o liberal Walter Bagehot, o comunista Karl Marx e o austríaco, conservador e católico Joseph A. Schumpeter. Aderência à escola histórica não faz de você um liberal, um comunista ou um conservador. Significa apenas que você considera que a atividade econômica deriva culturalmente da atividade humana.

O *homo economicus* não existe no mundo natural. Há alemães, russos, gregos, americanos e chineses. Há ricos e pobres, ou o que Marx chamou de burgueses e proletários. Há diversidade. Americanos são avessos à discussão de classe e desmerecem a discussão de conceitos como burguesia e proletariado. Entretanto, a integração de cultura de classe e economia pode ser reveladora.

Este livro seguirá esses tópicos – complexidade, psicologia comportamental, inferência causal e história – por uma densa rede de mercados de capitais do século XXI rumo a um futuro diferente de tudo o que o mundo já viu.

CAPÍTULO 1

É O FIM

*Nice, nice, very nice —
So many different people
In the same device.*

De *Cama de gato*, um romance de Kurt Vonnegut, 1963

A CONVERSA

Aureole é um restaurante elegante, com arquitetura moderna e sofisticada, na Rua West Forty-second, em Manhattan. Está localizado entre a multidão de turistas da Times Square e o verde do Parque Bryant. A neoclássica biblioteca pública de Nova York, cuja entrada é protegida por leões gêmeos de mármore, Paciência e Coragem, está próxima.

Eu estava lá em uma noite agradável de junho de 2014 com três companheiras. Chegamos ao Aureole depois de uma pequena caminhada a partir do centro de palestras da biblioteca, onde eu havia falado sobre finanças internacionais.

O acesso à palestra era livre, o que, em Nova York, significa um público eclético, mais diverso do que o que constitui meus ouvintes habituais. Um cavalheiro na plateia usava um terno laranja, gravata borboleta, óculos de sol e um chapéu derby verde-limão. Ele estava sentado na primeira fila. Sua aparência não chamou a atenção de ninguém.

Nova yorkinos, além de se vestirem de forma ousada, costumam ser bastante astutos. Na sessão de perguntas e respostas, um ouvinte levantou a mão e disse: “Concordo com seus alertas sobre o risco sistêmico, mas estou preso à conta de aposentadoria 401(k) de minha empresa. Minhas únicas opções são ações e fundos de mercado monetário. O que eu deveria fazer?”. Meu conselho inicial foi: “Peça demissão”.

Depois eu disse: “Falando sério, alocue metade do que tem em *equities* em dinheiro. Assim você terá um pouco de *upside* com menor volatilidade e terá opcionalidade conforme a visibilidade melhora.” Era tudo o que ele poderia fazer. Quando emiti esse conselho, percebi que milhões de americanos estavam presos à mesma armadilha do mercado de ações.

No Aureole, era hora de relaxar. Os presentes eram a mistura costumeira de magnatas e modelos que costumam frequentar o centro da cidade. Eu estava lá com três mulheres brilhantes. À minha esquerda, Christina Polischuk, consultora sênior aposentada da Barclays Global Investors. A Barclays era uma das maiores gestoras de ativos do mundo antes de ser adquirida pela BlackRock em 2009. Essa aquisição levou a BlackRock a outro nível, rumo aos US\$ 5 trilhões em ativos sob sua gestão, número maior do que o PIB da Alemanha.

Do outro lado da mesa, estava a minha filha, Ali. Ela havia acabado de inaugurar sua própria empresa de consultoria de mídias digitais depois de quatro anos assessorando as maiores celebridades de Hollywood. Fui um de seus primeiros clientes. Ela trouxe a sagacidade da geração Y ao estilo de minha palestra com bastante sucesso.

À minha direita, uma das mais poderosas, no entanto, reservadas, mulheres do mundo das finanças; conselheira do CEO da BlackRock, Larry Fink. Ela era o primeiro contato da BlackRock durante esforços governamentais para suprimir o sistema financeiro logo após a quebra de 2008. Quando o governo bateu à porta da BlackRock, ela respondeu.

Acompanhados de uma garrafa de Burgundy, conversamos sobre os velhos tempos, amigos em comum e o público da palestra. Eu havia falado sobre teoria da complexidade e dados concretos que mostravam o sistema financeiro se movendo em direção ao colapso. Minha amiga à direita não precisava de nenhuma palestra sobre risco sistêmico; ela enfrentava um dilema de contágio na BlackRock.

Sob a direção de Larry Fink, a BlackRock tornou-se, nos últimos vinte e cinco anos, a força mais poderosa em gestão de ativos. A BlackRock administra contas separadas das maiores instituições do mundo, além de fundos mútuos e outros veículos de investimentos para investidores de todos os tamanhos. Ela financia bilhões de dólares de ETFs por meio de sua plataforma iShares.

Aquisições arquitetadas por Fink, incluindo State Street Research, Merrill Lynch Investment Management e Barclays Global Investors,

combinadas com crescimento interno e novos produtos, levaram a BlackRock ao topo das gestoras de ativos. Os US\$ 5 trilhões em ativos da BlackRock estavam divididos em ações, renda fixa, *commodities*, moeda estrangeira e derivativos em mercados dos cinco continentes. Nenhuma outra gestora de ativos tem os mesmos tamanho e fôlego. A BlackRock era a nova Leviatã.

Fink é obsessivamente orientado ao crescimento de ativos e ao poder financeiro que o acompanha. Ele acorda cedo, devora as notícias, mantém uma agenda exaustiva pontuada por almoços e jantares reforçados e dorme às 22h30, pronto para fazer tudo de novo no dia seguinte. Quando não está se locomovendo de seu apartamento em *East Side Manhattan* para seu escritório no centro, Fink pode ser encontrado no circuito da elite de poder global, incluindo Davos em janeiro, reuniões do FMI em abril, São Petersburgo, Rússia, em junho, para as “noites brancas” e assim por diante por todo o calendário e por todo o globo, encontrando-se com cliente, chefes de Estado, banqueiros centrais e outras figuras menos conhecidas, mas igualmente poderosas.

Tal poder não passa despercebido em Washington. O governo americano opera como a Mão Negra, predecessora da Máfia retratada em *O Poderoso Chefão Parte II*. Se você pagar o dinheiro de proteção na forma de contribuições de campanha, fizer doações para as fundações certas, contratar os consultores, advogados e lobistas certos e não se opuser aos planos do governo, pode operar seu negócio em paz.

Se não pagar a proteção, Washington quebrará suas janelas como um aviso. Nos Estados Unidos do século XXI, o governo quebra suas janelas com perseguição política por meio de impostos, fraudes ou leis antitruste. Se mesmo assim você não andar na linha, o governo volta para queimar sua loja.

O governo Obama elevou a arte da perseguição política a um nível não visto desde 1934, quando o governo Roosevelt tentou acusar formalmente Andrew Mellon, um distinto ex-secretário do Tesouro. Os únicos crimes de Mellon eram ser rico e abertamente contra FDR. Ele foi inocentado de todas as acusações.

Jamie Dimon, CEO do JPMorgan Chase, aprendeu a lição da maneira mais difícil quando criticou publicamente as medidas de regulação bancária de Obama em 2012. Nos dois anos seguintes, o JPMorgan pagou mais de US\$ 30 bilhões em multas, penalidades e custos de conformidade para resolver diversas acusações de fraude civil e criminal feitas pelo Departamento de Justiça e por agências de regulação. O governo Obama sabia que atacar instituições era mais lucrativo do que atacar pessoas, como FDR havia feito. Sob essa nova Mão Negra, acionistas pagaram os custos, e os CEOs que ficaram calados mantiveram seus empregos.

Fink participou do jogo político de forma mais astuta do que Dimon. Como a revista *Fortune* relatou, “Fink (...) é um democrata forte (...) e frequentemente aparecem rumores de que ele receberá um cargo importante no governo, como secretário do Tesouro”. Fink, por enquanto, conseguiu evitar os ataques que atormentaram seus rivais.

Fink enfrentava uma ameaça maior do que acusações marcadas e animosidade do poder executivo. A ameaça envolvia a Casa Branca, mas emanava dos mais altos níveis do clube das potências econômicas do G20 e do FMI. Essa ameaça tem um nome anódino cujo objetivo é confundir leigos. O nome é G-SIFI e significa “instituição financeira sistemicamente importante”. Em português claro, G-SIFI significa “grande demais para quebrar”. Se sua empresa estiver na lista das G-SIFI, ela será ajudada por governos porque uma falência derruba o sistema financeiro global. Essa lista foi além dos grandes bancos nacionais e agora abrange uma estratosfera de jogadores gigantes que dominam as finanças globais. G-SIFI foi além dos grandes demais para quebrar. G-SIFI era uma lista de entidades que eram grandes demais para serem deixadas de lado. O G20 e o FMI não queriam apenas observar os G-SIFIs. Eles queriam controlá-los.

Cada grande país tem sua própria sublista de SIFIs e de bancos sistemicamente importantes (SIBs) que também são grandes demais para quebrar. Nos Estados Unidos, esses bancos incluem o JPMorgan, o Citibank e algumas entidades menos conhecidas, como o Bank of New York, o centro nervoso do mercado do tesouro americano.

Eu entendia esse histórico quando me sentei para jantar naquela noite. O último acontecimento em relação ao tema era os governos incluírem, além de bancos, empresas financeiras não bancárias em sua rede.

Alguns alvos não bancários eram presa fácil, incluindo a AIG, gigante dos seguros, que quase destruiu o sistema financeiro em 2008, e a General Electric, cujas operações de crédito não foram capazes de renovar seu papel comercial no pânico daquele ano. Foi o congelamento da General Electric, mais do que os problemas dos bancos de Wall Street, que deixaram Ben Bernanke, o presidente do Fed na época, em pânico. O colapso de crédito da General Electric teve um efeito de contágio sobre toda a América corporativa, o que gerou garantias governamentais de todos os depósitos bancários, fundos de mercados monetários e notas promissórias corporativas. O colapso da General Electric foi um momento tenso que os governos resolveram nunca repetir.

Assim que a GE e a AIG foram envolvidas, a questão era quão longe jogar a rede não bancária. A Prudential Insurance foi pega em seguida. Governos estavam agindo para controlar não apenas bancos e grandes corporações, mas as maiores gestoras de ativos do mundo. A MetLife Insurance era a próxima da lista, e a BlackRock estava na mira.

Perguntei à pessoa que jantava comigo: “Como está essa história das SIFIs? Você deve estar tendo muito trabalho.”

Sua resposta me surpreendeu. “É pior do que você imagina”, ela disse.

Eu tinha consciência dos esforços do governo em colocar a BlackRock na categoria de SIFIs não bancárias. Uma disputa de bastidores pela administração da BlackRock para evitar essa designação estava ocorrendo há meses. O caso da BlackRock era claro. A empresa afirmava ser uma gestora de ativos, não um banco. Gestoras de ativos não vão à falência; isso apenas acontece com os clientes.

A BlackRock insistia que tamanho não era um problema. Os ativos sob sua gestão pertenciam a seus clientes. Na verdade, a empresa argumentava que era apenas uma contratada de seus clientes institucionais, e não importante em si mesma.

Fink argumentava que o risco sistêmico estava nos bancos, não na BlackRock. Bancos tomam dinheiro emprestado de depositantes e de outros bancos a curto prazo para, posteriormente, realizar empréstimos de longo prazo, como hipotecas ou empréstimos comerciais. Essa disparidade entre o vencimento de ativos e passivos torna os bancos vulneráveis caso os emprestadores de curto prazo queiram seu dinheiro de volta em um pânico. Ativos de longo prazo não podem ser liquidados rapidamente em uma venda-relâmpago.

A tecnologia financeira moderna piorou a situação porque derivativos permitiram que a disparidade entre ativos e passivos ficasse ainda mais alavancada e se espalhasse de maneiras de difícil identificação. Quando o pânico surgir, até mesmo bancos centrais dispostos a agir como emprestadores de último recurso não poderão desemaranhar a rede de transações a tempo de evitar um desastre de efeito dominó. Tudo isso foi amplamente demonstrado no Pânico de 2008 e até mesmo antes, no colapso do fundo de *hedge* Long-Term Capital Management em 1998.

A BlackRock não possui nenhum desses problemas. É uma gestora de ativos, pura e simples. Os clientes confiam seus ativos a ela para que a empresa os invista. Não há riscos do outro lado do balanço. A BlackRock não precisa de depositantes ou de fundos de mercado monetário para financiar suas operações. A BlackRock não atua como parte em derivativos exóticos fora do balanço para alavancar os ativos de clientes.

Um cliente contrata a BlackRock, entrega seus ativos depois de assinar um contrato de prestação de serviços de consultoria financeira e paga uma taxa pela consultoria. Em teoria, o pior que pode acontecer à BlackRock seria perder clientes ou receber menos taxas de administração. O preço das ações poderia cair. Ainda assim, a BlackRock não poderia sofrer com uma clássica corrida aos bancos porque não depende de financiamento de curto prazo para conduzir operações e não é muito alavancada. A BlackRock é diferente de um banco, e mais segura.

Eu disse: “Bem, sei o que o governo está fazendo. Eles sabem que

vocês não são um banco e não apresentam riscos de financiamento. Eles apenas querem informações. Eles querem que vocês entrem na lista de SIFIs não bancárias para olhar seus investimentos e repassar as informações para o Tesouro em caso de crise. Eles combinarão as informações com as de outras fontes. Informação ajuda a construir um quadro geral, caso seja necessário apagar um foco de incêndio. É um aborrecimento e é caro, mas vocês conseguem. É só mais um custo de cumprimento.”

Minha amiga se aproximou, abaixou a voz e disse: “Não, não é isso. Podemos lidar com isso. Eles querem dizer o que não podemos vender.”

“O quê?”, eu perguntei. Tinha ouvido muito bem, mas as implicações do que ela havia dito eram desastrosas.

“Em uma crise, eles querem pegar o telefone e dizer para não vendermos nossos títulos. Basicamente, nos congelar. Eu estava em Washington na semana passada por causa disso e terei que voltar algumas vezes. O problema não somos nós, são nossos clientes.”

Fiquei chocado, mas não deveria. A BlackRock é um funil óbvio no fluxo global de fundos. O fato dos reguladores poderem ordenar que os bancos se comportem de certas maneiras não surpreende. Reguladores podem fechar bancos praticamente de acordo com sua vontade. Os bancos sabem que, em uma disputa com os reguladores, sempre perderão, por isso obedecem. Mas o governo não tem alavancagem legal óbvia sobre gestoras de ativos como a BlackRock.

O fluxo de fundos que passa pela BlackRock diariamente é enorme. A BlackRock é um ponto estratégico, como o Estreito de Ormuz. Se você interrompe o fluxo de petróleo que passa pelo Estreito de Ormuz, a economia global para. Da mesma forma, se interromper as transações na BlackRock, os mercados globais pararão.

Em um pânico financeiro, todos querem recuperar seu dinheiro. Investidores acreditam que ações, títulos e fundos do mercado monetário podem ser transformados em dinheiro com apenas alguns cliques na corretora on-line. Mas em um pânico, isso não é necessariamente

verdade. Na melhor das hipóteses, os valores estarão despencando e o “dinheiro” desaparecendo diante de seus olhos. Na pior, fundos suspenderão resgates e corretoras desligarão sistemas.

De maneira mais ampla, formuladores de políticas podem responder de duas formas quando todos querem seu dinheiro de volta. A primeira é deixar o dinheiro prontamente disponível, imprimindo tanto quanto necessário para satisfazer a demanda. É a função clássica do banco central como emprestador de último recurso, mais precisamente impressor de último recurso.

A segunda abordagem é apenas dizer não; bloquear ou congelar o sistema, o que envolve fechar bancos e bolsas e ordenar que gestoras de ativos não realizem vendas. No Pânico de 2008, governos adotaram a primeira opção. Bancos centrais imprimiram dinheiro e o distribuíram para relíquiar os mercados e sustentar o preço dos ativos.

Agora, parece que os governos estão antecipando o próximo pânico e se preparando para utilizar a segunda abordagem. No próximo pânico, os governos dirão: “Não, você não pode pegar o seu dinheiro. O sistema está fechado. Nós vamos resolver as coisas e depois falamos com você.”

O dinheiro preso na BlackRock não é dinheiro do governo, é dinheiro dos clientes. A BlackRock administra fundos para as maiores instituições do mundo, como a CIC, o fundo soberano chinês, e a CALPERS, o fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia. Um congelamento na BlackRock significa congelar vendas pela China, Califórnia e outras jurisdições do mundo. O governo americano não tem autoridade para proibir a China de vender títulos. Mas, como a China deixa seus ativos a cargo da BlackRock, o governo poderia usar seu poder sobre a BlackRock para impedir os chineses, que seriam os últimos a saber.

Ao controlar o funil financeiro que é a BlackRock, o governo americano controla os ativos de grandes investidores normalmente fora de seu alcance. Congelar a BlackRock é um plano audacioso, obviamente o governo não pode discuti-lo abertamente. Graças à minha companheira no jantar, o plano havia se tornado claro.

ICE-NINE

Em Cama de gato, romance de humor negro de 1963, Kurt Vonnegut criou uma substância que chamou de ice-nine (gelo-9, na tradução brasileira). Descoberto por um físico, o dr. Felix Hoenikker, o ice-nine era um polimorfo da água, uma reorganização da molécula H₂O.

Duas propriedades distinguiam o ice-nine da água comum. Seu ponto de ebulição ocorria a 617°C, o que significa que o ice-nine ficava congelado à temperatura ambiente. Além disso, quando uma molécula do ice-nine entrava em contato com uma molécula de água, a água instantaneamente se transformava em ice-nine.

Hoenikker colocou algumas moléculas ice-nine em frascos selados e as entregou para seus filhos antes de morrer. O enredo do romance gira em torno do fato de que se o ice-nine for liberado dos frascos e colocado em contato com uma grande quantidade de água, todo o estoque de água do planeta – rios, lagos e oceanos – congelará e a vida na Terra será extinta.

A história representa um cenário catastrófico adequado à época em que Vonnegut a escreveu. *Cama de gato* foi publicado logo após a Crise dos Mísseis de Cuba, quando o mundo real chegou perigosamente perto da aniquilação nuclear, o que, mais tarde, cientistas chamaram de inverno nuclear.

Ice-nine é uma boa maneira de descrever a reação das elites à próxima crise financeira. Em vez de reliquiefazer o mundo, as elites o congelarão. O sistema será bloqueado. É claro que o ice-nine será descrito como temporário, como o presidente Nixon descreveu a suspensão da convertibilidade do dólar para o ouro em 1971. Convertibilidade para ouro à paridade fixa nunca foi restaurada. O ouro em Fort Knox está congelado desde então. O ouro do governo americano é ice-nine.

Ice-nine se encaixa perfeitamente com o entendimento dos mercados financeiros como sistemas dinâmicos complexos. Uma molécula de ice-nine não congela um oceano inteiro instantaneamente. Ela congela apenas as moléculas adjacentes. Essas novas moléculas de ice-nine congelam as outras em círculos cada vez mais amplos. A propagação seria geométrica, não linear e funcionaria como uma reação nuclear em cadeia, que começa com um único átomo sendo dividido, o qual logo se divide em tantos átomos que a liberação de energia é enorme.

Pânicos financeiros se espalham da mesma maneira. Na versão clássica da década de 1930, eles começam com uma corrida aos bancos das cidades pequenas. O pânico se espalha até que chega a Wall Street e dá início a uma quebra do mercado de ações. Na versão do século XXI, o pânico começa em um algoritmo de computador, que desencadeia ordens de venda pré-programadas, as quais chegam a outros computadores até que o sistema saia de controle. Uma cascata de vendas aconteceu no dia 19 de outubro de 1987, quando o Dow Jones Industrial Average caiu 22% em um dia, o equivalente a uma queda de 4 mil pontos no índice hoje.

Gestores de risco e reguladores utilizam a palavra “contágio” para descrever a dinâmica dos pânico financeiros. Contágio é mais do que uma metáfora. Doenças contagiosas, como o Ebola, espalham-se da mesma maneira exponencial que o ice-nine, reações em cadeia e pânico financeiros. Uma vítima do Ebola pode infectar duas pessoas saudáveis, então essas duas pessoas recentemente infectadas infectam mais duas cada e assim por diante. O resultado é uma pandemia, e uma quarentena é necessária até que uma vacina seja encontrada. Em *Cama de gato*, não havia “vacina”; as moléculas de ice-nine foram postas em quarentena em frascos selados.

Em um pânico financeiro, imprimir dinheiro é uma vacina. Se a vacina se mostrar ineficiente, a única solução é a quarentena, que significa fechar bancos, bolsas e fundos de mercado monetário, desligar caixas eletrônicos e ordenar que gestoras de ativos não vendam títulos. As elites estão se preparando para um ice-nine financeiro para o qual

não há vacina. Elas deixarão seu dinheiro em quarentena ao congelar o sistema financeiro até que o contágio pare.

O ice-nine está se escondendo em plena vista. Aqueles que não o estiverem procurando, não verão nada. Quando você sabe que o ice-nine está presente, você o vê em todos os lugares. Foi assim depois de minha conversa com minha amiga sobre o congelamento de ativos da BlackRock.

O plano ice-nine das elites é muito mais ambicioso do que os chamados testamentos em vida e a autoridade de resolução de acordo com a Lei Dodd-Frank de 2010. O ice-nine foi além dos bancos e agora inclui seguradoras, indústrias e gestoras de ativos. Foi além da liquidação ordeira para incluir congelamento de transações. O ice-nine seria global em vez de representar a análise de casos.

Os casos mais conhecidos de elites congelando fundos de clientes nos últimos anos foram a crise bancária do Chipre em 2012 e a crise da dívida grega em 2015. Essas crises tiveram antecedentes de longo prazo, mas no Chipre e na Grécia os fatos vieram à tona e bancos impediram que depositantes acessassem seu próprio dinheiro.

O Chipre era um conhecido canal de fuga de capital russo, parte ilegalmente obtida por oligarcas russos. Na crise do Chipre, os dois principais bancos, o Banco Laiki e o Banco do Chipre, tornaram-se insolventes. Houve uma corrida ao sistema bancário inteiro. O Chipre era um membro da Zona do Euro e usava o euro como moeda, o que fez com que a crise fosse sistêmica apesar do tamanho diminuto da economia cipriota. Uma troica constituída pelo Banco Central Europeu, pela União Europeia e pelo FMI tinha se esforçado muito para preservar o euro na crise da dívida de 2011 e não desejava ver todo o seu trabalho desfeito.

O Chipre não tinha influência para realizar negociações duras e o país precisava aceitar a ajuda que viesse nos termos que conseguisse. De sua parte, a troica decidiu que os dias dos bancos grandes demais para quebrar tinham acabado. O Chipre representava o limite. Os bancos foram fechados temporariamente. Caixas eletrônicos ficaram off-line.

Uma corrida desenfreada por dinheiro se seguiu. Quem pôde, fugiu para o continente europeu e retornou com maços de dinheiro na bagagem.

O Banco Laiki foi fechado permanentemente e o Banco do Chipre foi reestruturado pelo governo. Depósitos bancários no Laiki, acima do limite segurado de € 100 mil, foram despejados em “banco ruim” em que as perspectivas de qualquer recuperação eram incertas. Depósitos menores foram transferidos para o Banco do Chipre. Lá, 47,5% dos depósitos não segurados acima de € 100 mil foram convertidos em ações do recentemente recapitalizado banco. Detentores de ações e títulos públicos receberam deságios e ações do banco como compensação por suas perdas.

O modelo cipriota foi chamado de *bail-in*, cujo significado é resgate interno. Em vez de resgatar os depositantes, a troica usou o dinheiro dos depositantes para recapitalizar os bancos que haviam ido à falência. Um *bail-in* reduzia custos para a troica, principalmente para a Alemanha.

Investidores de todo o mundo deram de ombros e trataram o Chipre como um acontecimento pontual. O Chipre é pobre. Depositantes em países mais desenvolvidos se esqueceram do incidente e adotaram uma atitude que indicava, “Esse tipo de coisa não pode acontecer aqui.” Eles não poderiam estar mais errados. O *bail-in* de 2012 do Chipre era o novo padrão para crises bancárias mundiais.

Houve uma reunião com os líderes mundiais do G20, que incluiu o presidente Barack Obama e a chanceler da Alemanha, em Brisbane, Austrália, no dia 15 de novembro de 2014, logo após a crise do Chipre. O comunicado final da reunião inclui uma referência a uma nova organização global chamada Conselho de Estabilidade Financeira (*Financial Stability Board* ou FSB), um regulador financeiro global criado pelo G20 que não responde aos cidadãos de nenhum país-membro. O comunicado diz: “Nós saudamos a proposta do Conselho de Estabilidade Financeira (FSB) (...) exigindo que os bancos sistematicamente importantes tenham capacidade adicional de absorção de perdas (...).”

Além da linguagem branda, há um relatório técnico de 23 páginas

proveniente do FSB, que fornece o modelo para crises bancárias futuras. O relatório diz que as perdas dos bancos “devem ser absorvidas (...) por credores não segurados e sem garantias.” Neste contexto, “credor” significa depositante. O relatório segue e descreve “os poderes e ferramentas que as autoridades devem possuir para atingir este objetivo. Entre eles está o *bail-in* (...) [e] a redução do valor dos ativos e a conversão em ações de todo o passivo não segurado e não garantido ou de parte dele (...) à medida necessária para absorver as perdas.”

A reunião do G20 em Brisbane mostrou que a política do ice-nine, conforme aplicada a depositantes bancários não era limitada a locais “distantes”, como o Chipre. O Ice-nine era a política dos maiores países do mundo, inclusive os Estados Unidos.

Depositantes bancários receberam outra dura lição em relação à habilidade dos governos de fechar bancos durante a crise da dívida grega de 2015. A crise da dívida soberana foi um problema persistente que começou em 2009 e foi aquecendo e esfriando nos anos seguintes. A crise chegou a seu ponto máximo no dia 12 de julho de 2015, quando a Alemanha perdeu a paciência com os gregos e apresentou um ultimato financeiro em uma reunião em Bruxelas, com o qual a Grécia finalmente concordou.

O cidadão grego típico pode não ter acompanhado o drama em Bruxelas, mas as consequências foram inevitáveis. Não estava claro se os bancos gregos sobreviveriam ou se os depositantes teriam que resgatar os bancos de acordo com as regras de Brisbane. Os bancos não tinham escolha a não ser impedir o acesso ao dinheiro e ao crédito até que sua situação ficasse clara.

Caixas eletrônicos deixaram de fornecer dinheiro a correntistas gregos (turistas com cartões de débito de outros países conseguiam dinheiro no Aeroporto Internacional de Atenas). Cartões de crédito gregos eram recusados por comerciantes. A população grega viajava para países vizinhos e retornava com malas cheias de euros. A economia grega voltou ao nível “pague e leve” praticamente do dia para a noite.

Logo após o desastre no Chipre, a versão grega do ice-nine serviu como lição. Depositantes perceberam que o dinheiro que tinham no banco não era dinheiro e não pertencia a eles. O dito dinheiro era passivo bancário e poderia ser congelado a qualquer momento.

O plano ice-nine da reunião do G20 em Brisbane não se limitou aos depósitos bancários. Esse era apenas o começo.

Na quarta-feira, dia 23 de julho de 2014, a Comissão de Títulos e Câmbio dos Estados Unidos (SEC) aprovou uma nova regra, por três votos a dois, que passou a permitir que fundos de mercado monetário suspendam resgates de investidores. A regra leva o ice-nine além do mundo bancário para o mundo dos investimentos. Agora fundos de mercado monetário podem agir como fundos de *hedge* e se recusar a devolver o dinheiro dos investidores. Gestores de fundos incluíram folhetos brilhantes nos correios e avisos on-line para que os investidores saibam da mudança. Sem dúvidas, investidores jogaram os folhetos no lixo e não leram os avisos on-line. Mas a regra é lei, e todos foram avisados. No próximo pânico financeiro, sua conta bancária sofrerá *bail-in* e sua conta de mercado monetário será congelada.

O ice-nine se agrava.

Uma solução aos congelamentos de ativos do ice-nine seria ter papel-moeda e moedas, algo bastante comum antes de 1914 e durante a Grande Depressão, entre 1929 e 1933. Na versão moderna, dinheiro são notas de US\$ 100, € 500 ou SFr 1.000 do Banco Nacional Suíço. São as maiores notas disponíveis em moeda forte.

Moedas são moedas de ouro de uma onça, como American Gold Eagles, Canadian Maple Leafs ou outras moedas bastante disponíveis. Moedas também podem ser American Silver Eagles de uma onça. Obter dinheiro e moedas dessa maneira permite que os cidadãos sobrevivam aos congelamentos de conta por causa do ice-nine. As elites globais compreendem essa dinâmica e é por isso que estão travando uma guerra ao dinheiro.

Historicamente, fechamentos de mercado foram evitados pelo surgimento de “bolsas de esquina” *cash-and-carry* em que compradores e vendedores se encontravam nas ruas para trocar ações de papel por dinheiro. Reguladores desejaram suprimir bolsas de esquina digitais do século XXI para impedir a descoberta de preços e manter o mito dos preços pré-pânico. Bolsas de esquina podem ser realizadas on-line em um formato como o do eBay, com pagamento por meio de bitcoin ou dinheiro entregue em mãos. Titularidade de ações pode ser registrada em uma *blockchain*. Eliminar dinheiro ajuda a suprimir mercados alternativos, apesar de o bitcoin apresentar um novo desafio às elites do poder.

O segundo motivo para eliminar dinheiro é impor taxas de juros negativas. Bancos centrais estão em uma batalha perdida contra tendências deflacionárias. Uma maneira de derrotar a deflação é promover inflação com taxas de juros negativas.

Uma taxa de juros negativa real ocorre quando a taxa de inflação é mais alta do que a taxa de juros nominal sobre empréstimos. Se a inflação for 4%, e o custo do dinheiro for 3%, a taxa de juros real é 1% negativo ($3 - 4 = -1$). A inflação corroí o valor do dólar mais rapidamente do que a acumulação de juros em empréstimos. O tomador paga o banco com dólares mais baratos. Taxas de juros reais negativas são melhores do que dinheiro de graça porque o banco paga para que o tomador faça o empréstimo. Taxas de juros reais negativas são uma indução poderosa aos empréstimos, aos investimentos e aos gastos, que alimentam as tendências inflacionárias e neutralizam a inflação.

Como criar taxas de juros reais negativas quando a inflação está próxima de zero? Mesmo uma taxa de juros nominal baixa de 2% produz uma taxa de juros real positiva de 1% quando a inflação é apenas 1% ($2 - 1 = 1$).

A solução é instituir taxas de juros negativas. Com taxas de juros nominal negativas, uma taxa real negativa é sempre possível, mesmo que a inflação estiver baixa ou negativa. Por exemplo, se a inflação for zero e a taxa de juros nominal for negativa em 1%, então a taxa de juros real também será negativa em 1% ($-1 - 0 = -1$).

Taxas de juros negativas são de fácil implementação em um sistema bancário digital. Os bancos programam seus computadores para cobrar em vez de pagar. Se você deposita US\$ 100 mil e a taxa de juros é 1% negativo, ao fim de um ano, você terá US\$ 99 mil. Parte de seu dinheiro desaparece.

Poupadores podem combater as taxas de juros negativas atendo-se ao dinheiro. Suponha que um poupador retire US\$ 100 mil do banco e guarde o dinheiro em um cofre não bancário e que outro poupador deixe o dinheiro no banco e “ganhe” uma taxa de juros negativa de 1%. No fim de um ano, o primeiro poupador ainda terá US\$ 100 mil, o segundo terá US\$ 99 mil. Esse exemplo mostra por que as taxas de juros negativas só funcionam em um mundo sem dinheiro. Poupadores devem ser levados a um sistema completamente digital antes que taxas de juros negativas sejam impostas.

Para instituições e corporações, a batalha já está perdida. Já é difícil para um indivíduo obter US\$ 100 mil em dinheiro. É praticamente impossível para uma corporação obter US\$ 1 bilhão em dinheiro. Grandes depositantes não têm recursos contra taxas de juros negativas a não ser que invistam seu dinheiro em ações e títulos. É exatamente o que as elites desejam que eles façam.

O discurso das elites contra o dinheiro e em favor das taxas de juros negativas é ensurdecedor.

No dia 5 de junho de 2014, Mario Draghi, presidente do Banco Central Europeu, impôs taxas de juros negativas em balanços denominados em euro depositados por bancos centrais nacionais e grandes bancos comerciais. Esses bancos rapidamente impuseram taxas de juros negativas a seus clientes. Goldman Sachs, JPMorgan, Bank of New York Mellon e outros bancos tiraram dinheiro da conta de clientes protegidos pelas taxas de juros negativas.

No dia 8 de dezembro de 2014, o *The Wall Street Journal* publicou a seguinte matéria “Bancos exortam clientes a levar seu dinheiro para outro lugar”. Segundo a matéria, grandes bancos americanos haviam

informado os clientes que “começarão a cobrar taxas de contas antes isentas por serem de grandes clientes”. É claro, cobrar taxas de manutenção é o equivalente a ter uma taxa de juros negativa; você tem menos dinheiro na conta com o passar do tempo – é só um nome diferente.

No dia 22 de janeiro de 2015, o Banco Nacional Suíço impôs taxas de juros negativas ao sistema bancário suíço para depósitos que excediam os SFr 10 milhões.

No dia 29 de janeiro de 2016, o Banco do Japão votou para impor taxas de juros negativas em depósitos bancários comerciais feitos no banco central, além das reservas exigidas.

No dia 11 de fevereiro de 2016, a presidente do Fed, Janet Yellen, disse ao Congresso que o banco central americano estava “dando uma olhada” nas taxas de juros negativas. Nenhuma política formal de taxa de juros negativa foi implementada nos Estados Unidos até o momento em que este livro foi escrito.

No dia 16 de fevereiro de 2016, o ex-secretário do Tesouro, Larry Summers, publicou uma coluna no jornal *Washington Post* em que pedia a eliminação da nota de US\$ 100.

No dia 4 de maio de 2016, o Banco Central Europeu anunciou que daria fim à produção da nota de € 500 até o fim de 2018. As notas de € 500 ainda seriam moeda corrente, mas haveria escassez. Esse banimento aumentou a possibilidade de compradores pagarem um prêmio em dinheiro digital, por exemplo € 502, por notas de € 500 disponíveis. Uma compra com prêmio significa taxa de juros negativa sobre o dinheiro físico, um resultado sem precedentes até esta data.

No dia 30 de agosto de 2016, Kenneth Rogoff, professor de Harvard e ex-economista-chefe do FMI, publicou um manifesto chamado *The Curse of Cash* (A maldição do dinheiro, em tradução livre), um passo a passo das elites para eliminar o dinheiro completamente.

A guerra ao dinheiro e a corrida rumo às taxas de juros negativas estão avançando em sintonia, dois lados da mesma moeda.

Antes que o gado seja levado ao abate, ele é deixado em cercados para que o controle seja mais fácil. O mesmo acontece com poupadores. Para congelar o dinheiro e impor taxas de juros negativas, poupadores estão sendo levados a contas digitais em um pequeno número de megabancos. Hoje, os quatro maiores bancos dos Estados Unidos (Citi, JPMorgan, Bank of America e Wells Fargo) são maiores do que eram em 2008 e controlam um percentual maior de total de ativos do sistema bancário americano. Em 1990, esses quatro bancos eram trinta e sete, e, em 2000, apenas dezenove. O JPMorgan é um exemplo perfeito, tendo absorvido os ativos de Chase Manhattan, Bear Stearns, Chemical Bank, First Chicago, Bank One e Washington Mutual e seus predecessores. O que era grande demais para quebrar em 2008 é ainda maior hoje. As economias dos depositantes estão concentradas onde os reguladores podem aplicar soluções ice-nine com apenas alguns telefonemas. Poupadores estão sendo preparados para o abate.

O plano ice-nine não se restringe aos poupadores. Ele também se aplica aos próprios bancos. No dia 10 de novembro de 2014, o Conselho de Estabilidade Financeira, operando sob a tutela do G20, emitiu propostas que exigiam que os vinte maiores bancos sistemicamente importantes emitissem dívida que pudesse ser contratualmente convertida em *equity*, em caso de instabilidade econômica. Tal dívida é um *bail-in* ice-nine automático para detentores de títulos que não exige nenhuma ação adicional dos reguladores.

No dia 9 de dezembro de 2014, reguladores dos bancos americanos utilizaram uma medida da lei Dodd-Frank para impor exigências de capital mais rígidas, o que se chamou de uma “sobretaxa de capital”, aos dois maiores bancos americanos. Até que os grandes bancos satisfaçam a exigência de sobretaxa, eles ficam proibidos de pagar dinheiro aos acionistas na forma de dividendos e recompra de ações. Essa proibição é o ice-nine aplicado aos acionistas.

Em *Cama de gato*, o ice-nine ameaçava todas as moléculas de água do planeta. O mesmo ocorre com o ice-nine financeiro. Se os reguladores aplicarem o ice-nine a depósitos bancários, haverá uma corrida aos

fundos de mercado monetário. Se o ice-nine também for aplicado aos fundos de mercado monetário, a corrida se moverá para os mercados de títulos. Se qualquer mercado for deixado de fora da rede do ice-nine, ele imediatamente se tornará objeto de venda forçada de ativos, pois os outros mercados estarão congelados. Para que o plano ice-nine elaborado pelas elites funcione, ele deve ser aplicado a tudo.

Nem mesmo contratos comerciais podem escapar do ice-nine. Partes de um contrato feito com uma empresa falida costumam ser congeladas se a empresa realmente pede a falência. Essa regra, chamada de “permanência automática”, foi feita para evitar uma busca desenfreada por dinheiro e títulos que enriquece alguns e prejudica outros. A permanência automática em falências dá às cortes tempo para distribuir os bens de forma equitativa.

Nas décadas de 1980 e 1990, grandes bancos fizeram uma campanha de lobby para mudar a lei, fazendo com que a permanência automática não se aplicasse a certas transações, como contratos de recompra e derivativos. Quando empresas como o Lehman Brothers faliram em 2008, contrapartes dos grandes bancos usaram seu direito de rescisão antecipada para se servirem das garantias à mão, deixando investidores menos sofisticados de mãos vazias.

No dia 3 de maio de 2016, o Fed anunciou um processo de criação de regras para aplicar uma versão de 48h da permanência automática aos contratos de derivativos dos bancos americanos e suas contrapartes. Essa nova regra foi a codificação de um acordo de 2014, feito entre dezoito grandes bancos mundiais, sob a proteção da Associação Internacional de *Swaps* e Derivativos, para abrir mão de seu direito de rescisão antecipada. O acordo de 2014 foi resultado da pressão aplicada pelo Conselho de Estabilidade Financeira do G20 em 2011. O abandono do direito de rescisão antecipada se estende às contrapartes dos bancos, como a gigante dos títulos, PIMCO, e gestoras de riqueza, como a BlackRock. Grandes bancos e investidores institucionais serão tratados como pequenos poupadores quando o ice-nine for aplicado: eles serão congelados.

A solução ice-nine não se limita a indivíduos e instituições. Ela se aplica até mesmo a países. Nações podem congelar fundos de investidores com controle de capitais. Um investidor em dólar em uma economia não baseada em dólar depende do banco central local se quiser sacar seu investimento. Um banco central pode impor controle de capitais e se recusar a permitir que o investidor em dólar reconverta a moeda local e envie os lucros.

Controle de capitais era comum na década de 1960 mesmo em economias desenvolvidas. Posteriormente, esses controles praticamente desapareceram das economias desenvolvidas e foram muito reduzidos em mercados emergentes, em parte, devido à pressão do FMI e, em parte, porque a taxa de câmbio flutuante deixa as economias locais menos vulneráveis a uma corrida aos bancos.

Mesmo assim, no dia 24 de maio de 2016, em um discurso extraordinário, David Lipton, primeiro subdiretor-geral do FMI, estabeleceu as bases para uma solução internacional ice-nine:

Chegou o momento de reexaminar nossa estrutura mundial (...)

Quais elementos da estrutura valem a pena revisitar?

Devemos verificar se o curto prazo e a volatilidade dos fluxos de capital são problemáticos. (...) Esses fluxos, por causa de sua reversibilidade, podem ser uma força disciplinar útil para devedores, criando o incentivo de mercado para reformas positivas. Mas a reversibilidade também tem custos, quando os fluxos de capital param de repente. Devemos observar novamente se os quadros supervisórios e os sistemas de impostos dos países-fonte indevidamente incentivam fluxos de curto prazo criadores de dívida.

Sei disso (...) é tão herético dizer, mas nós devemos considerar se uma abordagem mais coordenada a medidas de fluxo de capital e políticas macroprudenciais nos países de destinação de capital pode ser necessária.

Traduzindo, ele está fazendo um pedido de coordenação entre o capital dos “países-fonte” (principalmente os Estados Unidos) e dos

“países-destino” (mercados emergentes) para que as regras bancárias e de impostos sejam alteradas a fim de desestimular a dívida de curto prazo e estimular ações e títulos de longo prazo. Em uma crise de liquidez, é mais fácil congelar ações e dívidas de longo prazo com o fechamento de corretoras e bolsas. Dívida residual de curto prazo pode ser congelada com controle de capitais.

Do outro lado do espectro, em oposição aos grandes bancos, investidores institucionais e nações, está o humilde caixa eletrônico. Consumidores foram iludidos e acreditam que o dinheiro está disponível a qualquer momento quando passam o cartão nos caixas eletrônicos. Será que é assim?

Caixas eletrônicos já foram programados para limitar saques diariamente. Você pode retirar US\$ 800 ou mesmo US\$ 1 mil em um dia. Mas já tentou retirar US\$ 5 mil? Não pode ser feito. O limite diário é US\$1 mil, e bancos podem reprogramar facilmente as máquinas para reduzir o limite para US\$ 300, o suficiente para gasolina e alimentação. É ainda mais fácil desligar as máquinas, como aconteceu no Chipre em 2012 e na Grécia em 2015.

Obter dinheiro dentro do banco não é uma alternativa prática quando os caixas eletrônicos estão desativados. Quantidades muito menores chamarão atenção de um funcionário bem treinado, o qual alertará seu supervisor. O supervisor recomendará que um “Suspicious Activity Report” (Relatório de Atividade Suspeita) ou SAR, seja preenchido pelo Tesouro americano. SARs foram criados com o objetivo de identificar lavagem de dinheiro, tráfico de drogas e terrorismo. Você não pratica nenhum dos três, mas o relatório será preenchido de qualquer forma. Bancos têm mais medo de reguladores do que de clientes constrangidos; e não veem vantagens em privilegiar o cliente. Seu nome acabará em um arquivo do Tesouro ao lado de membros de cartéis de drogas e da Al Qaeda.

Até mesmo essa autoajuda para adquirir dinheiro tem limites porque agências de banco têm um estoque relativamente pequeno de no-

tas de cem dólares. Se houvesse uma corrida real ao dinheiro, clientes seriam descartados rapidamente. A própria nota de cem dólares é um desperdício de ativos por causa da inflação.

Esse panorama mostra que bolsas podem ser fechadas, caixas eletrônicos podem ser desligados, fundos de mercados monetários podem ser congelados, taxas de juros negativas podem ser impostas e dinheiro negado, tudo em questão de minutos. Seu dinheiro pode ser como uma joia em uma proteção de vidro na Cartier; você pode vê-lo, mas não pode tocá-lo. Poupadores não percebem que a solução ice-nine já foi implementada e está esperando para ser ativada por uma ordem executiva e alguns telefonemas.

CASA FECHADA

Uma reação típica à explicação do ice-nine é que ele parece extremo. O histórico mostra o oposto. Mercados e bancos fechados e confiscos são tão americanos quanto uma torta de maçã. Uma pesquisa de pânico financeiro nos últimos 110 anos, a partir do Pânico de 1907, mostra como fechamento de bancos e bolsas, resultando em perdas para depositantes e investidores, não é incomum.

O Pânico de 1907 teve início nos grandes terremoto e incêndio de São Francisco, em 18 de abril de 1906. Seguradoras do Oeste venderam ativos para pagar indenizações. As vendas pressionaram centros do dinheiro da Costa Leste e reduziram a liquidez nos bancos de Nova York. Em outubro de 1907, o índice da Bolsa de Valores de Nova York havia caído 50% em relação à máxima de 1906.

Na terça-feira, dia 14 de outubro de 1907, uma tentativa fracassada de monopolizar as ações da United Copper, utilizando empréstimos bancários, foi revelada. Em um ambiente de escassez de dinheiro, o banco prestador rapidamente se tornou insolvente. Então, a suspeita se voltou para uma instituição ainda maior, a Knickerbocker Trust, controlada por um grupo de especuladores. Houve uma clássica corrida aos bancos. Depositantes em Nova York e em todo o país fizeram filas para retirar dinheiro e ouro, que era moeda corrente na época.

No auge do pânico, domingo, dia 3 de novembro de 1907, J. Pierpont Morgan realizou uma reunião com os principais banqueiros em sua residência na Rua Thirty-Sixth com a Avenida Madison, em Manhattan. Celebradamente, Morgan ordenou que as portas da biblioteca fossem trancadas e informou aos banqueiros que eles só poderiam sair até que concordassem com um resgate.

Os sócios de Morgan supervisionaram um processo no qual os balanços dos bancos foram rapidamente examinados. Concordou-se com

uma solução de triagem. Esperava-se que bancos não prejudicados pela crise participassem do fundo de resgate. Permitiu-se que bancos insolventes falissem. Havia bancos tecnicamente solventes, mas temporariamente ilíquidos, que tiveram de penhorar ativos em troca de dinheiro para pagar as retiradas dos depositantes. Em nenhum momento, pensou-se em resgatar todos os bancos de Nova York.

Esperava-se que, com o tempo, o pânico diminuísse, depósitos voltassem e penhoras pudessem ser desfeitas com lucro. Foi exatamente o que aconteceu. No dia 4 de novembro, o pânico dissipou-se. Mesmo assim, muitos depositantes perderam tudo o que tinham. Sobretudo, o pânico foi contido e não se espalhou para todos os bancos da cidade. O processo não é diferente da quarentena de uma vítima de Ebola cujo objetivo é impedir que o vírus se espalhe para o resto da população.

Esse modelo de resgate utilizado por Morgan foi abandonado cem anos mais tarde no Pânico de 2008. Com exceção do Lehman Brothers, todos os grandes bancos foram resgatados pelo Tesouro americano e pelo Fed, sem diferenciação entre os solventes e os insolventes. O modelo de *bail-in* da reunião do G20 em Brisbane pode ser visto como um retorno aos princípios de J. P. Morgan. Na próxima crise, haverá sangue. Instituições insolventes serão fechadas permanentemente e as perdas não serão tão concentradas.

Sete anos depois do Pânico de 1907, houve o Pânico de 1914, às vésperas da Primeira Guerra Mundial. O pânico foi desencadeado pelo ultimato austríaco feito à Sérvia no dia 23 de julho. Esse novo pânico foi maior e durou mais tempo do que o Pânico de 1907.

Quem registra a história europeia se lembra dos meses anteriores ao ultimato como os mais agradáveis de que se tem memória. O assassinato do arquiduque Francisco Fernando, herdeiro do Império Austro-Húngaro, e de sua esposa, a duquesa Sophie, em Sarajevo, no dia 28 de junho de 1914, em um primeiro momento, foi considerado um sintoma infeliz da instabilidade que assolou os Balcãs por anos, não o *casus belli* que se tornou.

A comitiva austro-húngara, liderada pelo conde Franz Conrad von Hötzendorf estava ansiosa por uma batalha contra a Sérvia. Eles eram contidos pela influência moderada que Francisco Fernando exercia sobre o tio, o imperador Francisco José. O assassinato foi um golpe duplo na paz – removeu uma influência moderadora e forneceu a von Hötzendorf um motivo para destruir as ambições da Sérvia nos Balcãs. Na sexta-feira, dia 23 de julho de 1914, a Áustria-Hungria deu um ultimato à Sérvia. O objetivo do ultimato era ser inaceitável. Enquanto Londres e Paris desfrutavam de um glorioso verão, os cães da guerra foram libertados.

No dia 24 de julho, a Rússia ordenou uma mobilização parcial de forças aéreas e terrestres em apoio à Sérvia. No dia 25 de julho, a Sérvia aceitou alguns dos termos do ultimato austro-húngaro e ordenou uma mobilização geral. Em resposta, Viena cortou relações diplomáticas com a Sérvia e ordenou sua própria mobilização parcial.

Assim que os participantes de mercado perceberam que a guerra era inevitável, agiram da mesma maneira mecânica que generais fazem com seus planos de mobilização e cronogramas. O período do clássico padrão-ouro imediatamente precedente à guerra, entre 1870 e 1914, é mais conhecido como a primeira fase da globalização, ou um simulacro da segunda fase da globalização que começou em 1989, com a queda do muro de Berlim. Novas tecnologias, como o telefone e a eletricidade, conectaram diversos centros financeiros em uma densa rede de crédito e risco de contrapartida. Em 1914, mercados de capitais mundiais não eram menos conectados do que são hoje. Com a guerra, investidores alemães, italianos e franceses venderam ações em Londres e exigiram que seu valor em ouro fosse enviado pelo meio mais rápido possível. De acordo com as regras do jogo, ouro era a forma definitiva de dinheiro e seria colecionado para combater a guerra. Uma crise de liquidez global teve início junto à crise política.

Na época, a cidade de Londres era a capital financeira do mundo. Vendas realizadas no continente pressionaram bancos londrinos a liquidar ativos para realizar pagamentos. O que ocorreu não foi uma

clássica corrida aos bancos, mas uma crise de liquidez mais complexa. Notas de libra esterlina garantidas por bancos de Londres não foram renovadas. Novas notas não foram emitidas. Deixou de haver liquidez no mercado mais líquido do mundo. A crise de liquidez foi assustadoramente similar ao colapso do mercado de títulos comerciais nos Estados Unidos em 2008.

O contágio se espalhou até Nova York. Assim como bancos franceses venderam ações londrinas para receber ouro, investidores de Londres venderam ações de Nova York pelo mesmo motivo. O mundo estava em uma corrida por espécie. Mercados acionários e monetários estavam em perigo conforme investidores vendiam papéis e exigiam ouro.

No dia 28 de julho de 1914, a Áustria-Hungria declarou guerra à Sérvia. No dia 30 de julho, bolsas de valores em Amsterdã, Paris, Madri, Roma, Berlim, Viena e Moscou haviam fechado as portas e os grandes protagonistas do mercado, com exceção do Reino Unido, haviam oficialmente suspenso a convertibilidade da moeda em ouro. Na sexta-feira, dia 31 de julho de 1914, Londres fez o impensável e fechou a Bolsa de Valores de Londres. Um pequeno aviso deixado na porta dizia apenas: “Casa Fechada”.

Com Londres fechada, toda a pressão de vendas do mundo foi direcionada a Nova York, o último grande local em que ações podiam ser vendidas em troca de ouro. As vendas em Nova York já eram intensas nos dias antecedentes ao fechamento da Bolsa de Londres. No dia 31 de julho de 1914, horas antes de Londres fechar e quinze minutos antes da abertura de Nova York, a Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) também fechou as portas, parcialmente a pedido do secretário do Tesouro, William McAdoo. A NYSE ficaria fechada por mais de quatro meses, até 12 de dezembro de 1914.

Os Estados Unidos ficaram oficialmente neutros no início da Primeira Guerra Mundial e, dessa forma, puderam negociar com todas as nações combatentes. Enquanto a bolsa estava fechada, bancos continuaram abertos. Partes europeias que vendiam ativos de qualquer tipo,

incluindo imóveis e *private equity*, podiam exigir que a receita fosse convertida em ouro e enviada a Hamburgo, Gênova ou Rotterdam.

Ações ainda eram negociadas privadamente em bolsas de esquina informais que surgiram em New Street, Manhattan, em um beco atrás do prédio da NYSE. Na segunda-feira, dia 3 de agosto de 1914, o jornal *The New York Times* publicou o seguinte aviso publicitário: “Estamos preparados para comprar e vender todas as classes de títulos, de acordo com os seguintes termos e condições: Lances devem ser acompanhados de dinheiro para cobri-los; ofertas de venda devem estar acompanhadas dos títulos endossados adequadamente.” O anúncio vinha assinado: “New York Curb.”

Alguns historiadores concluíram que a NYSE foi fechada porque a diretoria temia que a quantidade intensa de vendas vindas do exterior faria com que o preço das ações despencasse. Uma pesquisa conduzida por William L. Silber em seu clássico livro, *When Washington Shut Down Wall Street* (Quando Washington fechou Wall Street, em tradução livre), revela outra explicação mais intrigante. Silber mostra que compradores americanos estavam prontos para aproveitar as barganhas oferecidas por vendedores europeus desesperados, e os preços das ações teriam se estabilizado.

De acordo com Silber, o real motivo de a bolsa ter sido fechada e de o Tesouro americano ter sido envolvido não foi o preço das ações, mas o ouro. Vendedores europeus podiam converter o resultado de suas vendas em ouro no prédio do subtesouro, localizado em Wall Street, em frente à bolsa. O Tesouro estava preocupado que os bancos ficassem sem ouro e, por isso, fechou as operações da bolsa. O fechamento da bolsa foi uma aplicação precoce da abordagem ice-nine.

A Grande Depressão, e os anos que levaram à Segunda Guerra Mundial, trouxe os congelamentos ice-nine mais radicais do século XX. A data da depressão nos Estados Unidos é convencionalmente a data da quebra do mercado acionário em outubro de 1929. No entanto, a depressão global começou ainda mais cedo no Reino Unido, que viveu

condições deprimidas no fim da década de 1920. A Alemanha entrou em retração econômica em 1927. Nos Estados Unidos, ações e produção industrial despencaram e o desemprego disparou a partir de 1929. A fase mais aguda da depressão, que incluiu um pânico bancário global, concentrou-se nos anos de 1931 a 1933.

O pânico bancário europeu começou na Áustria com a falência do Creditanstalt no dia 11 de maio de 1931, o que rapidamente gerou corridas aos bancos em toda a Europa, além da evaporação do crédito comercial em Londres, em uma dinâmica similar à do Pânico de 1914. Banqueiros londrinos informaram ao Banco da Inglaterra e ao Tesouro do Reino Unido que se tornariam insolventes em questão de dias se um resgate não fosse organizado pelo governo.

Diferentemente de 1914, quando a convertibilidade do ouro foi nominalmente mantida, o Tesouro do Reino Unido quebrou o padrão-ouro e desvalorizou a libra. A desvalorização afrouxou as condições monetárias no país e transferiu a pressão para os Estados Unidos, que passou a ter a moeda mais forte do mundo. Os EUA se tornaram um ímã de deflação mundial.

Em dezembro de 1930, o Banco dos Estados Unidos (um banco privado, apesar do nome), que atendia imigrantes e pequenos poupadores, sofreu uma corrida aos bancos e fechou as portas. O banco poderia ter sido solvente. O preconceito contra clientes judeus e imigrantes desempenhou um papel importante na recusa dos grandes bancos da Câmara de Compensação de Nova York a fornecer um resgate.

A Câmara acreditava que o dano poderia ficar contido ao Banco dos Estados Unidos. Foi um erro. Corridas aos bancos se espalham como incêndios fora de controle. Partes dos Estados Unidos ficaram literalmente sem dinheiro. Comunidades recorreram ao escambo e ao uso de “moedas de madeira” para comprar comida. Mais de 9 mil bancos americanos faliram durante a Grande Depressão. Muitos depositantes perderam suas economias quando a liquidação dos bancos terminou.

No inverno de 1933, o presidente Hoover tentou entrar em um acordo com o presidente eleito Roosevelt para anunciar algum tipo de fechamento geral dos bancos ou alívio da dívida. Em vez de juntar forças com Hoover, Franklin Delano Roosevelt preferiu esperar até que tomasse posse no dia 4 de março de 1933. O pânico chegou a proporções épicas. Poupadores de todo o país fizeram filas nos bancos para retirar fundos. As pessoas estocavam dinheiro em latas de café ou debaixo de colchões em casa.

Roosevelt agiu de maneira determinada. Menos de 36 horas após tomar posse, à 1h da madrugada, na segunda-feira, no dia 6 de março de 1933, Roosevelt emitiu a Proclamação 2039, que fechou todos os bancos dos Estados Unidos. Franklin Roosevelt não indicou quando eles poderiam reabrir.

Na semana seguinte, reguladores bancários alegaram estar examinando os livros dos bancos fechados e prosseguiram a reabrir os considerados solventes com base nessa avaliação. Esse processo era similar aos “testes de estresse” conduzidos pelo secretário do Tesouro, Tim Geithner, em 2009, em resposta a outro pânico financeiro.

O mais importante nesses casos não é a saúde de fato dos bancos, mas a habilidade do governo de dar o “selo de aprovação” para aliviar a ansiedade dos poupadores. Na verdade, os bancos reabriram no dia 13 de março de 1933, depois de um “feriado” de uma semana. A confiança foi restaurada. Clientes fizeram filas novamente – dessa vez não para sacar dinheiro, mas para depositá-lo.

Ao feriado bancário, seguiu-se, no dia 5 de abril de 1933, a notória Ordem Executiva 6102, que exigia, com exceções limitadas, que todo ouro mantido pelos cidadãos americanos fosse entregue ao Tesouro americano sob a pena de encarceramento. Franklin Roosevelt também proibiu as exportações de ouro. Essas restrições não foram removidas até que o presidente Ford emitisse a Ordem Executiva 11825, no dia 31 de dezembro de 1974, a qual revogou as ordens executivas anteriores em relação ao ouro.

Em suma, a Proclamação 2039 e a Ordem Executiva 6102 foram utilizadas para sujeitar todo o ouro e dinheiro dos Estados Unidos que estavam em bancos a um congelamento ice-nine. Existe autoridade executiva para fazer isso novamente na lei atual. E o Congresso é incapaz de impedir.

O sistema financeiro global ficou mais estável após 1933, depois entrou em colapso novamente em 1939 por causa da Segunda Guerra Mundial. Nações em guerra, lideradas pelo Reino Unido, novamente suspenderam a convertibilidade de suas moedas em ouro e proibiram a exportação do metal. Como ouro era dinheiro na época, essas proibições representaram outro congelamento sistêmico.

O sistema financeiro global começou a descongelar em antecipação à vitória na guerra. O grande evento foi a conferência de Bretton Woods, em julho de 1944. A conferência em si foi o resultado final de dois anos de conflitos de bastidor intensos entre os Estados Unidos e o Reino Unido, representados por Harry Dexter White e John Maynard Keynes, respectivamente, vividamente descritos por Benn Steil em seu livro *The battle of Bretton Woods* (A batalha de Bretton Woods, em tradução livre).

Uma alternativa ao pânico periódico e ao congelamento é um sistema coerente, controlado e rigorosamente baseado em regras. Era o caso do clássico sistema Bretton Woods, entre 1944 e 1971. Durante essa era de ouro de vinte e sete anos, signatários do acordo de Bretton Woods indexaram suas moedas ao dólar a taxas de câmbio fixas. O dólar americano foi indexado ao ouro a uma taxa fixa de \$ 35 por onça. A indexação dólar/ouro significava que outras moedas, notadamente a libra esterlina, o franco francês, o marco alemão e o iene estavam diretamente indexados ao ouro e uns aos outros por intermédio do dólar. O dólar era o denominador comum das finanças globais, exatamente como White e seu chefe, o secretário do Tesouro, Henry Morgenthau, pretendiam.

Sobretudo, o sistema de Bretton Woods ia além de taxas cambiais fixas, ele seria administrado pelo Fundo Monetário Internacional, um

banco central mundial de fato. A governança do FMI foi estruturada de maneira que os Estados Unidos tivessem poder de veto em todas as decisões importantes. Os participantes de Bretton Woods podiam utilizar controle de capitais para cumprir suas obrigações no sistema de câmbio fixo. O controle de capitais nas grandes economias ocidentais foi abandonado aos poucos a partir de 1958. A convertibilidade total de todas as grandes moedas não foi alcançada até 1964.

A indexação das moedas ao dólar não era imutável. Membros podiam pedir ajustes da taxa cambial sob a supervisão do FMI, que, primeiro, oferecia financiamento temporário às nações cuja moeda passava por período de instabilidade. O objetivo era dar tempo à nação para realizar reformas estruturais, melhorar o balanço comercial e aumentar as reservas de moeda estrangeira para que a indexação pudesse ser mantida. Assim que os ajustes eram feitos e as reservas aumentadas, o tomador do empréstimo poderia pagar o FMI, e o sistema continuaria como antes.

Em casos mais graves, em que medidas temporárias se mostravam insuficientes, a desvalorização era aprovada. A desvalorização mais famosa durante Bretton Woods ocorreu durante a crise da libra de 1967, em que a indexação da libra foi ajustada de US\$ 2,80 para US\$ 2,40, uma queda de 14%. Porém, uma indexação que não podia ser ajustada era a relação dólar/ouro. Ouro era a âncora de todo o sistema.

O sistema internacional de controle de capitais e taxas de câmbio fixas supervisionadas pelo FMI e pelos Estados Unidos foi complementado por um regime de repressão financeira. No fim da Segunda Guerra Mundial, a relação dívida/PIB dos EUA ficou em 120%. Nos próximos vinte anos, o Fed e o Tesouro americano arquitetaram um regime monetário em que a taxa de juros foi mantida artificialmente baixa e em que permitiu-se que uma inflação baixa persistisse. Nem os juros, nem a inflação fugiram do controle. O pequeno excesso de inflação em relação às taxas da repressão financeira mal foi notado pelo público. Americanos aproveitaram uma cultura agradável, novas amenidades, aumento de ações e prosperidade pós-guerra.

A repressão financeira é a arte de se manter a inflação um pouco mais alta do que as taxas de juros por um período estendido. O velho fardo da dívida derrete com a inflação enquanto a nova criação de dívida é restrita por juros baixos. Uma diferença de apenas 1% entre inflação e juros corta o valor real da dívida em 30 por cento no prazo de 20 anos. Em 1965, a relação dívida/PIB americana havia caído 40%, uma melhora impressionante em relação a 1945.

A redução do valor do dólar foi tão lenta que pareceu não causar alarme. Era como observar um cubo de gelo derreter. O processo é vagaroso.

Houve poucas crises financeiras na época tranquila entre 1945 e 1965. A Rússia e a China não estavam integradas ao sistema financeiro global. A África não tinha relevância em escala global. A Ásia emergente ainda não havia emergido, e a Índia estava estagnada. A América Latina era subordinada à hegemonia americana.

Contanto que o petróleo fluísse, apenas Europa, Japão e Canadá importavam para os interesses econômicos dos EUA, e eles estavam atrelados ao sistema de Bretton Woods. Nenhuma solução ice-nine foi imposta porque já havia uma em curso.

O sistema de Bretton Woods era um ice-nine global. Os Estados Unidos controlavam mais da metade do ouro mundial, além do dólar – as únicas formas de dinheiro que importavam. O sistema de Bretton Woods começou a oscilar fortemente em 1965, pois sofreu golpes combinados da inflação americana, da desvalorização da libra esterlina e de uma corrida ao ouro americano. Os Estados Unidos não estavam dispostos a realizar os ajustes estruturais que exigiam de outras nações. Em fevereiro de 1965, o presidente francês Charles de Gaulle celebrenemente pediu o fim da hegemonia do dólar e um retorno a um verdadeiro padrão-ouro. O ministro de Finanças de De Gaulle, Valéry Giscard d'Estaing, disse que o papel do dólar em Bretton Woods era “um privilégio exorbitante”.

O Reino Unido, o Japão e a Alemanha estavam dispostos a conti-

nuar com a farsa de que o dólar era tão bom quanto o ouro. O Reino Unido estava quebrado. A Alemanha e o Japão dependiam do poderio nuclear americano para garantir segurança nacional. Nenhum estava em posição de desafiar os Estados Unidos.

A Europa Ocidental, incitada por De Gaulle, adotou uma postura diferente. França, Espanha, Suíça, Holanda e Itália cada vez mais trocavam suas reservas de dólar por ouro. Ocorreram grandes retiradas das reservas de Fort Knox.

No maior exemplo de uma solução ice-nine do século XX, o presidente Nixon fechou a janela do ouro no dia 15 de agosto de 1971. Não era mais possível para os parceiros comerciais dos Estados Unidos trocar reservas de dólar por ouro a preço fixo. Nixon levantou um aviso com os dizeres “Casa Fechada” para que o mundo todo visse.

AS REVOLTAS DO DINHEIRO

Nas finanças internacionais, o período entre 1971 e 1980 é melhor descrito como caótico, não apenas no sentido comum, mas também no científico. O equilíbrio foi quebrado. Valores oscilaram violentamente. Membros do FMI tentaram, sem sucesso, restabelecer taxas de câmbio fixas com novas paridades, aliadas a uma nova paridade entre dólar e ouro.

Monetaristas, como Milton Friedman, suplicavam ao mundo que o ouro como padrão monetário fosse abandonado. Taxas de câmbio flutuantes se tornaram o novo normal. Países poderiam deixar seus produtos mais baratos permitindo que a moeda fosse desvalorizada em vez de fazer ajustes estruturais para aumentar a produtividade.

Keynesianos abraçaram o novo sistema porque a inflação causada pela desvalorização diminuiu o custo da unidade de trabalho em termos reais. Trabalhadores não teriam que sofrer com o corte de custos. Em vez disso, o salário deles foi roubado por meio da inflação e a expectativa era de que eles não notassem até que fosse tarde demais. Monetaristas e keynesianos estavam unidos sob a bandeira da ilusão do dinheiro.

Nesse admirável mundo novo de dinheiro elástico e ouro zero, soluções ice-nine não eram mais necessárias. Se poupadores em pânico quisessem seu dinheiro de volta, não havia necessidade de fechar o sistema – você poderia imprimir o dinheiro e dar a eles.

O processo ice-nine foi revertido. Com taxas de câmbio flutuantes, uma era do gelo terminou, geleiras derreteram e o mundo foi inundado por um mar de liquidez. Foi o equivalente financeiro do aquecimento global. Não havia problema que não pudesse ser solucionado com juros baixos, dinheiro fácil e mais crédito.

Dinheiro fácil não acabou com as crises financeiras, longe disso. Houve a crise da dívida latino-americana, em 1982, a crise do peso mexicano, em 1994, a crise russo-asiática, em 1998, e a crise financeira mundial de 2007-2009. Além disso, houve pânico de mercado ocasionais, incluindo o de 19 de outubro de 1987, quando o Dow Jones Industrial Average caiu 22% em apenas um dia. O estouro da bolha pontocom, em 2000, e a quebra de mercado depois dos ataques de 11 de setembro são outros exemplos.

A novidade é que nenhuma dessas crises envolvia a inadimplência generalizada de bancos ou falências. Sem um padrão-ouro, o dinheiro se tornou elástico. Não havia limite para a liquidez que os bancos centrais podiam fornecer por meio da impressão de dinheiro, de garantias, de linhas de *swap* e de promessas de mais flexibilização, o *forward guidance*. Dinheiro era gratuito e disponível em quantidades ilimitadas.

O novo sistema não foi sempre claro e rigoroso. Investidores sofreram perdas em relação ao valor real de seu montante nas décadas de 1970 e 1980. Ainda assim, o sistema em si sobrevivia. A crise da dívida latino-americana foi solucionada com o Plano Brady, nomeado em homenagem ao secretário do Tesouro americano Nicholas Brady. Os títulos Brady utilizavam notas do Tesouro americano para parcialmente garantir o pagamento dos novos títulos e refinar a dívida que não havia sido paga. O secretário do Tesouro Robert Rubin utilizou o Fundo de Estabilização Cambial (ESF) para fornecer empréstimos ao México quando o país não podia rolar suas dívidas para Wall Street. O ESF foi criado com os lucros do confisco de ouro de Franklin Roosevelt de 1933, e ainda existe como um fundo “secreto” do Tesouro. O ESF foi uma maneira de ignorar a autoridade do Congresso, que havia recusado um resgate.

Em vez de o Tesouro americano fornecer financiamento para o resgate na crise de 1997-1998, foi o FMI e o Fed que o fizeram. A crise começou com a desvalorização do baht tailandês, em julho de 1997. O FMI concedeu empréstimos emergenciais para Coreia, Indonésia e Tailândia na primeira fase da crise de liquidez mundial.

A crise diminuiu no inverno e no verão de 1998, depois ardeu em chamas no fim do verão. A Rússia não pagou suas dívidas e desvalorizou o rublo em 17 de agosto de 1998. O FMI preparou um *firewall* financeiro ao redor do Brasil, visto como a próxima peça de dominó prestes a cair.

O mundo ficou chocado quando entendeu que a próxima peça não era um país, mas um fundo de *hedge*, o Long-Term Capital Management, sobre o qual o FMI não tinha autoridade para um resgate. A tarefa foi deixada para o Fed de Nova York, que supervisionava os bancos que faliriam se o LTCM se tornasse inadimplente.

Em um intenso período de seis dias, entre 23 e 28 de setembro, Wall Street, sob o olhar atento do Fed, preparou um resgate de US\$ 4 bilhões para estabilizar o fundo. Assim que o resgate foi fechado, o presidente do Fed, Alan Greenspan, auxiliou os bancos com um corte na taxa de juros em uma reunião do Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC), no dia 29 de setembro de 1998.

Ainda assim, os mercados não se estabilizaram. O recentemente recapitalizado LTCM perdeu mais meio bilhão de dólares em questão de dias. Wall Street havia resgatado um fundo de *hedge*; quem poderia resgatar Wall Street? O Fed interveio novamente. Greenspan cortou juros em um raro anúncio extraordinário, no dia 15 de outubro de 1998. Foi a única ocasião nos últimos vinte e dois anos, até o momento em que escrevo, em que o Fed cortou juros sem uma reunião agendada do FOMC.

Os mercados entenderam o recado. O Dow Jones Industrial Average subiu 4,2%, a terceira maior alta de um dia da história. Mercados de títulos voltaram ao normal. O sangramento no LTCM finalmente parou. O corte de juros do Fed foi a primeira versão de uma política que o presidente do Banco Central Europeu, Mario Draghi, descreveu, em junho de 2012, como “Tudo o que for necessário”.

A nova prática de esconder crises recorrentes atingiu seu auge em 2008, quando reguladores americanos garantiram todos os depósitos

bancários e fundos de mercado monetário nos EUA. O Fed imprimiu trilhões de dólares para estimular bancos e conseguiu dezenas de trilhões de dólares em *swaps* de moedas com o BCE. O Banco Central Europeu precisava dos dólares para estimular os bancos europeus.

Liquidez ilimitada funcionou. A tempestade passou, mercados se estabilizaram, a economia cresceu, mesmo que vagarosamente, e o preço dos ativos aumentou. Em 2016 a política de inundar o mundo com liquidez era muito elogiada.

E se a abordagem ice-nine de 1907, 1914 e da década de 1930, além de Bretton Woods, tivesse sido substituída por um aquecimento monetário que agora ameaçava causar furacões? Não havia limites ao que o dinheiro elástico poderia fazer? No fim de 2016, o mundo estava prestes a descobrir.

Medidas políticas extraordinárias utilizadas em 2008 haviam, em grande parte, sido revogadas em 2016. Balanços do banco central ainda estavam inflados. Linhas de *swap* entre o Fed e o BCE ainda ocorriam. A alavancagem global havia aumentado. Relações dívida/PIB soberanas estavam maiores. Perdas pairavam sobre dívida soberana, *junk bonds* e mercados emergentes. Derivativos passaram de um quadrilhão, em valor nominal – mais de dez vezes o PIB mundial.

As elites globais gradualmente perceberam que o afrouxamento monetário simplesmente criou novas bolhas em vez de terreno sólido. O terreno estava preparado para outro colapso, as elites sabiam e passaram a duvidar de sua própria habilidade de seguir o manual.

O Fed expandiu seu balanço de US\$ 800 bilhões para US\$ 4,2 trilhões em 2015 para saciar a crise de 2008. O que faria da próxima vez? Um aumento percentual comparável levaria o balanço a US\$ 20 trilhões, aproximadamente, o PIB dos Estados Unidos.

Outros bancos centrais enfrentam o mesmo dilema. A esperança era de que as economias retomassem um crescimento autossustentável com a produção potencial. Então, os bancos centrais poderiam retirar

as medidas de apoio e afastar-se. Isso não aconteceu. Em vez disso, o crescimento continuou anêmico. Os mercados esperavam que os bancos centrais mantivessem o andamento da situação com dinheiro fácil. Sete anos de complacência haviam convencido os mercados a dormir tranquilos apesar dos riscos da alavancagem e da não transparência.

No verão de 2014, as elites começaram a tocar o alarme. No dia 29 de junho de 2014, o Banco de Compensações Internacionais (BIS) emitiu seu relatório anual. Nele, havia um aviso aos mercados “eufóricos”: “Repetidas vezes (...) balanços aparentemente sólidos acabavam mascarando vulnerabilidade insuspeitas.”

O relatório do BIS foi seguido, no dia 20 de setembro de 2014, por outro alerta feito pelos ministros de finanças na reunião do G20 em Cairns, Queensland. O comunicado dizia: “Temos consciência do potencial de acúmulo de risco excessivo no mercado financeiro, principalmente em um ambiente com taxas de juros baixas e volatilidade nos preços dos ativos baixos.”

Apenas alguns dias mais tarde, um *think tank* muito bem conectado em Genebra, Suíça, chamado *International Center for Monetary and Banking Studies* (ICMB), emitiu seu anual “*Geneva Report*” sobre a economia mundial.

Anos depois de ser tranquilizado por formuladores de políticas de que o mundo estava desalavancando, o ICMB apresentou a sinopse chocante: “Contrário à convicção generalizada, seis anos após o início da crise financeira (...) a economia global ainda não está no caminho da desalavancagem. De fato, a relação da dívida mundial total (...) sobre o PIB (...) continua aumentando (...) e atingindo novas altas.” O relatório se refere ao impacto da dívida excessiva sobre a economia mundial como “venenoso”.

Os alertas continuaram. Pouco depois do *Geneva Report*, no dia 11 de outubro de 2014, o FMI emitiu seus próprios alertas. O diretor do comitê de políticas do FMI disse que mercados de capitais são “vulneráveis a ‘Ebolos financeiros’ prestes a acontecer.”

Nem o governo americano fechou os olhos ante a chegada da tempestade. O gabinete de pesquisa financeira do departamento do Tesouro dos EUA, em seu relatório anual para o Congresso, publicado em 2 de dezembro de 2014, informou “riscos à estabilidade financeira (...) vulnerabilidades associadas à diminuição da liquidez de mercado e migração de atividades financeiras em direção a lugares opacos e menos resilientes do sistema financeiro (...)”

No dia 5 de dezembro de 2014, o BIS, novamente, alertou sobre a instabilidade financeira. Claudio Borio, chefe do Departamento Monetário do BIS, referindo-se à extrema volatilidade e ao desaparecimento abrupto da liquidez de mercado, disse: “O extremamente anormal está se tornando desconfortavelmente normal. (...) Há algo vagamente perturbador quando o impensável se torna rotina.”

Esses alertas surgiram em 2014, quando ficou claro que a flexibilização monetária não restabeleceria o crescimento. A primeira onda de avisos foi seguida por alertas mais explícitos em relatórios anuais e reuniões. Expansão da alavancagem, valor de ativos e volume de derivativos continuaram inalterados.

Os alertas não foram emitidos para investidores, já que a maioria não está familiarizada com as agências envolvidas e com o jargão técnico utilizado, mas para o pequeno número de especialistas da elite que os lê. As elites não estavam avisando cidadãos comuns; estavam avisando seus pares.

O BIS, o FMI, o G20 e outras agências monetárias internacionais estavam emitindo alertas para um pequeno grupo de ministros de finanças, fundos soberanos, bancos e fundos privados, como BlackRock e Bridgewater. Esses tiveram tempo para ajustar seu portfólio e evitar perdas que atingiram o pequeno investidor.

As elites também estavam construindo as bases para que, quando a crise chegasse, pudessem dizer com credibilidade: “Nós avisamos”, apesar de a maioria dos investidores não saber sobre os alertas. Essas bases fazem com que seja mais fácil aplicar a solução ice-nine.

Como os investidores ignoraram avisos claros, eles não poderiam culpar ninguém a não ser a si mesmos.

No fim de 2016, o terreno estava preparado. O risco sistêmico havia crescido a níveis alarmantes. Os sintomas eram vistos não apenas no sistema financeiro americano, mas também na China, no Japão e na Europa. O aparato ice-nine estava pronto para se apoderar dos bancos que são instituições financeiras sistematicamente importantes, congelar fundos de mercado monetário, fechar bolsas, limitar o dinheiro e ordenar que agentes financeiros suspendessem resgates de clientes.

Em antecipação a um congelamento global, as elites avisaram alguns amigos e se protegeram das críticas. Apenas uma questão continuou. O ice-nine funcionaria? Não há dúvidas da capacidade dos governos de impor o ice-nine. Ainda assim, os cidadãos concordariam, como haviam feito em 1914 e 1933, ou haveria instabilidade social?

Se as revoltas do dinheiro eclodissem, as autoridades estariam preparadas.

Os EUA estão em estado de emergência declarada pelo presidente Bush desde a Proclamação 7463, de 14 de setembro de 2001. O estado de emergência foi renovado anualmente desde 2001 pelos presidentes Bush e Obama. O estado de emergência garante ao presidente poderes executivos extraordinários, incluindo o da lei marcial.

Não é teoria da conspiração. Estados de emergência e poderes similares são autorizados por atos do Congresso e ordens executivas. Essas ações se expandiram constantemente desde o governo Truman. Grandes extensões desses poderes foram ordenadas pelos presidentes Kennedy e Reagan para refletir as realidades da Guerra Fria.

Poderes de emergência foram testados continuamente por meio de exercícios em todas as administrações. Em um deles, no ano de 1956, o presidente Eisenhower ordenou um ataque nuclear simulado à União Soviética com base no progresso do exercício até aquele momento.

Enquanto status autorizando leis marciais foram criados com guerras nucleares em mente, eles não são limitados a essa circunstância e podem ser aplicados a qualquer situação de emergência, incluindo revoltas do dinheiro, caso haja um colapso do sistema financeiro e um congelamento de ativos ice-nine.

Além de amplos poderes aplicáveis a qualquer emergência, poderes ditatoriais foram dados ao presidente pelo Congresso para reagir especificamente a crises financeiras. Esses poderes foram expandidos ao longo das décadas, começando com o *Trading with the Enemy Act* (Lei do Comércio com o Inimigo, em tradução livre) de 1917 até o *International Emergency Economic Powers Act* (Lei dos Poderes Econômicos Excepcionais em Caso de Emergência Internacional, em tradução livre) de 1977 (IEEPA).

O presidente tem autoridade, sob o IEEPA, para congelar ou confiscar ativos e instituições, caso haja ameaça à segurança nacional com conexão estrangeira. Em mercados globalizados, toda crise financeira tem uma conexão com o exterior. Crises sistêmicas ameaçam a segurança nacional se não forem verificadas. Logo, o limite aos poderes confiscatórios do IEEPA é bastante baixo.

Hank Paulson, secretário do Tesouro, e Ben Bernanke, presidente do Fed, repetidamente disseram que não tinham autoridade para confiscar o Lehman Brothers durante o Pânico de 2008. Essa informação é falsa. Havia autoridade de acordo com o IEEPA. Ou os advogados do Tesouro não se lembraram da legislação, ou o Tesouro escolheu não a utilizar.

O uso desses poderes econômicos emergenciais e da lei marcial é uma versão mais coercitiva do plano ice-nine de congelar contas. O ice-nine tem o objetivo de comprar tempo e de restaurar a tranquilidade, enquanto as elites trabalham em planos para alocar perdas e deixar o sistema líquido novamente com o direito especial de saques do FMI. Se os eventos fugirem do controle mais rapidamente do que o esperado pelas elites, medidas mais radicais podem ser necessárias. Tais medidas podem envolver confisco de propriedades. Estados de emergência

e o IEEPA permitem o confisco pelo Estado. Se houver resistência, a aplicação da lei marcial, com a ajuda de polícias locais pesadamente militarizadas, da Guarda Nacional e de forças militares regulares, garantirá a realização das ordens executivas do presidente.

Medidas de emergência não serão utilizadas em uma crise financeira controlável, como as de 1998 e 2008. Mesmo assim, não é esse o tipo de crise que estamos enfrentando. A próxima crise financeira será exponencialmente maior e impossível de conter sem medidas extraordinárias. Quando a próxima crise começar e piorar, as medidas descritas aqui serão adotadas, uma a uma. Primeiro, virá o congelamento de ativos e o fechamento de bolsas. Depois, o confisco por força armada. A questão surge – os cidadãos vão aceitar tudo isso?

Essa questão não surge nos Estados Unidos desde 1933, quando o presidente Franklin Roosevelt confiscou o ouro dos cidadãos. Nas profundezas da Grande Depressão e de uma corrida nacional aos bancos, americanos aceitaram o confisco como o preço a ser pago para restaurar a ordem. Havia muita fé no novo presidente e um sentimento de propósito na tentativa de livrar o país da catástrofe.

Desde então, nada tão dramático quanto o confisco do ouro ocorreu. Quebras de mercado vêm e vão. As perdas de investidores são enormes e, mesmo assim, nenhuma apreensão generalizada foi ordenada. A resposta à crise nos Estados Unidos tem consistido em corte de juros, impressão de dinheiro e relquefação do sistema. Quando necessário, instituições são fechadas cirurgicamente, sem grandes congelamentos. A abordagem ice-nine seria nova para quase todos os americanos.

Exemplos do exterior são menos sanguíneos e mais sanguinários. Durante a crise financeira mundial de 1997-1998, revoltas na Indonésia e na Coreia deixaram muitos mortos. Literalmente, houve sangue nas ruas. Desde a crise financeira de 2008, têm ocorrido protestos violentos na Grécia, na Espanha e no Chipre, os quais causaram algumas mortes.

Pesquisas mostram que o nível de confiança dos americanos no governo, nos bancos e na mídia é o menor de todos os tempos. A po-

larização política no país chegou a níveis extremos. A desigualdade de renda atingiu níveis próximos aos de 1929. Um senso de propósito na liderança presidencial é inexistente. Na próxima crise, quando soluções confiscatórias forem utilizadas, a resposta popular, provavelmente, será de menos aceitação passiva e envolverá mais resistência.

As elites estão preparadas.

Mount Weather, na Virgínia, e Raven Rock Mountain, na Pensilvânia, são locais do governo sobre os quais a maioria dos americanos nunca ouviu falar. Caso haja uma guerra mundial ou revoltas do dinheiro, lideranças civis e militares do país se instalarão nesses locais para continuar as operações do governo em situação emergencial. Mount Weather fica próximo a uma rodovia estadual em Loudoun County, Virginia, perto das Montanhas Blue Ridge. É operado pelo Departamento de Segurança Interna, e é a base de operação do Sistema de Rádio Nacional FEMA. É conhecido em esferas oficiais como *“High Point Special Facility.”*

Mount Weather contém uma rede de abrigos subterrâneos conhecida como Área B para distingui-la das instalações acima do solo chamadas de Área A. Durante os ataques de 11 de setembro em Nova York e Washington, os líderes do Congresso foram levados para a Área B de helicóptero.

Raven Rock Mountain está localizada em Adams County, Pensilvânia, não muito distante da fronteira com Maryland e do retiro presidencial em Camp David. Raven Rock é o principal centro de operações militares no evento de um ataque nuclear ou outra catástrofe que interfira com as operações do Pentágono. A principal unidade de comando recebe o codinome de Site R e o apelido de *“the Rock.”*

Raven Rock é a contraparte militar de Mount Weather. Caso haja um colapso na ordem, a liderança civil será evacuada para Mount Weather, enquanto a liderança militar irá para Raven Rock. Juntas, essas duas unidades, a cerca de 50km de distância uma da outra e densamente conectadas por canais de comunicação seguros, substituirão

Washington como sede do governo.

O Departamento de Segurança Interna realiza exercícios secretos para praticar o uso de Mount Weather. O exercício mais recente foi chamado de *Eagle Horizon 2016*, e ocorreu em 16 de maio de 2016. Versões passadas do *Eagle Horizon* incluíram ataques de bombas sujas, ciberataques e outras formas de terrorismo. O cenário exato de *Eagle Horizon* é secreto, mas pode ser incluído o colapso de um banco mundial, com revoltas do dinheiro por todo o mundo como resultado.

Tanto Mount Weather como Raven Rock Mountain são operados de acordo com um plano altamente secreto chamado Plano de Continuidade de Operações. É um plano de operações continuadas para o governo americano caso ele esteja sob ataque, haja colapso financeiro ou desastre natural. O presidente George W. Bush ativou o Plano de Atividades Continuadas durante os ataques de 11 de setembro, apesar de isso não ter se tornado público na época.

Essa combinação de instalações de emergência e poderes de emergência é feita para resistir a qualquer choque financeiro, natural ou militar. O governo dos Estados Unidos está pronto para uma catástrofe. O povo americano, não.

Uma crise financeira global, também a pior que já houve, ocorrem iminentemente por motivos explicados neste livro. A injeção de liquidez do tipo visto em 1998 e 2008 não será suficiente porque os balanços do banco central estão sobrecarregados. Haverá pouco tempo para responder. Congelamentos de contas ice-nine serão utilizados para comprar tempo enquanto as elites globais realizam uma conferência monetária internacional. Elas tentarão utilizar o direito especial de saques (DES) emitido pelo FMI para fazer com que o sistema se levante.

DES podem funcionar. Mas um desfecho mais provável é que os cidadãos enxerguem o esquema de tentar resolver uma crise do papel-moeda com mais papel-moeda. Investidores ficarão impacientes com o ice-nine e desejarão seu dinheiro de volta. Revoltas do dinheiro irão eclodir.

Soberanias não caem sem uma briga. A resposta às revoltas do dinheiro será confisco e força bruta. As elites governantes estarão seguras em seus centros de comando escondidos nas montanhas. As elites privadas se defenderão em seus iates, helicópteros e condomínios fechados, que se transformarão em fortalezas armadas.

Haverá, literalmente, sangue nas ruas. Neofascismo surgirá, ordem respondendo à desordem, com perda de liberdade. T. S. Eliot teve uma visão da condição moderna em seu poema de 1922, *A Terra Desolada*, na tradução de Ivan Junqueira:

*Que embuçadas hordas são essas que enxameiam
Sobre planícies sem fim, tropeçando nas gretas da terra
Restrita apenas a um raso horizonte arrasado
Que cidade se levanta acima das montanhas
Fendas e emendas e estalos no ar violáceo
Torres cadentes
Jerusalém Atenas Alexandria
Viena Londres
Irreais*

Revoltas do dinheiro parecem irreais, mas sua hora sempre chega.

CAPÍTULO 2

UM DINHEIRO, UM MUNDO, UMA ORDEM.

Grandes progressos têm acontecido nos últimos cinco anos, graças à crise. Eu espero, pessoalmente, que outra crise não seja necessária para progredirmos ainda mais.

**Christine Lagarde, Diretora-Gerente do FMI Davos,
Suíça, 22 de janeiro de 2015**

Não se deve desperdiçar uma crise profunda.

**Rahm Emanuel,
21 de novembro de 2008**

SPECTRE É UMA ORGANIZAÇÃO CRIMINOSA FICTÍCIA CRIADA PELO AUTOR Ian Fleming. O nome é um acrônimo para Sociedade Política Especializada em Contra-Espionagem, Terrorismo, Rapinagem e Extorsão. Ela apareceu pela primeira vez no romance *Chantagem Atômica*, de Fleming, de 1963, como a antagonista do herói espião James Bond, agente 007 do MI-6, com permissão para matar.

Mesmo que a SPECTRE seja criminosa, ela é organizada de forma semelhante a uma ONG moderna ou ao FMI. Trata-se de uma organização transnacional com sede em Paris. A SPECTRE tem um conselho executivo de vinte membros (o conselho do FMI tem vinte e quatro), com representação em países ao redor do mundo; ela não está alinhada a qualquer país ou ideologia. Em *Chantagem Atômica*, os escritórios da SPECTRE escondem-se atrás de uma organização de fachada que oferece assistência a refugiados.

A mais recente representação fictícia da SPECTRE aparece no filme epônimo de 2015, com Daniel Craig como 007. No filme, a Diretoria Executiva da SPECTRE é retratada sentada a uma grande mesa de madeira escura, em uma sala de reuniões com pé direito alto, em Roma. A Diretoria é étnica e culturalmente diversa, incluindo mulheres em importantes cargos de liderança. Sua agenda inclui relatórios de executivos sobre o desempenho e os lucros de áreas distintas de negócios. Nesses relatórios, as áreas de atuação das empresas criminosas e das legítimas parecem facilmente se confundir.

Ponderando sobre o funcionamento das elites monetárias globais atuais, a imagem da SPECTRE salta irresistivelmente à mente. Sua ontologia *top-down* combina com a organização elaborada. Às vezes, a vida parece imitar a arte, como nas reuniões anuais da elite do Grupo

Bilderberg, que são fechadas, secretas e acontecem nos melhores lugares. Mas se o Grupo Bilderberg é real, há escassas evidências de que um comitê central subjugue a humanidade. Além disso, um processo *top-down* é desnecessário para controlar o mundo por meio do dinheiro. O processo real é mais sutil.

As verdadeiras elites operam dentro de esferas de influência. Essas esferas incluem finanças, mídia, tecnologia, o setor militar e a política. Os habitantes de cada esfera têm seus momentos e lugares favoritos para se encontrar. As elites da mídia se reúnem em julho na conferência Allen & Company Sun Valley, em Idaho. Os banqueiros centrais se reúnem em agosto, no Jackson Hole, Wyoming, numa conferência patrocinada pela Reserva Federal da Cidade do Kansas. As elites militares e as da Inteligência se reúnem na Conferência de Segurança de Munique, no início de fevereiro. Líderes de opinião e intelectuais públicos podem escolher entre o Fórum Econômico Mundial, em Davos, na Suíça, a Conferência Global do Instituto Milken, em Beverly Hills, e a conferência TED (Tecnologia, Engenharia, Design), em Vancouver.

Esses pontos de encontro da superelite não são convenções rotineiras das indústrias. Eles são apenas para convidados ou para aqueles que tenham condições de admissão e patrocínio que os permitam participar da elite do poder. São eles chefes de Estado, funcionários de gabinetes, CEOs e bilionários. Pessoas comuns nem precisam se inscrever.

O encontro mais exclusivo, e o que gera mais teorias da conspiração, é o Bilderberg Meeting, realizado anualmente, desde 1954, em vários locais. O Bilderberg tem um grupo central de cerca de quarenta participantes regulares, e um grupo maior de cerca de cem convidados, que variam de ano para ano, dependendo da urgência dos temas ou de ascendências políticas. O núcleo do grupo são, principalmente, as elites financeiras e industriais; o grupo mais amplo tende a se aproximar de formuladores de políticas e dos intelectuais públicos.

Quando eu instruí, em particular, o chefe do Bilderberg, no Rockefeller Center, há alguns anos, ele foi educado e extremamente in-

teressado nas minhas opiniões sobre o euro. Eu garanti a ele e a seus associados que o euro estava aqui para ficar, numa época em que muitos economistas proclamavam a iminência de sua morte. Ao final da nossa discussão, ele, gentilmente, deu-me um presente, um vaso sueco projetado em um vórtice translúcido azul profundo, que eu mantenho à vista no meu estúdio de redação. Ele não mostrou suas garras.

Nessa e em reuniões semelhantes, as diferenças ideológicas são postas de lado. A conferência Sun Valley, em julho de 2016, incluiu o proprietário da Fox, Rupert Murdoch, e Brian Roberts, dono da MSNBC. A ideologia da elite compartilhada por Murdoch e Roberts é mais poderosa do que os embates de gritos políticos que as emissoras transmitem para o consumo da massa. Eles são apenas entretenimento. Sun Valley trata-se de poder.

As atividades importantes da elite, não ocorrem, nessas conferências, em painéis programados, mas em jantares confidenciais, com bebidas em suítes e chalés isolados próximos ao principal ponto de encontro. Quando eu estive na Milken Institute Global Conference, percebi haver conversas mais significativas no bar do Peninsula Hotel, a uma quadra do evento principal, do que nos palcos.

As esferas da elite flutuam e se sobrepõem como o diagrama interativo tridimensional de Venn. As interseções emergem, misturam-se e desaparecem. Nos interstícios existem elites que canalizam o poder de uma esfera para outra. Chris Dodd é um bom exemplo. Como senador americano, com cinco mandatos, e patrocinador de Dodd-Frank, ele está ancorado em ambas as esferas, política e financeira. Como Diretor da Motion Picture Association of America, ele também está ancorado na esfera da mídia. Quando as elites da mídia e as elites políticas precisam se conectar, Dodd é um dos canais.

Essa estrutura de esferas separadas, interseções e vias designadas é como a elite do poder global governa. Esse modelo tem maior poder explicativo do que um comitê coeso, hierárquico, imaginado para governar o mundo. Tal comitê, se existisse, seria relativamente fácil de identificar,

monitorar e expor. Em contrapartida, um modelo de esferas flutuantes é amorfo, difícil de definir. Se um membro individual é desacreditado por escândalo ou reversão de fortuna, ele é rapidamente sacrificado (com posterior possível reabilitação), enquanto o sistema sobrevive. A mídia não tem interesse em elucidar esse sistema; os repórteres não conseguem imaginar isso, e os CEOs da mídia participam dele.

Outro meme defendido por teóricos da conspiração é que a elite global é malévola. Um problema muito mais sério do que as elites fazerem o mal é que elas acreditam que fazem o bem. Essa crença as impede de realizar uma autocrítica.

Enquanto a elite global é amorfa, há indivíduos, como George Soros, com acesso direto aos mundos financeiro e político, que funcionam como superporta-aviões do programa da elite. Enquanto Soros não é o presidente informal da elite do poder (não há ninguém responsável), seu acesso às elites em todos os lugares e seu paciente abraço à engenharia social fragmentária de Karl Popper fazem dele um belo exemplo do que é a elite. Outros exemplos dos superporta-aviões da elite incluem Christine Lagarde, Michael Bloomberg e Warren Buffett. Os presidentes e os primeiros-ministros não são insignificantes, mas eles vêm e vão. Os superporta-aviões de elite permanecem influentes por décadas.

Qual é o objetivo da elite? Ele é imutável. Foi perseguido, nos séculos passados por César e Napoleão, e, no século XX, pelas dinastias Rockefeller, Roosevelt e Bush. Esse objetivo reina, ainda hoje, em instituições com nomes anódinos, como Nações Unidas e Fundo Monetário Internacional. O objetivo é simples: dinheiro mundial, tributação mundial e ordem mundial.

DINHEIRO MUNDIAL

Dinheiro mundial não é um conceito novo; ele tem sido usado ao longo da história. O dinheiro do mundo é o ouro. O objetivo da elite é acumular ouro e substituir os direitos de saque especiais como moeda mundial de mercado e das finanças.

Outras formas de dinheiro, incluindo conchas, penas e papel, são usadas em certos momentos e lugares, com o consentimento tribal ou pela força de lei. Qualquer meio pode ser dinheiro, com base na confiança e no seu valor em alguma troca futura. No entanto, o ouro é o único dinheiro bom em todos os momentos, em todos os tempos, lugares, e é, portanto, o verdadeiro dinheiro do mundo.

Antes do Renascimento, o dinheiro do mundo existia como moedas de metal precioso ou lingotes. Césares e reis acumularam ouro, distribuíram-no a suas tropas, lutaram por ele e roubaram-no uns dos outros. A posse de terras foi outra forma de riqueza, desde a Antiguidade. Ainda assim, a terra não era dinheiro, porque, ao contrário do ouro, não pode ser facilmente trocada e não tem um valor uniforme. Há um século, J. Pierpont Morgan resumiu o antigo estado das relações em seu comentário críptico: “Dinheiro é o ouro, e nada mais”.

No século XIV, os banqueiros florentinos (chamados assim porque trabalhavam em uma bancada ou banco nas praças de Florença e em outras cidades-Estado) aceitavam depósitos de ouro em troca de notas, uma promessa de devolver o ouro mediante demanda. As notas eram uma forma mais conveniente de câmbio do que o ouro físico. As notas podiam ser transportadas por longas distâncias e o ouro resgatado em filiais de um banco familiar florentino em Londres ou Paris. Os títulos bancários não eram passivos sem garantia, mas recibos de depósitos em ouro.

Os banqueiros renascentistas perceberam que poderiam colocar o ouro sob sua custódia para outros usos, incluindo empréstimos a príncipes. Isso fez com que houvesse mais notas emitidas do que ouro físico sob custódia. Os banqueiros confiaram no fato de que as notas não seriam todas resgatadas de uma só vez, e eles poderiam recuperar o ouro dos príncipes e de outras partes em tempo para cumprir os resgates. Assim nasceu o “banco de reservas fracionário”, no qual o ouro físico mantido era apenas uma fração das promessas feitas em papel. Essa picardia nunca teve fim desde então.

Apesar do advento das operações bancárias, notas e reservas fracionárias, o ouro físico manteve seu papel de protagonista como o dinheiro do mundo. Príncipes e comerciantes ainda mantinham moedas de ouro em bolsas e armazenavam ouro em cofres. Lingotes de ouro e promessas de papel permaneciam lado a lado.

A prata desempenhou um papel semelhante, conforme visto no sucesso do dólar espanhol, uma moeda de oito reais chamada, em espanhol, de *real de a ocho*, ou pedaço de oito. O dólar espanhol continha 0,885 onças de pura prata. Era uma moeda de 22 quilates com um peso total de 0,96 onças, uma vez que uma liga foi adicionada para durabilidade. O Império Espanhol cunhou o *real de a ocho* para competir com os Joachimsthalers do Sacro Império Romano. O Joachimsthaler era uma moeda de prata cunhada no St. Joachim Valley (*Thal*, em alemão). A palavra Joachimsthaler foi, mais tarde, encurtada para *taler*, cognato da palavra “dólar”, em inglês.

Tanto o pedaço de oito espanhol como o taler alemão eram predecessores do dólar de prata americano. Os dólares espanhóis eram moeda corrente nos Estados Unidos até 1857. Em 1997, a Bolsa de Valores de Nova York trocou ações negociadas por unidades de um oitavo de dólar, um legado do original pedaço de oito de prata.

Uma cunhagem de prata semelhante foi adotada na Borgonha, na Holanda (chamada de *leeuwendaalder* ou “dólar do leão”) e no México, no século XVII. Os dólares espanhóis foram amplamente utilizados no

comércio mundial. A prata era quase a única mercadoria aceita pela China em troca de manufaturas chinesas até o século XIX. A China pegou sua própria fatia das moedas espanholas para torná-las circulantes no país. Se o ouro era o primeiro dinheiro do mundo, a prata era a primeira moeda mundial.

A popularidade da prata enquanto padrão monetário baseou-se na oferta e na demanda. O ouro era sempre escasso; a prata, mais prontamente disponível. Charlemagne inventou a flexibilização quantitativa no século IX ao substituir a prata pela cunhagem de ouro para aumentar a oferta monetária em seu império. A Espanha fez o mesmo no século XVI.

A prata tem a maioria dos atrativos do ouro: seu grau é uniforme, ela é maleável, relativamente escassa e agradável aos olhos. Depois que os Estados Unidos tornaram a posse de ouro crime em 1933, as moedas de prata circularam livremente. Os Estados Unidos cunharam moedas de prata sólidas de 90% até 1964. O descrédito começou em 1965. Dependendo do tipo da moeda – de 10, 25 ou 50 centavos –, a porcentagem da prata caiu de 90% para 40%, e, finalmente, a zero no início dos anos 70. Desde então, as moedas americanas em circulação contêm cobre e níquel.

Desde a antiguidade até meados do século XX, até os cidadãos com recursos modestos podiam possuir algumas moedas de ouro ou prata. Hoje, não existem moedas de ouro ou prata em circulação. Tais moedas existem como lingotes que são mantidos escondidos.

O desaparecimento do ouro e da prata não anulou o dinheiro mundial. Foi somente a forma do dinheiro mundial que mudou. Em paralelo à diminuição do papel do ouro e da prata, ocorreu a ascensão de notas bancárias, ou moedas estáveis.

Críticos dessa sanção apontam para 15 de agosto de 1971 como o dia em que o ouro deixou de ser dinheiro. Naquele dia, o presidente Richard Nixon suspendeu temporariamente a convertibilidade, em ouro físico, dos dólares em posse de estrangeiros. Essa suspensão não foi,

por si só, determinante, pois França e outros, esperavam retornar ao ouro em novas paridades. Os Estados Unidos, tecnicamente, permaneceram em um padrão-ouro, com o dólar desvalorizado de US\$35 para US\$38 por onça de ouro, em virtude do Acordo Smithsonian, de 18 de dezembro de 1971. Em outubro de 1973, os dólares foram desvalorizados novamente, para US\$42,22 por onça de ouro. Essas avaliações eram apenas formalidades porque os Estados Unidos nunca retomaram a convertibilidade após agosto de 1971. Em 19 de março de 1973, a maioria das principais nações comerciais passou para taxas de câmbio flutuantes. Em junho de 1974, o FMI desmonetizou formalmente o ouro e adotou um sistema monetário baseado em Direitos Especiais de Saque, os SDR. (os SRD, criados em 1969, foram originalmente vinculados ao ouro. Em 1973, os SRD eram apenas outra forma de sanção.) Em 1976, o Congresso dos Estados Unidos alterou os estatutos para remover todas as referências ao ouro ou à prata na definição de um dólar.

No entanto, o declínio do ouro como dinheiro é mais complicado e interessante do que a cronologia oficial sugere. Nixon e o FMI foram os agentes funerários que jogaram a última pá de terra no túmulo do ouro. O padrão-ouro clássico morreu em 28 de julho de 1914, com o ultimato austro-húngaro à Sérvia e o início da Primeira Guerra Mundial. O período de sessenta anos, de 1914 a 1974 deve ser visto como um processo de vestir o corpo do ouro para o enterro. Esse período abriu o caminho para que as elites criassem novas formas de dinheiro mundial.

Depois do ultimato austro-húngaro, os acontecimentos fugiram de controle. Mobilizações, invasões e declarações de guerra vieram em rápida sucessão. Em 4 de agosto de 1914, o Reino Unido, a França e a Rússia (membros da Tripla Entente de 1907) estavam em guerra contra a chamada Aliança Central da Alemanha, a Áustria-Hungria e o Império Otomano. Os Estados Unidos estavam oficialmente neutros.

Os beligerantes, em 1914, sabiam que o ouro era o fator decisivo para a vitória. Eles suspenderam imediatamente os resgates de notas por ouro. Pela duração da guerra, suas economias funcionariam como dinheiro em papel não reembolsável, uma forma de tomar emprestado

forçosamente dos cidadãos. O entendimento foi que, após a vitória, a convertibilidade do ouro poderia ser retomada – embora isso fosse problemático no caso de uma derrota. Iniciou-se uma louca corrida pelo ouro. Os cidadãos foram encorajados a entregar o ouro que possuíam em troca de títulos de guerra. Não houve resistência a essas medidas; elas foram amplamente aceitas. A guerra é existencial.

Havia duas exceções importantes à suspensão da convertibilidade do ouro em 1914, Estados Unidos e Reino Unido, por razões decididamente diferentes.

Em julho de 1914, Londres era, indiscutivelmente, a capital financeira do mundo. O projeto de lei de Londres, um instrumento garantido por um banco líder no Reino Unido, era o coração dos mercados monetários. As contas esterlinas untavam as rodas do comércio mundial. Com o surto da guerra, um pânico financeiro emergiu e as moratórias da dívida estavam declaradas.

O governo francês vendeu títulos em Londres por libra esterlina e exigiu conversão para ouro e envio para Paris. Para obter ouro, os bancos do Reino Unido venderam títulos em Nova York e também exigiram ouro para as receitas em dólar. A pressão da venda resultou no fechamento de todas as bolsas de valores importantes na Europa e em Nova York. No entanto, a procura pelo ouro não foi abalada.

Funcionários do Tesouro do Reino Unido e do Banco da Inglaterra inicialmente tenderam à suspensão da convertibilidade do ouro. John Maynard Keynes, um consultor do Tesouro à época, argumentou persuasivamente que o Reino Unido deveria permanecer com o ouro. Keynes sabia que uma moeda estável seria a chave para a vitória militar. A capacidade de Londres em financiar a guerra dependia da fé de Nova York no crédito do Reino Unido.

A visão de Keynes se provou profética. Em outubro de 1915, Jack Morgan, filho de Pierpont, administrou um empréstimo sindicalizado de US\$500 milhões para o Reino Unido e para a França, o equivalente, hoje, a US\$11,7 bilhões. A Casa de Morgan não levantou nenhum dinheiro para a Alemanha.

Os bancos americanos lidaram com a demanda por ouro da melhor maneira que puderam. O processo foi atrapalhado por ataques de submarinos alemães no Atlântico, o que dificultou o envio de ouro para Londres. Era impossível de se obter garantias. Os submarinos alemães também interditararam as exportações agrícolas para o Reino Unido, as quais eram necessárias aos Estados Unidos, para que pudessem recuperar o ouro que lhes era devido. Em desespero, o Banco da Inglaterra abriu uma filial depositária em Ottawa, no Canadá. O ouro foi enviado de Nova York para lá de trem, sem risco de ataques de submarinos alemães.

O Tesouro dos EUA interveio com um esquema de seguro patrocinado pelo governo para que a navegação transatlântica pudesse ser retomada. Os fluxos de ouro foram normalizados em novembro e a Bolsa de Valores de Nova York reabriu em 5 de dezembro de 1914.

Apesar do conselho de Keynes e das acrobacias financeiras de Morgan, a manutenção da convertibilidade do ouro no Reino Unido ocorreu, apenas, na teoria. Foi dito aos cidadãos do Reino Unido que não era patriótico acumular ouro. Eles deveriam deixar seu ouro com os bancos. Da mesma forma, os bancos foram ameaçados com possível confisco de ouro se acumulassem ouro e não o disponibilizassem ao comércio.

As moedas de ouro foram retiradas de circulação e refinadas em barras de 400 onças, o famoso padrão de entrega de Londres, desde então. Os bancos foram, inicialmente, incentivados e, então, solicitados a entregar o seu ouro para o Banco da Inglaterra, onde foi armazenado em um cofre central.

Essas barras de ouro poderiam ser de propriedade privada, ainda que não circulassem como as moedas uma vez circularam. Só os ricos as possuíam porque o peso de 400 onças era maior do que uma quantidade mais modesta, que a maioria podia pagar.

Poucos reclamaram da ausência do ouro por causa das exigências da guerra. No final da guerra, em 1918, os hábitos haviam mudado. O novo hábito de manter notas bancárias estava enraizado, não apenas no Reino Unido, mas em toda a Europa, e, cada vez mais, nos Estados

Unidos. O ouro ainda era privado, e as notas eram apoiadas pelo ouro. No entanto, uma mudança tinha ocorrido. Após 1918, o ouro físico estava, em sua maioria, sob a forma de volumosas barras de lingote, enterradas pelos bancos, longe dos olhos e da mente.

A centralização da custódia do ouro aumentou em 5 de abril de 1933, quando Franklin Roosevelt emitiu a Ordem Executiva 6102, exigindo que os cidadãos americanos entregassem o ouro privado aos agentes fiscais do governo, sob pena de serem processados.

Os cidadãos não foram os únicos sujeitos à varredura de ouro por FDR. A *Gold Reserve Act* (Lei da Reserva de Ouro, em tradução livre), de 1934, assinada em lei pelo presidente Roosevelt, em 30 de janeiro de 1934, exigia que todo o ouro monetário nos Estados Unidos, incluindo o ouro detido pelos bancos do Fed, fosse transferido para o Tesouro.

Os doze bancos regionais do Fed, localizados entre Boston e São Francisco, possuíam ouro originalmente pago pelos proprietários dos seus bancos, depois que o sistema foi estabelecido, em 1913. A *Gold Reserve Act* de 1934 ordenou que o ouro do Fed fosse transferido para o Tesouro americano em troca de certificados de ouro, que tem aparecido nos livros do Fed desde então.

Em 1936, o Tesouro dos EUA possuía mais ouro do que poderia armazenar com segurança nas instalações existentes. O U.S. Bullion Depository (Depósito de Lingotes) dos EUA, em Fort Knox, Kentucky, foi inaugurado em 1937, como uma instalação segura para manter o ouro confiscado em 1933 e 1934. Outras caixas-fortes de ouro foram criadas nos U.S. Mints, e no forte militar em West Point. O ouro, que uma vez foi disperso em milhões de cofres e bolsas, de costa a costa, está agora assentado em algumas caixas-fortes protegidas pelo exército dos EUA.

Em fases entre 1914 e 1934, o ouro dos EUA passou das mãos privadas para as mãos dos bancos, delas para os bancos centrais, e, então, para o Tesouro. Isso acompanhou o processo que ocorreu no Reino Unido e em outras economias desenvolvidas. Os governos fizeram o ouro desaparecer.

Com a eclosão da Segunda Guerra Mundial, em 1939, o que havia restado da convertibilidade do ouro foi novamente suspenso. As remessas de ouro entre as nações praticamente cessaram.

O único grande distribuidor de ouro oficial durante a Segunda Guerra Mundial foi o Banco de Pagamentos Internacionais (BIS), em Basileia, na Suíça. O BIS fez um ótimo negócio como corretor do ouro nazista, incluindo o ouro retirado de judeus e de outras vítimas do Holocausto. Os rendimentos foram usados para ajudar a financiar o esforço da guerra nazista, matando americanos e seus aliados. Durante a guerra, o BIS foi presidido por um americano, Thomas McKittrick. Hoje, o BIS continua a ser o corretor mais importante para as transferências de ouro entre as nações soberanas e os grandes bancos.

No final da Segunda Guerra Mundial, o ouro havia deixado de circular como moeda. O acordo de Bretton Woods, de julho de 1944, reintroduziu um padrão-ouro, pelo menos para as nações, já que não o fez para os cidadãos. O valor de cada moeda dos 44 países participantes foi indexado ao dólar americano a uma taxa de câmbio fixa. O dólar foi atrelado ao ouro com um valor de um trinta e cinco avos de onça. O ouro ainda era o dinheiro do mundo, mas não circulava, o que circulava era o dólar.

Ao longo das décadas seguintes, os parceiros comerciais dos EUA ganharam dólares vendendo para os americanos prósperos do pós-guerra de rádios transistorizados e Volkswagen Beetles a vinhos franceses. Essas nações exportadoras converteram seus dólares em ouro. Na maioria dos casos, o ouro não foi para o exterior, mas ficou nos Estados Unidos, no cofre do Fed de Nova York, na Rua Liberty, em Manhattan. O título legal foi alterado dos Estados Unidos para o Japão, por exemplo, mas o ouro permaneceu no mesmo lugar. Uma exceção foi a França, que exigiu e obteve seu ouro fisicamente transferido para Paris, onde ele permanece.

Em 1968, o sistema de Bretton Woods estava quebrando. O equivalente a uma corrida aos bancos emergiu, exceto para o banco que era

o depositário de ouro, em Fort Knox. Suíça e Espanha juntaram-se à França para exigir o seu ouro. Nixon fechou a janela de ouro para parar a corrida e preservar o que restava do tesouro de ouro dos EUA.

Os anos de 1971 a 1974 foram uma confusão. As principais potências econômicas não tinham certeza se voltariam ao ouro em novas paridades, manteriam taxas de câmbio fixas sem o ouro ou se passariam para taxas de câmbio flutuantes.

O declínio de Bretton Woods coincidiu com o auge da influência do economista Milton Friedman, da Universidade de Chicago. Friedman construiu sua reputação acadêmica com um monumental estudo intitulado *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, (Uma História Monetária dos Estados Unidos, 1867-1960, em tradução brasileira) em coautoria com Anna Jacobson Schwartz. Friedman defendia uma política monetária baseada na teoria quantitativa do dinheiro (uma teoria articulada anteriormente por Irving Fisher e outros). A tese de Friedman era que a Grande Depressão foi causada por uma política monetária excessivamente apertada do Fed, antes do colapso do mercado de ações de 1929, e nos anos imediatamente subsequentes.

A solução de Friedman era o dinheiro elástico. Com isso, ele referia-se à capacidade dos bancos centrais de criar dinheiro conforme o necessário para neutralizar os efeitos da recessão e da demanda por bens e serviços temporariamente reduzida. O dinheiro elástico significava o abandono do ouro e das taxas de câmbio fixas, porque ambos os regimes limitam a capacidade dos bancos centrais de expandir a oferta monetária. A opinião de Friedman influenciou as respostas políticas à crise financeira global de 2008 por Ben Bernanke e, mais tarde, por Janet Yellen, bem como suas consequências.

A pesquisa erudita de Friedman e a teoria do dinheiro foram impressionantes. Ele ganhou o Prêmio Nobel de Economia, em 1976.

No entanto, as hipóteses de Friedman eram muito falhas. As recomendações por políticas, baseadas em seu trabalho, se mostraram defeituosas. Friedman acreditava em mercados eficientes e expectati-

vas racionais, duas hipóteses desacreditadas tanto por dados, quanto por avanços na ciência comportamental. Particularmente, Friedman, e Fisher, antes dele, acreditavam que a velocidade ou o volume de negócios do dinheiro era constante. Friedman não conseguiu ver que a velocidade era volátil devido a funções recorrentes no comportamento adaptativo emergente dos agentes do mercado. Sem a velocidade estável, a teoria quantitativa do dinheiro é inútil enquanto ferramenta para formulação de políticas, embora a teoria seja útil para experiências de pensamento, testando resultados em vários estados.

É injusto culpar Friedman por esse ponto cego. A velocidade observada foi estável ao longo de toda a sua carreira, de 1950 a 1990. Foi apenas com a crise financeira global de 1998 que a velocidade desestabilizou-se, um movimento acelerado por uma crise subsequente, em 2008. Mas a velocidade também despencou no início dos anos 30, fato que Friedman deve ter conhecido. Friedman foi muito limitado e, em última análise, estava errado ao atribuir a velocidade de queda dos anos 30 ao ouro e às taxas de câmbio fixas, o que, segundo Friedman, limitou a capacidade do Fed de estimular com facilidade monetária.

No corajoso novo mundo financeiro de Friedman, a eliminação do ouro e das taxas de câmbio fixas permitiu que os sábios banqueiros calibrassem cuidadosamente a oferta monetária para atingir o máximo crescimento real compatível com a baixa inflação. Em 1971, Richard Nixon disse: “Eu sou agora um keynesiano em economia”, uma variação da frase mais famosa de Friedman: “Nós somos todos keynesianos agora”. Nixon poderia ter dito: “Nós somos todos Friedmaníacos agora”.

Os impactos de Keynes sobre a política fiscal e de Friedman sobre a política monetária tornaram-se uma fonte de orgulho na economia. Não havia um problema macroeconômico de um país desenvolvido que não pudesse ser resolvido com a aplicação correta de gastos e a impressão de dinheiro. Hoje, Keynes e Friedman são os corresponsáveis por uma teoria híbrida chamada de “dinheiro de helicóptero”.

Os pontos de vista de Friedman foram determinantes na decisão

do FMI de desmonetizar o ouro e nas decisões unilaterais das grandes economias de abandonar as taxas de câmbio fixas. Em 1974, os últimos vestígios do padrão-ouro tinham desaparecido. As taxas de câmbio flutuantes eram a norma. O dinheiro não estava ancorado no ouro; o dinheiro nem sequer estava ancorado em outro dinheiro. O dinheiro não tinha âncora; na mente dos economistas, ele não precisava de uma.

Depois de 1974, o dinheiro era aquilo que os bancos centrais diziam que era. Um padrão-dólar *de fato* emergiu, de 1980 a 2010, sob a direção de dois presidentes do Fed, Paul Volcker e Alan Greenspan, e dois secretários do Tesouro, James Baker e Robert Rubin. O crescimento dos EUA nos anos 1980 e 1990, durante os mandatos dos presidentes Reagan, Bush pai e Clinton, foi vigoroso sob esse forte padrão-dólar. Em 2010, com o peso das despesas com a guerra de Bush e dos déficits de Obama, o padrão-dólar se transformou diversas guerras cambiais, que têm sido enfrentadas desde então. Num período breve de sessenta anos, de 1914 a 1974, o ouro progrediu de dinheiro das pessoas, para dinheiro do banco, para dinheiro soberano e, finalmente, para nenhum dinheiro. Esta última condição é anômala do ponto de vista da história mundial. A noção de que as moedas fiduciárias são baseadas, em partes, nas hipóteses falhas de Friedman deveria, ao menos, cessar.

Uma lacuna de setenta anos para o dinheiro mundial está terminando. As decisões pela substituição de moedas fiduciárias por ouro, desde 1974, foram sempre baseadas em uma confiança extrema em acadêmicos que fingiam ser banqueiros centrais, parceiros comerciais obedientes e populações confiantes. Esses três pilares estão agora fraturados. Crescimento estagnado, bolhas de ativos, desigualdade de renda, pânico financeiros e guerras cambiais são resultados previsíveis da ausência de dinheiro mundial. As elites globais preferem a ordem.

O próximo colapso verá o ressurgimento do dinheiro mundial. O plano da elite é reescrever as regras do jogo do sistema monetário internacional, como foi feito em 1922, 1944 e 1974. O instrumento escolhido não é nem o dólar nem o ouro, mas os SDR.

Os SDR foram criados pelo FMI, em 1969, para remediar o declínio da confiança no dólar americano. Os países que ganhavam dólares com exportações preferiam ouro a dólar. Não havia ouro suficiente para apoiar o comércio mundial no preço fixo de US\$35 por onça. As soluções eram ignorar a escassez, revalorizar o ouro ou abandoná-lo. Cada um dos caminhos seria desagradável para uma ou mais grandes potências econômicas da época. Então, uma quarta solução foi elaborada: o SDR. O objetivo era criar um ativo de reserva que não fosse nem dólar, nem ouro, mas um híbrido. O SDR aliviou simultaneamente o excesso de dólar e a escassez de ouro. O SDR são garantias de papel sobre os recursos combinados do FMI, ligados a uma quantidade fixa de ouro. O nome “ouro de papel” se atrelou aos SDR desde o início.

Em 1973, a ligação original do SDR ao ouro foi dissolvida. Os SDR eram agora apenas outra forma de papel-moeda impressa pelo FMI. Ainda assim, o SDR permaneceu. Alguns observadores acreditam que o SDR é apoiado por uma cesta de moedas fortes. Não é. A cesta é utilizada exclusivamente para determinar o valor de câmbio do SDR. Não há apoio de moeda forte. Os SDR são impressos à vontade pelo FMI, sujeitos, apenas, à aprovação de seu Conselho Executivo.

Os SDR são emitidos com pouca frequência. Houve apenas quatro emissões nos 47 anos desde que os SDR foram criados. A mais recente emissão foi em agosto de 2009, perto das profundezas da recessão global que se seguiu ao Pânico de 2008; a última emissão antes disso foi em 1981. Em 30 de setembro de 2016, 204,1 bilhões de SDR estavam em circulação, o equivalente a, aproximadamente, US\$285 bilhões em taxas correntes de câmbio.

Uma característica interessante do SDR é que ele resolve o dilema de Triffin. Esse enigma econômico foi apresentado pelo economista belga Robert Triffin num depoimento ao Congresso dos Estados Unidos, em 1960. Triffin observou que o emissor de uma moeda de reserva global tinha de enfrentar deficits persistentes para abastecer o mundo com reservas suficientes para o comércio normal. No entanto, uma nação com deficit fiscal por um longo período irá à falência. Nesse con-

texto, falir significa que os parceiros comerciais perdem a confiança no valor estável da moeda de reserva e a rejeitam em favor de alternativas. Os SDR resolvem esse problema porque o emissor, o FMI, não é um país e não apura deficits. Não existe um limite de confiança com relação ao montante dos SDR emitidos. O FMI não tem parceiros comerciais para rejeitar o seu dinheiro. O FMI engloba todos os parceiros comerciais.

Os SDR não são emitidos na condução da política monetária normal. Eles não são emitidos para resgatar empresas individuais ou até mesmo países. Os SDR existem, principalmente, para fornecer liquidez, caída do céu, quando há uma crise de liquidez ou perda de confiança nas outras formas de dinheiro. Os SDR são um corpo de bombeiros do dinheiro mundial para apagar infernos financeiros.

Os SDR são o complemento perfeito para o ice-nine. No próximo colapso, o sistema financeiro será congelado pela primeira vez porque os bancos centrais são incapazes de tornar o sistema líquido novamente, como fizeram no passado. O G20 convocará uma reunião de emergência, como aconteceu em novembro de 2008, e solicitar que o FMI torne o sistema líquido novamente com os SDR. Se bem-sucedidos, os bancos e corretoras reabrirão gradualmente e os clientes terão acesso ao dinheiro. As transações em dinheiro e em títulos ainda serão denominadas em dólares, euros e ienes. Por trás dessa cortina de sucesso, o mundo será um lugar diferente. O SDR, e não o dólar, será o ponto de referência, ou a unidade monetária, para o comércio as finanças mundiais.

Os dólares funcionarão como uma moeda local, como os pesos mexicanos. Todos os valores em moeda local serão medidos em SDR, controlados pelo G20. A Diretoria será, coletivamente, da China, dos Estados Unidos, da Alemanha, da Rússia e de alguns outros membros. Essa será uma transição perfeita que poucos entenderão. Mais cedo ou mais tarde, um sólido mercado de títulos SDR emergirá para absorver as reservas globais.

Essa transição está em curso há décadas. A emissão de SDR em 1970-72, 1979-81 e 2009 exemplifica a lenta e constante engenharia

social defendida por Soros e seus amigos. Em 25 de março de 2009, Tim Geithner, então secretário do Tesouro dos EUA, disse que não se opunha ao uso expandido de SDR. “Estamos, na verdade, muito abertos para isso”, foi a resposta de Geithner à pergunta de um repórter sobre o aumento da emissão de SDR. Essa observação não foi considerada radical: apenas um pequeno passo no lento caminho para a morte do dólar.

Outro passo no caminho para o dinheiro mundial foi uma decisão de novembro de 2015 do Conselho Executivo do FMI de incluir o yuan chinês como moeda de referência na cesta do SDR. As outras moedas são dólar, euro, iene e libra esterlina. Essa decisão foi puramente política. O yuan não cumpriu os critérios necessários para ser uma verdadeira moeda de reserva e é improvável encontrá-lo por, pelo menos, uma década. Uma moeda de reserva requer um mercado de obrigações soberano, profundo e líquido, com instrumentos de cobertura, financiamento de reposição, instalação e compensação e um bom Estado de direito. A China não tem nada disso. Sem a infraestrutura de um mercado de títulos, os detentores de reservas têm pouco para investir.

Ainda assim, o simbolismo político da decisão do FMI sobre o yuan é importante. O efeito é ungir a China como membro pleno do sistema monetário internacional. Apenas algumas semanas após a decisão do FMI de incluir o yuan no SDR, Paul Ryan, presidente da Câmara dos Representantes dos EUA, adicionou uma cláusula a uma lei orçamentária que aumentou os direitos de voto da China no FMI. Isso validou ainda mais a adesão da China ao clube exclusivo dos países que administram o sistema monetário mundial.

Esses triunfos do poder chinês foram acompanhados pelos esforços maníacos da China em adquirir ouro desde 2006, que podem ser entendidos como uma tarifa de adesão a esse clube exclusivo. Publicamente, oficiais dos EUA e os de outras grandes potências econômicas menosprezam o ouro. No entanto, esses poderes o colocam como uma defesa contra o dia em que a confiança no dinheiro de papel morrer. Os Estados Unidos possuem mais de oito mil toneladas de ouro, a zona do euro possui mais de dez mil toneladas e o FMI possui quase três

mil toneladas. A aquisição furtiva de quatro mil toneladas de ouro pela China, com mais a caminho, dá a ela um assento à mesa, junto com as outras potências do ouro e do SDR.

Um aspecto curioso da ascensão do SDR como dinheiro mundial é que os indivíduos não podem tê-los. Os SDR são emitidos pelo FMI para os seus países- membros. O FMI também tem autoridade para emitir SDR para organizações multilaterais, incluindo as Nações Unidas e o Banco Mundial. Por sua vez, as Nações Unidas e o Banco Mundial podem gastar os SDR em infraestruturas para controle de população e de mudanças climáticas. Os destinatários do SDR podem usá-los para pagar uns aos outros ou trocá-los por outras moedas fortes, conforme necessário. Os indivíduos não podem tê-los – ainda não, pelo menos.

Com o tempo, um mercado privado de SDR se desenvolverá. Grandes corporações, como a GE, a IBM e a Volkswagen, emitirão títulos denominados em SDR. Grandes bancos, como o Goldman Sachs, farão mercados desses títulos SDR e escrever contratos derivados em SDR para *hedging*. Os depósitos bancários do SDR se expandirão, da mesma forma que os depósitos do eurodólar se expandiram nos anos 60. Imperceptivelmente, o dólar vai se tornar apenas mais uma moeda local. As importações serão contabilizadas em SDR. O dinheiro mundial se estabelecerá sorrateiramente.

Os fundos especulativos e os bilionários da alta tecnologia descobrirão que são bilionários apenas em dólares. O próprio dólar será desvalorizado em relação aos SDR, que serão controlados por um pequeno grupo de países fora do alcance dos bilionários e dos seus banqueiros. O dinheiro mundial significa que o dólar vale o que o G20 e o FMI decidem. Somente o ouro estará imune.

TRIBUTAÇÃO MUNDIAL

Durante uma década, no início da minha carreira, fui assessor fiscal internacional do Citibank, até então, o banco privado mais poderoso do mundo. O Citibank tinha filiais em mais países do que o Serviço Externo dos Estados Unidos tinha embaixadas. O banco, sob a direção do lendário CEO Walter Wriston, era uma plataforma maior do que o Departamento de Estado.

No início dos anos 80, meus colegas e eu preparamos uma declaração de imposto de renda dos EUA que apontava que nenhum valor era devido, num momento em que o Citibank era altamente lucrativo. Wriston contestou. Ele disse que era impróprio para o maior banco dos Estados Unidos não pagar nenhum imposto americano. Ele nos instruiu a pagar uma pequena quantia. “Você não precisa pagar muito; apenas dois ou três por cento. É ruim não pagarmos nada”.

Nós dominávamos a arte de não pagar impostos, mas pagar *um pouco de* impostos seria um desafio. Havia muitas alavancas à nossa disposição. Utilizávamos créditos tributários estrangeiros, créditos fiscais de investimento ou a depreciação do Boeing 747 e do gasoduto do Alasca, que nós legalmente adquirimos e arrendamos aos usuários.

Também usamos títulos municipais isentos de impostos e reservas de perda de empréstimos discricionários para reduzir a responsabilidade tributária. No terceiro andar de nossa sede corporativa, no nº 399 da Avenida Park, havia uma palmeira de plástico num canto. Ela representava o Citibank, o Nassau, o nosso centro de contabilidade de imposto zero nas Bahamas, que era operado em mesas vizinhas. As Ilhas Cayman e as Antilhas Holandesas também vieram a calhar.

Nosso desafio era fazer com que a declaração de imposto do Citibank fosse uma máquina bem afinada. Uma vez que você movimen-

tou uma alavanca, uma outra alavanca pode se mover sozinha devido à interação complexa dos créditos, das deduções e das escolhas feitas de acordo com o Código Tributário Federal. Passamos um ano inteiro ajustando a máquina; a seguir, precisávamos desmontar uma pequena parte sem as peças. Tivemos tempo e talento para pagar o imposto. No entanto, a lição não passou despercebida por mim. Para grandes empresas complexas, pagar impostos não é um requisito; é opcional.

Para os países desenvolvidos altamente endividados, o pagamento de suas dívidas *não* é opcional. A dívida soberana deve ser assegurada ou a economia global é lançada ao caos. Os impostos são a principal maneira por meio da qual as economias desenvolvidas mantêm a fachada de solvência. Com essa fachada intacta, os países podem pagar a dívida na data do vencimento, realizando novas dívidas.

Esse descompasso entre a necessidade de um país de arrecadar impostos e a capacidade de uma empresa de não pagá-los levou a uma luta sombria entre o poder soberano e o poder corporativo. O poder soberano sempre ganha no final porque os países têm instrumentos decisivos, incluindo a violência. Ainda assim, a capacidade corporativa de corromper um país por meio do lobby é suficiente em curto prazo para resistir ao poder do Estado.

Em um sistema descentralizado de países desenvolvidos com alta tributação e países de baixa renda, as corporações globais facilmente encontram maneiras de evitar a taxação. As técnicas padrão incluem a transferência de propriedade intelectual, como patentes e software, para paraísos fiscais. Uma vez lá, a propriedade intelectual ganha royalties sem pagar impostos à nova nação anfitriã.

Outra técnica é o preço de transferência. As corporações nos países com alta tributação pagam custos inflacionados a seus acionistas em países com baixa tributação. Isso muda a renda para a nação de baixa tributação e cria deduções fiscais na nação de alta tributação. Outras técnicas mais sofisticadas incluem centros de compensação em países de alta tributação, onde compras e vendas globais são reservadas. Os

lucros e as perdas dessas atividades se aproximam de zero, o que significa que nenhum imposto é devido ao país anfitrião. Os lucros brutos são distribuídos entre contrapartes em jurisdições de baixa tributação.

Os tratados fiscais fronteiriços são uma área fértil para a evasão fiscal das empresas. Pagamentos corporativos, como juros, dividendos e royalties, movem-se através das fronteiras com base na localização do pagador e do beneficiário. As nações impõem impostos de retenção sobre esses pagamentos porque elas não têm outra maneira de coletar os impostos do destinatário. O pagador é obrigado a reter o imposto; o beneficiário recebe seu pagamento líquido de impostos.

A maioria dos países desenvolvidos assinou tratados tributários bilaterais com seus parceiros comerciais, que reduzem esses impostos retidos na fonte, às vezes à zero. A teoria é que se o país receptor recolhe impostos, não há necessidade de o país de origem fazê-lo também, porque a dupla tributação é atenuada por créditos fiscais. No entanto, se cem países assinam tratados tributários bilaterais com cem outros países, o resultado é uma densa rede de dez mil tratados com termos e taxas ligeiramente diferentes. Uma teia de dez mil tratados é um playground para os advogados tributários que utilizam transações *back-to-back* reivindicarem imposto de retenção zero sobre o pagamento inicial, e nenhum imposto de renda no país anfitrião final.

O *leasing* fiscal também é uma ferramenta eficaz. Os países têm regras diferentes para decidir quando uma operação de financiamento é um empréstimo ou uma locação. Transações por equipamentos podem ser estruturadas como empréstimos em um país (para deduzir juros) e como contratos de arrendamento em outro (para deduzir a depreciação). As duas partes mergulham em deduções com um único equipamento.

A jogada empréstimo-arrendamento é combinada com as estruturas *back-to-back* dos tratados de impostos para aniquilar impostos em várias jurisdições. Como consultor fiscal do Citibank, eu vi contratos de aluguel triplo, onde um único Boeing 747 foi amortizado na África do Sul, no Reino Unido e na Austrália ao mesmo tempo. As jurisdições

independentes nunca souberam o que as atingiu.

Outras estruturas são usadas para converter o rendimento comum em ganhos de capital que recebem tratamento fiscal favorável. Descontos em vendas de títulos dissimulam pagamentos ocultos de juros embutidos nos descontos. O adiamento fiscal é tão poderoso quanto as taxas baixas, porque o valor real do dinheiro diminui com a inflação. Adiar uma responsabilidade fiscal por dez anos reduz o custo real radicalmente antes do pagamento do imposto.

Derivados, não claramente abordados em tratados fiscais, são adicionados à mistura para jogar pimenta nos olhos das autoridades fiscais. Os lobistas são empregados nos principais países desenvolvidos para garantir que as regras permaneçam inalteradas.

Pesando o acima retratado – o deslocamento dos direitos de propriedade, os preços de transferência, a rede, os tratados fiscais, o *leasing*, a conversão, o adiamento e os derivativos –, não é nenhuma surpresa que a cobrança de impostos corporativos por nações individuais é uma peneira. O caixa corporativo escoia pelos ralos. Os países ficam de mãos vazias.

As elites políticas nos Estados Unidos, Alemanha, Reino Unido e Japão conhecem bem essas técnicas. Essas elites frequentaram as mesmas escolas de direito e os programas de finanças que os conselheiros corporativos. A porta giratória do governo e da elite corporativa resulta em peritos mudando constantemente de lado, do coletor de impostos para os evasores fiscais, e vice-versa. É um jogo da elite.

Pode até ser um jogo, mas o G20 já não mais está se divertindo. O peso da dívida soberana e a incapacidade de gerar crescimento levaram o G20 a uma missão para acabar com a evasão fiscal global. O plano da elite é a tributação global por meio de ações coordenadas e do compartilhamento de informações. Uma vez que a autoridade fiscal de um país desenvolvido tem acesso a todos os lados de uma transação (em vez de apenas à peça local), a transação é muito mais fácil de se atacar.

Essa missão de imposição fiscal foi delegada pelo G20 ao G7 (Estados Unidos, Japão, Reino Unido, França, Alemanha, Canadá e Itália). O G7 é o lar das corporações mais ricas e tem as maiores taxas de imposto. O G7 tem mais a perder com a evasão fiscal corporativa, então, ele têm o maior incentivo para evitá-la.

O G7 utiliza a Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Econômico (OECD) como seu secretariado técnico. As elites do G20/G7, muitas vezes, terceirizam missões para o FMI, mas, às vezes, usam outras organizações multilaterais para tarefas especializadas. A ONU é o local preferido para a pauta da mudança climática. A OECD é usada para o plano tributário mundial porque representa as economias mais avançadas, com os maiores incentivos para recuperar a receita fiscal perdida.

O plano tributário mundial não é chamado de plano tributário mundial. Isso é muito óbvio. Os nomes técnicos são dados a esses planos para obscurecer intenções. O dinheiro mundial é chamado de “Direito de Saque Especial”, porque isso é confortavelmente conformista. O plano tributário mundial é chamado de BEPS, que significa Erosão da Base e Transferência de Lucros. Se você ver qualquer referência a “OECD BEPS”, basta pensar “plano de imposto mundial da elite”, e você está no caminho certo.

As elites não fazem nenhum esforço para esconder seu objetivo; elas o anunciam, ainda que em jargões opacos em sites obscuros que poucos leem, e ainda menos entendem. Eis o que os líderes do G7, incluindo Barack Obama e Angela Merkel, disseram sobre seu plano tributário mundial em 27 de maio de 2016:

A implementação estável, consistente e articulada do pacote BEPS (Erosão da Base e Transferência de Lucros) do G20/OECD é fundamental para alcançar um nível de igualdade global para todos os envolvidos nas atividades econômicas. Continuamos empenhados em liderar o processo por meio do exemplo. Para garantir a implementação generalizada do pacote BEPS, incentivamos todos os países e jurisdições relevantes e interessados a comprometerem-se a implementá-lo e a aderir ao novo quadro integrado...

Reafirmamos o apelo do G20 a todos os países relevantes, incluindo todos os centros financeiros e jurisdições para implementar... medidas defensivas a serem consideradas contra as jurisdições não cooperativas...

Estamos ansiosos pelas propostas iniciais... sobre as formas de melhorar a implementação das normas internacionais, incluindo a disponibilidade de informações de propriedade beneficiária e seu intercâmbio internacional.

Apesar do jargão denso, o significado é claro. O G20 insiste na divulgação completa das transações em âmbito global. Eles usarão as informações para impor cobranças de impostos de acordo com seus próprios termos. As jurisdições que se recusarem a cooperar estarão sujeitas a “medidas defensivas”. Essa é uma maneira educada de dizer que estão isoladas dos canais bancários internacionais e suas economias destruídas, a menos que joguem o jogo. O convite para cooperar ou ser esmagado é um artifício *Cosa Nostra*, em uma nova roupagem.

A evasão fiscal das empresas é um luxo que as economias desenvolvidas não podem mais pagar. As corporações globais detêm mais de US\$7 trilhões em dinheiro, em grande parte escondidos em paraísos fiscais, resultado de uma sofisticada evasão fiscal. Todo esse dinheiro é um alvo demasiado tentador para as elites do governo dispensarem, mesmo que seus comparsas empresariais sejam os beneficiários. Uma simples cobrança de 25% sobre os US\$7 trilhões renderia US\$1,75 trilhão em novas receitas do G7. O dinheiro, então, seria destinado para a atenuação dos encargos da dívida soberana.

Auditar corporações, uma de cada vez, anualmente, é uma tarefa infrutífera. Os auditores não conseguem descobrir mais do que algumas técnicas de evasão utilizadas pelas corporações. Colocar pressão sobre paraísos fiscais individuais é um jogo de acerte-a-marmota. A lista de jurisdições de paraísos fiscais é tão longa – Ilhas Caimã, Malta, Chipre, Macau, Ilha de Man, Ilhas Virgens Britânicas, e assim por diante – que, se a pressão for aplicada a uma, as empresas facilmente transferem os lucros para outras com alguns poucos documentos e teclas.

Os paraísos fiscais ainda resistirão às mudanças em suas leis internas. Recentemente, eles têm cooperado com programas de combate à lavagem de dinheiro, uma vez que o custo de virar as costas para os negócios sujos é muito pequeno em relação aos benefícios de manter empresas limpas, como a Apple e a Amazon. Assim, uma vez que um negócio limpo é conquistado por taxas zero de imposto disponíveis legalmente, os paraísos fiscais podem recuar e ficar do lado de seus clientes corporativos.

A solução para os países do G7 é a tributação mundial. Isso começa com um banco de dados de informações fiscais centralizado, compartilhado por nações desenvolvidas. A evasão fiscal seria como jogar pôquer com suas cartas abertas na mesa. Você ainda poderia jogar, mas você nunca poderia ganhar.

O novo sistema tributário mundial que está sendo planejado é bastante sofisticado. O problema que as autoridades fiscais têm hoje é que elas podem ver o lado de uma transação realizada em seu país, mas não podem ver o outro lado, porque a contraparte está em outro país. As autoridades fiscais podem enviar solicitações de compartilhamento de informações a outras jurisdições, mas, ainda assim, os inquéritos individuais são complicados e lentos. O novo sistema tributário mundial foi projetado para diminuir a opacidade e facilitar o processamento. A tributação mundial é um auditor digital automatizado.

Cada contribuinte e suas afiliadas recebem um número de identificação único. Cada tipo de transação – royalties, juros, dividendos, etc. – recebe um identificador. A contraparte de cada transação é identificada usando o seu código exclusivo. Todas as transações corporativas são marcadas com esses identificadores digitais e enviadas para um banco de dados compartilhado. Isso é como uma missão marinha de marcação e liberação de grandes tubarões brancos. O tubarão pode parecer temível após a liberação, mas as autoridades sempre sabem onde encontrá-lo.

A base de dados de impostos mundiais estará disponível para todos os participantes no sistema, incluindo os países do G20. O banco de

dados seria alojado em computadores de alta capacidade, usando sofisticados algoritmos e análise preditiva. Como o tubarão, as empresas poderiam correr, mas não mais se esconder.

Uma vez que os computadores identificarem os jogos de impostos, o G20 começará a trabalhar com ataques legais. Os preços de transferência, movimentações de ativos, arrendamentos e estruturas de tratados tributários serão desafiados por meio de amplos estatutos contra evasão fiscal. Um paraíso fiscal que se mostrar um problema terá as suas conexões bancárias internacionais destruídas. Isso aconteceu com Belize em 2015. Bancos internacionais foram forçados pelo Tesouro dos EUA a cortar relações correspondentes com os bancos de Belize. Esse garrote do G20 acabou com o oxigênio financeiro belizenho; sua economia desmoronou. Rapidamente, os bancos de Belize colaboraram com os pedidos de informação do G20, e o oxigênio financeiro foi gradualmente restaurado. A liberação do infame “Panama Papers”, que consiste nos registros de clientes de um escritório de advocacia que facilitou a evasão fiscal, é outro exemplo recente.

O que há de errado com a arrecadação efetiva? Por que as corporações e as pessoas de alto poder aquisitivo não deveriam pagar sua parte justa? Eles deveriam. No entanto, a noção de “parte justa” é discutível e um alvo em movimento. O G20 empenhou-se em empréstimos não sustentáveis para resgatar os grandes bancos. Essa dívida deve ser paga por meio de impostos diretos ou inflação, um imposto oculto sobre os aforradores. Os governos do G20 não tributarão a taxas justas; em vez disso, eles aplicarão qualquer taxa que seja necessária para liquidar a dívida. A taxa de metas do G20 é consideravelmente maior do que a taxa otimizada a partir de uma perspectiva de crescimento, em parte devido à lucratividade passada. As corporações e os ricos são alvo fácil para o direcionamento de impostos soberanos.

Os soberanos são insaciáveis. Uma vez que os impostos suficientes são garantidos para sustentar a dívida de curto prazo, a história diz que os soberanos simplesmente gastam mais em interesses favorecidos. A despesa nunca é cortada. As corporações vão de caçador à caça. Os

bem-sucedidos são saqueados sem cerimônias. A otimização soberana, nesse estágio, é tomar o máximo possível sem destruir a corporação.

O BEPS é uma poderosa nova ferramenta no assalto fiscal da elite. Mesmo sem o BEPS, a guerra soberana contra os contribuintes está avançada. Em 2010, a Foreign Account Tax Compliance Act - FATCA (Lei de Conformidade Tributária de Contas Estrangeiras, em tradução livre) foi aprovada nos Estados Unidos. Ela exige que os bancos em todo o mundo forneçam informações à Receita Federal dos EUA (IRS) sobre as contas dos contribuintes norte-americanos. Cada banco deve se registrar com o IRS e obter um Número de Identificação Intermediária Global (GIIN). Os bancos estrangeiros que não o fazem estão sujeitos a retaliações formais e informais, incluindo a rescisão de contas correspondentes pelos bancos de compensação dos EUA. A incapacidade de compensar os pagamentos em dólares dos EUA por meio de correspondentes é uma sentença de morte para a maioria dos bancos, então, eles andam na linha, de acordo com os ditames dos EUA.

A FATCA também permite que o Tesouro dos EUA celebre acordos com países inteiros (chamados de acordos intergovernamentais ou IGAs), em vez de negociar banco a banco. Os IGAs obrigam todos os bancos do país a estar em conformidade com a FATCA. Os IGAs são implementados coercitivamente e os países que se recusam a assinar sofrem uma tributação sobre os pagamentos de juros do Tesouro aos seus residentes. Os bancos estrangeiros pressionam os seus próprios governos a assinar os IGAs. Os Estados Unidos globalizaram a obediência a sua política fiscal para combinar com os impostos globais que coletam.

O FMI, a OECD e o G20 apoiaram todos esses esforços e acrescentaram os seus próprios pedidos de coleta e compartilhamento de informações em âmbito internacional. O comunicado final do G20, na reunião de novembro de 2014, em Brisbane, na Austrália, incluiu documentos técnicos que descrevem um programa de implementação para a coleta de dados.

Economistas proeminentes, incluindo os nobelistas Joseph Stiglitz e Thomas Piketty, juntaram-se ao coro que clama por impostos globais. Piketty, em particular, defendeu a tese de que altas taxas de impostos não são um impedimento para o crescimento. Sua tese é cheia de falhas, mas, apesar disso, atraiu seguidores entre as elites globais. Piketty reconhece que altas taxas de impostos não alcançarão seus objetivos de redistribuição se a evasão fiscal frustrar as cobranças. Ele complementa suas teorias de altas taxas de impostos com chamadas para a tributação global, de modo que os impostos sejam realmente coletados.

A rede global de impostos não está limitada aos impostos de renda. Outros impostos sobre a transação, incluindo os impostos especiais de consumo, impostos sobre vendas e os impostos sobre o valor acrescentado (IVA), são atrativos para os soberanos porque são cobrados na fonte, sobre os montantes brutos, e não há as complicações trazidas pelos cálculos de deduções. O IVA pode ser evitado por meio da reserva de compras em paraísos fiscais, então, o IVA também é propício para o que compartilhamento de informações do G7 ataque os preços de transferência.

Em uma conversa recente com uma influente advogada tributarista internacional, ela me disse que o Tesouro dos EUA tinha “desistido” de tentar reformar o imposto de vencimento devido à sua complexidade e às dificuldades em avançar a reforma no Congresso. Em vez disso, o Tesouro e os comitês de redação de impostos no Congresso se concentraram nos bastidores da imposição do IVA, referido nos Estados Unidos como um “imposto de vendas nacional”. O Japão aumentou seu IVA em 60%, em abril de 2014. Essas tendências são parte de um esforço global para passar dos impostos sobre os montantes líquidos, como o imposto sobre o rendimento, para os impostos sobre os montantes brutos, que são mais fáceis de calcular e recolher.

A fusão do compartilhamento global de informações, a aplicação global e a tributação global das receitas brutas permitem que as economias desenvolvidas extraiam o máximo de riqueza dos setores pro-

ditivos para sustentar as elites não produtivas. Isso pode continuar até o colapso do sistema social, o destino comum das civilizações que atingem um estágio final de parasitismo prelativo.

Os progressistas que veem as corporações como atores autônomos indesejáveis devem ter cuidado com o que desejam. Os economistas concordam que as corporações não podem suportar os verdadeiros custos da tributação. Elas são apenas um dos agentes de uma vasta rede de clientes, fornecedores, investidores e funcionários. O assalto fiscal mundial às corporações é um ataque ao capital privado. E esse assalto não é, necessariamente, limitado às corporações; elas são apenas os alvos mais proeminentes. As técnicas aplicadas pelo G20 às empresas também podem ser aplicadas aos indivíduos.

O G20, liderado pelos Estados Unidos e atuando por meio de agentes do FMI e da OECD, está no caminho quase perfeito de coleta e compartilhamento de informações. Quando esses dados são processados com os computadores mais poderosos, usando algoritmos avançados de mineração de dados, o resultado é um salto quântico na capacidade do governo de extrair riqueza do setor privado – corporativo e individual. As exigências de manutenção da dívida soberana aceleram esse processo. A prodigalidade da despesa pública impulsiona as taxas de imposto por meio de uma alavanca de despesas mais altas, taxas mais altas, coleções mais altas, mais execução e mais dívidas até o colapso.

A tributação mundial já está aqui, levemente velada. Logo, o véu cairá e a extração de riqueza começará. Não haverá lugar para se esconder, e não há maneira de parar a máquina.

ORDEM MUNDIAL

A Nova Ordem Mundial não é nova. As civilizações criaram modos de organização mundial por milênios porque a alternativa à ordem é o caos. A ordem raramente inclui liberdade ou justiça. A ordem, sobretudo, acaba com a desordem e atenua a violência. É assim que a ordem consegue legitimidade. A próxima ordem mundial está surgindo.

O que é novo é que a ordem mundial já não está mais circunscrita a um “mundo” definido, como nos impérios romano ou chinês. A próxima ordem mundial abrangerá todo o globo e todas as suas civilizações de uma vez.

A ordem mundial romana compreendia a Europa ao sul do Danúbio e a oeste do Reno, e a maior parte da Turquia moderna, do norte da África e do Levante. Baseava-se na conquista, no dever cívico, no serviço militar e no culto superficial aos deuses aprovados pelo Estado. Como qualquer outra ordem mundial, Roma tinha uma burocracia especializada e uma arrecadação de impostos eficiente. Roma, geralmente, considerava desnecessário destruir o que conquistava. Se os reinos e culturas na periferia de Roma estivessem dispostos a se submeter à ordem romana, eles eram livres para manter a maioria dos costumes e religiões locais. Os tratados de amizade e comércio propostos pelas embaixadas romanas, envolvendo tributo, paz e direitos comerciais exclusivos, eram suficientes para manter as legiões romanas à distância. Era uma abordagem *carrot-and-stick* (cenoura e bastão, em tradução brasileira). O comércio era a cenoura, e as legiões eram a vara. Essa ordem mundial foi a maior exportação de Roma.

A queda de Roma foi seguida na Europa Ocidental pela Idade das Trevas, durante a qual a instituição unificadora da civilização foi a Igreja Católica. No entanto, o alcance da Igreja foi atenuado e ficou aquém

de uma ordem mundial. O surgimento do império de Carlos Magno, no século IX d.C., chamado Renascimento Carolíngio, foi uma nova ordem mundial parcialmente bem-sucedida. Carlos Magno uniu a força militar à religião, com maior ênfase na educação, na alfabetização e na reforma monetária, para conseguir uma ordem unificada que incluísse a metade ocidental do antigo Império Romano e os territórios no norte e no centro da Europa, que nunca haviam sido condenados por Roma. Essa nova ordem mundial teve um curto sucesso, após a morte de Carlos Magno, em 814, mas durou menos de setenta e cinco anos antes de se desintegrar em uma nova desordem.

Após o fim desse primeiro renascimento, a Europa continuou como um remendo dos reinos feudais e dos Estados principescos até o Renascimento dos séculos XIV a XVI. O Sacro Império Romano foi, em grande parte, apenas uma fachada, exceto pelo meio século, de 1506 a 1556, quando as coroas de Borgonha, Habsburgo e do Sacro Império Romano foram unificadas por novas conquistas durante o reinado de Carlos V.

O legado de Carlos V não se mostrou mais durável do que o de Carlos Magno. O imperador abdicou de seus tronos. Seus domínios se tornaram reinos separados. Agora, a guerra tradicional sobre a terra, os títulos e riquezas tinha o elemento adicional de profunda divisão religiosa entre príncipes católicos e aqueles que apoiavam os cultos protestantes.

As guerras religiosas do final do século XVI culminaram na Guerra dos Trinta Anos, no início do século XVII. De 1618 a 1648, a Europa devorou-se em sua primeira demonstração de guerra geral desde a antiguidade. Populações morreram de fome e foram massacradas, e as cidades destruídas de formas não vistas desde os tempos pagãos. O que acabou com tal desolação foi a chamada Paz de Vestfália, da qual emergiu o moderno sistema estatal de soberania e diplomacia que tivemos desde então.

Sob o sistema vestefaliano, os Estados passaram a existir dentro de fronteiras reconhecidas. A soberania de cada Estado foi reconhecida

pelos outros. Princípios de não interferência foram acordados. As diferenças religiosas entre os Estados foram toleradas. Os Estados poderiam ser monarquias ou repúblicas. O interesse do Estado permanente, ou a razão de ser, era o princípio organizador das relações internacionais. A guerra não foi eliminada, mas foi mitigada pela diplomacia e a política de equilíbrio de poder. O objetivo do equilíbrio de poder era evitar que um Estado se tornasse tão poderoso que pudesse conquistar outros e destruir a ordem mundial.

Ao longo dos séculos XVIII e XIX, a França foi a ameaça contra a qual o equilíbrio de poder foi mantido. No final do século XIX e início do século XX, a Alemanha e a Rússia se tornaram as principais ameaças. A Grã-Bretanha e, mais tarde, os Estados Unidos serviram como o primeiro principal contrapeso à França, e depois ao poder alemão e russo.

O sistema vestefaliano desmoronou absolutamente nos horrores da Primeira e Segunda Guerras Mundiais. O período entreguerras, 1919-1939, foi palco de esforços para construir uma outra ordem mundial baseada em organizações multilaterais, como a Liga das Nações. Esses esforços fracassaram devido ao legado de um vingativo Tratado de Versalhes, de 1919. Esse tratado tornou a Alemanha revanchista e a vingança inevitável.

Após a Segunda Guerra Mundial, surgiu outra ordem mundial: o mundo bipolar da hegemonia dos EUA e da Rússia sobre seus respectivos impérios. Os Estados Unidos agiram por meio de alianças como a OTAN, apoiada por ouro, armas nucleares e poder marítimo. A Rússia atuou por meio de um império terrestre, a União das Repúblicas Socialistas Soviéticas e os Estados representativos, incluindo Cuba, Coreia do Norte e Vietnã do Norte.

Esse condomínio do pós-guerra incluía elementos do sistema vestefaliano, tais como o Estado, a soberania e a diplomacia, agora complementados por versões mais robustas das instituições multilaterais fracassadas do período entreguerras. As Nações Unidas, o Fundo Monetário Internacional, o Banco Mundial e, mais tarde, o G20 eram uma

nova meta estrutura multilateral imposta ao sistema estatal para manter a paz, promover o crescimento e suscitar a estabilidade monetária.

Essa visão é intencionalmente ocidental. Em outros lugares, os mongóis, a China e o Islã desenvolveram suas próprias ordens mundiais. O Império Mongol, que, em seu auge, incluiu a China, durou através dos séculos XIII e XIV. Os mongóis acumularam o maior império contínuo antes de se dissolverem em canatos menores e culturas locais. A ordem mundial da China baseava-se na divindade do imperador e numa cultura fechada, que excluía a influência estrangeira, tida como bárbara. Os califados islâmicos baseavam-se na submissão à vontade de Alá, revelada pelo profeta Maomé e registrada no Alcorão. Ao contrário da China, o Islã não se isolou do mundo; ele conquistou o mundo com grande sucesso. No oitavo século, o Califado Omíada se estendeu da Espanha ao Rio Indo, enquanto o próprio Islã, eventualmente, espalhava-se para mais longe, desde a África Oriental até a Indonésia e além.

Apesar da longevidade e do alcance geográfico da China e do Islã, essas ordens mundiais não sobreviveram além do início do século XX, devido ao atraso tecnológico, ao imperialismo ocidental e ao advento da guerra total. O último grande califado islâmico, o Império Otomano, finalmente entrou em colapso em 1922, após a Primeira Guerra Mundial. Os restos otomanos foram esculpido por diplomatas europeus, primeiro pelo acordo secreto Sykes-Picot, de 1916, e depois pelo Tratado de Versalhes, de 1919. A ordem imperial chinesa entrou em colapso em 1912 com a queda da dinastia Qing, seguida por uma república falida, despotismo, a invasão japonesa e a revolução comunista. Sem alternativas robustas para enfrentar o Ocidente, China e Islã tornaram-se insignificantes para o novo mundo bipolar vestefaliano que surgiu depois de 1945. Pela primeira vez na história, existia uma ordem mundial que abrangia o globo.

Henry Kissinger oferece uma brilhante visão geral desse processo em seu livro *Ordem Mundial*. A varredura de Kissinger é tão extensa que se pode dizer que ele identificou um impulso em direção à ordem que permeia as relações internacionais e que se opõe à desordem da

guerra e à devastação, causadas por figuras como Napoleão e Hitler. Em termos mais simples, conquistadores causam desordem enquanto as pessoas e a maioria dos governantes preferem a ordem. O antípoda à desordem é a ordem, de alguma forma, seja em um império, como o romano ou o carolíngio, ou no sistema de estado de Vestfália.

A ordem não pressupõe a democracia. A ordem é uma condição compatível com diversos sistemas de valores. A democracia e a liberdade são desejáveis e se combinam bem com os modos econômicos capitalistas. No entanto, esses valores não são universalmente valorizados. Curiosamente, as ordens mundiais fracassadas da China e do Islã ressurgiram no século XXI. A primeira, como uma burocracia comunista centralizada, e a segunda de forma radical, como um reino descentralizado de terror. Nem a China nem o Islã promovem a democracia ou a liberdade. Os valores liberais terão de abrir caminho no mundo, se puderem, por meio da cultura e da educação, sem necessitar do auxílio de uma nova ordem mundial.

A desordem sempre se manifestou cineticamente. Os custos da desordem são contabilizados em morte e destruição. Desde a substituição do bronze pelo aço, da invenção da vela e do estribo e da substituição da espada pelas armas, uma constante na luta entre ordem e desordem foi a sua manifestação de maneira física. A riqueza, um complemento essencial para a guerra, também sempre existiu em forma física, como metais preciosos, joias, obras de arte, gado ou posse de terra.

No entanto, as disputas entre os Estados e os atores não estatais se dão, cada vez mais, nos reinos digitais. Os exemplos óbvios são sistemas de computador hackeados por cyberbrigadas estatais e por gangues criminosas. A distinção entre os cyberguerreiros recrutados pelos estados e os criminosos pode parecer, propositalmente tênue, com o objetivo de impedir a retaliações. A negação de serviço distribuído é o modo de ataque mais suave. Mais graves são as tomadas de controle de barragens e redes elétricas, que podem causar inundações e apagões com o toque de uma tecla.

Ameaças ainda maiores são os vírus que atacam sistemas em hibernação. Eles podem ser escondidos em sistemas operacionais de bolsas de valores, aguardando a ativação, como parte de um ataque maior. Tais vírus também funcionam para dissuadir nações que estão infectadas a realizar um ataque. Um desses vírus, plantado pela inteligência militar russa, foi descoberto dentro do sistema operacional do mercado de ações da NASDAQ, em 2010. O vírus foi desativado, mas ninguém sabe quantos vírus digitais desconhecidos estão à espera.

Os vírus podem apagar contas de clientes sem deixar rastro. Usados ofensivamente, eles podem criar uma inundação descontrolada de ordens de venda das ações de grande porte, como as da Apple ou da Amazon.

A doutrina militar apela aos ataques para se juntar aos multiplicadores de força. Um atacante vai esperar pelo dia em que as ações já estejam abaixo de 5%, estabelecer 900 pontos no Dow Jones Industrial Average e, em seguida, lançar um ataque para ampliar o *momentum* da queda. O resultado pode ser um declínio da Dow de 5 mil pontos e um fechamento de emergência da Bolsa de Valores de Nova York. Essa quase instantânea perda de riqueza causa mais dano à moral cívica do que um bombardeio convencional.

As ameaças digitais não acabaram com a violência física. Os recentes acontecimentos na Ucrânia, na Síria e na Líbia mostram que a destruição física e a terrível violência permanecem como meios para alcançar objetivos políticos ou religiosos. A recomendação de Kissinger para utilização da diplomacia e somente raramente recorrer à guerra, se necessário, ainda é relevante.

No entanto, a guerra virtual, especialmente no espaço financeiro, passou da fantasia à sofisticada realidade numa velocidade impressionante.

Quais são as perspectivas de ordem e desordem, guerra e paz, numa era digital?

Na visão da elite, a nova realidade exige uma nova ordem mundial

pós-soberana e pós-nacional. Essa ordem considera a soberania e o equilíbrio de poder – o clássico quadro vestefaliano – como obsoletos. À medida que a nova ordem mundial surge, novos arranjos financeiros e novas estruturas governamentais são necessários para apoiá-la. Essa nova ordem mundial oferece uma estrutura dentro da qual o dinheiro mundial e a tributação mundial podem ser implementados.

As mudanças climáticas são uma onda conveniente para as elites surfarem em busca de implementar uma nova ordem mundial. Debater a ciência da mudança climática está fora de questão. Há visões acaloradas de ambos os lados; algumas ciências são estabelecidas, algumas não. As elites globais tratam o debate como resolvido para mascarar um projeto maior. Para as elites, um problema global, uma vez definido, evoca uma solução global. A mudança climática é a plataforma perfeita para a implementação de uma pauta oculta do dinheiro mundial e da tributação mundial.

As iniciativas para combater as mudanças climáticas estão centradas nas Nações Unidas, em especial, na Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre as Mudanças Climáticas e em seus protocolos. Tomadas isoladamente, as mudanças climáticas parecem ter pouco a ver com o dinheiro mundial, mas, na verdade, os dois estão intimamente ligados na nova ordem mundial.

Todo o comunicado da cúpula de líderes do G20, desde a série iniciada em novembro de 2008, faz referência às mudanças climáticas. Todas as reuniões semestrais do FMI e as numerosas declarações do Diretor-Geral do FMI referem-se às alterações climáticas e à necessidade de abordá-las num contexto global.

As Nações Unidas lançaram um projeto para capturar o sistema financeiro e redirecionar o capital para o que define como desenvolvimento sustentável. Em outubro de 2015, a ONU publicou um relatório de 112 páginas intitulado “O Sistema Financeiro de que Precisamos”. Uma das recomendações do relatório são conselhos para “Dominar o Balanço Geral Público”.

Em 25 de abril de 2016, o conselheiro de projetos da ONU, Andrew Sheng, desnudou o plano mundial da elite com um artigo, em que foi o coautor, intitulado “Como financiar a retomada econômica global”. O artigo afirma:

O investimento em bens públicos globais – ou seja, a infraestrutura necessária para atender às necessidades do mundo em desenvolvimento e para mitigar as mudanças climáticas – poderia estimular a retomada da economia global. Estima-se que serão necessários US\$6 trilhões anuais em investimentos em infraestrutura pelos próximos 15 anos apenas para enfrentar o aquecimento global...

Com os Estados Unidos, o emissor da moeda de reserva mais importante do mundo, não dispostos ou incapazes de fornecer a liquidez necessária para fechar a lacuna de investimento em infraestrutura, uma nova moeda de reserva suplementar deve ser instituída – cujo emissor precise enfrentar o dilema de Triffin. Isso deixa apenas uma opção: o Direito de Saque Especial do Fundo Monetário Internacional...

Uma expansão complementar do papel do SDR na nova arquitetura financeira global, voltada para tornar o mecanismo de transmissão da política monetária mais efetivos, pode ser alcançada sem maiores desacordos. Isso ocorre porque, conceitualmente, um aumento dos SDR equivale a um aumento no balanço do banco central mundial (flexibilização quantitativa).

Considere um cenário no qual os bancos centrais integrados aumentam sua alocação de SDR no FMI em, por exemplo, US\$1 trilhão. Uma alavancagem cinco vezes maior permitiria ao FMI aumentar, quer os empréstimos aos países-membros, quer os investimentos em infraestrutura por meio de bancos multilaterais de desenvolvimento, em, pelo menos, US\$5 trilhões. Além disso, os bancos multilaterais de desenvolvimento poderiam alavancar seu capital por meio de empréstimos nos mercados de capitais...

O FMI e os principais bancos centrais devem tirar proveito desse conhecimento recém-adquirido e proporcionar capital e liquidez contra empréstimos de longo prazo para investimentos em infraestrutura...

As ligações entre as alterações climáticas, os SDR, o FMI, o Ban-

co Mundial e a necessidade de coordenação global não poderiam ser mais explícitas.

A transição para essa nova ordem mundial, baseada na riqueza digital e no dinheiro mundial, ao contrário da soberania de Vestfália, é um território desconhecido. Estados importantes, como a Rússia e Irã, são ativamente hostis com o Ocidente. As tensões estão aumentando entre os Estados Unidos e a China. Estados mal-intencionados, como a Coreia do Norte, e Estados falidos, como a Venezuela, são exceções ao plano da elite.

A dominação do dólar digital dos EUA possibilita uma hegemonia inaceitável dos EUA sob a perspectiva dessas nações conflituosas e desonestas. Lideradas pela China, as economias emergentes estão construindo sistemas de pagamentos digitais alternativos para evitar a dependência dos Estados Unidos. Elas também estão adquirindo a posse física de milhares de toneladas de ouro – um ativo não digital que os Estados Unidos não podem *hackear* ou congelar. Essas acumulações de ouro rivais correspondem, hoje, a menos de 10 mil toneladas; ainda não são páreo para as 22 mil toneladas de ouro detidas coletivamente pelos Estados Unidos, Europa e o FMI. Porém, o ouro continuará seu movimento do oeste ao leste nos anos futuros para igualar a balança.

Um mundo financeiro bipolar pode surgir, no qual Ásia, África e América do Sul, lideradas pela China e pela Rússia, apoiadas pelo Irã e pela Turquia, utilizem um sistema de pagamentos digitais, enquanto os Estados Unidos, a Europa e os antigos países da Comunidade das Nações usam outro. Cada sistema será apoiado por cerca de 20 mil toneladas de ouro, um inquietante eco das disputas pela paridade de mísseis na Guerra Fria e até das antigas disputas pelo equilíbrio de poder.

No entanto, esse não é o cenário mais provável, devido ao seu potencial para a desordem. Os chineses querem juntar-se ao clube Ocidental em condições de igualdade, e não destruí-lo. Um cenário mais provável é a aplicação de uma técnica chamada de doutrina do choque. Os Estados Unidos, envolvidos no próximo pânico financeiro, já que

não são capazes de defender a posição privilegiada do dólar, irão rapidamente recorrer a um FMI reformulado com maior participação da China. Esse novo FMI, sob a direção do G20, trará novamente a liquidez a um mundo em pânico, com a impressão maciça de SDR. Prioridades para as mudanças climáticas serão rapidamente aplicadas. Esquemas tributários globais serão impostos para financiar as infraestruturas que solucionarão a mudança climática. O compartilhamento de informações e a cooperação global deixarão as corporações e os indivíduos ricos sem abrigo. A ação coordenada sob a forma de extração de riqueza global deslocará a antiga prática da concorrência econômica soberana. As elites de poder globais dividirão os espólios.

A pauta das elites está resolvida. As elites agora aguardam um novo choque.

A DOCTRINA DE CHOQUE

O livro de 2007 de Naomi Klein, *A Doutrina do Choque*, popularizou uma técnica que as elites usam para promover pautas ocultas. As elites formulam planos para a ordem mundial que elas desejam ver. Elas esperam por um choque exógeno, um desastre natural ou uma crise financeira, e usam o medo criado pelo choque para desenvolver a sua visão. A nova política é apresentada para mitigar o medo e é uma forma de seguir com o plano para a ordem mundial. A ideia é simples, mas aplicar a doutrina do choque envolve décadas de persistente esforço. Os choques vêm de maneira aleatória, mas o plano da elite nunca desaparece.

Klein revelou esse processo sob a perspectiva de alguém de fora. Ainda assim, o principal homem de dentro, o primeiro chefe de gabinete do presidente Obama, Rahm Emanuel, reconheceu a doutrina do choque quando disse: “Não se deve desperdiçar uma crise profunda”. Isso foi uma reação ao pânico financeiro de 2008.

O presidente Obama e Emanuel utilizaram a crise de 2008 para impor um “estimulante” pacote de gastos de US\$813 bilhões, assinado em forma de lei em 17 de fevereiro de 2009. Esse foi um exemplo típico da doutrina do choque. O programa não forneceu estímulo; a recuperação desde 2009 é a mais fraca na história dos Estados Unidos. O programa de gastos forneceu um pacote de guloseimas para os favorecidos, incluindo professores, sindicatos e funcionários públicos. Esses favorecidos haviam esperado oito anos, a duração da administração Bush, pelas suas doações. Quando se trata da doutrina do choque, a paciência paga.

Outro exemplo altamente importante da doutrina do choque foi a promulgação da USA Patriot Act (Lei Patriota dos EUA, em tradução livre), em 26 de outubro de 2001, na sequência dos ataques de 11 de

setembro. O Patriot Act continha melhorias necessárias no compartilhamento de informações entre o FBI, a CIA e grandes júris. Algum afrouxamento no padrão de vigilância era crucial naquela época.

Ainda assim, a Patriot Act foi também a codificação de uma lista de desejos de vigilância estadual que se infiltra na superfície política por algum tempo. As disposições da Patriot Act promovidas pelo Tesouro dos EUA para bloquear fusões bancárias e exigir confiscos de ativos tinham menos a ver com a Al-Qaeda e mais a ver com a constante guerra do Tesouro ao dinheiro. Essas provisões foram retiradas da prateleira onde o Tesouro mantém a sua lista de desejos e adicionadas aos poderes expandidos relativos à Lei. A Patriot Act é, agora, excessivamente ampla e uma ameaça permanente usada para a vigilância estatal de inimigos políticos. Sob a doutrina do choque, tudo o que o Tesouro precisava era de um choque, que o 11 de setembro forneceu.

A nova ordem mundial é feita sob medida para a aplicação da doutrina do choque. Como com todas as aplicações da doutrina do choque, os elementos finais almejados já existem, esperando para se expandirem e se tornarem permanentes em resposta a um novo choque. O FMI é um banco central mundial em tudo, menos no nome. O SDR é dinheiro mundial de uma forma não compreensível para os cidadãos comuns. O G20 é, na verdade, um conselho de administração para esse novo sistema. A eliminação e a criminalização do dinheiro, mesmo quando detido pelas partes inocentes, asseguram que não haja alternativas aos pagamentos digitais. A riqueza virtual pode ser rastreada, tributada e desativada com base no comportamento, conforme definido pelas elites globais. O sistema está pronto para qualquer necessidade de utilizar a doutrina do choque.

A doutrina do choque é uma engrenagem; ela gira em uma direção e, em seguida, trava em um lugar. Ela pode voltar a girar na mesma direção, mas nunca pode ser revertida. Políticas promulgadas sob a doutrina do choque permanecem por muito mais tempo que emergência que as viabilizou. A dinâmica se volta insistentemente para a direção de mais poder estadual, mais impostos e menos liberdade.

A doutrina do choque é a ferramenta ideal para aquilo que o filósofo Karl Popper chamou de engenharia fragmentada. George Soros é o principal campeão de Popper nos dias atuais. O principal instrumento de Soros para a engenharia social, a *Open Society Foundations* (Fundação da Sociedade Aberta, em tradução livre), é nomeado em homenagem ao livro mais conhecido de Popper, *A Sociedade Aberta e seus Inimigos*.

As elites estão cientes de que suas opiniões não são amplamente aceitas nas sociedades democráticas. As elites sabem que seus programas devem ser implementados em pequenos estágios ao longo de décadas para se evitar um retrocesso. A doutrina do choque é a pontuação para um, caso contrário, sentimento antielite. Quando os choques ocorrem, as elites se movem imediatamente para implementar uma nova etapa do seu programa. A tarefa crítica é agir rapidamente antes que o choque desapareça. A engrenagem garante que ganhos da elite não sejam entregues logo. O processo entra em remissão até o próximo choque.

Portanto, a verdadeira tipologia da elite global é: uma estrutura de esferas flutuantes intersetoriais. Cursos de comunicação por meio de conferências e superporta-aviões que canalizam conceitos entre as esferas. O conteúdo vem dos intelectuais públicos. Sua cola é o ideário comum. Sua força é a paciência. Seu método é a engenharia social fragmentada. Seu bisturi é a doutrina do choque. Seu sucesso final é assegurado pela engrenagem. Tudo isso é empregado na obediência à mesma pauta: um dinheiro, um mundo, uma ordem.

CAPÍTULO 3

A CIDADE DESERTA DA MENTE

Keynes me perguntou o que eu estava aconselhando aos meus clientes.

“A se isolar o máximo possível da crise que se aproxima e a evitar os mercados”, eu respondi.

Keynes deu uma opinião contrária: “Não teremos mais colapsos no nosso tempo”. E insistiu... “E de onde vem o colapso, seja como for?”.

“O colapso virá da lacuna entre as aparências e a realidade. Eu nunca vi uma tempestade tão forte como a que se aproxima”, eu disse.

Conversa de 1927, com Keynes, narrada por Felix Somary em *The Raven of Zurich* (1986)

NENHUMA CHAVE DESTRAVA OS MISTÉRIOS DOS MERCADOS DE CAPITAIS COM MAIS facilidade do que a teoria da complexidade. Essa teoria data formalmente dos anos 60, mas a observação das dinâmicas complexas é tão antiga quanto a humanidade. Um astrônomo do passado, percebendo uma supernova no céu noturno, pode observar a complexidade em ação. Nunca a complexidade foi mais urgentemente utilizada do que em Los Alamos, no Novo México, em meados da década de 1940.

LOS ALAMOS

A viagem de carro do centro de Santa Fé para o Laboratório Nacional de Los Alamos é bela e desolada. A estrada serpenteia pelo deserto com uma ligeira inclinação devido à diferença de elevação entre o laboratório e a cidade. Hoje, a faixa dupla foi melhorada, e nem se compara às perigosas e sujas estradas de terra atravessadas pelos primeiros cientistas de Los Alamos, que trabalharam no Projeto Manhattan, no final de 1942. O país adjacente é recheado de planaltos e cânions, com deserto cor-de-rosa em cima e cantos escuros embaixo.

O que é estranho sobre a viagem é a escassez de viajantes, automóveis, reboques com barcos e dos típicos colegas de viagem nas estradas dos Estados Unidos. Após certo momento, a estrada vai para um único local – para o próprio laboratório –, e não há razão para estar nessa estrada a menos que você esteja autorizado a entrar em um dos lugares mais seguros do planeta.

O Laboratório Nacional de Los Alamos, LANL, é um entre os dezessete laboratórios nacionais especialmente concebidos que realizam as pesquisas mais avançadas em nanotecnologia, materiais, supercomputação, magnetismo, energia renovável e ciência pura. Los Alamos é um dos únicos três laboratórios nacionais que se especializam em armas nucleares, junto com o Sandia, em Albuquerque, Novo México, e Lawrence Livermore, em Livermore, Califórnia.

O trabalho dos laboratórios nacionais é complementado por uma rede de laboratórios privados, em sua maioria, associados a universidades de elite que realizam pesquisas confidenciais sob contratos governamentais e operam sob os mesmos protocolos rigorosos de segurança. Esses protocolos incluem perímetros de segurança, acesso restrito e autorizações secretas de segurança para aqueles com acesso às in-

formações mais sensíveis. O mais conhecido desses laboratórios privados é o Laboratório de Física Aplicada da Johns Hopkins University. O Laboratório de Propulsão a Jato, perto de Los Angeles, é um modelo híbrido público-privado financiado pela NASA e gerenciado pelo Instituto de Tecnologia da Califórnia.

Juntos, esses laboratórios privados e públicos compõem um arquipélago de pesquisas que se estende de costa a costa, mantendo os Estados Unidos à frente dos russos, chineses e de outros rivais nos sistemas essenciais para a defesa, espaço e a segurança nacional. Nas questões mundias, eles colocam os EUA em vantagem total.

O LANL é a “joia da coroa” nessa constelação. Não é o mais antigo, ainda que nessas décadas desde a sua criação venha desempenhando as tarefas mais cruciais.

Com início em 1942, o laboratório foi um dos muitos locais do Projeto Manhattan Project que desenvolveram e construíram a bomba atômica, que trouxe um precoce fim para a Segunda Guerra Mundial e salvou, talvez, um milhão de vidas de ambos os lados, Aliados e japoneses.

Nos anos que se seguiram às primeiras bombas atômicas, Los Alamos foi um elemento fundamental na corrida armamentista que se seguiu contra os programas de armas nucleares russos e, mais tarde, chineses.

A tecnologia de fabricação de bombas nucleares avançou rapidamente desde as relativamente brutas armas de fissão, de 1945, para as armas termonucleares projetadas nos anos 1950 e 1960. Essas bombas mais recentes usaram a fissão para causar uma implosão secundária de fusão, liberando muito mais energia e alcançando uma nova ordem de destruição.

Esses avanços na tecnologia e na força destrutiva não constituem os objetivos em si. Eles foram guiados pelas novas doutrinas de combate à guerra nuclear desenvolvidas, pela primeira vez, na RAND Corporation e, mais tarde, expandidas na Universidade de Harvard e

em outras escolas de elite. A doutrina, denominada Destruição Mútua Assegurada, ou MAD, acrônimo da expressão em inglês, foi o produto da teoria dos jogos, em que os participantes basearam suas ações nas reações esperadas de outros participantes que, por sua vez, agiram com base nas reações esperadas do ator inicial, e assim recorrentemente, até que um equilíbrio comportamental fosse alcançado.

O que a RAND Corporation descobriu é que vencer uma corrida armamentista nuclear era destabilizante e, provavelmente, resultaria em uma guerra nuclear. Se os Estados Unidos ou a Rússia construíssem armas nucleares suficientes para destruir o outro em um primeiro ataque, sem chance de uma segunda ofensiva de retaliação por parte da vítima, a motivação do poder superior era desferir o primeiro golpe e vencer a guerra. Esperar até que o adversário alcançasse uma capacidade decisiva de ataque inicial parecia menos atraente do que atacar primeiro.

A solução era cada lado construir *mais* armas. Se um adversário atacasse, um número substancial de armas da vítima sobreviveria ao primeiro ataque. Isso proporcionaria uma capacidade de contra-ataque, o suficiente para destruir o atacante. Guerreiros frios se referiam a esse modelo como “dois escorpiões em uma garrafa”. Qualquer escorpião poderia causar uma picada fatal no outro. A vítima teria apenas força suficiente para reagir ao agressor antes de morrer e, então, ambos morreriam. A esperança era que os líderes nacionais agissem mais racionalmente do que os escorpiões e evitassem atacar primeiro. Um áspero equilíbrio, ou o “equilíbrio do terror”, elaborado nesses primeiros esforços teóricos, prevalece até hoje.

Enquanto os piores dias da corrida armamentista podem estar no passado, a ameaça de uma guerra nuclear não desapareceu. O LANL permanece no centro da tecnologia e testando armas nucleares.

O laboratório é um dos locais mais seguros do planeta. Ele fica no topo de um planalto com um penhasco de cerca de cento e cinquenta metros, envolto por múltiplos perímetros de segurança. O espaço aéreo é restrito, embora haja uma pista de pouso nas proximidades para

voos aprovados. Aqueles que chegam de carro devem passar por postos militares de controle e mostrar os crachás apropriados indicando o certificado de segurança ou o status de trabalhador ou de morador pré-selecionado. Um intruso que tenta chegar a pé teria que atravessar quilômetros de deserto, descer pelos cânions em torno do planalto, escalar as paredes do planalto e penetrar num perímetro seguro. Os sensores infravermelhos de movimento e ruído e uma equipe de segurança fortemente armada garantem que nenhum visitante indesejado avance.

Em 8 de abril de 2009, eu estava em uma van do governo dos EUA com físicos e especialistas em segurança nacional convidados para receber instruções confidenciais sobre as novas iniciativas no LANL. O laboratório e a cidade governamental ao redor dele tornavam-se visíveis à distância à medida que nos aproximávamos da estrada de acesso vinda de Santa Fé. O calor do deserto lhe proporcionava um visual cintilante. A cidade se destacava pelo seu isolamento. Naquele dia, meus companheiros e eu não estávamos visitando Los Alamos para estudar armas nucleares. Em vez disso, buscávamos soluções para o dilema do colapso financeiro sistêmico.

CAPITAL E COMPLEXIDADE

As dinâmicas dos sistemas de uma reação atômica em cadeia e de uma fusão do mercado de ações são semelhantes. Cada uma exemplifica a complexidade em ação. Há um caminho direto de Los Alamos para Wall Street. Poucos têm percorrido esse caminho, como evidenciado pela dominação continuada de modelos de equilíbrio obsoletos na formulação de políticas do banco central e no gerenciamento privado do risco.

A teoria da complexidade moderna começou em 1960, com o trabalho de Edward Lorenz, matemático e meteorologista do MIT. Lorenz estava modelando fluxos atmosféricos e descobriu que mudanças minuciosas nas condições iniciais resultaram em desfechos muito diferentes na vazão. Em um artigo inspirador, de 1963, Lorenz descreveu seus resultados:

Dois estados que, inicialmente, se diferem em quantidades imperceptíveis podem, ao final, evoluir para dois estados consideravelmente diferentes. Se, então, houver qualquer erro ao observar o estado atual – e em qualquer sistema real tais erros parecem inevitáveis –, uma previsão aceitável de um estado instantâneo no futuro distante pode muito bem ser impossível... a adivinhação de um futuro suficientemente distante é impossível por qualquer método [conhecido], a menos que as condições presentes sejam conhecidas com exatidão. Tendo em conta a inevitável inexatidão e insuficiência de... observações, uma previsão exata de longo alcance parece ser inexistente.

Lorenz estava escrevendo sobre a atmosfera, mas suas conclusões se aplicam amplamente aos sistemas complexos. A pesquisa de Lorenz é a fonte de explicação do famoso efeito borboleta, no qual um furacão é causado pelas asas da borboleta batendo a milhares de milhas de dis-

tância. O efeito borboleta é uma boa ciência. A dificuldade é que nem todas as borboletas causam um furacão, e nem todos os furacões são causados pelas borboletas. Ainda assim, é útil saber que os furacões surgem inesperadamente por razões imprevisíveis. O mesmo se aplica às fusões do mercado.

Simplesmente porque a origem exata de um *determinado* furacão não é prevista com bastante antecedência, não significa que a probabilidade dos furacões atingirem Miami deva ser seguramente ignorada. Furacões em Miami são uma certeza próxima; as precauções são sempre necessárias. Da mesma forma, o fato de que determinados pânico de mercado não podem ser previstos mesmo no dia em que ocorrem, não significa que fortes impressões sobre a magnitude e a frequência dos pânico não possam ser calculadas. Elas podem. Os reguladores que ignoram esses *insights* ignoram os avisos de furacões enquanto residem em bangalôs de baixa altitude, prestes a serem inundados.

A complexidade e o campo relacionado da teoria do caos são duas áreas das ciências mais amplas da matemática não linear e da análise crítica dos sistemas estatais. Los Alamos está na vanguarda desses campos desde o seu início. Os importantes avanços nos anos 1970 foram computacionais e construídos sobre antigos trabalhos teóricos das décadas de 1940 e 1950, por figuras icônicas como John von Neumann e Stanislaw Ulam.

As construções teóricas foram dominadas pelo forte poder de computação para simular fenômenos, como a turbulência hidrodinâmica. Ver um riacho de fluxo rápido ao pôr do sol é uma experiência estética; os poetas tentam capturar sua beleza poética. Ainda assim, um esforço para escrever equações que modelam precisamente o fluxo e o refluxo, as voltas e reviravoltas de cada molécula de H_2O no fluxo, não apenas em um ponto no tempo, mas dinamicamente, através do tempo, constitui um desafio. Descrever matematicamente um escoamento turbulento de água é um dos mais assustadores problemas dos conhecidos sistemas dinâmicos. Los Alamos decidiu resolver precisamente esses tipos de desafios.

O número de sistemas complexos mais bem compreendidos usando modelos não lineares e de estado crítico é vasto. Clima, biologia, erupções solares, incêndios florestais, engarrafamentos e outros comportamentos naturais e provocados pelo homem podem ser descritos usando a teoria da complexidade. A observação de Lorenz de que a previsão em longo prazo em sistemas não lineares é impossível, devido a pequenas diferenças nas condições iniciais, não significa que nenhuma informação valiosa possa derivar dos modelos.

A teoria da complexidade aplicada é interdisciplinar. Sistemas complexos têm comportamentos em comum, mas eles têm uma dinâmica própria para cada domínio. Uma equipe para decifrar o segredo da teoria da complexidade aplicada incluiria físicos, matemáticos, modeladores de computadores e experts nos campos a serem abordados. Biólogos, climatologistas, hidrólogos, psicólogos e outros especialistas do domínio trabalham em conjunto com os teóricos da complexidade para modelar sistemas particulares.

Os especialistas financeiros são os novos garotos do pedaço quando se trata desse tipo de ciência de equipe. Minha visita a Los Alamos foi parte de um esforço para preencher a lacuna entre a ciência da complexidade e os mercados de capitais. O LANL desenvolveu um conjunto de ferramentas de métodos matemáticos que poderiam ser aplicadas a vários conjuntos de problemas com modificações específicas para cada um deles. Essas ferramentas foram concebidas como parte da missão central do LANL em armamentos nucleares. Meu papel era aprender a usar essas ferramentas em Wall Street.

Um dos problemas mais importantes abordados no laboratório é a prontidão e a capacidade do arsenal nuclear dos EUA. As armas nucleares são projetadas e construídas para fins específicos. No entanto, mesmo a engenharia mais cuidadosa requer testes para identificar falhas e sugerir melhorias.

As armas convencionais frequentemente falham ao serem detonadas. No entanto, elas podem ser facilmente substituídas conforme a

necessidade, e há poucas restrições práticas na experimentação. Mas a crença por parte de um adversário de que as armas nucleares dos EUA são um fracasso tem consequências muito mais sérias. Se um inimigo achasse que o arsenal nuclear dos EUA não é confiável, ele poderia ser tentado a experimentar um primeiro ataque. Tal crença é altamente desestabilizadora. Os Estados Unidos e o mundo exigem um alto grau de certeza de que as armas nucleares dos EUA funcionarão conforme o esperado para manter o equilíbrio do terror e impedir uma guerra nuclear. A última vez que os Estados Unidos testaram uma arma nuclear por detonação foi em 23 de setembro de 1992, quase um quarto de século atrás. Como os Estados Unidos testam suas armas nucleares, especialmente novos projetos menores, sem detonações?

A solução utilizada pelo LANL é detonar explosivos convencionais dispostos de maneira a simular algumas das dinâmicas de implosão de armas nucleares para testar a nova dinâmica de fusão atômica em níveis subcríticos. São utilizados os chamados testes hidronucleares, com menos de 0,1 tonelada de rendimento. Os projetos também são testados nas simulações computacionais combinando dados de explosões passadas com novos dados de avanços experimentais e teóricos recentes. Essas simulações são executadas nos mais rápidos e poderosos supercomputadores do mundo. Na verdade, as armas nucleares estão sendo detonadas em supercomputadores.

Os modelos utilizados para realizar esses testes estão entre os mais complexos já concebidos. Minha missão era ver como esse poder de modelagem e de computação poderia ser aplicado a outro tipo de explosão – falhas no mercado de ações.

Um ponto de partida para esse trabalho é usar estatísticas bayesianas, baseadas no teorema de Bayes, também conhecido como inferência causal. O teorema de Bayes é mais útil quando os dados são escassos ou um problema é difuso e não está sujeito aos métodos estatísticos ricos em dados convencionais que envolvem regressões e covariância. Os métodos bayesianos são usados na CIA e em outras agências de inteligência para resolver problemas quando a informação é limitada.

Depois de 11 de setembro, a CIA se deparou com o problema de prever o próximo grande ataque terrorista. Houve apenas um desses ataques em solo americano na história. Os analistas de inteligência não tiveram o luxo de esperar dez ataques e trinta mil mortos para procurar um padrão estatístico sólido. Fomos para a guerra com os dados que tínhamos.

O teorema de Bayes permite que você defina uma hipótese (ou inúmeras) como ponto de partida e, depois, preencha os espaços em branco à medida que você avança. O teorema de Bayes era antes chamado de probabilidade inversa, porque ele funciona de trás para frente, com novos dados atualizando uma conclusão preexistente. Os métodos bayesianos não são perfeitos, mas eles podem permitir que um analista faça fortes inferências enquanto os estatísticos convencionais ainda estão esperando por mais dados.

O teorema de Bayes, em uma forma matemática moderna simplificada, afirma:

$$P(A|B) = \frac{P(B|A) P(A)}{P(B)}$$

Onde:

- $P(A)$ é a probabilidade de observar o evento A, sem considerar o evento B.
- $P(B)$ é a probabilidade de observar o evento B, sem considerar o evento A.
- $P(A|B)$ é a probabilidade condicional de observar o evento A, dado que o evento B seja verdadeiro.
- $P(B|A)$ é a probabilidade condicional de observar o evento B, dado que o evento A seja verdadeiro.

Em linguagem simples, a fórmula diz que, atualizando uma compreensão inicial com informações novas e imparciais, você pode melhorar a sua compreensão.

Na forma matemática, Bayes é utilizado para prever a probabilidade do evento A ocorrer. O evento A pode ser qualquer coisa, desde uma reação nuclear em cadeia de estado crítico a um aumento da taxa de juros por um banco central. O lado esquerdo da equação é uma estimativa inicial da probabilidade de um evento ocorrer sozinho, sem considerar outros eventos, com base em uma mistura de dados, história, intuição e inferência. Novas informações vão para o lado direito da equação. A probabilidade das novas informações aparecerem se a estimativa inicial for ou não verdadeira é computada separadamente. Em seguida, a probabilidade da estimativa inicial é atualizada à medida que novas informações chegam. Esse processo é repetido com frequência à medida que novos dados chegam. Com o tempo, a estimativa inicial fica mais forte ou mais fraca. Finalmente, uma estimativa inicial sólida pode ser usada como base para a tomada de decisão na ausência de melhores informações.

A essência do teorema de Bayes é: uma cadeia determinada cadeia de eventos possui memória. Um novo evento não é desconectado dos eventos anteriores, como um rolar dos dados; está condicionado ao evento anterior. Os modelos de Wall Street e do banco central dependem de eventos discretos. Cada vez que uma moeda ou dados são jogados, há uma probabilidade independente, livre da jogada anterior. É assim que os lançamentos de moedas funcionam, mas não é como o mundo real funciona. Uma explosão nuclear não está alheia a uma liberação de nêutron anterior. Um colapso do mercado não independe da criação de crédito anterior. É por isso que a previsão do banco central é péssima e é por isso que os banqueiros nunca enxergam um pânico com antecedência. Os bancos estão usando modelos não Bayesianos obsoletos.

Os modelos Bayesianos que discutimos no LANL foram os mais avançados do mundo. Ainda assim, eles não eram conceitualmente diferentes do Bayes básico. O principal avanço foi a construção de uma cascata de hipóteses separadas, cada uma com sua própria equação de Bayes. A cascata foi estruturada de cima para baixo como uma cachoeira.

Cada hipótese estava contida em sua própria célula. A matriz celular parecia um mosaico quando apresentada graficamente.

A camada superior das células de hipótese incluiu aquelas que são as primeiras em uma sequência, e, geralmente, aquelas com as probabilidades iniciais mais elevadas. Abaixo, estavam outras células, mais tarde na sequência e com menores probabilidades iniciais. Em uma simulação, a camada superior se escoava na forma de dados para as camadas média e inferior. Com base nessa entrada, os níveis mais baixos foram atualizados com novas probabilidades. Alguns caminhos posteriores foram truncados à medida que suas chances atualizadas diminuía. Outros caminhos foram destacados conforme suas chances atualizadas se elevavam.

O mosaico pode conter milhões de células. À medida que as células eram abandonadas ou destacadas, uma imagem surgia, a partir do mosaico não visível no início. Tal surgimento possuía uma qualidade mística, como um furacão emerge no meio do oceano num dia ensolarado, sem motivo aparente. Mesmo assim, era uma ciência difícil. O supercomputador estava detonando uma arma nuclear no espaço digital, mas a Terra não tremia.

A chave para um mosaico de modelo bayesiano sólido é a concepção adequada das células ascendentes que iniciam a reação em cadeia. Se uma célula superior é mal concebida, a produção restante é, em grande parte, inútil. A arte é obter um postulado correto e deixar os prováveis caminhos progredirem a partir daí.

Enquanto eu estava sentado assistindo aos físicos demonstrarem a técnica bayesiana para os testes de armas nucleares, minha mente se voltou para as aplicações nos mercados de capitais. Na verdade, há muitas.

A teoria da complexidade é um ramo da física. O teorema de Bayes é matemática aplicada. A complexidade e Bayes andam de mãos dadas para solucionar os problemas dos mercados de capitais. Os mercados de capitais são sistemas complexos sem igual. Os participantes no mercado devem prever continuamente para otimizar estratégias de

negociação e alocações de ativos. Prever os mercados de capitais pode ser traiçoeiro porque eles não se comportam de acordo com o processo estocástico da cadeia de Markov, amplamente utilizado em Wall Street. Uma cadeia de Markov não tem memória; os mercados de capitais têm. Os mercados de capitais produzem surpresas, não diferentemente do efeito borboleta identificado por Lorenz, em 1960. Desde 2009, eu tenho alcançado resultados superiores usando a complexidade e Bayes para navegar nas águas desconhecidas do risco sistêmico.

Uma simples aplicação do teorema de Bayes pode fornecer *insights* sobre conhecimentos, até então, secretos. Um bom exemplo é o Acordo de Xangai. Ele foi um acordo firmado entre Estados Unidos, China, Japão e zona do euro, à margem da reunião do G20, dos ministros das finanças e dos bancos centrais, em Xangai, em 26 de fevereiro de 2016. Esses quatro membros do G20 constituem dois terços do PIB global e formam, de fato, um G4 dentro do G20.

O problema enfrentado pelo G4 em Xangai era que o crescimento de China e Estados Unidos desacelerava perigosamente e o crescimento global fora enfraquecido por esse abrandamento. As reformas estruturais foram paralisadas por um impasse político. A política fiscal foi condicionada pela dívida, já excessiva. A política monetária era cada vez mais ineficaz, até mesmo contraproducente. Com a reforma estrutural, o estímulo fiscal e a facilidade financeira varridos da mesa, o único canal de estímulo deixado foi o retorno às guerras cambiais.

Um yuan mais barato proporciona uma ascensão temporária para a China, mesmo que ela aconteça às custas de seus parceiros comerciais. A China se desvalorizou unilateralmente em agosto e em dezembro de 2015. Em ambas as vezes, os mercados de ações dos EUA caíram na sequência. O G4 precisava encontrar uma maneira de baratear o yuan sem desestabilizar o mercado de ações dos EUA.

A solução era manter a indexação entre o yuan e o dólar, e, então, desvalorizar o dólar. O yuan fica mais barato em relação ao euro e ao iene, enquanto a indexação yuan-dólar permanece inalterada.

Isso significava que o Japão e a Europa sofreriam com uma moeda mais forte e uma desvantagem comercial. É assim que as guerras cambiais funcionam. Para cada vencedor, nesse caso, a China e os Estados Unidos, há perdedores, nesse caso, o Japão e a Europa. Um iene barato havia prevalecido desde 2013, e um euro barato desde 2014. O Japão não conseguiu realizar as reformas estruturais necessárias e, agora, não tinham mais tempo. Uma nova fase de um yuan barato, de um dólar barato, estava prestes a começar. As duas maiores economias do mundo – China e Estados Unidos – precisavam de ajuda. Essa era a essência do Acordo de Xangai.

O desafio para os analistas é que, inicialmente, não havia um pingo de evidência para comprovar o acordo. A reunião do G4 foi realizada em segredo, e nenhum comunicado explícito à imprensa ou outra informação foi compartilhada. Os analistas zombavam da ideia do Acordo de Xangai. Marc Chandler, um notável especialista em câmbio do Brown Brothers Harriman, escrevendo sobre o Acordo, disse: “As teorias da conspiração estão fora de controle”.

O teorema de Bayes permite que um analista se saia melhor do que com as teorias de conspiração. Uma ação geopolítica, como o Acordo de Xangai, com escassos dados rígidos para prová-la, é o tipo de evento que o teorema de Bayes é projetado para validar. O processo é como um detetive resolvendo um crime sem testemunhas. Você recolhe as provas e entrevista os suspeitos até que você tenha um caso sólido.

Como exemplo, considere dez eventos discretos seguidos. Cada evento tem um resultado binário: dois resultados possíveis que tendem a provar ou refutar uma hipótese de partida. Considere os resultados binários como “cara ou coroa”.

Esses eventos de resultado binário têm dois tipos. O primeiro tipo é aleatório. Isso é como jogar uma moeda. Você poderia tirar cara ou coroa com igual probabilidade, mas você nunca sabe de antemão qual será. O resultado de cada lance de moedas independe dos lançamentos anteriores. O segundo tipo depende de uma trajetória. Isso significa

que cada evento depende dos eventos anteriores ou se refere a um único evento determinante.

Se a hipótese do Acordo de Xangai for verdadeira, eventos relevantes seriam dependentes dessa trajetória. As decisões dos bancos centrais seriam todas afetadas pelo acordo secreto. As políticas adotadas não seria um lance aleatório de moeda. Os eventos seriam, ao menos, um pouco afetados pelo acordo.

O próximo passo é analisar as ações dos bancos centrais e considerar quais os resultados que se espera observar se a hipótese do Acordo de Xangai for ou não verdadeira. Se alguém lançar moedas, quais são as probabilidades de dar dez “caras” seguidas? Cada lance de moedas tem 50% de chance de resultar em “cara”, e nenhum lance de moeda é afetado pelo outro. As probabilidades de dez “caras” seguidas são, aproximadamente, uma em um mil. (Matematicamente, isso é expresso como $(1/2)^{10}$. Isso pode ser expresso como: $0,5 \times 0,5 = 0,0009765625 \approx 0,001$.)

Uma chance em mil não é impossível. Se for uma possibilidade diária, ocorre, aproximadamente, uma vez a cada três anos. Ainda assim, as probabilidades contra ela são extremamente altas. Nenhum investidor basearia uma decisão de negócios em uma sequência de dez “caras” seguidas, embora ela não possa ser descartada.

Agora, considere dez eventos críticos que realmente aconteceram entre 26 de fevereiro e 15 de abril de 2016. Cada evento poderia ter resultado binário. Chame de “cara” aqueles que confirmam o Acordo de Xangai, e de “coroa” aqueles que o refutam. Não proceda, por enquanto, ao julgamento sobre se esses eventos são aleatórios ou dependentes de uma trajetória.

Aqui estão os eventos:

- 26 de fevereiro de 2016: antes que a reunião do G20 tivesse terminado, o governador do Fed, Lael Brainard, discursa em Nova York e diz:

“É natural ponderar se a coordenação pode melhorar os resultados... a cooperação pode ser bastante útil”. *Cara*.

- 27 de fevereiro de 2016: na conclusão da reunião do G20, em Xangai, o secretário do Tesouro americano, Jack Lew, diz: “Nós manteremos uns aos outros informados... e evitaremos surpresas de ambos os lados”. *Cara*.

- 27 de fevereiro de 2016: também na reunião do G20, em Xangai, Christine Lagarde, Diretora-Gerente do FMI, diz: “Havia na sala um senso de urgência e um sentido renovados para as ações coletivas”. *Cara*.

- 10 de março de 2016: o Banco Central Europeu endurece as políticas relativas às expectativas anunciando não planejar uma maior flexibilização. *Cara*.

- 15 de março de 2016: o Banco do Japão endurece as políticas relativas às expectativas ao não expandir seu programa de flexibilização quantitativa e qualitativa. *Cara*.

- 16 de março de 2016: o Fed *flexibiliza* as políticas relativas às expectativas ao utilizar um tom apaziguador em sua entrevista coletiva. *Cara*.

- 29 de março de 2016: a presidente do Fed, Janet Yellen, torna explícita sua nova política pacifista com um discurso no Economic Club de Nova York. *Cara*.

- 13 de abril de 2016: Luc Everaert, chefe de missão do FMI no Japão, referindo-se à intervenção do mercado para enfraquecer o iene, diz: “Não há nenhuma boa razão para o Japão intervir nessa questão”. *Cara*.

- 14 de abril de 2016: Christine Lagarde adverte o Japão de que as condições do FMI para intervenção cambial, de modo a enfraquecer o iene não foram atendidas. Lagarde também diz que está “bastante satisfeita” que o Fed tenha adotado uma posição pacifista baseado no “status internacional da economia”. *Cara*.

- 15 de abril de 2016: um funcionário não identificado do Banco

Central Europeu disse à Reuters: “Houve um acordo interno sobre as taxas de câmbio exposto no comunicado do G20”. *Cara*.

Existem dados pontuais adicionais, mas essa lista é suficiente para chegar a conclusões.

O que a sequência acima representa? Alguém jogou as moedas, aleatoriamente, e observou dez “*caras*” na sequência, mesmo com a probabilidade contrária de mil para um? Ou será que se viu exatamente o que seria esperado se o Acordo de Xangai fosse verdade?

É muito provável que essa sequência não seja aleatória, mas dependente de uma trajetória. Esses eventos posteriores dependem de um evento inicial – o Acordo secreto de Xangai.

Significativamente, não era necessário esperar até 15 de abril de 2016, o fim dessa linha de tempo, para chegar a uma conclusão. A hipótese foi formada em 26 de fevereiro com base nos comentários oficiais no encerramento da reunião do G20 e no discurso de Brainard. Dados posteriores validaram a hipótese, mas não foram necessários para criá-la. A hipótese simplesmente ficou mais forte com o passar do tempo, baseada nas probabilidades condicionais.

Ao utilizar o teorema de Bayes, um investidor poderia perseguir estratégias vencedoras – um euro durável, um yen durável, um ouro durável, um dólar baixo – com confiança, enquanto toda Wall Street ainda se lamentaria sobre as “teorias da conspiração”. É uma questão de levar a matemática do Novo México para o mercado.

COMPLEXIDADE

A técnica bayesiana não é uma ciência em si mesma, é uma ferramenta matemática aplicada com sólidas propriedades preditivas. A ciência principal dos mercados de capital é a teoria da complexidade.

Os mercados de capitais são sistemas complexos, mas a complexidade é pouco compreendida em geral e ainda menos utilizada na economia financeira. Desde a crise de liquidez global de 1998, ao colapso da bolha tecnológica, de 2000, até o pânico de 2008, os responsáveis políticos levaram o mundo de um acidente a outro. Sua falha em usar a teoria da complexidade explica o porquê.

Os benefícios da teoria da complexidade são óbvios. Não é difícil de entender. Os investidores devem compreendê-la agora, se quiserem preservar sua riqueza. No próximo pânico, será tarde demais. A solução do ice-nine bloqueará a riqueza e tornará impossível se defender.

Os sistemas complexos existem desde o início dos tempos. A criação do universo no Big Bang, há mais de 13 bilhões de anos, deu início, instantaneamente, às dinâmicas complexas em estrelas, gases, galáxias e, finalmente, planetas. O que é novo é a nossa compreensão da complexidade como uma ciência formal. Essa compreensão foi iniciada pelos experimentos de Lorenz de 1960.

O momento da descoberta de Lorenz não foi uma coincidência. Antes de 1960, o poder de computação em larga escala estava disponível para relativamente poucos cientistas e era aplicado, principalmente, aos problemas tradicionais da física e da investigação operacional. Os computadores pessoais ainda estavam décadas no futuro. No entanto, em 1960, computadores compartilhados estavam disponíveis para pesquisadores dos mais diversos campos, incluindo o campo de Lorenz, a meteorologia.

Sem o poder da computação, os caminhos complexos do sistema dinâmico seriam impossíveis de se observar de forma gráfica. Os seres humanos podiam perceber os resultados de sistemas complexos em tsunamis, incêndios e inundações, mas, ainda assim, eles não podiam perceber a sua dinâmica. Os computadores mudaram isso.

Para entender o que é a complexidade, é útil saber o que não é complexidade. Muitos sistemas são complicados, mas não necessariamente complexos. Um relógio suíço feito à mão é complicado, mas não produz um comportamento altamente inesperado condizente com os sistemas complexos.

Fenômenos cotidianos, tais como o lançar de uma moeda, o rolar dos dados ou o girar de uma roleta, não são fenômenos complexos. Esses processos aleatórios são altamente previsíveis. Você não sabe se o próximo lance de moeda resultará em “cara” ou “coroa”, mas você sabe que se você jogar uma moeda mil vezes, você poderá obter cerca de quinhentas “caras” e quinhentas “coroas”. As probabilidades de obter novecentas “caras” e cem “coroas” são tão infinitesimais que podem ser consideradas praticamente zero.

Além disso, os processos aleatórios, tais como jogar moedas e dados não têm memória. Isso significa que um lance de moeda anterior não tem qualquer impacto sobre o próximo. Alguns jogadores que veem três caras na sequência supõem que as chances são boas, que o próximo lance dará coroa. Isso se chama falácia do apostador, porque se apoia em uma suposição falsa. As probabilidades em cada lance de moedas são sempre cinquenta/cinquenta. É por isso que mil lances produzem cerca de quinhentas “caras” e quinhentas “coroas”, mesmo que pequenas amostras produzam uma sequência ocasional de “caras” ou “coroas”. Quando uma inclinação de curto prazo se desenvolve, você pode ter certeza de que os lançamentos futuros de moedas trarão a distribuição global de volta para cinquenta/cinquenta, um fenômeno conhecido como reversão média.

Sistemas complexos, em contraste, são altamente imprevisíveis.

Um sistema complexo pode produzir resultados inesperados aparentemente do nada. Nos mercados de capitais, fenômenos como as quedas de mercado, pânico e falhas bancárias sequenciais são exemplos da complexidade em ação.

O que é complexidade? Como os investidores podem usar a compreensão da complexidade para preservar a riqueza?

Sistemas complexos estão em toda parte; eles não estão confinados em laboratórios ou estruturas subatômicas. Se você dirigir por uma determinada estrada que está deserta todos os dias, e, em determinado dia, você encontrar um congestionamento, sem nenhuma razão aparente, você encontra a complexidade em ação. Decidir se o seu restaurante favorito estará muito lotado em uma noite de sexta-feira ou se o mercado de ações é uma bolha é um exercício de resolução de problemas complexos. A complexidade é onipresente.

Os sistemas complexos são naturais, artificiais ou a combinação dos dois. Um furacão é um sistema complexo natural. Um mercado de ações é um sistema complexo feito pelo homem. Uma explosão nuclear é uma combinação, porque a complexidade natural dos átomos de urânio é projetada pelos cientistas para o estado supercrítico que libera o poder destrutivo de uma bomba.

A teoria da complexidade começa com duas ferramentas. A primeira é o *agente*. Um agente é simplesmente um ator em um sistema. Um agente pode ser um ser humano, no caso dos mercados de capitais, ou um átomo, no caso de uma bomba. O agente é a unidade irreduzível que gera comportamento por trás da dinâmica complexa.

A segunda ferramenta é o *feedback*. Isso significa que o comportamento inicial produz um resultado que afeta o comportamento subsequente. É por isso que se diz que os sistemas complexos têm memória. Quando os agentes atuam em sistemas complexos, eles observam as ações prévias, que condicionam o que eles farão em seguida. Outro nome para a mesma ideia é *comportamento adaptativo*. Um agente adapta seu próximo passo com base no que aprendeu com os movi-

mentos prévios no sistema.

Os sistemas aleatórios, como lançamentos de moedas e dados ou o girar de roletas, não contêm ciclos de *feedback*. Uma moeda não adapta o seu comportamento. Em sistemas complexos, o comportamento se adapta o tempo todo. A adaptação é a razão pela qual a complexidade produz resultados surpreendentes.

O *feedback* pode ser endógeno ou exógeno. O *feedback endógeno* é interno para um agente, uma questão de aprender com os erros. Um gato que pula em um fogão quente aprende a não fazer isso novamente. O *feedback exógeno* é externo a um agente. Para um operador de ações, é uma questão de observar o comportamento de outros, traduzidos pelos dos preços de mercado. Os mercados podem estar subindo, caindo, ou não, mas observemos esse comportamento antes de fazer o próximo movimento.

Os agentes e o *feedback* são os blocos de construção dos sistemas complexos. O que mais é necessário? Os agentes serem *diferentes* é de grande ajuda. Se os agentes são idênticos, o *feedback* é fraco porque o comportamento de um agente reforça os comportamentos dos outros, em vez de mudá-los. Nos mercados de ações, existem diversos agentes, como touros e ursos, longos e curtos, ricos e pobres, velhos e jovens. A diversidade dos agentes nos mercados de capitais é forte.

Outro requisito é que os agentes se *comuniquem e interajam* de alguma maneira. Os diversos agentes propulsionam comportamentos complexos se eles não conseguem se conectar. Cinquenta homens das cavernas sentados em cinquenta cavernas podem ter visões diversas sobre a melhor maneira de caçar comida. Ainda assim, se não deixam suas cavernas e se comunicam, a diversidade não importa. É somente quando os homens das cavernas deixam suas cavernas, reúnem-se ao redor de uma fogueira e começam a compartilhar ideias que o comportamento complexo emerge.

À medida que diversos agentes interagem, a adaptação começa. Uma vez que os homens das cavernas começam a comparar seus fei-

tos ao redor do fogo, alguns mudam seu método de caça com base no sucesso dos outros. Os homens das cavernas que não se adaptarem poderão morrer de fome. Uma sociedade de caçadores mais eficientes começa a surgir. Essa é uma má notícia para o mastodonte, mas uma boa notícia para os homens das cavernas.

Em vez de homens das cavernas, imagine um grupo muito maior de operadores de ações à caça dos melhores negócios. Eles têm opiniões diversas. Eles se comunicam com a Bloomberg, o Reuters, por e-mail e pela web. A interação é medida em trilhões de dólares de volume de negociações diárias. Se uma carteira está perdendo dinheiro, o conselheiro precisa se adaptar rapidamente. Você aprende com os outros; os outros aprendem com você. Aqueles que não se adaptam perdem clientes ou perdem seus empregos. Eles logo estão fora do jogo. Resumindo, os mercados de capitais exibem, fortemente, todas as características de sistemas complexos.

Esses blocos de construção de sistemas complexos são fáceis de entender. Você precisa de agentes autônomos com qualidades diferentes. Os agentes precisam de canais de comunicação para interagir. A interação produz uma nova informação, que retorna aos agentes. Em seguida, os agentes adaptam seu comportamento para melhorar os resultados no futuro.

Modelos complexos não se assemelham aos modelos estocásticos usados pelos banqueiros centrais. Eles se assemelham ao mundo real.

FEEDBACK

A complexidade nos mercados de capitais pode ser limitada em termos sociais. Existem evidências empíricas que apoiam a visão de que os mercados de capitais são sistemas complexos? Existem experiências repetidas que comprovem o ponto em conformidade com o método científico formal? A resposta para ambas as perguntas é sim.

O comportamento adaptativo surge em muitos sistemas complexos baseados socialmente, tais como mercados, fluxos de tráfego e romance. A fonte de adaptação vem da competição pelos recursos escassos. Se recursos valiosos estão disponíveis em quantidades ilimitadas, não são necessárias estratégias de sobrevivência ou um comportamento adaptativo. Você apenas pega o que você quer ou precisa. A escassez é o que faz com que os indivíduos adotem estratégias para garantir sua participação nas fontes. Esse problema de alocação de recursos escassos é o fundamento da ciência econômica.

Nos mercados de capitais, o recurso limitado é a riqueza. No trânsito, o recurso limitado é uma via rápida ou uma vaga de estacionamento. No romance, o recurso limitado é o companheiro ideal. Ao competir por recursos escassos, você precisa fazer escolhas inteligentes que aumentem suas chances de vencer em um jogo altamente competitivo. Se seus negócios estão perdendo dinheiro, se você não encontra uma vaga de estacionamento ou não consegue um companheiro, vale a pena dar uma olhada a sua volta e verificar o que os vencedores estão fazendo. Esse é um comportamento adaptativo.

Um exemplo é Warren Buffett, um vencedor quando se trata de riqueza. A *Securities Exchange Commission* – SEC (equivalente à Comissão de Valores Mobiliários, no Brasil) exige uma divulgação trimestral da

carteira pela empresa de Buffett, a Berkshire Hathaway. Quando os investidores verificam o que Warren Buffett está fazendo, eles copiam seus negócios na esperança de também se tornarem vencedores.

Esse comportamento resulta na formação de uma *multidão* cujo comportamento reforça o comportamento dos outros na mesma multidão. O problema ao longo do tempo é que a estratégia vencedora fica sobrecarregada e não funciona mais. O primeiro *hipster* a encontrar um bar recém-inaugurado no Brooklyn, com uma ótima música ao vivo, pode desfrutar de alguns finais de semana prazerosos por lá. À medida que a notícia se espalha, o bar lota, e o *hipster* tem que lutar para conseguir uma bebida. A estratégia vencedora de estar em um bar legal torna-se a estratégia perdedora de ficar em pé, apenas. O *hipster* segue em frente à procura de outro bar. O mesmo acontece com Buffett.

Esse comportamento adaptativo exibe *feedback* e memória. Se você se lembrar do bar como descolado e vazio, você voltará. Se você lembrar do bar como lotado e barulhento, você não retornará (embora algumas pessoas gostem de bares lotados e barulhentos).

Para analisar as multidões, os físicos postulam a formação de *antimultidões*. Uma antimultidão atrai os seguidores que fazem o oposto da multidão original. O comportamento de tal antimultidão exibe lotes de memória e *feedback*. O que separa a multidão da antimultidão são as suas expectativas.

Usando o exemplo do bar, ocorre que, em algumas noites, o bar está lotado, e, em outras, há mesas vazias. Você simplesmente não sabe de antemão. Os agentes fazem uma previsão com base nas melhores informações disponíveis. As informações podem incluir as atualizações da mídia social de amigos naquele bar. Informações em tempo real aceleram a função de reação de um agente, mas não a negam.

As pessoas que pensam em ir ao bar, ou os investidores que decidem se comprarão uma determinada ação, caem em três grupos para fins de previsão. A multidão acredita que o futuro será semelhante ao passado. A antimultidão acredita que o futuro não se assemelhará ao

passado. O terceiro grupo não tem uma previsão, mas mentalmente lança uma moeda e age com base no resultado aleatório.

Ter uma previsão de modelo não é garantia de sucesso. A memória pode lhe dizer que o bar estava lotado na semana passada, então você decide ficar em casa neste fim de semana porque você pressupõe que o bar estará lotado novamente. Esse modelo diz que o futuro será semelhante ao passado. Se muitas pessoas utilizarem o mesmo modelo e ficarem em casa, o bar ficará sem aglomeração neste fim de semana. A memória faz você desperdiçar uma agradável noite de música ao vivo.

Por outro lado, a antimultidão lembra que o bar estava muito lotado na semana passada e decide que as pessoas irão para outro lugar na próxima vez. Em seu modelo, o futuro não se assemelha ao passado. Elas decidem tentar o bar novamente no próximo fim de semana. Se tiverem sorte, conseguirão uma boa mesa.

Ainda, se a antimultidão aumentar, o bar pode ficar lotado outra vez. Então, alguns membros da antimultidão podem se juntar à multidão e ficar em casa. O bar poderá ter mesas vazias na próxima vez, e assim por diante.

Em raras ocasiões, o grupo aleatório pode escolher o mesmo curso de ação (como tirar cinco “*caras*” seguidas) e fazer com que os membros da multidão se juntem aos da antimultidão, e vice-versa, à medida que o comportamento adaptativo se afirma. Esse comportamento aleatório é um catalisador para mudanças entre a fidelidade da multidão e da antimultidão – um floco de neve que inicia uma avalanche.

Os cientistas têm realizado experimentos usando essa mesma dinâmica multidão/antimultidão. Um grupo de indivíduos começa com uma preferência no seu modelo de previsão. Por meio da experiência e do *feedback*, eles se *auto-organizam* em multidões, antimultidões e atores aleatórios. A multidão e a antimultidão atraem a grande maioria dos participantes, em números aproximadamente iguais, enquanto os atores aleatórios representam uma pequena minoria. Isso ilustra um dos traços mais poderosos da complexidade: a emergência. Grupos

bem definidos de opositores emergem sem forças ou pré-arranjos a partir de uma massa não diferenciada, por meio *feedback* e da memória.

O comportamento emergente está bem documentado na ciência da complexidade. Intuitivamente, também faz sentido. Um clichê de Wall Street diz: “Para cada comprador, há um vendedor”. Em um mercado em alta, os compradores são a multidão que acredita que o futuro se assemelha ao passado. Os vendedores são a antim multidão que acredita que o futuro será diferente. Com ambos em proporções iguais, os mercados podem funcionar. E quanto à pequena minoria de lançadores de moedas? Seu comportamento individual é aleatório. Eles fazem com que os mercados como um todo sejam aleatórios? Ou eles fazem com que os touros se tornem ursos, e vice-versa, produzindo persistência não aleatória?

Pesquisas realizadas pelos físicos Neil Johnson, Pak Ming Hui e Paul Jefferies, usando dados do mercado financeiro, mostram que o padrão de movimento de preços nos mercados não corresponde ao chamado modelo de caminhada aleatória, que é a base da economia financeira moderna. Em vez disso, o comportamento corresponde ao prognóstico dos teóricos da complexidade, usando princípios de *feedback* e comportamento adaptativo.

O comportamento nos mercados financeiros pode ser dividido em escolhas binárias, expressas como respostas – “ambos/ou” ou “sim/não” – a uma série de perguntas. Você vai negociar ações hoje? Você vai considerar as ações da IBM? Você vai comprar ou vender? Você vai negociar em grande ou pequena escala? E assim por diante. Cada uma dessas perguntas tem uma resposta, sim ou não. No código binário, sim pode ser expresso como o dígito 1. Não pode ser expresso como o dígito 0. As respostas a uma série dessas perguntas podem ser expressas como uma sequência de 1 e 0, como 0011010011. Essas cadeias podem ser codificadas pelo computador e analisadas pelos padrões em grandes conjuntos de dados e longas séries. As respostas são altamente reveladoras sobre como os mercados realmente funcionam.

O modelo de caminhada aleatória, associado ao professor de Princeton, Burton G. Malkiel, diz que essas decisões se assemelham a um bêbado andando pela rua. Cada passo é incerto. Poderia ser para frente ou para trás. O bêbado conhece a si mesmo. Cada passo é aleatório, não afetado pelo anterior. Não há memória, não há *feedback*.

Os modelos de caminhada aleatória multidão/antim multidão devem produzir padrões completamente diferentes de 1 e 0, porque a caminhada aleatória não tem memória, e a multidão tem. Os padrões produzidos por cada modelo são quantificados e suas projeções comparadas aos dados experimentais.

Neil Johnson e outros físicos fazem isso começando com um experimento mental. Imagine o mercado como uma pessoa caminhando de um ponto fixo por um determinado período de tempo. O andarilho pode avançar ou retroceder da mesma forma que o mercado vai para cima ou para baixo. Você quer calcular a distância percorrida. O objetivo é ver se os mercados são uma *caminhada aleatória* ou outra coisa.

Por conveniência, os cientistas dão ao lugar inicial um valor de 10. Cada passo adiante adiciona 1 a essa posição. Cada passo para trás subtrai 1. A partir de um ponto de partida 10, se você deu dois passos para a frente e um para trás, a sua posição final é 11 ($10 + 1 + 1 - 1 = 11$). Esse valor para frente/para trás é a mesma saída binária que as opções do investidor sim/não, descritas acima, e permite a codificação e a análise binária.

Esse padrão de caminhada binário, a partir de uma posição inicial de 10, significa que, após 9 passos, o andarilho estará na posição 19 ($10 + 9 = 19$) ou na posição 1 ($10 - 9 = 1$) ou entre 1 e 19, dependendo do padrão da caminhada.

Por exemplo, se você começar na posição 10 e der 9 passos para frente, você termina na posição 19. A partir dessa posição inicial, a nova posição após cada etapa apresenta esse padrão: 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19. Isso não parece ser aleatório; o caminho parece direcional. Os cientistas chamam isso de padrão altamente *ordenado*.

Para generalizar essa experiência para todos os tipos de caminhadas, os cientistas criam uma medida que descreve a distância como uma função do tempo. Essa função é expressa como ta , em que t é igual ao número de movimentos, a é um expoente e t^a é igual à distância percorrida. Tanto t como t^a podem ser observados empiricamente em experimentos. O expoente a é derivado dos resultados para t e t^a .

Em nosso exemplo ordenado, $t = 9$, o número de movimentos, e $t^a = 9$, porque essa foi a distância percorrida. Portanto, $a = 1$ nesse exemplo; um expoente 1 aplicado a um número é igual a esse número. Nesse caso altamente ordenado, $9 = 9^1$; o número de passos dados é igual à distância total percorrida.

O que acontece quando os passos são verdadeiramente aleatórios? Nesse caso, a distância total percorrida raramente seria igual ao total de passos dados, porque alguns passos seriam para trás, alguns para frente, e eles se anulariam mutuamente. A quantidade de passos dados é maior do que a distância percorrida, o que significa que $t > t^a$. Se isso é verdadeiro, então $a < 1$, porque um expoente fracionário é necessário para que t seja maior que t^a .

Para o andarilho aleatório, muitas sequências são possíveis porque existem inúmeras combinações possíveis de movimento para frente e para trás quando se dá nove passos. Cada passo dado pelo andarilho aleatório é como um jogo de moeda que pode resultar em “cara” ou “coroa”. Para propósitos analíticos, digamos que cara = 1, coroa = 0, e cada 1 é um passo para frente, e cada 0 é um passo atrás para uma posição anterior.

Em um experimento, eu joguei uma moeda nove vezes e obtive a seguinte sequência: 110001001, um total de 4 “caras” e 5 “coroas”. A partir da posição 10, e seguindo a caminhada representada por esses lançamentos de moedas aleatórios, a sequência de posições é: 11 12 11 10 9 10 9 8 9. Nessa caminhada aleatória, o andarilho se moveu 1 posição ($10 - 9 = 1$) em 9 passos. Essa sequência aleatória é mencionada pelos cientistas como *desordenada* porque a sequência não mostra forte persistência em uma ou outra direção.

Se essa experiência fosse repetida 1.000 vezes, o que pode ser facilmente realizado em um computador, a distância média do local de partida produzida pelo passeio aleatório de 9 passos seria de, aproximadamente, 3, que é a raiz quadrada de 9. A distância $3 = t^a$ no nosso modelo. Se $t = 9$ (o total de passos dados) e $t^a \approx 3$ (posições totais movidas como mostrado pelos dados de caminhada randômica), então $a \approx 0,5$. O movimento total na caminhada aleatória de 9 passos é de $3 = 9^{0,5}$.

Numa caminhada altamente *ordenada*, $a = 1$. Numa caminhada aleatória ou desordenada, $a = 0,5$. Mas que tipo de caminhada os mercados reais realizam? Falando formalmente, qual é o valor dos movimentos baseados nos preços atuais do mercado?

Uma característica dos sistemas complexos é que eles *não* são altamente ordenados e nem aleatórios. Os sistemas complexos oscilam entre a ordem e a desordem. Essa oscilação vem dos agentes que decidem largar a multidão e se juntar à antimultidão, ou vice-versa. Um sistema complexo que se inicia com um comportamento aleatório pode se tornar ordenado por meio do *feedback* e do comportamento adaptativo. Da mesma forma, um sistema altamente ordenado pode cair em desordem.

Os sistemas complexos se movem para frente e para trás, exatamente como quando os mercados vão das fases de touro para urso, enquanto o sentimento dos investidores vai do medo à ganância. A adaptação produz padrões mais persistentes do que uma caminhada aleatória, tendendo para a ordem. Ainda assim, o sistema não se torna completamente ordenado por causa da dinâmica da multidão/antimultidão. Em outras palavras, o valor do expoente a em um sistema complexo deve estar entre 0,5 e 1.

Pesquisas empíricas sobre os mercados de ações em todo o mundo através de períodos de tempo estendidos mostram que o valor de a nos mercados reais é de aproximadamente 0,7. Esse resultado empírico pode ficar entre 0,5 e 1, algo entre aleatório e ordenado, exatamente o que a teoria da complexidade prevê. Isso é uma forte evidência de que os mercados de capitais são sistemas complexos.

Não só os mercados de capitais se enquadram numa definição descritiva de sistemas complexos baseados na diversidade, na comunicação, na interação e no comportamento adaptativo, mas as evidências empíricas mostram que o comportamento real nos mercados corresponde a resultados preditivos de um modelo teórico. Isso é ciência em seu auge.

As implicações dessa conclusão são preocupantes. O professor Neil Johnson coloca o assunto de forma crua:

O modelo padrão que a maior parte do mundo das finanças usa para calcular como os mercados se movem não é preciso... os mercados financeiros são Sistemas Complexos e não podem ser descritos com precisão por outra coisa senão pela teoria de Sistemas Complexos. A teoria padrão das finanças pode, portanto, parecer funcionar por um tempo, mas em determinado momento falhará, como em momentos em que fortes movimentos aparecem no mercado como resultado do comportamento da multidão. E isso está longe de ser uma falha pequena, uma vez que são precisamente nesses momentos que seu dinheiro está correndo maior risco.

A compreensão da teoria da complexidade é uma ferramenta poderosa para avaliar o risco nos mercados de capitais. Pode-se perceber como diversos grupos de agentes podem se auto-organizar em multidões ou antimultidões que produzem um mercado razoavelmente estável, mas não aleatório. Há persistência, mas não há ordem completa.

O pânico surge quando a multidão e a antimultidão agem da mesma maneira. Um sistema de mercado totalmente ordenado é aquele em que todos são vendedores e não há compradores. Esse mercado iria instantaneamente entrar em colapso e os preços iriam a zero. Quão provável é isso? Em sistemas naturais complexos, o colapso acontece com alguma frequência.

A Zona Sísmica de New Madrid, no Missouri e seus estados vizinhos, tem estado relativamente estável por mais de duzentos anos. No entan-

to, em 1811-12, o New Madrid produziu quatro dos maiores terremotos registrados na história da América do Norte, com magnitude estimada em 7.0 MW ou mais (MW significa escala de magnitude de momento, sucessor da escala de Richter). Sismólogos preveem que o próximo terremoto de New Madrid poderia ser de magnitude 7.7 MW, quase o mesmo que o terremoto de São Francisco, em 1906. Essas estimativas incluem 86 mil vítimas e dois milhões de pessoas a procura de abrigo. As falhas sísmicas são sistemas complexos; os mercados de ações também são.

O fato de sistemas complexos oscilarem entre a aleatoriedade e a ordem não significa que esses sistemas sejam estáveis ou autoequilibrados. Os sistemas complexos passam por transições de fase, pelo caos e pelo colapso com extrema facilidade. Os tipos de simulações bayesianas conduzidas em Los Alamos ajudam o analista a imaginar uma gama de resultados nos sistemas complexos, incluindo o equivalente financeiro de uma bomba termonuclear.

Os resultados financeiros considerados neste livro já aconteceram antes. Os investidores podem perder dinheiro em uma queda de mercado, mas os mercados tendem a se recuperar com o tempo. Algumas quedas são excelentes oportunidades de compra para aqueles que estão à margem, com dinheiro, e que encontrarem pechinchas entre os escombros. Mesmo aqueles que sofrerem perdas de mercado podem se recuperar se eles mantiverem suas posições, em vez de vender durante o pânico. A maioria dos mercados ganha valor ao longo do tempo. Os poucos afortunados que vendem na valorização, e compram após as quedas, ultrapassam as médias do mercado.

Da mesma forma, a falência de bancos proeminentes parece ser um problema que a sociedade tem aprendido a administrar. Os investidores de ações nas empresas falidas podem sofrer perdas, ainda que depositantes e detentores de contas sejam rotineiramente resgatados pelo seguro de depósito e garantias do governo. Mesmo as perdas de ações são gerenciáveis se elas fazem parte de carteiras mais diversificadas. Após os colapsos em 1987, 1998, 2000 e 2008, o mercado se recuperou e foi às alturas. Então, por que os investidores devem se preocupar com o colapso?

O arquétipo para o colapso em um sistema complexo não é New Madrid ou São Francisco. O arquétipo é Krakatoa. Em 1883, a ilha de Krakatoa, no estreito de Sunda, entre Sumatra e Java, explodiu com uma força treze mil vezes maior do que a bomba de Hiroshima. A força era dez vezes maior do que o teste nuclear de Castle Bravo, em Atol de Bikini, em 1954. Foi quatro vezes maior do que a maior explosão nuclear, o teste de cinquenta megaton da Tsar Bomba, pela URSS, em 1961.

Após a explosão, em 1883, nada restou de Krakatoa. A causa da preocupação do investidor é que certos colapsos sistêmicos são tão grandes que o sistema não se recupera. O sistema deixa de existir.

CAPÍTULO 4

O TREMOR PREMONITOR: 1998

Refleti por muito tempo sobre a crise da Gestão de Capital de Longo Prazo. A coisa que mais me impressionou foi a história do LTCM... é uma crise muito moderna, mas a forma como foi resolvida foi quase idêntica à forma como as demais crises costumavam ser resolvidas. O banco central foi trazido para a discussão e algumas ideias foram trocadas em conjunto. Houve discussões sobre se deveriam ter feito isso, mas, no final, foi assim que foi resolvido.

**Stanley Fischer,
vice-presidente do Conselho do Fed**

*Deus deu a Noé o sinal do arco-íris, não mais água,
mas fogo da próxima vez.*

“Oh, Maria, Não Chore”, canção gospel

MÁQUINA DE DINHEIRO

O pânico financeiro de 2008 inspirou uma série de livros e filmes, incluindo uma narrativa memorável, *Too Big to Fail* (Grande Demais para Falhar), de Andrew Ross Sorkin. De acordo com todos os relatos, naquele ano, o sistema financeiro sofreu um ataque cardíaco. A metáfora médica não é um exagero. O sistema financeiro mundial realmente teve um ataque cardíaco, e o paciente quase morreu. O Fed era um médico com um desfibrilador. O que mais me impressionou sobre 2008 foi que eu tinha já visto esse filme.

Exatamente dez anos antes, quase no mesmo dia, o sistema financeiro sofreu seu primeiro ataque cardíaco global. Os médicos do Fed também salvaram o paciente naquela oportunidade. Mesmo assim, após 1998, o paciente voltou a fumar charutos, beber e não praticava exercícios. Um segundo ataque cardíaco era apenas uma questão de tempo.

Se um analista de mercado, em 1998, tivesse estudado os sintomas e o curso desse pânico, o fiasco de 2008 poderia ter sido evitado. Nada do tipo ocorreu. As lições de 1998 não foram absorvidas. O comportamento disfuncional do mercado retornou em escala ainda maior com a bênção dos bancos e dos controladores.

O pânico de 1998, catalisado pela inadimplência da Rússia e pelo colapso do fundo de *hedge* LTCM, parece pequeno a posteriori. Muitos nem ouviram falar disso. Comparado com o pânico de 2008, o final do verão de 1998 parece distante, inconsequente.

Superficialmente, os problemas em 1998 pareciam ter desaparecido. Alguns bancos, notadamente, o UBS, sofreram grandes baixas. Alguns executivos dos bancos foram demitidos. Alan Greenspan cortou as taxas de juros duas vezes – uma vez, em uma reunião agendada do Fed, em 29 de setembro de 1998, e novamente, em uma reunião não

programada, em 15 de outubro de 1998. O segundo corte de taxa funcionou. Ele disse aos mercados que o Fed estava de olho em tudo e faria o que fosse necessário para restaurar a calma.

A normalidade retornou. As margens das de crédito, que se alargaram incredivelmente, começaram a convergir. O mercado de ações minimizou o pânico do LTCM e retomou um dos maiores *rallies* da história. O Dow Jones Industrial Average subiu de 7.632,53, em 1 de outubro de 1998, para 11.497,12, em 31 de dezembro de 1999; um ganho de 51% em quinze meses. Depois que o LTCM deixou as manchetes, era como se nada tivesse acontecido.

No entanto, algo que nunca tinha acontecido antes aconteceu. Os principais mercados de ações e títulos do mundo todo estavam a horas de distância do colapso. Os maiores bancos estavam prestes a cair, como peças de dominós, começando com o perene elo frágil, Lehman. Os investidores começaram a perder mais, em termos relativos, do que perderam em 2008. Isso não foi relatado na época, apesar do intenso foco da mídia no LTCM e no seu solitário fundador, John Meriwether. Apenas alguns membros do LTCM, do Fed, do Tesouro e dos ministérios das finanças estrangeiros visualizaram o quadro completo e compreenderam o seu significado. Elites amaciaram a queda e levaram o LTCM a uma aterrissagem segura, apesar de seus quatro motores estarem em chamas. Muitos investidores globais estavam dentro do avião com cintos de segurança apertados e sem saída. O que parece, em retrospecto, como um não evento, foi quase um acidente de proporções potencialmente catastróficas.

Os *insiders* que salvaram o sistema foram bastante notáveis na época. Alguns se tornaram mais famosos, outros não, nos anos seguintes. Peter Fisher liderou a resposta de emergência do Fed; mais tarde, ele se tornou vice-presidente da gerenciadora de ativos BlackRock. Jimmy Cayne, chefe da Bear Stearns, era o corretor do LTCM. Ele era mais bem informado do que qualquer *insider* sobre os riscos de mercado do LTCM. No estilo típico de Wall Street, Cayne se recusou a compartilhar as informações com outros diretores de bancos e quase destruiu o resgate.

Jon Corzine, chefe da Goldman Sachs, foi líder no resgate do LTCM juntamente com os diretores do Citi, JPMorgan e Merrill Lynch. Corzine, um amigo próximo de Meriwether, estava distraído durante o resgate porque seus próprios negócios estavam perdendo bilhões. O fracasso de Corzine na MF Global, em 2011, que terminou em falência, não foi uma surpresa para aqueles que assistiram aos seus jogos irresponsáveis na Goldman.

No auge do pânico de 1998, a Goldman pirateou as posições derivativas do LTCM e usou as informações para cobrir seus próprios negócios e de seus concorrentes próximos. Goldman também tentou destruir o negócio de resgate do LTCM na décima primeira hora apresentando ao Fed uma oferta concorrente assinada por Corzine, Warren Buffett e o chefe da AIG, Hank Greenberg. A AIG encontrou a sua própria morte num resgate financeiro do governo, em 2008. Cayne e Corzine estavam entre os chefes das “catorze famílias”, os catorze bancos de Wall Street que participaram do resgate do LTCM.

O resgate do LTCM não teria tido sucesso sem a intervenção discreta do lendário mestre da crise bancária, Bill Rhodes, que aliviou os banqueiros estrangeiros e os ministros da finança pela suspensão de empréstimos, enquanto as quatorze famílias discutiam entre si. Desconhecido dos forasteiros, o LTCM havia arranjado quase US\$1 bilhão de crédito junto a uma base não garantida de um sindicato internacional de dezenove bancos. Para completar o resgate, foram necessárias concessões desses bancos, além de convencer as quatorze famílias a injetar dinheiro novo. Rhodes recebeu essas isenções.

A história do LTCM foi contada em detalhes pouco depois do fato em um excelente livro de Roger Lowenstein, *Quando os Gênios Falham*. A razão para revisitar a história agora é mostrar como o pânico de 2008 foi previsto pelos eventos de 1998. As circunstâncias foram diferentes em 1998 e 2008, mas as dinâmicas foram as mesmas. Perturbadoramente, o próximo pânico pode ser previsto agora pelos eventos de 1998 e 2008. Nenhuma das lições foi aprendida. As elites simplesmente continuaram a expandir os resgates cada vez mais. A diferença é

que da próxima vez o pânico será absurdamente maior, e o resgate para evitá-lo, absurdamente menor.

Ingredientes como alavancagem, derivativos e confiança nos modelos de risco obsoletos foram idênticos em 1998 e 2008. O colapso de 2008 poderia ter sido evitado se as lições do LTCM tivessem sido aprendidas e aplicadas. Em vez disso, Wall Street e Washington fecharam os olhos para o que ocorreu em 1998. Os formuladores de políticas, incluindo o presidente do Fed, Alan Greenspan, e o secretário do Tesouro, Larry Summers, persistiram com suas crenças nos falhos modelos de cálculo de risco. Em vez de aprender as lições, Greenspan e Summers se curvaram, apoiando as revogações de Glass-Steagall e a desregulamentação dos derivativos que foram responsáveis pelo inevitável colapso de 2008.

Hoje, vemos que as lições estão sendo novamente ignoradas. Wall Street está de volta ao negócio como de costume, confiando em modelos enganosos, como os de valor em risco. A próxima catástrofe será exponencialmente maior do que as duas últimas. Na próxima vez, o mundo não vai se recuperar.

OS ESPECIALISTAS

Juntei-me ao LTCM em fevereiro de 1994 e relatei ao fundador da empresa, o lendário operador de títulos, John Meriwether, conhecido como “JM”. Entrei no grupo antes que o fundo fosse aberto para negócio e permaneci durante o colapso, o resgate e os desdobramentos, até agosto de 1999. Os sócios-fundadores incluíram dois futuros nobelistas e outros pais das finanças modernas. Nunca houve um grupo tão grande de talentos financeiros em um só lugar, incluindo as universidades e os especialistas, como havia no LTCM.

O nascimento do LTCM resultou da morte próxima da Salomon Brothers, em 1991. O nome de Salomon é desconhecido hoje, embora, nos anos 1980, Salomon fosse sinônimo de grandes apostas e estratégias complexas de negociação, muitas delas inventadas por Meriwether. Em agosto de 1990 e em maio de 1991, um subordinado de Meriwether, Paul Mozer, monopolizou ilegalmente o mercado com notas do Tesouro de dois anos, e mentiu ao Fed sobre suas operações. Mozer confessou seus crimes a Meriwether, que imediatamente os relatou ao CEO, John Gutfreund, e ao presidente e Conselheiro-Geral da Salomon. Esses três dirigentes atrapalharam a investigação interna e deixaram de relatar os crimes ao governo em tempo hábil.

O escândalo atingiu um estado crítico em 18 de agosto de 1991, quando o Departamento do Tesouro proibiu a Salomon de participar dos leilões por títulos do Tesouro. O maior investidor de Salomon, Warren Buffett, sabia que essa era uma sentença de morte e que a Salomon teria que declarar falência, o que eliminaria seu investimento. Entranto, Buffett tinha outras preocupações, além de seu investimento. Ocorrendo logo após a falência da gigante de Wall Street, Drexel Burnham, em 1990, Buffett acreditou que a inadimplência de outro gigante das finanças pudesse desestabilizar o sistema financeiro glo-

bal. Outro golpe como o da Drexel-Salomon poderia ser mais do que o mercado poderia aguentar.

Buffett chamou o secretário do Tesouro, Nicholas F. Brady, e conseguiu que o Tesouro rescindisse, parcialmente, a proibição de participação no leilão, após apenas quatro horas. Em troca, Buffett concordou em limpar a casa, injetar mais dinheiro novo e assumir o controle operacional da Salomon até que a empresa se estabilizasse.

Gutfreund renunciou sob pressão junto com o presidente Tom Strauss e o Conselheiro-Geral, Don Feuerstein. O caso de Meriwether foi mais difícil porque ele relatou o erro internamente. Ainda assim, ele era vice-presidente da Salomon, e, diante da chuva de críticas, o Fed achou que toda a alta diretoria precisava sair. Meriwether foi autorizado a renunciar; sua carreira em Wall Street tinha terminado. JM foi colocado “na praia”, como se diz em Wall Street.

Meriwether decidiu construir uma nova empresa, um fundo de *hedge* não regulamentado pelo Fed ou pelo SEC. Isso permitiu a ele perseguir suas estratégias comerciais complexas em sigilo, sem escrutínio do governo, da mídia ou dos bancos. Ele sistematicamente recrutava os ex-colegas da Salomon e os novos rostos da academia. A empresa foi chamada de Long-Term Capital Management. Um anúncio de lançamento para o LTCM apareceu no *The New York Times* em 5 de setembro de 1993, sob a manchete “John Meriwether Ataca Novamente”.

O LTCM estava sediado em Greenwich, Connecticut. Além de Meriwether, os sócios do LTCM incluíam dois vencedores do Prêmio Nobel, Myron Scholes e Robert C. Merton, e um ex-vice-presidente do Conselho do Fed, David Mullins Jr. Os talentos do LTCM iam muito além daqueles que alcançavam as manchetes, como Scholes, Merton e Mullins. Menos conhecido, mas igualmente talentoso, era Alberto Giovannini, o economista italiano que liderou a equipe de design técnico que criou o euro. Outra figura-chave era Greg “O Falcão” Hawkins, da Faculdade de Finanças de Berkeley, onde estudou com Janet Yellen. Entre os talentos mais jovens estava Matt Zames, que, agora, é o próximo na linha de

sucessão para ser o CEO da JPMorgan, após a saída de Jamie Dimon.

A teia de aranha do LTCM foi além de seus sócios e incluía os maiores financiadores do fundo. Um dos principais investidores foi o Tesouro Italiano. Essa relação era crucial pois o LTCM era a maior negociadora da dívida do governo italiano no mundo. Outro investidor foi o Kuomintang, líder do Exército Nacionalista Chinês de Chiang Kai-shek, mais tarde, um partido político que dominou Taiwan durante décadas.

Alguns dos maiores bancos do mundo, incluindo o Sumitomo Bank do Japão, o alemão Deutsche Bank e o suíço UBS, fizeram grandes investimentos eufemisticamente chamados de “relacionamentos estratégicos”. Isso significava que um fluxo de informações bidirecionais entre os operadores do LTCM e da alta gerência dos bancos seria mantido. O LTCM estava agora perto do centro da teia da rede financeira global.

O que uniu esses talentos foi uma sólida crença nas premissas das finanças modernas: mercados eficientes, reversão média, expectativas racionais e distribuição normal do risco. Em termos práticos, isso significava que, se dois instrumentos tivessem substancialmente o mesmo risco de crédito e os mesmos valores de fluxo de caixa, os mesmos deveriam operar a preços similares. Os mercados foram examinados usando modelagem sofisticada e poder de computação maciça para detectar situações em que uma relação de preços estivesse desalinhada.

Por exemplo, um título de cinco anos do Tesouro americano, emitido há três anos, tinha ainda dois anos até a maturidade. O Tesouro também emite novos títulos de dois anos. Então, um título antigo de cinco anos, com dois anos para o vencimento, e um novo título de dois anos com o mesmo tempo até atingir a maturidade deveriam ser negociados a preços que produzissem rendimentos quase idênticos até o vencimento dos dois papéis. Não havia diferença substancial entre eles, pois foram emitidos pelo mesmo governo e amadureceriam ao mesmo tempo.

Porém, por vezes, essa equivalência de rendimentos não é verdadeira. Dois títulos do Tesouro podem ser negociados com rendimentos

diferentes por razões não relacionadas com o crédito ou com o fluxo de caixa. Dentre as razões para preços divergentes estão as preferências institucionais de liquidez. Alguns investidores queriam apenas títulos novos ou os chamados “*on-the-run*”, e evitavam os antigos, já fora de circulação. Eles executariam essa preferência nos leilões da dívida pública vendendo seus papéis “*off-the-run*” e utilizando as receitas para comprar papéis “*on-the-run*”. A preferência dos investidores por liquidez desvalorizou temporariamente os títulos antigos e premiou os novos.

Para os adeptos dos mercados eficientes, a preferência por liquidez não fazia sentido porque os dois títulos eram idênticos sob uma perspectiva de crédito e fluxo de caixa. O LTCM considerou a diferença de preços nessa situação uma anomalia e explorou isso comprando os antigos e vendendo os novos a um menor preço. Na verdade, o LTCM se posicionou do outro lado do comércio perante o investidor. Ao comprar os títulos “baratos” e vender os “caros”, o LTCM se tornou o proprietário do *spread* entre os dois papéis.

Com o tempo, os mercados se normalizariam. Os novos títulos se tornariam antigos para o mercado. O *spread* entre os dois convergiria e o LTCM compensaria as negociações anteriores vendendo sua posição longa, cobrindo sua posição curta e embolsando o *spread* como lucro. Como os títulos representavam o mesmo risco, e porque o LTCM tinha compensado posições longas e curtas, essa estratégia era considerada praticamente livre de risco. O lucro era apenas uma questão de explorar a preferência irracional de liquidez dos investidores.

Havia variações infinitas sobre essa arbitragem sem risco. As diferenças de preços surgiriam em situações que não envolviam novos leilões da dívidas. Os títulos poderiam ser tributados de forma diferente, e uma arbitragem poderia surgir a partir da contabilidade fiscal. Poderiam surgir diferenças entre títulos em moedas diferentes. Seriam feitos ajustes de preços para o risco da moeda, que poderia ser coberto por uma nova transação. No entanto, sempre que surgia alguma diferença, os computadores do LTCM estavam esperando para comprar o vínculo barato e encurtar o vínculo caro. Então, o LTCM poderia sentar, esperar

até que a diferença convergisse e, então, embolsar um lucro sem risco. O LTCM seria racional sempre que os mercados fossem irracionais.

O problema com essa estratégia era que os lucros em cada negociação eram pequenos, embora constantes. As forças do mercado tendiam a evitar que os *spreads* fossem muito longe. O LTCM resolveu esse problema com a alavancagem. O lucro em uma negociação poderia ser pequeno, digamos, 2% em uma base anual. No entanto, se o negócio fosse alavancado 20-para-1, o retorno de 2% geraria um retorno de 40%.

O LTCM não era um banco, embora agisse como um. Como poderia um fundo de *hedge* emprestar dinheiro suficiente para alcançar 20-1 na alavancagem? O dinheiro era emprestado com um acordo de recompra, ou “*repo*”. Em um *repo*, uma obrigação comprada de um negociante é prometida a um outro negociante para levantar o dinheiro para comprar mais *bonds*. O resultado é uma pirâmide invertida de títulos, promessas e empréstimos em uma tênue pilha de dinheiro.

Outra técnica de alavancagem era manter as negociações fora do balanço, usando a técnica das trocas cambiais. Os “*swaps*” são contratos que têm valores de títulos, porém, sem a existência de títulos reais. As contrapartes do *swap* especificam uma taxa fixa, maturidade e moeda que replicam sinteticamente os fluxos de caixa desejados, porém, sem comprar títulos. A alavancagem do *swap* era maior que a do *repo*, porque os *swaps* não entravam no balanço, sob uma perspectiva bancária da contraparte. As exigências de capital por parte dos bancos eram menores com os *swaps* do que com os *repos*. Se as negociações *swap* fora do balanço fossem contabilizadas como os *repos*, a alavancagem real do LTCM não seria de 20 para 1, mas de 300 para 1. Os contratos de *swap* do LTCM excederam, finalmente, US\$1 trilhão.

Essas estratégias de arbitragem e alavancagem funcionaram. O retorno aos investidores foi de 20% em 1994, 43% em 1995, 41% em 1996 e 17% em 1997. Em quatro anos, o LTCM quase triplicou o dinheiro dos investidores.

Isso ocorreu ao fazer negócios supostamente isentos de risco.

Do lado de fora, parecia que o LTCM tinha inventado uma máquina perpétua de fazer dinheiro. Os lucros altos e as altas taxas cobradas pelo LTCM significavam que seus parceiros ganhavam, pessoalmente, centenas de milhões de dólares. Aqueles que olhavam de fora não sabiam que, em 1997, os maiores investidores do LTCM eram os próprios sócios do fundo.

Esse foi um momento arrebatador. Professores e políticos apareceram para ver qual era o mistério. Esses passeios pelos escritórios eram desconfortáveis, pois não havia muito para ver. A vista panorâmica do Greenwich Harbour era linda, mas estranhamente silenciosa. Em contraste à algazarra frenética das salas de negociação de Wall Street, o LTCM era, na maior parte do tempo, silencioso; os computadores faziam todo o trabalho. O estilo de negociação do LTCM significava que, uma vez que o negócio estivesse em andamento, ele poderia permanecer ali por meses ou anos, à medida que as diferenças convergiam lentamente e os lucros sem risco se expandiam. Os sócios discutiam estratégias em reuniões que eram mais como seminários acadêmicos do que as lutas de espada que acontecem em alguns bancos. Quando o clima estava bom, era mais provável que Meriwether e seus sócios estivessem no campo de golf do Winged Foot Country Club do que em salas de negociação. Não havia razão para não jogar golfe; os computadores estavam no controle.

Publicamente, a *persona* de JM era a do corajoso e impetuoso “mes-tre do universo de Wall Street, como retratado em dois livros icônicos, o romance de Tom Wolfe, Fogueira das Vaidades, de 1989, e o livro O Pôquer dos Mentirosos, de Michael Lewis. Wolfe contou a história do maior operador de todos, Sherman McCoy, que tinha uma posição semelhante à de Meriwether na Salomon Brothers. Era impossível essa comparação passar batido. Lewis contou uma anedota da vida real sobre uma aposta de um milhão de dólares feita no escritório da Salomon entre Meriwether e Gutfreund, numa rodada única de pôquer, uma lenda que perseguia JM.

Na verdade, JM era de fala suave e um tanto tímido. Ele era sociável

com os amigos, no campo de golfe ou numa pista de corrida, embora se afastasse da mídia e do circuito social, que são as características comuns do sucesso no mundo dos fundos de *hedge*. JM era um entusiasta das corridas de puros-sangues e possuía vários cavalos. Dentre as suas poucas outras atividades estava a sua participação no Conselho da Associação de Corridas de Nova York, operadora dos três maiores circuitos de Nova York, incluindo Belmont Park, sede da Belmont Stakes, última etapa da Triple Crown. Um dia nas corridas era como uma típica excursão de escola para a equipe do LTCM.

Os puros-sangues, os campos de golfe e a calma de Greenwich estavam em desacordo com uma percepção de que o LTCM deveria ser uma colmeia frenética de homens cheios de testosterona gritando e com a faca nos dentes. Não era. Os modelos e os computadores geravam os lucros. Os sócios eram apenas os pilotos de uma nave com navegação automática. Você pode intervir uma vez ou outra para evitar algum contratempo inesperado, mas, caso contrário, você deixa o piloto automático guiar o avião para o seu destino final. Desde que o piloto automático fosse devidamente programado, tudo estaria bem.

Todos os grandes bancos mundiais queriam participações nas ações. Bancos estrangeiros se alinharam para se tornar investidores. Eles queriam a mesma relação estratégica que os bancos investidores iniciais desfrutaram. Outros queriam ser contrapartes de *swaps*. Os bancos poderiam agendar as negociações no LTCM e depois descartar o risco no mercado, gerando, assim, seus próprios lucros sem risco. Muitas vezes esse risco era descartado em outros bancos que tinham *swaps* com o LTCM. Era um carrossel de risco que girava e girava, terminando no mesmo lugar – nos bancos. Parecia que a música do carrossel nunca pararia.

A tecnologia financeira do LTCM não se limitou à arbitragem de renda fixa que Meriwether inventou na década de 1980. Novas estruturas foram descobertas. O LTCM coinventou o mercado de *swap* de risco de crédito soberano, em 1994, na mesma época de uma iniciativa mais bem conhecida dos banqueiros do JPMorgan, num fim de semana

perdido em Miami, conforme descrito no brilhante livro *Ouro de Tolo*, de Gillian Tett.

O LTCM foi o maior detentor da dívida do governo italiano, parte de uma complexa arbitragem envolvendo taxas de juros italianas, diferentes classes de dívida e impostos italianos sobre juros pagos a investidores estrangeiros. O LTCM podia cobrir as taxas de juros, câmbio e risco tributário. Um risco que o fundo não poderia cobrir era o da inadimplência do governo italiano. Esse risco era minúsculo, mas não zero. A detenção de títulos era tão grande que mesmo um pequeno risco produziria uma enorme perda esperada quando analisada estatisticamente. O LTCM necessitava fazer o risco da inadimplência italiana desaparecer. Precisávamos de um seguro que não existia no momento, então, nós o criamos.

Um operador do LTCM, Arjun Krishnamachar, e eu nos juntamos para inventar esse novo seguro. Encontramos na filial de Milão do gigante bancário japonês Sumitomo uma contraparte disposta. A filial tinha ativos na Itália e estava disposta a assumir as obrigações italianas por um determinado preço. O trabalho de Arjun era elaborar fórmulas para o preço do seguro. Meu trabalho como conselheiro-chefe era o de escrever um contrato que determinasse o que seria caracterizado como inadimplência. Isso foi muito antes dos termos de *swap* serem padronizados. Começamos com uma folha de papel em branco.

Obviamente, se o governo não pagasse, essa seria uma situação de inadimplência. Essa era fácil. Mas há inúmeras maneiras de os governos renunciarem às obrigações para com os investidores, incluindo controles de capital, retenções na fonte, congelamento de ativos e hiperinflação. Tínhamos que pensar em todas elas; caso contrário, o seguro poderia não realizar o pagamento quando necessário. Seria como contratar um seguro contra furacões que cobriria os danos causados pelo vento, mas não por inundações. Queríamos ter a certeza de que estaríamos cobertos contra inundações. O *swap* de inadimplência de dívida soberana foi a nossa primeira inovação. Mas não foi a última.

Após o sucesso inicial e bilhões de dólares em lucros, a ganância veio tomar seu lugar. A busca era por novas maneiras de ganhar dinheiro usando a alavancagem e os derivativos.

Os sócios expandiram os negócios para a arbitragem no mercado de ações, em fusões e aquisições. A chamada arbitragem de fusão envolvia a diferença entre o preço que uma empresa ofereceu para adquirir outra e o preço atual do das ações da empresa-alvo.

Se a empresa A ofereceu comprar a empresa B por US\$ 25 por ação, pagável em ações da empresa A, e as ações da empresa B, eram negociadas a US\$ 21 por ação, a solução fácil seria encurtar a empresa A e adquirir a empresa B. Nesse caso, você conquistou um *spread* US\$4 de por ação. Você desenrolou a negociação entregando suas ações B no fechamento, recebendo ações A em troca, em seguida, e, então, cobrindo a posição curta com ações A, embolsando um lucro de US\$ 4 por ação.

O risco em tais negócios é que a negociação não se realize e as ações da empresa B caiam a um nível ainda mais baixo. Os sócios do LTCM entendiam isso. Eles refletiram que, estatisticamente, a maioria das transações é levada a cabo, e que os lucros das vencedoras compensariam as perdas nos pontuais negócios fracassados. A chave era obter lucros enormes com as vencedoras, e a chave para isso era a alavancagem fora do balanço.

O LTCM nunca chegou a realmente negociar ações de aquisições. Os sócios do LTCM pouco sabiam sobre o mercado de ações; para eles, tudo era a matemática. Comprar e vender ações em negócios de aquisição é caro por causa das comissões e margens de juros em posições curtas. O LTCM preparou uma cesta de ações de *swap* organizada pelo seu principal corretor, Bear Stearns. Em um *swap* de uma cesta de

ações, coloca-se um limite no tamanho da cesta. No caso so *swap* de ações do LTCM-Bear Stearns, a cesta possuía US\$15 bilhões em reservas. O LTCM podia incluir ou retirar itens da cesta com um simples telefonema para a mesa de Bear Stearns. O *swap* fornecia à LTCM o mesmo lucro ou a mesma perda que teria se possuísse ações reais, mas sem os custos ou a necessidade de capital.

Arbitragistas das velhas escolas ficaram perplexos com as negociações do LTCM em seu mercado. Eles haviam passado décadas desenvolvendo modelos analíticos para avaliar se um acordo seria permitido ou não. Eles compraram e venderam ações reais e pagaram altos custos de financiamento para fazê-lo. Os acordos fracassados eram o seu pior pesadelo. O LTCM não sabia quase nada sobre ações e era indiferente a negócios ocasionalmente fracassados. A vantagem do LTCM era a alta alavancagem e as probabilidades estatísticas, apenas outro jogo matemático.

Os sócios adotaram essa estratégia nos maiores negócios de aquisição da época, incluindo Lockheed-Boeing, MCI-WorldCom e Citicorp-Travelers. O LTCM escolhia ações curtas e longas para a cesta de *swap*. Então, a Bear Stearns negociava ações reais para cobrir a exposição à sua cesta. O LTCM e a Bear Stearns estavam ambas protegidas. A Bear Stearns conseguia financiamento barato porque era apenas uma corretora. O LTCM conseguiu financiamento barato utilizando *swaps* que ficavam fora do balanço. Todos eram vencedores, todos estavam protegidos. Assim parecia.

Em 1996, perto do auge dos lucros e do enaltecimento do LTCM, a JPMorgan ofereceu US\$5 bilhões por 50% do LTCM, um preço razoável, considerando que a empresa gerava mais de US\$300 milhões por ano apenas em taxas de administração. A JPMorgan considerou, também, que sua posição de proprietária lhe traria status preferencial como investidora e a oportunidade de colher os lucros sobre as negociações.

Essa oferta foi rejeitada. Nas palavras de um sócio do LTCM, “Se nós valemos tanto dinheiro, por que nós venderíamos?”. Essa rejeição

foi arrogante. Se os parceiros tivessem vendido, o LTCM faria parte da JPMorgan quando a crise de 1998 chegou. A JPMorgan teria salvado o LTCM para proteger sua própria reputação. Na época, o Bank of America era proprietário da D. E. Shaw, outro fundo de *hedge* que perdeu bilhões, em 1998. O Bank of America ergueu, discretamente, a D. E. Shaw naquele pânico. Hoje a D. E. Shaw prospera como uma empresa de tecnologia e gerenciamento de ativos de US\$37 bilhões. A Shaw tinha um irmão mais velho. O LTCM não.

A mudança de estilo para a arbitragem de fusão e a rejeição da oferta de aquisição da JPMorgan, em 1996, foram os primeiros pregos no caixão do LTCM. O último prego veio em 1997, pouco antes do colapso, quando os sócios embarcaram em um plano para adquirir as partes de seus investidores originais. Assim, eles seriam proprietários da empresa gestora do fundo, bem como do próprio fundo. Esse plano era um portal para a riqueza dinástica.

Em setembro de 1997, o capital dos fundos do LTCM aproximou-se de US\$7 bilhões, um grande salto em relação ao US\$1 bilhão com que começamos, em 1994. Ainda assim, os retornos dos investimentos estavam caindo. O grande porte do LTCM, nas negociações favorecidas, significava rendimentos marginais menores, à medida que essas negociações cresciam. Os bancos estavam copiando as estratégias do LTCM, tornando esses negócios menos lucrativos para todos os participantes. Os sócios do LTCM perceberam que, se expulsassem seus investidores originais, eles teriam um pedaço maior do bolo e poderiam capturar mais lucros para eles mesmos. Para enriquecer, eles deixariam seus aliados originais para fora, na chuva.

O plano dos sócios tinha duas partes. A primeira, foi simplesmente devolver o dinheiro de para os não sócios por meio de um resgate forçado. Isso foi feito em 31 de dezembro de 1997, com uma distribuição total de US\$3 bilhões. O resgate reduziu o capital do LTCM para cerca de US\$4 bilhões. Os sócios do LTCM detinham, pessoalmente, aproximadamente, US\$2,6 bilhões desse capital, e o restante estava nas mãos de terceiros.

A segunda parte do plano, liderada por Myron Scholes, envolveu uma engenhosa estratégia de opções para controlar mais US\$1 bilhão do capital do fundo. O LTCM persuadiu a UBS a vender aos seus sócios uma opção de compra no dinheiro (ATM) de sete anos e US\$1 bilhão do seu próprio fundo. Essa opção permitiu que os sócios, a qualquer momento, de 1997 até 2004, pagassem US\$1 bilhão para comprar esse valor do fundo, mais o desempenho sobre o US\$1 bilhão, a partir do dia em que a opção foi vendida. Isso efetivamente fez dos sócios os proprietários do desempenho futuro de US\$1 bilhão do capital de fundo.

A UBS cobrou dos parceiros cerca de US\$300 milhões por essa opção, com base na fórmula de valoração das opções do próprio Scholes. A UBS cobriu a opção com um investimento de US\$1 bilhão no fundo. À medida que o LTCM ganhasse dinheiro, a UBS iria dever mais aos sócios que detinham a opção, enquanto os lucros dos investimentos do LTCM compensariam a obrigação. A UBS cobriu a opção e pôde embolsar o prêmio de US\$300 milhões.

O novo investimento da UBS foi utilizado para financiar parte da distribuição de 1997 aos investidores externos. Quando a poeira abaixou, no início de 1998, o fundo tinha US\$4 bilhões, dos quais, US\$2,6 bilhões pertenciam aos sócios, US\$1 bilhão à UBS e US\$400 milhões a alguns bancos estrangeiros, na qualidade de relações estratégicas. Como os sócios detinham de forma efetiva o investimento da UBS por meio da estrutura de opções, sua propriedade econômica real era de US\$3,6 bilhões, ou 90% do fundo. O LTCM estava se transformando de um fundo de *hedge* para um escritório multifamiliar sem investidores externos.

O que era curioso sobre a opção de US\$1 bilhão vendida pela UBS era que ela protegia apenas os lucros futuros. A UBS não cobria as perdas futuras. Nunca ocorreu a ninguém que o LTCM poderia perder dinheiro. A UBS pensou que tinha assegurado um navio impossível de afundar, mesmo enquanto levava para alto-mar o *Titanic*.

VÓRTICE

Os primeiros meses de 1998 foram tranquilos nos mercados de capitais. Os lucros do LTCM foram pequenos, mas estáveis. O fundo estava no caminho para um bom, senão espetacular ano.

No ano anterior, uma crise financeira surgiu na Ásia, em julho de 1997, começando pela desvalorização do baht tailandês. A desvalorização causou uma fuga maciça de capital pelo *dinheiro quente* que perseguiu o *carry trade* por lá. Em meados da década de 1990, os investidores pegaram emprestado dólares baratos, converteram-nos em baht e investiram em projetos de desenvolvimento tailandês de alto rendimento, em *resorts* e outros imóveis. A conversão de dólares para baht foi considerada de baixo risco porque o banco central tailandês manteve uma taxa de câmbio fixa para o dólar e o baht era livremente conversível. Inesperadamente, em 2 de julho de 1997, a Tailândia quebrou o peg ao dólar. Imediatamente, o baht caiu 20%. Os credores sofreram perdas colossais. A Tailândia recorreu ao FMI para assistência técnica. Os investidores estrangeiros largaram os investimentos locais e retiraram seu dinheiro da Tailândia. Um pânico global surgiu.

A turbulência seguinte atingiu a Indonésia e a Coreia, que tinham adotado políticas semelhantes às da Tailândia. Em 14 de agosto, a Indonésia quebrou a paridade da rupia com o dólar. A rupia entrou em queda livre. O pânico se espalhou pelas ruas. As revoltas do dinheiro entraram em erupção. A polícia respondeu com força e alguns manifestantes foram mortos. O FMI impôs medidas de austeridade que tornaram as coisas ainda piores.

Os investidores globais já não confiavam nas políticas financeiras dos mercados emergentes. Eles queriam seu dinheiro de volta. O medo se espalhou pelas economias desenvolvidas. Em 27 de outubro

de 1997, o Dow Jones Industrial Average caiu 554 pontos, sua maior perda pontual de um dia. A palavra “contágio” foi amplamente utilizada nos círculos financeiros pela primeira vez, desde que a nova era da globalização começou, em 1989.

O Fundo Monetário Internacional atuou como uma equipe de emergência para apagar os incêndios financeiros. O FMI forneceu dinheiro para Coreia, Indonésia e Tailândia para fortalecer suas reservas. Em troca, o FMI impôs severas condições, incluindo cortes orçamentários, aumentos de impostos, desvalorizações e outras medidas draconianas destinadas a salvar bancos e os detentores de títulos às custas dos cidadãos comuns. Apesar de toda a miséria, a abordagem do FMI funcionou. Em janeiro de 1998, tudo parecia estar sob controle. O bombeiro do FMI apagou o fogo asiático.

Da calma de Greenwich, os sócios do LTCM enxergaram esses eventos não de maneira alarmada, mas com curiosidade. Se os mercados desabaram de forma tão repentina, deveria haver ativos baratos que os computadores pudessem identificar. Meriwether pediu a seus analistas para encontrar obrigações corporativas da Indonésia para comprar a preço baixo. Havia sangue nas ruas, mas para os sócios e computadores em Greenwich, a Indonésia era apenas mais um negócio.

Abril de 1998 foi um mês perdido para o LTCM e os sócios não tinham certeza do porquê. Os mercados pareciam quietos. Mas, abaixo da superfície, a terra começou a tremer.

Em 6 de abril de 1998, o Travelers Group e a Citicorp, matriz do Citibank, anunciaram uma fusão de US\$140 bilhões, a maior da história. O Travelers era controlado pelo lendário habitante de Wall Street, Sandy Weill. A fusão foi o grande retorno de Weill após sua expulsão da American Express, em 1985. No ano anterior ao acordo da Citicorp, em 24 de setembro de 1997, Weill e Travelers anunciaram planos para comprar a Salomon Brothers, de Warren Buffett. Isso marcou a saída de Buffett do resgate da Salomon, em 1991. Fato desconhecido por nós à época, a mistura da Salomon, de Weill, e das transações da Citicorp condenaram o LTCM.

Salomon era colega de turma de Meriwether. Não é de se surpreender que o novo grupo de operadores da Salomon, treinados por Meriwether, estava imitando suas transações. Essas operações de *spread* eram voláteis. Os *spreads* podiam se ampliar antes de convergir. Nesse caso, as perdas de marcação a mercado apareceram nos livros. Essas perdas nunca incomodaram os analistas quantitativos porque eles tinham certeza de que os *spreads* convergiriam novamente quando os mercados se estabilizassem. As perdas de negociação eram, por vezes, vistas favoravelmente, porque elas ofereciam a chance de comprar mais a um preço melhor, como duplicar a aposta após uma aposta perdedora na roleta. A diferença era que os analistas acreditavam ter as mesmas chances que a casa, e não as que o jogador. Os operadores estavam apostando na única coisa certa; era apenas uma questão de tempo antes de ganharem muito. Eles apenas tinham que continuar a duplicar a aposta.

Weill desprezava a mentalidade de duplicar a aposta e a volatilidade inerente a ela. Sua técnica era construir impérios financeiros comprando alvos usando suas próprias ações como moeda corrente. Weill queria que o preço das ações do Travelers estivesse o mais alto possível, para que pudesse comprar a Citicorp com a diluição mínima da sua posição no Travelers. Os mercados de ações punem as ações com ganhos voláteis, diminuindo o seu preço. Weill ordenou que os operadores da Salomon fechassem suas posições de *spread* para reduzir a volatilidade nos ganhos do Travelers. Os operadores se ressentiram dessa ordem, mas não havia escolha.

Os operadores o fizeram vendendo *spreads* em vez de comprá-los. Isso pressionou o *spread* ainda mais, causando perdas para empresas como o LTCM e a Goldman, que possuíam negociações semelhantes. No princípio, os sócios do LTCM pensaram que isso pudesse ser uma coisa boa. Eles adicionaram às suas posições valorações atraentes. Ainda assim, os *spreads* se alargaram. A ordem de Weill de fechar as posições foi um floco de neve; uma avalanche aguardava.

A calma do mercado retornou em junho. Aproveitei o silêncio para me juntar a uma expedição para o Alasca, para escalar Denali, a monta-

nha mais alta da América do Norte, com mais de vinte mil pés de altura. A temporada de 1998 foi uma das piores em Denali. O mau tempo levou a mortes, incluindo a de um amigo, o guia Chris Hooyman, arrancado de um penhasco por uma rajada de vento de 160 km/h, quando ele despreendeu os seus arreios para salvar um cliente em apuros. Uma equipe das forças especiais britânicas que realizava um treinamento a 5,7 mil metros de altura foi resgatada, após seus membros sofrerem lesões, em um dos mais altos resgates por helicóptero já realizados. Diversos montanhistas coreanos foram mortos, caindo de um desfiladeiro íngreme apelidado como Expresso Oriente, de uma altura de 915 metros. Eu tive a sorte de ter uma excelente escalada com o lendário guia Dave Hahn, que havia chegado ao Alasca do Nepal, após de escalar o Monte Everest. Eu não tinha ideia de que minha temporada de perigo em Denali seria apenas um aquecimento para o que me esperava na volta.

Em agosto, os *spreads* de obrigações aumentaram novamente, e os prejuízos começaram a aumentar no LTCM. Ainda assim, 1998 estava se configurando como um ano medíocre para o fundo, com ganhos de apenas um dígito, em vez dos altos retornos com os quais estávamos acostumados – um ano ruim, mas não um desastre. Em meados de agosto, fui passar férias com minha família em Outer Banks, na Carolina do Norte. Os outros sócios também estavam de férias, principalmente nos resorts de golfe ao redor do mundo. O Falcão estava em Saratoga para a temporada de corrida de cavalos puros-sangues. Os mercados estavam agitados. Ainda assim, havia calma no LTCM – golfe, puros-sangues e coquetéis ao pôr do sol.

Então, veio o terremoto.

Na segunda-feira, 17 de agosto de 1998, a Rússia deixou de pagar suas dívidas interna e externa e desvalorizou o rublo em relação ao dólar. A inadimplência da dívida externa denominada em dólar e a desvalorização do rublo foram baques fortes. Ainda assim, não parecia haver motivo para a inadimplência na dívida interna, uma vez que ela era denominada em rublos, que podiam ser impressos pela Rússia. A inadimplência da dívida interna foi sem sentido, mas aconteceu.

A crise financeira global voltou com sede de vingança, embora nunca tivesse realmente desaparecido; o vírus apenas esteve dormente por um tempo. O contágio havia se espalhado da Ásia para a Rússia. Os investidores que estudavam os movimentos inexplicáveis da Rússia decidiram que tudo era possível. O Brasil foi visto como a próxima peça do dominó a cair. De repente, todos queriam seu dinheiro de volta. As ações entraram em queda livre, a liquidez reinava, nada mais importava. Na manhã de sexta-feira, 21 de agosto, o telefone tocou na minha casa de férias, em Outer Banks. Era Jim McEntee, um sócio do LTCM e o único com temperamento de negócios da velha escola. McEntee não tinha doutorado; ele tinha crescido a sua maneira, trabalhando nos escritórios da Chase, até fundar seu próprio banco de investimentos, que ele vendeu mais tarde para o HSBC. Ele tinha uma habilidade fantástica em relação aos mercados, uma que não se poderia colocar na forma de uma equação. Ele disse: “Jim, nós perdemos US\$500 milhões ontem; os sócios se reunirão no domingo. Você deve vir para essa reunião”. Eu voltei. Nós carregamos o carro e dirigimos por nove horas até Connecticut. As próximas seis semanas foram como um longo dia de controle de danos.

O LTCM tinha 106 estratégias de negociação envolvendo ações, títulos, moedas correntes e derivativos em vinte países ao redor do mundo. De fora, os negócios pareciam diversificados. Cestas de ações francesas tinham pouco a ver com títulos do governo japonês. Hipotecas holandesas não tinham correlação com a aquisição da Lockheed pela Boeing. Os sócios sabiam que poderiam perder dinheiro em um determinado negócio. No entanto, o livro geral foi cuidadosamente construído, de modo a adicionar potencial de lucro sem criar correlações. Os negócios foram projetados para produzir lucros compostos baseados nos *spreads* de valor relativo, mesmo se os *spreads* aumentassem em uma determinada negociação.

Essa diversificação era apenas uma miragem. Existia apenas nos mercados calmos, quando os investidores tinham tempo para desvendar valores escondidos e fazer com que os *spreads* convergissem.

No entanto, havia um cabo conector escondido, correndo por todas as 106 estratégias, o que Scholes mais tarde chamou de “correlação condicional”. Todos os negócios dependiam do fornecimento de liquidez para uma contraparte que a quisesse na época. O LTCM era um comprador de riscos que outros queriam vender. *De repente, todo mundo queria vender tudo*. Os investidores não se importavam com o valor relativo; eles queriam valor absoluto na forma de dinheiro. A solução do LTCM para isso foi a criação de um *capital cushion* para que ele pudesse enfrentar as demandas temporárias de liquidez. Acreditavam que US\$4 bilhões de capital seriam suficientes. Parecia que o LTCM havia construído um muro de três metros para enfrentar um tsunami de quinze. Depois de perder US\$500 milhões em um dia, os US\$4 bilhões não durariam muito.

A primeira resposta do LTCM foi a de arrecadar novos capitais privados. A estimativa era de que US\$1 bilhão seria suficiente para cobrir as perdas e restabelecer a confiança. O tempo era curto. Os sócios sabiam o que estava perdido, mas os bancos e controladores não. Os fundo de *hedge*, incluindo o LTCM, normalmente apresentam resultados mensais; a atualização diária interna não era pública. O próximo relatório dos investidores refletiria as perdas no fechamento, em 31 de agosto. Tínhamos uma semana para levantar US\$1 bilhão em dinheiro antes que o mundo descobrisse o que havia acontecido.

Agosto é o pior mês para fazer qualquer coisa – imagine para arrecadar US\$1 bilhão. Os ricos e poderosos estão de férias, em iates e em casas de campo em locais exclusivos. Ainda assim, os parceiros do LTCM tinham as melhores conexões financeiras do mundo. Foram feitas ligações para George Soros, o Príncipe Alwaleed bin Talal e Warren Buffett. Eu chamo esses três de “suspeitos comuns”. Eles sempre recebem os telefonemas urgentes; eles nem sempre investem.

Buffett educadamente se recusou a nos ajudar depois de uma reunião em Omaha com um dos sócios do LTCM, Eric Rosenfeld. Buffett é notoriamente cauteloso com os derivativos, o que ele mais tarde chamou de “armas financeiras de destruição em massa”. Nenhuma medida de avaliação matemática de um professor de Harvard mudaria isso.

Soros e o Príncipe Alwaleed também disseram não. Suas razões eram sutis. Uma situação ruim sempre pode piorar. Se o LTCM estivesse realizando operações de *spread* com ganhos embutidos, esses ganhos potenciais só aumentariam à medida que os *spreads* se alargassem. Por que jogar uma corda salva-vidas para um homem que está se afogando quando você pode esperar que ele se afogue e receber o seguro de vida? Soros podia esperar; os vendedores desesperados só ficariam mais desesperados.

Em 31 de agosto, as perdas do LTCM foram a US\$2 bilhões, 50% do nosso capital original. Parecia surreal que ainda estivéssemos em pé, ainda encontrando chamadas de margem e operando todos os dias. A razão para isso era que os nossos contratos não davam às contrapartes uma oportunidade de saída. O LTCM se recusou firmemente a assinar cláusulas de rescisão com critérios subjetivos como “mudança adversa relevante”. Insistimos em um gatilho numérico de US\$500 milhões de capital restante para que pudesse haver rescisão antecipada do contrato. Assim, as contrapartes poderiam cancelar os negócios e receber as garantias. Isso fez sentido em 1994, quando o capital era de US\$1 bilhão; o gatilho de US\$500 milhões indicaria um declínio de 50%. Uma vez que o capital atingiu US\$4 bilhões, o mesmo gatilho numérico representava um declínio de quase 90%. Nesse ponto, o colapso é inevitável; 10% remanescentes não podem salvá-lo. Os bancos perceberam, com horror, que estavam de cintos apertados, no mesmo avião em chamas que os sócios do LTCM. Todos nós cairíamos juntos.

Então, um novo pânico atingiu os bancos. E se as perdas do LTCM causassem a falência de um dos bancos? E se o seu banco também estivesse exposto a esse banco em dificuldades? Quem tinha a mão mais fraca, e como o pânico acabaria? Agora, os bancos temiam não só o LTCM, eles começaram a temer uns aos outros.

Em 2 de setembro, anunciamos os resultados de agosto aos nossos investidores. Eu escrevi a carta ao investidor, e encontrei Meriwether no vestiário de nossa academia privada para pedir que a assinasse. Ele parecia um homem prestes a assinar sua própria sentença de morte.

Eu sabia que a carta vazaria imediatamente. Em 1998, ainda usávamos aparelhos de fax. Eu tinha cerca de quarenta cartas para enviar. Os primeiros destinatários do fax vazaram a carta à Bloomberg antes do último fax ser enviado.

A CNBC também recebeu os relatos. O pânico não era mais sobre a Rússia ou o Brasil; era sobre o LTCM. Nós estávamos no olho do furacão.

O fundo continuou a sangrar no início de setembro. Continuamos com a nossa estratégia de captação de capital, mas agora o objetivo eram US\$2 bilhões. Tendo fracassado com a nossa rede privada, contratamos a Goldman Sachs como nosso banqueiro. Eles chegaram como uma equipe de negociações aos nossos escritórios de Greenwich. Aproximei-me do advogado da Goldman e pedi a ele para assinar um acordo comum de confidencialidade. Ele explodiu em gargalhadas e disse: “Nós não vamos assinar nada”. Eu não tinha nenhuma alavancagem, mas sabia como as coisas seriam. Eu vivi em Wall Street por tempo suficiente para saber que o comportamento predatório era a regra, não a exceção.

Um executivo sênior da Goldman gravou as nossas posições de derivativos em um CD-ROM e entregou o disco para um banqueiro júnior que saiu de uma limusine e seguiu direto para a sede da Goldman, perto de Wall Street. Os operadores da Goldman ficaram acordados a noite toda usando os dados do LTCM para direcionar seus clientes nos mercados ao redor do mundo. A Goldman, liderada por Jon Corzine, estava em negócios de *spread* semelhantes aos do LTCM e também estava perdendo bilhões. Com os dados do LTCM, a Goldman desfez as negociações como um míssil teleguiado de precisão em vez de uma metralhadora disparando indiscriminadamente. No fim das contas, a Goldman não conseguiu arrecadar dinheiro para o LTCM, mas cumpriu sua missão de obter de informações privilegiadas. Se a Goldman não conseguia salvar o sistema, pelo menos ela salvaria a si mesma.

Por volta de 17 de setembro, uma contagem regressiva para a aniquilação teve início. O LTCM ainda tinha dinheiro e capital, mas nenhuma esperança de recuperação, apesar dos desejos de certos sócios.

Um discreto telefonema foi feito para o Fed de Nova York. Não houve pedido de resgate, não havia esperança por um. Era inconcebível para nós que o Fed resgatasse um fundo de *hedge*. Nós simplesmente queríamos que o Fed conhecesse a situação. Parecia bizarro que a Goldman tivesse nossas informações, e o Fed não. Então, atualizamos o Fed.

No domingo, 20 de setembro, uma delegação do Fed e do Tesouro chegou aos nossos escritórios de Greenwich, liderados por Peter Fisher, diretor de operações de mercado aberto no Fed de Nova York. Fisher estava acompanhado de seus parceiros próximos, Dino Kos e Gary Gensler, então vice-secretário adjunto do Tesouro e protegido do secretário do Tesouro, Bob Rubin. Fisher, Kos e Gensler se sentaram comigo e com Meriwether na sala de reuniões dos sócios. Durante as cinco horas seguintes, passamos pelas posições do LTCM, fio a fio, negócio por negócio, contraparte por contraparte. Quando terminamos, o rosto de Fisher estava branco. Ele comentou: “Sabíamos que vocês poderiam fechar os mercados de títulos, mas não tínhamos ideia de que fechariam os mercados de ações também”. Ele estava reagindo aos US\$15 bilhões em ações de negócios de aquisições nos nossos livros. Se o LTCM não cumprisse suas obrigações, as posições de ações do *hedge* da Bear Stearns se tornariam instantaneamente longas, enquanto as curtas para o LTCM desapareceriam. A Bear, então, despejaria US\$15 bilhões em ações em um mercado em queda para equilibrar os seus próprios livros. O contágio do mercado e o pânico com relação a tal venda eram inevitáveis.

Fisher organizou um café da manhã em Nova York na manhã seguinte, dia 21 de setembro, com os chefes da JPMorgan, Goldman, Citibank e Merrill Lynch. O grupo sabia que quando o LTCM falisse, o mesmo problema enfrentado pela Bear Stearns emergiria em todos os grandes bancos de todos os mercados do mundo. É assim que o risco líquido nos mercados calmos se transforma em risco bruto quando os mercados estão em perigo. A conclusão era inevitável: o LTCM era grande demais para falir. O resgate começou, mas Wall Street não estava realmente salvando o LTCM; estava salvando a si mesma.

Na quarta-feira, 23 de setembro, o grupo se expandiu para incluir outras grandes empresas de Wall Street. Naquela noite, recebemos um documento do que agora se chamava Consórcio. Eles realizaram uma injeção de US\$4 bilhões em dinheiro, compartilhados entre dezesseis bancos, divididos em US\$250 milhões por banco. Havia um raio de esperança. O Consórcio manteria a equipe do LTCM intacta para desfazer negociações, como se tivéssemos construído um reator nuclear, e éramos os únicos que sabiam controlá-lo para evitar uma explosão. Isso se provou, em grande parte, verdade.

O Consórcio estava disposto a valorizar o fundo em US\$400 milhões. Isso significava que poderíamos manter dez centavos de cada dólar dos US\$4 bilhões que detínhamos apenas seis semanas antes. Dez centavos por dólar foi generoso, porque estávamos a apenas dias de termos zero. Ainda assim, para alguns sócios, que viram seu patrimônio cair de US\$300 milhões para US\$30 milhões, o trauma era intolerável. Nos dias seguintes, tivemos que chamar ambulâncias para socorrer os sócios que sofreram ataques de estresse. Alguns assinaram os contratos com lágrimas nos olhos. A situação tinha todos os elementos de uma tragédia shakespeariana, menos o sangue.

O acordo ia bem, estava a caminho de uma aterrissagem suave, quando Goldman puxou o pino de outra granada. Mesmo participando do Consórcio na sala de conferências do décimo andar do Fed, a Goldman engendrou secretamente uma oferta rival em conjunto com Hank Greenberg, da AIG, e Warren Buffett. Goldman e a AIG convenceram Buffett de que tinham a experiência necessária em derivativos para desfazer as negociações do LTCM. Buffett colheria seus lucros sem sujar suas mãos. A gangue dos três – AIG, Goldman e Buffett – tinha uma condição: todos no LTCM deveriam ser demitidos imediatamente. Eles queriam o controle exclusivo dos negócios, bem como os lucros futuros. Com essa oferta secreta, a Goldman não mais estaria conduzindo apenas o LTCM, ela conduziria o Fed.

Um termo assinado por Jon Corzine, Hank Greenberg, e Warren Buffett chegou à máquina de fax no escritório de Greenwich. Meriwether

me passou o fax, ainda quente da máquina. “O que devemos fazer com isso?”, ele perguntou. Eu sabia que éramos fiduciários do fundo e que precisávamos considerar todas as ofertas; não podíamos escolher com base em preferências pessoais. Ser despedido era irrelevante sob uma perspectiva fiduciária. Eu disse a JM que iria lidar com o problema.

Liguei para um sócio sênior da Sullivan & Cromwell, o escritório de advocacia que representava os concorrentes. Eu disse: “Olha, você quer comprar o fundo, mas o fundo é detido por fundos de cota”. Um fundo de cota é uma entidade legal que pega o dinheiro dos investidores e o encaminha para o fundo master. Eles estão organizados nos paraísos fiscais para que investidores estrangeiros não sejam tributados sobre os lucros em seus países de origem. “Eu teria que conseguir votos dos investidores de fundos de cotas e não temos tempo para isso. Mas há uma outra maneira. Você poderia investir em um novo fundo de cotas e fazer com que ele adquira o controle do fundo do LTCM. Você poderia fazer uma emenda ao acordo de pagar pela saída dos outros fundos de cota, então você seria o dono do de tudo”. O sócio da Sullivan & Cromwell disse que me ligaria de volta.

Na hora seguinte, ele tentou freneticamente contatar Buffett, que estava em uma viagem de pesca com Bill Gates num local remoto do Alasca. Eles não tinham sinal de telefone celular e os telefones via satélite também não estavam funcionando. O sócio da Sullivan & Cromwell me ligou de volta e disse: “Eu não posso falar com o Buffett e não tenho autoridade para alterar os termos do acordo”. Eu disse: “Deixe-me ser claro. Eu não estou dizendo ‘não’ ao seu negócio; eu estou dizendo que não é possível – não pode ser feito da maneira que você quer”. O advogado disse: “Eu não posso mudar a proposta”. Eu disse: “Ok, então não há nada a ser feito”, e desliguei. O esquema foi frustrado pela falta de um telefone. Eu estava de volta ao Consórcio.

Em 24 de setembro, estávamos fazendo progressos contínuos com o Consórcio. Ainda assim, eu não deveria ter subestimado a ganância de Wall Street. Meu telefone tocou – era Warren Spector, um dos altos funcionários da Bear Stearns. Ele não perdeu tempo. “Nós vamos

tornar vocês inadimplentes. Estou a caminho do Fed para dizer isso a eles. Estamos saindo do Consórcio. Só estou ligando para te contar primeiro”. A Bear estava sacando seu ás do baralho e deixando todo o resto desmoronar.

A Bear estava em uma posição excepcional. Como corretora principal do LTCM, ele detinha U\$500 milhões de garantia do fundo em qualquer situação. Outros bancos receberam garantias de marcação a mercado, mas elas apenas garantiam que você terminasse empatado, não te colocavam à frente. A garantia da Bear era livre e clara. E ela estava disposta a utilizá-la para se proteger, o que deixaria o resto de Wall Street sem nada. O contrato de corretagem da Bear com o LTCM apresentava uma linguagem subjetiva. Apesar de haver uma ambiguidade, Spector agora se ateu ao contrato para invocar uma inadimplência.

Eu tinha somente alguns segundos para salvar o nosso acordo com o Consórcio e para salvar os mercados globais. Eu disse: “Warren, talvez você tenha razão, talvez você possa fazer isso. Mas talvez não. Se você nos colocar na inadimplência, eu vou acordar amanhã com um único bem: uma ação de US\$4 bilhões contra a Bear por violação de contrato. Essa é a quantidade de lucro de arbitragem embutida que será perdida se falharmos. O resto de Wall Street vai se juntar ao processo. Eu não posso impedi-lo, mas certifique-se de que está certo, porque você está apostando sua empresa”. Eu sabia que Spector era um dos maiores acionistas da Bear. Minha tática era alvejar sua riqueza; as ações da Bear sofreriam se o nosso processo fosse bem-sucedido. A riqueza pessoal é a única língua que Wall Street entende. Spector piscou.

A Bear Stearns não invocou a inadimplência, mas ela se recusou a se juntar ao Consórcio. Isso não foi esquecido por Wall Street. Dez anos depois, quando a Bear Stearns quebrou, nenhuma lágrima foi derramada. No que diz respeito a Wall Street, o colapso da Bear, em 2008, foi uma vingança para sua fachada nas costas de 1998.

De 25 a 27 de setembro, trabalhamos sem parar para documentar um acordo. No início de 28 de setembro, os mercados prenderam a res-

piração. Ou o LTCM seria salvo ou um pânico global seria declarado. Nos salões da empresa de advocacia Skadden Arps ocorriam dramas de última hora. A Lehman pediu um alívio ao Consórcio porque estava perto da falência. Ela reduziu seu compromisso de US\$250 para US\$100 milhões. A Goldman e a JPMorgan garantiram a diferença. O dinheiro foi movimentado, o negócio foi feito.

Na manhã seguinte, em 29 de setembro, era meu aniversário. Eu mal tinha falado com minha família ou meus amigos por seis semanas. No LTCM, trabalhávamos o tempo todo, primeiro tentando salvar o fundo, depois tentando salvar o mundo. Minha esposa organizou secretamente esforços por e-mail entre todos que eu conhecia para me enviarem desejos de feliz aniversário. Fui ao meu escritório, ainda entorpecido pelo trauma que havia terminado na noite anterior e abri meu computador. Eu havia esquecido que era meu aniversário. Minha caixa de entrada explodiu com tantos cumprimentos. Eu olhei para a tela e chorei.

LIÇÕES (NÃO) APRENDIDAS

As lições do resgate do LTCM foram claras. A densidade dos derivativos e a opacidade significavam que nem reguladores, nem bancos sabiam onde estava o risco. Derivativos permitiam uma alavancagem maciça porque a garantia necessária era ínfima em relação ao seu valor bruto. Para o LTCM, a alavancagem era infinita porque o fundo se recusou a indicar uma margem inicial; oferecia, apenas, uma margem de variação sobre o lucro ou a perda após a negociação ser realizada.

No entanto, havia um risco mais profundo do que as questões óbvias de alavancagem e transparência. A grande ameaça que Wall Street ainda não compreende é que o risco reside nas posições brutas, não nas líquidas. Um exemplo simples é suficiente para ilustrar isso.

A Goldman Sachs poderia celebrar um contrato de *swap* de US\$1 bilhão com o Citibank, onde ele concorda em pagar uma taxa de overnight com base em um depósito em dólares norte-americanos em Londres e receber do Citibank uma taxa de juros fixa em um *spread* de 5 anos. Esse *swap fixo/flutuante* significa que o banco inicialmente lucra com base na diferença entre a taxa overnight que ele paga e a taxa fixa que ele recebe. Para a Goldman, a troca é praticamente equivalente a comprar US\$1 bilhão de notas de cinco anos e financiar a posição overnight no mercado repo. Mas não há nenhuma nota envolvida, apenas um contrato que pede pagamentos bidirecionais em um valor irreal de US\$1 bilhão.

Agora, a Goldman entra em um outro contrato de *swap* de US\$1 bilhão, dessa vez com o Bank of America, no qual a Goldman recebe a taxa flutuante overnight e paga uma taxa fixa com base em uma nota do Tesouro de dois anos.

Colocando os dois negócios juntos, a Goldman está recebendo (do Bank of America) e pagando (para o Citibank) a taxa overnight.

Esses fluxos de caixa, em termos líquidos, é quase zero. A Goldman está longa em US\$1 bilhão em notas do Tesouro de cinco anos e curta em US\$1 bilhão de notas do Tesouro de dois anos. Essas posições nocionais, em termos líquidos, são quase zero (dependendo dos *spreads* acordados). Ambos os negócios de *swap* não aparecem nos balanços e são invisíveis àqueles que estão de fora.

O risco de mercado da posição de Goldman resume-se ao *spread* entre a taxa fixa que a Goldman paga e a taxa fixa que ela recebe. O *spread* entre notas de dois anos e notas de cinco anos é historicamente baixo. Como resultado, a Goldman é obrigada a deter muito pouco capital contra esse risco. Os bancos de Wall Street usam uma fórmula chamada de Valor em Risco, ou VaR, mencionado anteriormente, o que implica que a Goldman tem risco próximo a zero. De acordo com as regras contábeis e as regulamentações aplicadas a *swaps*, as notas desaparecem, a contabilidade desaparece e quase todos os riscos de mercado desaparecem. É o melhor dos mundos.

No entanto, não é tão bom assim. No mundo real, quando o Citibank e o Bank of America fazem esses negócios com a Goldman, eles voltam atrás e fazem negócios na direção oposta para restringir o risco da Goldman. As contrapartes desses negócios com o Citi e o Bank of America, que poderiam ser a JPMorgan ou a UBS, fazem, então, mais negócios em um gigantesco círculo cada vez maior de negociações de baixo risco.

O que acontece se a Goldman falir? De repente, a posição garantida do Citibank de US\$1 bilhão é de longo prazo, porque a posição curta compensatória para a Goldman desapareceu. O Citi deve entrar no mercado e vender US\$1 bilhão de notas de cinco anos para reequilibrar os seus livros. O Bank of America está na situação oposta; ele imediatamente compra US\$1 bilhão de notas de dois anos para compensar a posição líquida curta que surgiu quando a Goldman desapareceu da posição longa sintética.

Seria bem-vindo se o Citibank e o Bank of America tivessem infor-

mações suficientes para se encontrarem e reproduzirem as trocas que a Goldman deixou de cumprir. Eles não podem fazer isso facilmente porque eles não têm acesso aos livros da Goldman e porque o mercado é opaco. Novas câmaras de compensação atenuam esse risco para *swaps* simples. Ainda assim, as câmaras de compensação não cobrem os *swaps* mais exóticos, em que a liquidez é sempre problemática. Além disso, as câmaras de compensação apenas transferem o risco dos bancos para si mesmas. O que mantém uma câmara de compensação solvente quando vários mercados e bancos estão entrando em colapso?

Esse exemplo é realista, embora simplificado. As dificuldades de substituir as operações de uma contraparte falida quando montantes irreais estão na casa dos trilhões de dólares, representados por milhares de contratos que cobrem instrumentos subjacentes em ações, títulos, *commodities* e moedas, espalhados pelos livros de dezenas de subsidiárias e sociedades de propósito específico em vários mercados em todo o mundo, são extraordinárias. É esse o motivo pelo qual alguns bancos selecionados grandes demais para falir. Uma única falência faz com que todo o sistema entre em colapso.

Uma quebra tem nomes como “*Tipping Point*”, “*Black Swan*” e “*Minsky Moment*”, inventados por sociólogos, economistas e pela mídia. Esses conceitos, coloridos como podem parecer, não são ciência. A dinâmica da ruína é melhor compreendida usando a teoria da complexidade, uma ciência que oferece ferramentas que permitem perceber um colapso iminente com antecedência.

O termo “complexidade” é frequentemente usado de maneira informal como sinônimo de complicação ou conectividade. No sistema de análises dinâmicas, esses termos têm significados bastante diferentes. A complicação impõe desafios, embora não produza esses resultados totalmente inesperados associados à complexidade, chamados de propriedades emergentes. A mera conectividade não produz as dinâmicas complexas sem outros elementos, tais como os agentes diversos e o comportamento adaptativo.

Os poucos especialistas nos mercados de capitais que compreendem a complexidade ainda estão nos estágios iniciais da aplicação da ciência à gestão de riscos. Uma emergência, como mostrado no LTCM e no posterior colapso da Lehman, tem consequências crescentes, embora isso seja novidade para reguladores, que são constantemente surpreendidos. Mesmo os praticantes mais avançados ainda não assimilaram a importância da *escala*.

Escala, nos sistemas complexos, é sinônimo de tamanho e se refere, especificamente, às métricas que geram risco. Os casos do LTCM, em 1998, e da AIG, em 2008, bem como o exemplo anterior, mostram que o risco está embutido no valor irreal bruto dos derivativos, não no valor líquido, como deduzido por Wall Street e pelos reguladores. O valor nocional bruto é uma métrica de escala simples (existem outras). Há pouco reconhecimento de que, à medida que o valor bruto irreal aumenta, *o risco aumenta de forma não linear*. Claramente, se você dobra o valor nocional bruto do derivativo, você não dobra o risco, você aumenta o risco pelo *fator*, que pode ser dez ou cem vezes, dependendo das características específicas do sistema. Uma lei provisória da nova ciência da complexidade nos mercados de capitais é: *o risco de derivativos aumenta exponencialmente como uma função da escala medida pelo valor irreal bruto*.

Para ilustrar, imagine um arquivo em cima de uma mesa de escritório com duas gavetas vazias. As gavetas são rotuladas em “A” e “B”. Um assistente guarda o arquivo em uma das gavetas todas as noites. O assistente poderia colocar o arquivo de volta na gaveta A em uma noite, depois na gaveta B na noite seguinte. Se isso fosse registrado, produziria uma série temporal de A, B. E quais são as possíveis sequências de gavetas em que o arquivo é guardado, analisando-se duas noites consecutivas? As séries temporais possíveis são: AA, AB, BB e BA, um total de quatro combinações.

Agora, digamos que aumentamos o número de gavetas de dois para três e rotulamos as gavetas “A”, “B” e “C”. De quantas maneiras diferentes o assistente pode guardar os arquivos em duas noites consecutivas?

As possíveis séries temporais são: AA, AB, AC, BA, BB, BC, CA, CB, CC, um total de nove combinações.

Nesse exemplo, o número de gavetas aumentou 50% (de dois para três), mas o número de combinações aumentou 125% (de quatro para nove). O número de resultados possíveis aumentou de forma não linear em relação à escala sistêmica. A relação entre o número de gavetas e o número de combinações é *exponencial*.

Se traduzirmos esses resultados para os riscos de mercado (por exemplo, as gavetas representam o número de contratos de *swap*, as sequências representam os possíveis caminhos de contágio, incluindo falências bancárias), fica claro que o aumento da escala de derivativos aumenta o risco de contágio de forma ainda mais rápida.

Os teóricos da complexidade generalizam os caminhos possíveis na mesa do escritório com a seguinte equação:

$$P_2 = P_1 \times r \times (1 - P_1)$$

Nessa equação, P_1 é a posição do arquivo no final do dia 1, P_2 é a posição de arquivo no final do dia 2, e r é uma variável derivada da dinâmica do sistema em estudo. Essa é uma função *recursiva* porque o resultado de uma iteração é o valor inicial da próxima. Cada resultado pode ser visto como uma parte de um caminho para o contágio financeiro.

Por exemplo, suponha que estivéssemos calculando a posição do arquivo em uma pilha alta de prateleiras. Um assistente de escritório coloca o arquivo em uma das prateleiras ao final de cada dia, de acordo com uma regra produzida pela fórmula. A prateleira superior é “1”, e a prateleira inferior é “0”. Cada prateleira na pilha tem um número fracionário entre 1 e 0, que corresponde ao seu lugar na pilha. Uma prateleira designada por 0,5 está ao meio da pilha, entre 0 e 1. Uma prateleira designada por 0,25 está a um quarto do caminho do início da pilha. Se houvesse 100 prateleiras na pilha, 0,25 corresponderia à prateleira 25, a partir da base.

Se o arquivo estiver na prateleira 0,25 ao final do dia 1, e assumirmos $r = 3$, então, P_2 , a sua localização ao final do dia 2, pode ser determinada da seguinte maneira:

$$P_2 = 0,25 \times 3 \times (1 - 0,25)$$
$$P_2 \approx 0,56$$

Isso significa que, ao final do dia 2, o assistente colocará o arquivo na prateleira 56/100 avos da pilha, entre 0 e 1. Havendo 100 prateleiras na pilha, ele colocará o arquivo na quinquagésima sexta prateleira a partir da base.

Para determinar a prateleira em que o arquivo será colocado no dia 3, ou P_3 , pegamos o resultado do dia 2, 0,56, e repetimos o processo. A equação recursiva passa a ser assim:

$$P_3 = 0,56 \times 3 \times (1 - 0,56)$$
$$P_3 \approx 0,74$$

Ao final do dia 3, o assistente colocará o arquivo na prateleira 74 a partir da base.

Podemos repetir esse processo quantas vezes quisermos. Isso é exatamente o que os teóricos da complexidade fazem usando os computadores. Eles estabelecem resultados gráficos de longas séries temporais e, em seguida, observam a aparição de propriedades estranhas nos resultados. Continuando o exemplo acima, a série cronológica produz 0,25, 0,56, 0,74, 0,58... O arquivo salta da prateleira 25 para prateleira 56, e assim por diante, sem repetição ou padrão discernível. Isso é chamado de *caos*. Agora repita o cálculo mudando a variável r ligeiramente, de 3 para 4. Como antes, comece na prateleira 25. Eis o que acontece quando executamos as equações.

A posição do arquivo ao final do dia 2 é dada por:

$$P_2 = 0,25 \times 4 \times (1 - 0,25)$$

$$P_2 = 0,75$$

A posição do arquivo ao final do dia 3 é dada por:

$$P_3 = 0,75 \times 4 \times (1 - 0,75)$$

$$P_3 = 0,75$$

Fazer isso repetidamente dá a seguinte série cronológica: 0,25, 0,75, 0,75, 0,75... usando as novas entradas, estamos presos à prateleira 75. Não importa quantas vezes executarmos a equação, o resultado será o mesmo do valor inicial, e o arquivo estará, para sempre, na prateleira 75. É como se o arquivo fosse atraído para a prateleira 75. O nome para isso é atrator de ponto fixo. Quando $r = 3$, como no exemplo anterior, diz-se que o resultado caótico é um *atrator estranho*, porque é difícil prever onde o arquivo terminará.

Esses exemplos mostram dois atributos importantes de comportamentos complexos. A primeira é que *pequenas mudanças nos valores iniciais produzem resultados bastante divergentes*. A única diferença entre os valores iniciais dos dois exemplos acima foi uma mudança no valor de r de 3 para 4. Ainda assim, $r = 4$ resultou em um local confortável na septuagésima quinta prateleira da pilha, enquanto $r = 3$ produziu o caos. A segunda lição é que *os sistemas complexos produzem resultados inesperados*. A complexidade é cheia de surpresas, que são chamadas de propriedades emergentes.

Os resultados desses e de outros experimentos permitem certas observações:

- Os mercados de capitais são sistemas dinâmicos complexos;

- A dinâmica complexa exibe memória ou *feedback*, chamada *dependência da trajetória*;
- O risco nos mercados de capitais é uma função exponencial da escala;
- Pequenas mudanças nas condições iniciais do sistema produzem resultados divergentes;
- O resultado do sistema pode ser ordenado ou caótico.

Essas observações são a base científica para o que é popularmente conhecido como Teoria do Cisne Preto. O termo “Cisne Preto” é usado amplamente para descrever qualquer manchete surpreendente, mesmo por aqueles que não têm uma compreensão teórica de suas dinâmicas estruturais. A discussão do cisne preto tende a trivializar a ciência com um tom fatalista, como quem diz “as coisas simplesmente acontecem”. As coisas não simplesmente acontecem. As crises surgem porque os reguladores não compreendem as propriedades estatísticas dos sistemas que eles regulam.

O LTCM foi um caso exemplar de desatenção à teoria da complexidade. Por exemplo, os operadores do LTCM construíam regularmente estratégias duplas utilizando notas do Governo reais e notas sintéticas na forma de *swap*. Se a margem entre as duas negociações convergisse como esperado, um lucro seria obtido e a negociação seria desfeita. A maneira convencional de se desfazer uma negociação é vender a nota e encerrar o *swap* em negociação com a contraparte.

As contrapartes cobram uma pequena taxa pela rescisão antecipada de um *swap*. O LTCM não quis pagar as taxas. Em vez disso, o LTCM neutralizou o primeiro *swap* entrando em um *novo swap* com regras exatamente opostas. Os pagamentos fixos/flutuantes, os pagamentos de margens e as outras obrigações dois dois *swaps* se compensavam mutuamente, de modo que os fluxos de caixa e o risco de mercado chegavam a zero. Economicamente, o efeito era o mesmo de um cancelamento do primeiro *swap*, exceto que o LTCM não pagaria nenhuma taxa de rescisão.

O valor em risco nos negócios duplos era zero, de acordo com os reguladores. O LTCM chamou essa técnica de “bolo de casamento”, porque os operadores continuariam a adicionar novas camadas para neutralizar as posições de *swap* em vez de terminá-las. As camadas se sobrepuseram para fazer um bolo de casamento de US\$1 trilhão.

Um teórico da complexidade olha para a mesma técnica de rescisão de negociação e vê um valor nocional bruto duplicado, uma vez que agora há dois *swaps* em vez de um. Isso significa que o risco *mais do que dobrou*, porque o risco é uma função exponencial da escala. Enquanto os sócios estavam em campos de golfe ou corridas de cavalo imaginando que o risco estava sob controle, o LTCM se transformou numa bomba-relógio. Em agosto de 1998, a bomba explodiu.

CONSEQUÊNCIAS

A teoria da complexidade não é entendida pelos reguladores hoje, então, talvez os sócios do LTCM possam ser perdoados por não entenderem a complexidade em 1998. No entanto, uma vez que esse colapso ocorreu, seria de se esperar que os líderes do pensamento nas finanças, como Alan Greenspan, Bob Rubin e Larry Summers, tivessem aprendido as lições e estivessem tentando evitar um colapso semelhante no futuro. Eles fizeram exatamente o contrário.

Em agosto de 1998, quando o desastre do LTCM ocorreu, Alan Greenspan era presidente do Fed, Bob Rubin era secretário do Tesouro e Larry Summers era o vice de Rubin e logo seria o novo secretário.

Em fevereiro de 1999, poucos meses depois da catástrofe do LTCM, a revista *Time* apresentou Greenspan, Rubin e Summers em sua capa com a manchete “O Comitê Para Salvar o Mundo”.

Longe de aprender as lições de 1998, os três fizeram tudo o que era possível para tornar o sistema mais arriscado e mais instável. “O Comitê para Destruir o Mundo” teria sido um título mais adequado. Em 2008, seus esforços combinados chegaram perto de fazer exatamente isso.

Quais foram as lições de 1998? A primeira é que os derivativos fora do balanço são perigosos porque são opacos. Em uma crise, as contrapartes encontram umas as outras para compensar as negociações porque não há transparência. A segunda lição foi que a alavancagem transforma pequenos movimentos de mercado em perdas maciças que ameaçam a solvência. A terceira lição era que os bancos deveriam ser mantidos fora dos negócios de derivativos. Os fundos de *hedge* e os especuladores podem jogar “cara ou coroa”, mas a atividade bancária é um negócio especial baseado na confiança do detentor das obrigações e do depositante. Essa confiança não deve ser desperdiçada com a es-

peculação das trocas. A quarta lição é que o risco de derivativos está no valor bruto, e não no valor líquido. Quando o LTCM estava à beira do fracasso, os bancos não estavam preocupados com a exposição líquida nos seus livros, mas com a sua posição bruta em relação o LTCM, que teria que ser substituída numa falência do LTCM. A última e mais importante lição foi que as crises emergem do nada, sem aviso prévio. Uma crise cambial na Tailândia, em 1997, não está imediatamente ou obviamente ligada a um colapso do fundo *hedge* de Greenwich no ano seguinte. Ainda assim, isso foi exatamente o que aconteceu.

Com base nessas lições, as escolhas de políticas ficaram óbvias. Os derivativos devem ser confinados aos negócios em que eles sejam transparentes e sujeitos chamadas de margem. As alavancagens devem ser limitadas e demonstradas nos balanços, para que possam ser observadas. Os bancos devem ser banidos dos derivativos, exceto quando há cobertura bona fidi. O valor em risco deve ser descartado como uma métrica devido à obsolência e aos defeitos estatísticos. Finalmente, os requisitos por capital devem ser aumentados como uma salvaguarda contra crises emergentes, que devem ser esperadas, mas nunca são.

Greenspan, Rubin e Summers perseguiram exatamente o oposto dessas cinco políticas. É conveniente alegarem ignorância, embora tenham sido, à época, explicitamente alertados por uma controladora que entendeu o que tinha acontecido com o LTCM. Seu nome é Brooksley Born, então presidente da Commodity Futures Trading Commission - CFTC (Comissão de Contratos Futuros de Commodities, em tradução livre).

Em 1999, Born era membro do President's Working Group – PWG (Grupo de Trabalho do Presidente, em tradução livre), formado após a quebra do mercado de ações de 1987. O PWG foi uma recomendação da Brady Commission. Ironicamente, o autor principal do Relatório da Brady foi David W. Mullins Jr., um professor de Harvard na época, vice-presidente do Fed e, ainda, mais tarde, sócio do LTCM.

O PWG era constituído pelo presidente dos Estados Unidos, o pre-

sidente do Fed, o secretário do Tesouro, o presidente da SEC e a presidente da CFTC. O objetivo do PWG era colocar reguladores bancários, de valores mobiliários e de *commodities* em um só lugar para lidar com as crises. A crise de 1987 envolveu interações complexas entre o mercado de ações, regulamentado pela SEC, e os mercados futuros de Chicago, regulamentados pela CFTC. A crise, então, espalhou-se pelo sistema de pagamentos bancários porque operações de bilhões de dólares eram necessárias entre os mercados de Nova York e Chicago. Os bancos estavam hesitantes em iniciar transferências bancárias para os corretores de contratos futuros de Chicago, por receio de que eles não recebessem as transferências dos corretores da Bolsa de Nova York. O sistema começou a congelar. A falta de coordenação entre as garantias, os contratos futuros e os reguladores bancários dificultaram a resolução da crise. O PWG destinava-se a evitar esses problemas no futuro.

Em 1998, o PWG era integrado por Bill Clinton, Bob Rubin, Alan Greenspan, Arthur Levitt e Brooksley Born. O contágio causado pelo LTCM surgiu dos *swaps*, que foram regulados por Born; a SEC quase não tinha jurisdição sobre os *swaps* na época. A resposta política ao LTCM coube a Rubin, Greenspan e Born, assim como a Larry Summers, a mão direita de Rubin.

Greenspan não entendia o risco de derivativos nesse caso e mostra pouco entendimento ainda hoje. Ele ainda defende que os *swaps* reduzem o risco. A análise começa com uma observação, em grande parte correta, de que os contratos futuros tradicionais e transações bancárias representam pacotes com riscos díspares. Apenas um empréstimo bancário já pode ser considerado um pacote de riscos que inclui o risco da taxa de juros, risco de crédito, risco cambial, risco de liquidez, risco operacional, risco soberano e outros riscos distintos vinculados ao empréstimo. Greenspan achava que os derivativos permitiam que esses riscos fossem dissociados. Usando os *swaps*, um credor poderia separar o risco de crédito do risco de câmbio estrangeiro e transferir cada tipo de risco distinto para uma contraparte especializada na melhor posição para enfrentar esse risco. O risco migraria do produto empacotado

para mãos fortes e mais capazes de suportar os sub-riscos específicos. Isso tornaria o sistema mais forte e mais resiliente. Greenspan estava correto nessa análise, enquanto ela durou.

O que Greenspan não percebeu foi que não havia limite no valor nocional dos derivativos que poderiam ser criados a partir de uma única unidade de risco original. Se um empréstimo de US\$1 bilhão fosse dividido em dez sub-riscos, por meio de *swaps*, e fosse negociado separadamente, de forma que o valor total irreal somasse US\$1 bilhão, isso corroboraria a opinião de Greenspan. Mas, na verdade, os operadores criam US\$10 bilhões ou mais em *swaps* de US\$1 bilhão de valores mobiliários subjacentes. Criam-se *swaps* sem qualquer instrumento subjacente, apenas um índice ou uma fórmula para pagar somas sem fundamento na dívida do mundo real. Os *swaps* criados com fundamento no nada aumentam o valor nocional bruto do risco e aumentam a escala sistêmica e a complexidade. A noção pitoresca de Greenspan de pôr um mínimo de risco em mãos fortes foi dominada pelo fato de que o mínimo era infinitamente elástico.

Os *swaps* são economicamente idênticos aos contratos futuros. Ambos são apostas em que cada parte deve mais ou menos à outra, dependendo dos níveis futuros do mercado. A principal diferença é que os contratos futuros são negociados nas bolsas, e os *swaps* são negociados em vendas livres. Born, a reguladora de contratos futuros, entendia o risco dos *swaps* e queria movê-los para as bolsas de futuros onde haveria as devidas chamadas de margem e as negociações seriam transparentes.

Greenspan, Rubin e Summers trataram Born como se ela fosse obsoleta e uma ignorante sobre tecnologia financeira. Os arqueólogos descobriram registros Sumérios em argila de 4.500 a.C., que registram transações de *commodities* futuras, como entregas a prazo de reebanhos. Aristóteles discutiu como as opções eram utilizadas para a manipulação do mercado no século IV a.C. Os mercados futuros que Born regulamentou mudaram pouco desde 1848, quando os grãos começaram a ser negociados no Chicago Board of Trade. Parecia que Born estava presa ao passado.

Os modernos mercados de *swaps* foram inovados por Meriwether, Scholes e outros na década de 1980. Os *swaps* cresceram em alcance e sofisticação com a chegada do século XXI. Greenspan, Rubin e Summers tinham certeza que estavam do lado correto da história ao tratar os *swaps* diferentemente das *commodities* futuras.

A misoginia desempenhou um papel de destaque. Greenspan, Rubin e Summers eram um clube de rapazes poderosos preparados para esmagar a voz de uma reguladora mulher. Em 2005, Summers, enquanto presidente de Harvard, mostrou o mesmo preconceito nos notórios comentários sobre a incapacidade das mulheres na ciência quantitativa.

De forma angustiante, a misoginia surgiu novamente em 2008, quando a mais poderosa reguladora feminina, Sheila Bair, presidente do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FDIC, foi marginalizada por um novo clube de meninos de Summers, Tim Geithner e Ben Bernanke. O conselho direto de Bair de fechar os bancos insolventes era científico. Em vez disso, o clube dos garotos resgatou os amigos do banco às custas dos contribuintes. Born, em 1998, e Bair, em 2008, ambas analisaram corretamente funções de resposta às crises financeiras. Summers as demoliu com preconceito e maus conselhos em ambas as vezes.

As recomendações de Born à PWG limitavam-se aos derivativos; ao contrário Bair, ela não era uma reguladora bancária. Sua orientação era continuar as restrições aos novos tipos de *swaps* e mover a maioria dos existentes para a bolsa de futuros. A orientação de Born não só foi marginalizada como o clube dos meninos fez o contrário.

Em 1999, a Lei Glass-Steagall, de sessenta e seis anos de idade, foi revogada. A Glass-Steagall, promulgada na Grande Depressão, separou o negócio bancário da subscrição de títulos. Uma das causas da Grande Depressão foi que os bancos, na década de 1920, originaram empréstimos fracos e os venderam como títulos a investidores não confiáveis. Em 1933, o Congresso aprovou a Glass-Steagall, que dizia que os bancos podiam ou aceitar depósitos e fazer empréstimos ou subscrever e vender títulos financeiros, *mas eles não podiam fazer os dois*. Isso por

causa dos conflitos que levaram a empréstimos ruins sendo atirados para cima dos clientes em forma de títulos financeiros. Os banqueiros prontamente se separaram entre os bancos comerciais, que tomavam depósitos e faziam empréstimos, e os bancos de investimentos, que subscreviam e vendiam títulos.

A separação funcionou bem durante sessenta e seis anos e salvou os Estados Unidos das grandes crises bancárias. Os bancos individuais, como o Continental Illinois, em 1984, poderiam falir, e ainda havia conflitos e perdas de empréstimos, como a crise da poupança e dos empréstimos de 1980. Ainda assim, após a Glass-Steagall, não houve crise bancária geral como a crise vista de 1929 a 1933.

A Glass-Steagall funcionou exatamente pela razão que a teoria da complexidade sugere. Ao dividir o sistema bancário em duas partes, a Glass-Steagall tornou cada parte mais forte ao reduzir a escala sistêmica, diminuir as conexões densas e truncar os canais através dos quais o fracasso de uma instituição põe todos em jogo. Era exatamente como construir compartimentos de estanque no porão de um navio. Um compartimento poderia inundar, contudo, o navio inteiro não afundaria.

A Glass-Steagall foi derrubada por uma aliança entre os republicanos e os democratas, liderada pelo senador Phil Gramm e pelo presidente Bill Clinton. Os argumentos para a revogação não estavam diretamente relacionados à crise do LTCM – eles vinham sendo desenvolvidos há anos. A ratificação da fusão ilegal entre a Travelers e a Citicorp, promovida por Sandy Weill, foi a força motriz para a eliminação da Glass-Steagall. Ironicamente, foi a ordem de Weill de expandir os negócios na Salomon para facilitar a fusão que catalisou o desaparecimento do LTCM; outro exemplo de redes densas em operação profunda.

A revogação deu certo em aumentar o risco no sistema financeiro. Ao permitir novas combinações de instituições financeiras, a revogação da Glass-Steagall aumentou a escala sistêmica para além do ponto em que a falência de um grande banco travaria todo o sistema. A revo-

gação também permitiu que os bancos comerciais imitassem a atividade de negociação de títulos financeiros dos bancos de investimento, e os derivativos os acompanharam.

Em 21 de dezembro de 2000, apenas algumas semanas antes de deixar o cargo, Bill Clinton assinou outra lei menos conhecida do que a revogação de Glass-Steagall, porém, mais insidiosa na disseminação do risco sistêmico. A Lei de Modernização de Futuros de Mercadorias, de 2000, revogou as proibições de certos tipos de *swaps* e permitiu que fossem escondidos, ficando fora das bolsas e fora dos balanços. Born foi escorraçada da CFTC em 1 de junho de 1999 e substituída por um novo presidente, Bill Rainer, um amigo de Bill Clinton do Arkansas, escolhido a dedo para buscar a desregulamentação dos derivativos. A passagem do ato de *commodities* foi um presente bipartidário para os grandes bancos, empurrados pelo republicano Phil Gramm e pelos democratas Rubin e Summers.

Antes de 2000, os *swaps* estavam limitados aos rendimentos das ações, obrigações, taxas de juros interestaduais e moedas. As apostas em *commodities* como petróleo, metais e grãos eram negociadas em bolsas de futuros regulamentadas. Outras *commodities* não eram negociadas nos mercados de futuros e não eram permitidas nos mercados de *swaps* e, portanto, não negociavam de forma derivada. Com a revogação de 2000, a porta estava aberta para a negociação completamente desregulamentada de todos os derivativos. Empresas como a Enron rapidamente criaram mercados em futuros de eletricidade fora das bolsas e entraram em colapso com fraudes multibilionárias, por cortesia de Gramm, Rubin e Summers.

O impacto combinado da revogação da Glass-Steagall e da revogação da regulamentação dos *swaps* foi uma bruxaria financeira. A revogação significava que os bancos podiam operar como fundo de *hedge* numa gama ilimitada de instrumentos. Ainda assim, mais um ingrediente era necessário para completar o pacote de alavancagem.

Em 17 de novembro de 2003, o protegido de Rubin, Tim Geithner,

foi indicado como chefe do Fed de Nova York. Geithner fez vistas grossas enquanto os bancos empilhavam os riscos. Os bancos comerciais regulamentados por Geithner foram autorizados a possuir bancos de investimentos. Ainda assim, as entidades bancárias de investimentos foram individualmente sujeitas às exigências de capital mais rigorosas pela SEC. Fazer com que a SEC enaltecesse da alavancagem era a próxima missão do banqueiro.

A administração republicana de Bush substituiu a administração democrática de Clinton, em 2001. A afiliação partidária não importa quando se trata do desejo de Washington de realizar as listas de desejos dos banqueiros. Os banqueiros são donos de Washington. A pressão para aliviar os requisitos de capital do corretor-negociante não era apenas dos bancos, mas das corretoras, como Bear Stearns e Lehman, não detidas por bancos. Elas queriam condições de concorrência equitativas para que pudessem competir com os bancos no mercado de valores mobiliários.

Simultaneamente, os bancos queriam que seus próprios requisitos de capital fossem afrouxados. Os requisitos foram estabelecidos pelo Comitê de Basileia, do Banco de Compensações Internacionais (BIS), na Suíça. As primeiras regras globais sobre o capital bancário foram emitidas em 1988, sob o nome de Basileia I. Em poucos anos, essas regras se mostraram muito restritivas. Os bancos começaram a forçar novas fórmulas que permitissem que eles carregassem mais riscos em uma base de capital menor. Eles justificaram isso promovendo modelos de VaR incorretos como substitutos parciais para índices rígidos de capital. As revisões resultantes das exigências de capital dos bancos, implementadas entre 2001 e 2004, foram denominadas de Basileia II. Essas regras permitiram uma maior alavancagem bancária baseada, em parte, nos modelos de VaR, que mostraram que a alavancagem extrema era segura.

Foi nesses requisitos de capital mais brandos para os bancos que a SEC agiu para revisar as regras de capital corretor-negociante, em 2003 e 2004. Em 2003, a SEC expandiu a definição de garantia elegível

para efeito de alavancagem, para incluir certos títulos garantidos por títulos financeiros de hipoteca. Em 2004, a SEC expandiu sua fiscalização para incluir as empresas de corretagem. Essa nova compreensão de supervisão das empresas tomou emprestados os conceitos de Basileia II, incluindo as ponderações sobre risco com base no tipo de título. Em particular, a SEC permitiu maior alavancagem para certos títulos garantidos por hipotecas versus as tradicionais ações e títulos. O resultado dessas duas mudanças foi que os títulos garantidos pelas hipotecas eram garantias elegíveis para a alavancagem, e um capital mínimo era necessário para suportar essa alavancagem.

Em 1998, o LTCM entrou em colapso sob uma massa crítica de alavancagem de derivativos. Em 1999, a Glass-Steagall foi cancelada. Em 2000, a regulamentação dos derivativos foi cancelada. Em 2001, os requisitos de capital dos bancos foram atenuados. Em 2003 e 2004, as exigências de capital de corretagem foram facilitadas. Durante todo esse período, o Fed manteve as taxas de juros artificialmente baixas. Era como se os reguladores globais reagissem ao LTCM trabalhando juntos para repetir esse fiasco numa escala maior e mais perigosa. Isso foi exatamente o que aconteceu. Em 2008, o arriscado, alavancado e interconectado castelo de cartas desabou.

CAPÍTULO 5

O TREMOR PREMONITOR: 2008

Um mercado financeiro está repleto de feedback... Esse feedback intrínseco não surge quando se faz apostas... Da mesma forma, mesmo se todos tivessem o modelo perfeito de previsão do tempo, o clima ainda faria o que o clima faz. Tudo o que aconteceria é que todos saberiam exatamente o que vestir no dia seguinte. No entanto, isso não é verdade nos mercados. Se todos tivessem o modelo de previsão perfeito, ele deixaria imediatamente de ser o modelo de previsão perfeito por causa desse forte efeito de feedback.

**Neil F. Johnson, Ph.D.,
Professor de física, Universidade de Miami**

UMA NOVA CRISE

Do ponto de vista da teoria da complexidade, o colapso de 2008 poderia ser facilmente previsto. Um colapso dinâmico idêntico aconteceu em 1998. A extensão do Pânico de 2008 foi maior do que a do pânico de 1998. Esse aumento do alcance era esperado porque a escala sistêmica havia aumentado nos dez anos que se seguiram. Nossa lei provisória afirma: *Os riscos derivativos aumentam exponencialmente como uma função da escala medida pelo valor nominal bruto.*

A alavancagem excessiva, a falta de transparência e uma rede bancária densamente interconectada foram fatores comuns em ambas as crises. A diferença dos catalisadores – os *spreads* de *swaps* soberanos, em 1998, as hipotecas *subprime*, em 2008 – é irrelevante. O que importa é a estrutura profunda do risco financeiro. Diferenciar a causa entre *swaps* e *subprime* é como perseguir flocos de neve enquanto ignora o perigo da avalanche. Os flocos de neve não te matam; as avalanches, sim.

Quando deixei o LTCM, em 1999, estava insatisfeito com as explicações padrão para o colapso de minha antiga empresa. Os vencedores do Prêmio Nobel falaram sobre a “tempestade perfeita”, a “inundação de cem anos” e um “evento de quinze-desvios-padrão”. Eu sabia o suficiente sobre estatística para perceber que essa era a linguagem do risco normalmente distribuído e da reversão média – a linguagem de caminhadas aleatórias e mercados eficientes. Minha intuição dizia que havia algo podre no coração da economia financeira moderna.

Nos anos seguintes ao colapso do LTCM, eu estudei Física, Matemática Aplicada, Teoria de Redes, Economia Comportamental e Teoria da Complexidade. Depois de 11 de setembro, fui recrutado pela CIA para auxiliar em um projeto contra o terrorismo, envolvendo a identificação de anomalias nos mercados de ações. Hoje, as capacidades que

nossas equipes desenvolveram permitem que a comunidade de inteligência preveja um ataque terrorista baseado em informações privilegiadas de terroristas associados. Coincidentemente, as técnicas analíticas que aprendi e apliquei na CIA foram as mesmas que eu estava usando para desvendar o colapso do LTCM.

Em 2005, eu tinha resolvido a dinâmica da teoria da complexidade em finanças. As principais premissas da teoria da complexidade foram expostas pelos físicos anos antes, e aplicadas em vários campos científicos, incluindo sismologia, meteorologia e biologia. Ainda assim, os físicos estavam fazendo progressos lentos nas finanças porque não estavam familiarizados com os mercados de capitais em geral. Tive a vantagem de abordar a física a partir de um histórico financeiro, ao invés de me aproximar das finanças com um histórico em física. Meu principal avanço teórico foi aplicar o conceito de escala em finanças e elaborar métricas de escala como o valor nocional bruto de derivativos como forma de avaliar o risco sistêmico. Meus avanços teóricos iniciais foram reunidos em um artigo publicado na revista acadêmica da CIA, *Studies in Intelligence* (Estudos de Inteligência, em tradução livre), em setembro de 2006. Essa foi uma edição especial da *Studies* programada para coincidir com o quinto aniversário do 11 de setembro. Minha contribuição, e outros conteúdos dessa edição, permanecem confidenciais.

Minhas experiências no LTCM na década de 1990 e minhas investigações no início dos anos 2000 me deram uma perspectiva única sobre os desenvolvimentos dos mercados de capitais depois de 2005. Os maiores bancos estavam ficando ainda maiores, a concentração de ativos em alguns grandes bancos estava ficando mais densa, os valores nominais dos derivativos estavam crescendo dramaticamente. Entre 30 de junho de 2001 e 30 de junho de 2007, o valor nocional bruto de todos os derivativos de mercado de balcão detidos pelos principais bancos, conforme relatado em um levantamento do BIS, cresceu de menos de US\$100 trilhões para mais de US\$508 trilhões. No mesmo período, o índice Herfindahl, uma medida de concentração de mercado para o dólar americano – denominada *swap* de taxa de juro –, passou

de 529 para 686, forte evidência de que mais *swaps* se concentraram em menos bancos grandes.

Em uma série de palestras, de 2003 a 2005, na Kellogg School, da Northwestern University, alertei o público de que uma nova catástrofe financeira estava chegando e que seria mais cara do que a crise do LTCM, de 1998. Eu não estava particularmente focado nas hipotecas *subprime*. Em vez disso, eu me concentrei na escala métrica e nas funções de densidade, termos técnicos para o tamanho e a interligação dos mercados de capitais. Eu disse que o sistema estava atingindo uma massa de tamanho crítico, não metaforicamente, mas literalmente. Eu não sabia qual nêutron desalojaria outros nêutrons e iniciaria uma reação em cadeia. Não importava. O que importava era que tínhamos, mais uma vez, transformado o urânio em uma arma nuclear; tínhamos, mais uma vez, colocado os mercados de capitais em um estado crítico.

Quando uma reação em cadeia começa em uma arma nuclear, a liberação de energia e a formação de uma bola de fogo acontecem em nanossegundos. Nos mercados de capitais, a dinâmica é a mesma, mas o processo leva mais tempo. Os neutrons financeiros não se movem à velocidade da luz, mas à velocidade dos seres humanos envolvidos num comportamento adaptativo.

A bola de fogo financeira, que surgiu em setembro de 2008, resultou de uma reação em cadeia que começou mais de um ano antes, na semana de 16 de julho de 2007. Dois fundos de *hedge* patrocinados pela Bear Stearns, que se especializou em apostas de alavancagem em derivados de dívida, tornaram-se insolventes naquela semana. A Bear Stearns tentou organizar um autorresgate, mas falhou. Contrapartes, como a Merrill Lynch, adquiriram garantias que se revelaram ilíquidas e quase inúteis.

Em 3 de agosto de 2007, Jim Cramer, da CNBC, realizou, ao vivo, um discurso crítico na TV contra o fato de o presidente do Fed, Ben Bernanke, ignorar a iliquidez que infecta os mercados de capitais. Cramer contou à colega Erin Burnett,

Eu conversei com os chefes de quase todas essas empresas nas últimas 72 horas, e ele [Bernanke] não tem ideia de como é lá fora. Nenhuma! E Bill Poole [agente do Fed], ele não tem ideia de como é lá fora. Meu pessoal está nesse jogo há vinte e cinco anos, e eles estão perdendo seus empregos, e essas empresas vão sair do mercado, e isso é uma loucura. Eles estão loucos! Eles não sabem de nada! ... Este é um mercado diferente. E o Fed está adomecido.

Poucos dias depois, em 9 de agosto de 2007, o banco francês BNP Paribas suspendeu os resgates de três fundos que investiam em ativos hipotecários *subprime*.

No Comitê Federal de Operações de Mercado Aberto (FOMC), em 28 de junho de 2007, pouco antes do colapso do fundo Bear Stearns, Ben Bernanke e o FOMC disseram: “A economia provavelmente continuará se expandindo em ritmo moderado nos próximos trimestres”. Pouco antes, em 28 de março de 2007, Bernanke havia dito: “Há grandes chances de que o impacto dos problemas no mercado *subprime* na economia mais ampla e nos mercados financeiros seja contido. Em particular, as hipotecas para os principais mutuários e as hipotecas de taxa fixa para todas as classes de mutuários continuam a apresentar um bom desempenho, com baixas taxas de inadimplência”. O contraste entre a ignorância oficial do risco e o contínuo colapso do mercado na primavera e no verão de 2007 não poderia ter sido mais drástico.

Em 24 de agosto de 2007, mais de um ano antes do colapso da Lehman, me encontrei com um funcionário do Tesouro dos EUA para alertar sobre a probabilidade de um colapso sistêmico. Eu apresentei uma análise detalhada por escrito intitulada “Proposta para Obter e Gerenciar Informações em Resposta à Crise dos Mercados de Capitais”. Minha proposta escrita dizia, em parte:

A crise financeira de 2007 tem tanto a ver com a escassez de informações quanto com a escassez da liquidez. Este artigo apresenta o uso da autoridade executiva sob IEEPA para obter... informações de posição para serem armazenadas em um ambiente seguro e usadas seletivamente para gerenciar a crise financeira... Nenhum fundo seria informado sobre o que negociar,

como alavancar, como gerenciar riscos etc. O único propósito é fornecer a transparência adequada para o bom exercício do dever do governo dos EUA em manter o funcionamento dos mercados de capital, que constituem parte da infraestrutura crítica da segurança nacional... Os principais corretores e bancos de compensação... poderiam ser rapidamente identificados, e o risco de concentração no setor regulamentado poderia ser apurado.

Os últimos trinta anos testemunharam a desintermediação do setor financeiro, regularizado pelos setores menos regulamentados e não regulamentados... Cada passo nessa evolução... envolveu uma diminuição na transparência e um aumento do risco... Quando a tecnologia dos derivativos impulsiona um aumento exponencial no quantum do risco, os efeitos do aumento do risco de escalonamento e da complexidade em um sistema crítico não linear dominam os efeitos de redução do risco...

Um problema não pode ser resolvido a menos que as dimensões do problema sejam conhecidas até certo ponto. Esta proposta não implica regulamentação ativa, resgates ou soluções *top-down*. Trata-se de um passo relativamente modesto no sentido da transparência da informação... altamente útil para os funcionários encarregados de manter os mercados estáveis durante os períodos de pânico e coação.

Minha reunião com o funcionário do Tesouro começou cordialmente. Depois de gentilezas iniciais, cheguei ao ponto. “Esta crise está apenas começando. A instabilidade tem sido construída há algum tempo. O sistema já absorveu alguns choques”. Me referia, aqui, a 10 de outubro de 2005, à revelação de fraude contábil e posterior falência da Refco, até então, a maior corretora de futuros do mundo, e do colapso de Amaranth, em setembro de 2006, um fundo de *hedge* que perdeu US\$6 bilhões em uma semana. Naquela época, esses eventos me pareceram críticos, mas não eram. Em ambos os casos, houve uma criticidade tardia; os mercados absorveram os choques e se recuperaram. Nem todos os flocos de neve causam uma avalanche.

Depois de observar os eventos de julho a agosto de 2007, eu estava convencido de que essa dinâmica de crise realmente seria incontrolável e se espalharia amplamente. O Tesouro precisava saber e agir logo.

“Você deve emitir uma ordem exigindo que todos os bancos e fundos de *hedge* informem suas posições de derivativos, detalhadamente, com nomes das contrapartes, instrumentos subjacentes, fluxos de pagamentos e datas de rescisão. As informações devem estar padronizadas, mecanicamente legíveis, e entregues em uma semana a partir da data em que a ordem sair. Qualquer pessoa que não puder entregar deve ir para o topo da sua lista de problemas. Quando você obtiver as informações, contrate a IBM Global Services para processar isso para você em um ambiente seguro, para que não haja vazamento. Construa uma matriz e descubra quem deve o quê a quem. Classifique as maiores concentrações de risco e concentre sua atenção nesses nomes”.

O funcionário do Tesouro escutou educadamente, e fez uma pausa antes de responder. “Nós não podemos fazer isso”.

“Por que não?”. Eu esperava que ele recitasse um impedimento legal. Eu sabia que o Tesouro tinha toda a autoridade de que precisava se quisesse usá-la.

“Este Tesouro e a Casa Branca são direcionados para o mercado livre. Nós não acreditamos em interferir ou dizer às pessoas o que fazer”.

Eu respondi: “Você não está dizendo a eles o que fazer. Eles podem negociar o que quiserem. Você não está interferindo nas operações de ninguém. Você está apenas obtendo informações. No final, isso cairão seu colo; você tem o direito de saber com o que está lidando. É apenas informação”.

“Não é assim que fazemos as coisas. Isso não vai funcionar”. Essa era a pura filosofia da administração de mercado livre de Bush, sem análise ou reflexão. As abordagens de mercado livre não funcionam para os bancos, porque os bancos são subsidiados, segurados, regulamentados e implicitamente garantidos. Os bancos modernos são o oposto das instituições de livre mercado, então abordagens diferentes são necessárias. O Tesouro de Bush não parecia entender isso.

Quando a reunião terminou, agradei ao funcionário pelo seu tempo.

Pelo menos eu tive a reunião e avisei alguém dentro do Tesouro. A advertência não foi a lugar algum.

Enquanto caminhava pelos degraus do prédio principal do Tesouro, na Hamilton Place, naquele dia quente de verão, olhei ao lado para a Casa Branca e pensei: “Eles não estão prontos para isso. Eles acham que são pequenos alarmes de mercado, sem conexão. Eles não têm ideia do que está por vir”.

O secretário do Tesouro, Hank Paulson, passou setembro de 2007 perseguindo uma quimera chamada Super-SIV, um veículo de propósito especial patrocinado pelo governo para retirar títulos garantidos por ativos dos balanços bancários. Os bancos passaram anos criando veículos de investimentos especiais, chamados SIVs, para esconder os riscos e evitar os encargos de capital sobre a dívida do consumidor de cartões de crédito e autoempréstimos. Agora, os investidores assustados estavam pressionando para que a dívida voltasse para os balanços bancários, ao se recusarem a transferir o crédito para os SIVs. A ideia de Paulson era juntar os ativos ruins dos grandes bancos em um Super-SIV que poderia ser refinanciado com o apoio implícito do governo. A ideia fracassou e foi silenciosamente enterrada. Em 21 de dezembro de 2007, os principais bancos que haviam manifestado interesse no Super-SIV emitiram um comunicado que dizia que a facilidade “não era necessária naquele momento”. Essa declaração confirmou que os bancos estavam tão cegos aos perigos quanto o Tesouro.

Em 5 de outubro de 2007, a Dow Jones Industrial Average atingiu um novo máximo de 14.066,01, um rali de quase 10% a partir da baixa de 15 de agosto, de 12.861,47. Os mercados estavam sinalizando algo claro.

Nos bastidores, as perdas de hipotecas se acumulavam, e a liquidez evaporava. Os bancos relatavam suas perdas de 2007 em janeiro de 2008. O Tesouro temia que o capital bancário limitado assustaria os investidores e reacenderia o pânico que surgiu no verão. Paulson calmamente organizou um resgate bancário pela porta dos fundos usando fundos soberanos e bancos estrangeiros como novas fontes de capital.

Em 26 de novembro de 2007, o Citigroup anunciou a venda de 4,9% de seu patrimônio líquido por US\$7,5 bilhões à Autoridade de Investimentos de Abu Dhabi. Em 19 de dezembro de 2007, a Morgan Stanley anunciou a venda de US\$5 bilhões de capital para a China Investment Corporation. Em 25 de dezembro de 2007, a Temasek, um fundo soberano de Singapura, anunciou a compra de US\$4,4 bilhões em ações da Merrill Lynch, com opção de comprar mais.

Esse turbilhão de negociações e outras similares foram projetadas para simular uma calmaria e convencer os investidores de que tudo estava bem no setor bancário dos EUA. Na verdade, os bancos dos EUA estavam apodrecidos, e os fundos de riqueza soberana eram feitos de bobo por Paulson e pelos banqueiros. Em um ano, dezenas de bilhões do fundo de riqueza soberana, mantidos em fundos para os cidadãos comuns em mercados emergentes, iriam desaparecer como fumaça. Ainda assim, no curto prazo, a missão estava cumprida para a administração Bush. Os mercados entraram, em 2008, com a confiança renovada de que a crise era história do passado.

A calma ilusória no inverno de 2008 possuía uma estranha semelhança com o inverno de 1998. A última crise começou, também, no verão anterior e parecia resolvida no inverno, para ressurgir somente na primavera. A crise de 2008 repetiu esse padrão de quase dez anos antes.

Em março de 2008, a crise tornou-se visível novamente com o colapso da Bear Stearns em apenas alguns dias, de 12 a 16 de março. Na quarta-feira, 12 de março, o CEO da Bear Stearns, Alan Schwartz, disse à CNBC: “Não temos problemas com nossa liquidez e financiamento de overnight... O balanço da Bear Stearns, a liquidez e o capital permanecem fortes... e a situação, com o tempo, irá se estabilizar”. Três dias depois, a Bear estava sem dinheiro, e seu negócio foi absorvido pela JPMorgan. As piores posições estavam fora do balanço e enterradas pelo Fed. Apenas dias antes, o presidente da SEC, Christopher Cox, disse que tinha confiança nos *cushions* de capital dos principais bancos de investimento dos EUA.

Mais uma vez, os investidores respiraram aliviados, acreditando que os bancos e os reguladores tinham a situação sob controle. O Dow Jones Industrial Average subiu de 11.893,69, em 7 de março de 2008, para 13.058,20, em 2 de maio, um impressionante ganho de 9,8%. Investidores e reguladores não viram a oculta dinâmica de estado crítico. Cada crise era vista como discreta e gerenciável. Ninguém juntou os pontos para ver que era tudo uma crise só, emergindo em diferentes épocas e lugares, ainda assim, um único colapso geral.

Em julho, a onda de iliquidez alcançou a Fannie Mae e a Freddie Mac, as agências hipotecárias patrocinadas pelo governo e duas das maiores instituições financeiras do mundo. Fannie e Freddie eram as queridinhas dos políticos de Washington, que as utilizaram durante décadas como uma fonte de fundos de campanhas e regalias de vários milhões de dólares, distribuídos por laços políticos por um serviço leal às administrações democratas e republicanas. Fannie e Freddie eram tão corruptas e mal gerenciadas quanto os bancos com os quais competiam.

Em 24 de julho de 2008, o Congresso aprovou a Lei de Recuperação Econômica e de Habitação, de 2008, que deu autoridade ao Tesouro para usar o dinheiro do contribuinte para sustentar Fannie e Freddie. Mais uma vez, o cidadão comum salvou as elites, incluindo os acionistas, debenturistas e os executivos milionários das entidades gêmeas. O presidente Bush assinou a legislação de resgate financeiro em 31 de julho de 2008. Os camaradas políticos que pessoalmente fizeram centenas de milhões de dólares em décadas anteriores não contribuíram para o resgate. Esse dinheiro era, justamente, para mantê-los.

Como um galo cantando pela terceira vez, o mercado de ações encenou uma terceira alta para sinalizar que a crise havia terminado. O Dow Jones Industrial Average subiu de um mínimo de 11.055,19, em 14 de julho, no auge da angústia da Fannie e Freddie, para 11.782,35, em 11 de agosto. Esse alívio foi mais fraco do que os dois anteriores, um ganho de apenas 6%. Ainda assim, sinalizou a confiança nas soluções oferecidas repetidamente pelos funcionários do governo. Também si-

nalizou que os investidores, reguladores e banqueiros não tinham ideia do que estava para acontecer.

Eu estava informalmente assessorando a campanha presidencial de John McCain sobre economia, no final do verão de 2008. Em 16 de agosto, apenas um mês antes da explosão da Lehman, eu forneci à campanha de McCain este conselho escrito, usando os modelos baseados na teoria da complexidade. O conselho foi enviado em forma de e-mail, com o assunto “Aviso de Tempestade”. O texto dizia:

Aqui está uma breve visão sobre a crise financeira:

Eu disse, desde o último verão, que isso tem um ritmo engraçado. Temos esses picos periódicos de medo, e toda vez nós parecemos estar olhando para o abismo. Então, alguma varinha mágica surge, e as coisas pareceram resolvidas, os mercados se acalmam e as pessoas ficam um pouco mais otimistas novamente (ainda que cautelosas por causa da experiência recente). Ele parece acontecer a cada 3-4 meses; não exatamente a cada 90 dias, mas algo assim.

Tivemos um pânico em agosto-setembro de 2007, que foi atenuado pela ideia “Super-SIV” do Paulson. Outubro-novembro foram calmos.

Tivemos um pânico em 7 de dezembro, que foi atenuado pelos resgates do Sovereign Wealth Fund e novas facilidades de empréstimo do Fed. Janeiro-fevereiro de 2008 foram, então, calmos.

Tivemos um pânico em 8 de março, que foi atenuado pelo resgate da Bear Stearns e outros recursos do Fed. Abril-junho foram, então, calmos.

Tivemos um pânico em 8 de julho, que foi atenuado pela legislação de habitação de Fannie/Freddie. Agosto foi calmo (e eu espero que Setembro fique também)...

Cada vez que as coisas se acalmam, os mercados sentem que o pior já passou, e uma sensação de complacência aparece. Mas isso nunca termina...

Podemos esperar outro pico de “pânico” em 8 de outubro; muito possivelmente, no final de outubro, quando as empresas relatam lucros do terceiro trimestre. Isso ocorrerá cerca de 2 semanas antes do dia da eleição

e logo após o último debate. O Congresso não terá sessão, portanto, não há chance de uma rápida correção legislativa. O Fed já usou seu saco de truques, e a credibilidade de Paulson foi prejudicada porque muitas de suas ideias não chegaram a lugar algum...

Do ponto de vista do candidato, dois pensamentos:

A. Não deixe a complacência na crise financeira se manifestar. Fique alerta para uma outra tempestade antes do dia da eleição.

B. Esteja preparado com algumas declarações de tipo de liderança; o candidato deve ter a declaração... econômica em seu bolso pronta; o tempo pode ser curto para a improvisação e os pânicos raramente são o melhor momento para se pensar com clareza. (Ênfase adicionada).

Na segunda-feira, 25 de agosto de 2008, fui convidado por um assessor sênior da campanha de McCain para participar formalmente de uma teleconferência de campanha, agendada para 27 de agosto, com a equipe de assessoria econômica de McCain. Eu liguei no horário; o clima estava bastante descontraído. Os economistas sentiram que realmente não havia muito a se fazer na frente econômica, além de se agarrarem à mensagem pró-crescimento, de impostos mais baixos e de menos regulamentação.

McCain estava concorrendo como um falcão da política externa, não como um especialista da política econômica. Ele queria confrontar o candidato democrata, Barack Obama, sobre a questão do Iraque. A política de McCain era aproveitar o sucesso militar da onda Bush. Obama queria acabar com o envolvimento e sair do Iraque. A equipe de McCain estava aliviada após o resgate de Fannie e Freddie. A opinião deles era de que a crise financeira havia terminado. Isso significava que o candidato poderia se concentrar na sua mensagem de política externa.

Depois de esperar por uma oportunidade para interpelar, eu disse para a equipe de McCain, “Ei, essa crise financeira não acabou. Vocês não vão chegar ao dia da eleição sem passar por um terremoto”. Houve um silêncio total na ligação. Eu continuei: “Nós tivemos explosões

em todos os meses desde que isso começou. Cada uma é maior do que a anterior, e elas não terminaram; vocês precisam se preparar para a próxima; as pessoas só se importarão com isso”.

Com a equipe de economia de McCain escutando, eu continuei. “Aqui está o que vocês precisam fazer. Escrevam um discurso agora; tornem-o um plano de quatro pontos. Não importa quais sejam os pontos, apenas escrevam. Coloquem, talvez, algo sobre um centro controlador de derivativos e de transparência. Quando o pânico chegar, coloque seu cara nos passos do Tesouro e faça-o ler o plano para a mídia. O povo americano estará perto do pânico; eles acharão seu discurso tranquilizador. Isso colocará o candidato no topo”.

O líder de McCain disse: “Obrigado, Jim, mas não vemos isso como um problema. A crise acabou; precisamos nos ater à nossa mensagem de crescimento”. A ligação terminou depois disso. Foi minha primeira e última vez como conselheiro de campanha. Eu não fui convidado novamente.

A crise de fato surgiu na “Lehman Weekend”, de 13 a 14 de setembro de 2008. A Lehman Brothers entrou em falência em 15 de setembro.

Naquele dia, o Dow Jones Industrial Average caiu mais de 500 pontos, uma queda de 4,4%. Os resultados foram desastrosos para McCain. Ele sabia pouco sobre economia, mas sua campanha precisava agir. McCain parecia distraído e confuso. Em 24 de setembro de 2008, McCain chocou os republicanos quando suspendeu sua campanha para retornar a Washington para lidar com a crise. McCain insistiu numa reunião com o presidente Bush para discutir uma resposta. Há apenas seis semanas do dia da eleição, a equipe de crise de Bush não poderia parecer favorecer um candidato em relação ao outro. Bush convocou McCain e Obama para o West Wing Cabinet Room, em 25 de setembro, para uma reunião sobre a crise. A equipe de Obama não sabia muito mais do que a de McCain sobre a dinâmica da crise. Ainda assim, eles eram espertos o suficiente para ficar tranquilos, dizer pouco e projetar calma. McCain parecia nervoso, pálido e perto de entrar em pânico. Com os mercados em queda livre, o povo americano percebeu a diferença.

Desde a eleição de 2008, a sabedoria popular é que a destruição de McCain foi a escolha de Sarah Palin como sua companheira de chapa, um evento forçado pela imaginação popular no filme de 2012, da HBO, *Virada no Jogo*. Cabe aqui uma olhada no *Inside-the-Beltway*, de Palin, como uma política peso-leve e um albatroz em torno do pescoço de McCain. No entanto, os dados não apoiam essa narrativa. No dia anterior à falência da Lehman, McCain liderou sobre Obama, 47,4% a 45,3%, na pesquisa de rastreamento médio da RealClearPolitics. Dois dias depois da Lehman, os candidatos estavam empatados em 45.7% cada. No dia seguinte, Obama pulou à frente, 47,1% a 45,2%. Obama não voltou a ficar atrás nas pesquisas. O ponto de inversão para a vitória de Obama não foi Palin, foi a Lehman.

Meus avisos para o Tesouro de Bush, em 2007, e para a campanha de McCain, em 2008, sobre o próximo colapso fracassaram. Bush e McCain não estavam sozinhos na sua incapacidade de compreender *insights* oferecidos pela teoria da complexidade. Os formuladores de políticas, de Paulson a Bernanke, e os CEOs da Merrill Lynch, John Thain, a Dick Fuld, da Lehman, estavam atordoados.

Em 29 de setembro de 2008, dez anos após o resgate do LTCM, o Congresso rejeitou a lei de resgate do TARP, de Paulson-Bernanke, projetado para usar o dinheiro do contribuinte para sustentar os grandes bancos. No dia seguinte, o Dow Jones Industrial Average caiu 777 pontos, uma queda de 8%, a maior queda já ocorrida em um dia.

Dois dias depois, em 2 de outubro, o *Washington Post* publicou o meu artigo “Uma montanha, Ignorada: Como os Modelos de Risco Falharam em Wall Street e em Washington”. Esse foi o meu primeiro esforço público, usando a teoria da complexidade, para explicar o colapso financeiro em curso. No artigo eu escrevi:

Desde a década de 1990, o gerenciamento de risco em Wall Street tem sido dominado por um modelo denominado “Valor em Risco” (VaR). O VaR atribui fatores de risco a cada título financeiro e agrega esses fatores a todo

um portfólio, identificando os riscos que se anulam mutuamente. O que resta é risco “líquido”, que é, então, considerado à luz dos padrões históricos. O modelo prevê com probabilidade de 99% que as instituições não podem perder mais do que uma certa quantia de dinheiro. As instituições comparam esse “piores caso” com seu capital real e, se a quantidade de capital for maior, elas dormem profundamente à noite. Os reguladores, sabendo que as instituições usavam esses modelos, também dormiram profundamente.

Esconder-se atrás de modelos, entretanto, é um erro conceitual tremendo: a crença de que o risco é distribuído aleatoriamente e que cada evento não tem influência alguma no evento seguinte em uma sequência...

Tais sistemas são representados na curva gradativa, o que deixa claro que acontecimentos do tipo que testemunhamos ultimamente são tão estatisticamente improváveis quanto praticamente impossíveis. É por isso que os mercados são pegos de surpresa quando eles ocorrem.

Mas, e se os mercados não forem como um jogo de “cara ou coroa”? ... E se os novos eventos forem profundamente afetados pelo que aconteceu antes?

Tanto os sistemas naturais como os artificiais estão cheios do tipo de complexidade em que mudanças minuciosas no início resultam em desfechos divergentes e imprevisíveis... que ... não podem ser modelados nem mesmo com os computadores mais poderosos. Os mercados de capitais são um exemplo de tais sistemas dinâmicos complexos.

O *Washington Post* adota uma abordagem extremamente rigorosa com relação aos artigos de convidados. A minha contribuição sobre a teoria da complexidade no auge da crise só foi publicada depois de uma série de conferências telefônicas com Vincen Reinhart, antigo economista monetário do FOMC e especialista em bolhas de mercado. Reinhart estava atuando como um árbitro para o conselho editorial do Post. Eu discuti minhas teorias com ele de um quarto de hotel em Budapeste, para onde eu estava viajando naquela época. Era meia-noite lá. Eu era capaz de responder a suas perguntas técnicas e, depois de alguns ajustes de palavras e frases, o Post publicou o meu trecho. Estou certo de que o artigo não teve nenhum impacto sobre o debate das políticas públicas

na época. Ainda assim, eu agradei a chance de ir a público após vários avisos privados falharem.

No dia seguinte, 3 de outubro de 2008, o Congresso aprovou a legislação do TARP. O presidente Bush assinou a lei em poucas horas. Os participantes do mercado, os jornalistas e os americanos do dia a dia ficaram chocados com a forma como o sistema saiu de controle em questão de semanas desde a Lehman, a AIG e o TARP. Agora, novos rumores diziam que mais resgates eram necessários. O TARP ajudou a combater a queda livre nos mercados de capitais. No entanto, os problemas estavam apenas começando na economia real. Os Estados Unidos entraram na pior recessão desde a Grande Depressão. O desemprego chegou a mais de 10%. O Dow Jones Industrial Average caiu de 10.831,07, em 1 de outubro de 2008, para 6.547,05, em 9 de março de 2009 – um espantoso mergulho de 40% sobre as perdas que já haviam ocorrido desde o pico de outubro 2007.

Como ocorrido em 1998, os formuladores de políticas ignoraram as conexões da crise e fizeram o oposto do que era necessário para evitar um colapso futuro. As baboseiras políticas começaram imediatamente com o uso dos fundos TARP, recentemente aprovados. Paulson e Bernanke venderam isso ao Congresso como um fundo para comprar ativos ruins dos bancos e depois vendê-los gradualmente para recuperar os custos em benefício dos contribuintes. Essa tática fazia sentido; uma versão dessa foi usada efetivamente para limpar a crise da poupança e do empréstimo dos anos 80. Outro benefício foi que os ativos seriam foram removidos dos bancos. Com balanços financeiros limpos, os bancos poderiam retomar os empréstimos às empresas de pequeno e médio porte que são as mais dinâmicas e criam a maior parte dos empregos.

Em vez de executar suas promessas ao Congresso, Paulson deu o dinheiro aos bancos e permitiu-lhes manter os ativos ruins na esperança de que eles recuperassem suas perdas. Os ressarcimentos não foram para os contribuintes. Paulson garantiu que os ganhos futuros fossem para os banqueiros, incluindo seus ex-sócios da Goldman Sachs.

A política *bait-and-switch* de Paulson estendeu-se à administração Obama em março de 2009, quando a marcação a mercado foi suspensa. Isso significava que os bancos fingiam que seus ativos valiam mais do que valiam. Com os valores inflacionados em seu devido lugar, os bancos esperaram pacientemente enquanto o Fed impulsionava os preços dos ativos com dinheiro fácil até que os valores de mercado estivessem mais próximos dos falsos valores contábeis. A última etapa foi a em que os bancos descarregaram os ativos lentamente e bloquearam os ganhos, que foram desviados para os banqueiros e acionistas como bônus executivos e dividendos. Os contribuintes foram tratados como credores forçados que recebiam o seu dinheiro de volta, mas não tinham participação no resultado positivo. O fato de que essa fraude foi perpetrada por ambas as administrações de Bush e Obama mostra que o poder do banco transcende a política, e é uma condição permanente em Washington.

CONSEQUÊNCIAS II

A Casa Branca e o Congresso passaram um ano, de 2009 a 2010, elaborando e promulgando a Reforma de Wall Street e a Lei de Defesa do Consumidor, de Dodd-Frank. Elas foram assinadas em lei pelo presidente Obama em 21 de julho de 2010. Dodd-Frank tinha mais de mil páginas em sua forma final, e mal foi lida pelos membros do Congresso que votaram nela. Dodd-Frank era uma mistura estranha de reforma genuína, pseudorreforma, negligência e assunto não essencial das listas de desejo dos lobistas.

Algumas cláusulas da Dodd-Frank, incluindo o aumento dos requisitos de capital para os bancos, e a Regra Volcker, que limitava certas formas de *proprietary trading*, eram úteis se fossem passos limitados na direção de um sistema financeiro mais seguro. A provisão mais exagerada era a autoridade de “liquidação ordenada”. Em teoria, esse foi um roteiro para acabar com a falência dos bancos grandes demais para falir, sem o caos do colapso da Lehman, em 2008, e dos resgates bancários *ad hoc*. Na prática, a liquidação ordenada é outra invenção de Washington que vai quebrar no minuto em que for testada em condições reais de pânico. Os reguladores recorrerão ao nepotismo e à improvisação como sempre fazem.

A negligência do dever parlamentar é evidente nos mais de duzentos projetos de regulamentação exigidos pela Dodd-Frank. O Congresso identificou assuntos importantes não abrangidos pelo estatuto e, em seguida, confiou a autoridade de regulamentação às agências. A partir de 2011, essa regulamentação tornou-se um banquete para os lobistas de bancos que buscavam acabar com as intenções do Congresso. No final, não restava mais qualquer intenção do Congresso em legislar. As questões não essenciais abarcadas pela Dodd-Frank incluíam a criação de uma nova e arrogante agência chamada Consumer Financial

Protection Bureau (Secretaria de Proteção Financeira do Consumidor, em tradução livre). Até o momento, “O Bureau” forçou mais de US\$11 bilhões em liquidações de instituições financeiras e tornou o crédito ao consumidor menos disponível, o que prejudica a recuperação. Como a implementação do Bureau impede um novo pânico bancário ainda permanece um mistério.

A Dodd-Frank abordou a questão do risco sistêmico diretamente ao criar duas outras agências: o Financial Stability Oversight Council – FSOC (Conselho de Supervisão de Estabilidade Financeira, em tradução livre) e o Office of Financial Research – OFR (Escritório de Pesquisa Financeira, em tradução livre).

O FSOC é uma nova versão do antigo Grupo de Trabalho do Presidente, que refutou os avisos de Brooksley Born acerca dos derivativos em 1998. O FSOC inclui o secretário do Tesouro, o presidente do Fed e os chefes da SEC, CFTC, FDIC e vários outros reguladores financeiros. A Dodd-Frank formaliza o poder do FSOC e centraliza esse poder no Tesouro. O FSOC destina-se a coordenar uma resposta de emergência a uma futura crise sistêmica.

O Escritório de Pesquisa Financeira é um novo grupo de reflexão criado dentro do Tesouro que permite que os reguladores financeiros acompanhem a genialidade de Wall Street em relação à medição de risco de derivativos. O OFR é o braço analítico do FSOC. Em princípio, as decisões do FSOC sobre o risco sistêmico e as respostas políticas ao pânico serão informadas pela análise do OFR. As duas agências são destinadas a trabalhar em estreita colaboração.

No início de 2013, fui convidado a dar uma conferência particular para o FSOC e os funcionários do OFR, no Tesouro de Washington. A conferência ocorreu na sexta-feira, dia 12 de abril. O funcionário do Tesouro que organizou a conferência estava interessado em aprender mais sobre a teoria da complexidade e seu uso na identificação do risco sistêmico nos mercados de capitais. Fui encorajado pelo convite. Talvez a *glasnost* tivesse finalmente chegado a Washington, um quarto de

século após ter chegado à antiga União Soviética.

Eu preparei um artigo técnico sobre meus principais modelos de gerenciamento de risco e enviei para o Tesouro com antecedência. Em Washington, me reuni com nove funcionários do FSOC e do OFR e comecei minha apresentação. A reunião durou cerca de duas horas, uma generosa atribuição de tempo pelos funcionários do Tesouro. Eu estava grato pela oportunidade.

Ainda assim, à medida que a apresentação continuava, eu tive a impressão de que, apesar de sua atenção, o Tesouro não estava interessado nos próximos passos. Os funcionários pareciam estar apenas cumprindo tabela, no que diz respeito a ouvir novas ideias, mas não internalizando as implicações.

Em um ponto, eu interrompi o fluxo da minha apresentação, me virei para o funcionário senior do Tesouro presente e disse: “Eu não invejo seu trabalho. Novas ideias não parecem importar. Não há muito que você possa fazer porque os bancos são os donos desta cidade”.

Eu esperava uma resposta indignada ao meu comentário simpático, ainda que provocativo. Em vez disso, o funcionário olhou para mim e disse: “Você está certo”, uma admissão sincera de que a gestão de risco ficou em segundo lugar em relação aos lucros bancários.

Posteriormente, na apresentação, perguntei ao funcionário senior do OFR quais modelos eles costumavam utilizar para avaliar o risco sistêmico. Eu sabia que eles não estavam usando a teoria da complexidade e que ainda usavam o valor em risco. Queria saber se foram adotados refinamentos ou adiantamentos para o VaR. O funcionário disse: “Bem, estamos apenas fazendo a implementação das regulamentações da Dodd-Frank. Nós deixamos o gerenciamento de risco sistêmico para o Fed”.

Essa admissão era mais desconcertante do que a observação anterior sobre o poder dos bancos. Eu sabia o quão falhos os modelos do Fed eram por causa de conversas com altos funcionários do Fed e com a

equipe de pesquisa. Eu esperava mais do OFR. No entanto, Washington estava servindo mais do mesmo – bancos maiores, mais derivativos, mais interconectividade. O OFR estava recebendo do Fed os alertas de administração de risco. Era como um cego guiando um cego.

Nos últimos trinta anos, os mercados mundiais de capitais alcançaram um tamanho crítico e entraram em total colapso quatro vezes. A primeira foi em 19 de outubro de 1987, a Segunda-feira Negra, quando os mercados de ações dos EUA caíram 20% em um dia. A segunda foi em 20 de dezembro de 1994, a Crise da Tequila, quando o México desvalorizou o peso em 15% em um dia. O terceiro foi 17 de agosto de 1998, quando a Rússia desvalorizou o rublo e deixou de pagar sua dívida, levando ao colapso do LTCM. A quarta foi em 20 de junho de 2007, quando dois fundos de *hedge* da Bear Stearns entraram em colapso após uma tentativa de resgate fracassada, que levou à crise da Lehman no ano seguinte. Os mercados de capital estão no que os físicos chamam de estado supercrítico, o que significa que um evento crítico pode desencadear uma reação em cadeia e resultar num final catastrófico. Uma simples extrapolação dessa linha de tempo de trinta anos revela que o próximo evento crítico está atrasado.

Houve outros grandes acontecimentos no mercado durante esse período, incluindo o estouro da bolha especulativa japonesa em 1990 e da bolha pontocom em 2000. Esses eventos-bolha resultaram em grandes perdas para os investidores, ainda que não tenham apresentado implicações sistêmicas globais. A reação ao voto do Brexit pelo Reino Unido para deixar a União Europeia em 23 de junho de 2016 teve potencial para ser crítica, e isso ainda pode acontecer. Por enquanto, uma crise por causa do Brexit foi contida pelas promessas do banco central, da mesma maneira que um operador de um reator nuclear impede um colapso ao inserir barras de controle em um núcleo radioativo.

Os catalisadores de 1987, 1994, 1998 e 2007 eram supercríticos. As crises de reações em cadeia apenas foram truncadas após massivas intervenções do banco central e outras intervenções políticas.

Eu vivi as quatro crises com diferentes pontos de vista, como banqueiro, executivo de fundos de *hedge* e analista. Eu não previ as três primeiras crises. Elas simplesmente aconteceram, ou assim parecia na época, e eu fiz o meu melhor para gerenciá-las. Com base nessas experiências, especialmente em 1998, fiz a pesquisa e desenvolvi os modelos necessários para entender adequadamente as propriedades estatísticas do risco. Olhando para trás, em 1987, 1994 e 1998, posso ver que essas crises não “simplesmente aconteceram”, mas foram o resultado previsível da dinâmica crítica do Estado. Usando os modelos adequados, a crise de 2007 era previsível em 2005, como eu previ à época.

Usando esses mesmos modelos e olhando para a frente, o perfil é perturbador. Mais uma vez, o sistema está em alerta vermelho.

CAPÍTULO 6

TERREMOTO. 2018

Não se pode imaginar que um único acidente possa ter provocado o fim da Idade do Bronze; pelo contrário, o fim deve ter vindo como consequência de uma complexa série de eventos que repercutiram em todos os reinos e impérios interconectados do Mediterrâneo Egeu e Oriental e que, eventualmente, levaram a um colapso do sistema inteiro...

Eric H. Cline
1177 a.C: The Year Civilization Collapsed

Se esse abarrotado, interconectado, urbanizado e nuclearmente armado mundo que nós criamos cambalear para uma nova idade das trevas, certamente será a mais terrível de todas.

Ian Morris
“The Dawn of a New Dark Age”, julho de 2016

O HOMEM SEM ROSTO

“Ainda não” foi a resposta de Jon Faust quando perguntei se o Fed via uma bolha como aquelas que estouraram catastróficamente em 1998 e 2008. Sua resposta foi angustiante. Ela demonstrou que o Fed tinha aprendido pouco com os episódios anteriores. Se o Fed não pode ver a nova bolha prestes a estourar, então ela não vai deixar de estourar.

Faust é um *insider* do Fed escolhido a dedo pelo presidente Ben Bernanke, em 2012, para servir como conselheiro especial do conselho de governadores. O termo “*insider*” é frequentemente usado para descrever aqueles que estão apenas tangencialmente envolvidos, e não no círculo restrito da instituição à qual aparentemente pertencem. Esse termo informal não se aplica a Jon Faust. Quanto ao seu papel no Fed, “*insider dos insiders*” é uma descrição mais coerente.

O mandato de Faust no Fed, de janeiro de 2012 a agosto de 2014, contemplou a transição da presidência do Fed, de Bernanke para Janet Yellen. Seu papel era amplo, mas focado nas comunicações. Isso não significa que ele atuava como relações públicas ou assessor de imprensa. Seu papel nas comunicações significava que Faust era o *consigliere* e o principal mago das palavras, em relação ao *forward guidance*.

O *forward guidance* é a principal ferramenta monetária de um banco central em um mundo com taxas zero ou baixas. O Fed a usa para manipular as expectativas do mercado. A manipulação permite que o Fed endureça ou afrouxe suas políticas, sem alterar as taxas. Em vez disso, o Fed provoca uma mudança nas expectativas *sobre* as taxas. Isso é feito com palavras em discursos, declarações, atas e vazamentos à imprensa. Essas palavras eram de orientação direta, e era Faust quem as escrevia.

Embora não tenha sido um membro do conselho, Faust foi indiscutivelmente a terceira figura mais poderosa do Fed, depois do presiden-

te e de William C. Dudley, presidente do banco de Nova York do Fed. O fato de que ele era desconhecido fora do Fed só aumentava o poder de sua mão oculta, usada para mover os mercados com algumas palavras escolhidas a dedo. No jargão dos romances de espionagem, Faust era o “homem sem rosto”.

A articulação do *forward guidance* não é feita nos bastidores. Fornecer frases precisas para serem utilizadas em divulgações públicas exigia um conhecimento íntimo do funcionamento interno do FOMC e das visões particulares de Bernanke e Yellen. Faust se sentou na ornamentada sala de reuniões do Fed, com pé direito alto, em quase todos os encontros do FOMC durante seu tempo lá, que incluiu o maior programa de impressão de dinheiro do Fed, chamado QE3, a ameaça de Bernanke de reduzir a impressão de dinheiro, em um discurso de maio de 2013, e a real redução de impressão de dinheiro iniciada em dezembro de 2013. Nos períodos entre as reuniões do FOMC, Faust estava nos escritórios de Bernanke e Yellen para sessões de *brainstorming*, enquanto palavras e frases eram experimentadas com o potencial de impactar os mercados. Quando mais tarde falei com Bernanke sobre o papel de Faust, ele me disse: “Sim, o escritório de Jon ficava do outro lado do meu corredor”. Com relação ao *forward guidance*, Faust era o cérebro do Fed.

Faust é um membro com boa reputação no círculo keynesiano-monetarista acadêmico. Ele recebeu seu Ph.D. em 1988, da Universidade da Califórnia, Berkeley. Janet Yellen era professora em Berkeley antes de se tornar uma alta funcionária do Fed. O orientador da tese de Faust, o economista ganhador do Prêmio Nobel, George Akerlof, é casado com Yellen. Faust trabalhou no Fed em vários cargos, de 1981 a 2006, tornando-se, finalmente, assistente de diretor na divisão de finanças internacionais. Basta dizer que Faust não era estranho ao Fed, Bernanke ou Yellen quando recebeu um telefonema para aconselhar a diretoria, em 2012.

Em 20 de janeiro de 2015, pouco depois de deixar o Fed, Jon e eu jantamos no The National, uma popular *steak house* de Nova York, em uma sala de jantar particular no segundo andar. A decoração do The

National é característica desse tipo de culinária – madeira escura, decoração em bronze, toalhas de mesa brancas e iluminação fraca. Eu conhecia Jon há anos. Ainda assim, essa foi a nossa primeira oportunidade de nos encontrarmos pessoalmente desde que Bernanke o selecionou, em 2012. Nós nos sentamos em ângulo reto, há meio metro de distância. Nossa conversa sobre salmão, crême brûlée e um bom vinho continuou por duas horas; Jon bebeu o tinto, e eu o meu habitual sauvignon blanc.

Além de nos atualizarmos sobre os discursos e os textos dos membros do FOMC, falei rapidamente dos governadores do Fed e dos presidentes de bancos de reserva, para que eu tivesse alguns pontos de referência sobre os colegas de Faust, do FOMC. A conversa ficou mais animada porque pudemos compartilhar impressões sobre personalidades além da política.

Eu estava especialmente interessado em Jeremy Stein. Stein foi governador e membro do FOMC, de maio de 2012 a maio de 2014, datas que coincidiam com o tempo de Jon no Fed. Stein me surpreendeu como o único governador com uma compreensão técnica de como a política de juros zero do Fed estava criando perigos ocultos e a dinâmica das bolhas. Alguns membros do FOMC, à época, incluindo o presidente do Fed de Dallas, Richard Fisher, foram francos sobre a necessidade de aumentar as taxas e os perigos de não fazê-lo. No entanto, Fisher e Charles Plosser, do Fed da Filadélfia, tinham razões intuitivas, mesmo populistas, para aumentar as taxas. Essas razões tinham em parte a ver com a injustiça de não dar aos depositários um retorno decente sobre seu dinheiro, enquanto os banqueiros de Wall Street usavam dinheiro fácil para enriquecer com a recompra de ações alavancadas.

Stein era mais sutil. Ele percebia como a máquina funcionava. Stein sabia que os *swaps* de ativos – uma troca de garantias inúteis por garantias boas, para que a contraparte pudesse conseguir garantias boas em outra negociação – estavam adicionando alavancagem escondida. Ele entendia que o aumento da regulamentação estava conduzindo à desintermediação – o chamado banco paralelo –,

tornando isso pior do que o colapso de 2008. Ele percebia que o risco de derivativos estava nos valores nocionais brutos, não nos líquidos. Isso era claro em seus discursos e textos. Stein enxergava a dinâmica das bolhas. E então, ele foi embora. Não restou ninguém no FOMC capaz de enxergar o que Stein enxergava.

Minha pergunta para Jon foi direta. Stein tinha soado um aviso dentro do Fed. Sua análise foi rigorosa, não populista. Stein também sabia que se uma nova bolha estourasse, tão logo depois de 2008, isso destruiria a confiança de uma geração e anularia o trabalho que o Fed fez, desde a última crise, para levar a economia a um caminho autosustentável. Inclinei-me para frente e perguntei ao Jon: “A Yellen enxerga o que Stein enxergou? Ela acredita que os mercados estão numa bolha?” Então veio a resposta de Faust: “Ainda não”.

Essa resposta foi reveladora. Isso significava que o Fed estava aderindo aos modelos obsoletos. A ideia de que o Fed não deve estourar as bolhas, mas, em vez disso, limpar a bagunça depois que elas estouram, é de longa data. A discussão dessa abordagem remonta, pelo menos, ao trabalho clássico de Friedman e Schwartz sobre as origens da Grande Depressão. Friedman e Schwartz criticaram a decisão do Fed de elevar as taxas de juros em 1928 para esfriar uma bolha do mercado de ações. Ao aumentar as taxas numa época em que a inflação não era uma ameaça, o Fed induziu uma recessão em 1929, que foi a causa direta da quebra do mercado de ações em outubro daquele ano. Essa quebra é frequentemente citada como o marco do início da Grande Depressão. Tanto Alan Greenspan como Ben Bernanke apoiam a crítica de Friedman e Schwartz. Greenspan recebeu enaltecimentos por deixar a bolha da internet, que começou em 1996, por conta própria, em 2000. Greenspan “limpou a bagunça” sem graves danos econômicos ou contágio sistêmico. Bernanke ecoou a abordagem de Greenspan ao lidar com bolhas em extensos textos e num discurso histórico sobre as causas da Grande Depressão, realizado em 2 de março de 2004.

No entanto, a abordagem de Greenspan-Bernanke com relação às bolhas é tanto uma leitura equivocada da história como desmentida

pela experiência mais recente. O Fed cometeu um erro ao aumentar as taxas em 1928. Porém, o erro não estava no fato de eles atacarem a bolha, mas em falharem ao não seguir as regras do jogo. Os Estados Unidos estavam em um padrão-ouro em 1928, e havia um grandes fluxos de ouro chegando da Europa. Sob as regras monetárias do jogo, os fluxos de ouro exigiam uma flexibilização monetária, que causaria uma inflação, elevaria os preços de exportação e reequilibraria os fluxos de ouro a favor da Europa. O aumento das taxas de juros aumentou o fluxo de ouro para os Estados Unidos e reduziu a liquidez no resto do mundo. Essa política era o contrário daquela exigida para o padrão-ouro e foi o principal fator contribuinte para a Grande Depressão.

O que Greenspan e Bernanke não entenderam é que hoje não há um padrão-ouro e não há um padrão monetário. Sem uma âncora monetária para calibrar a política, o Fed deve refletir melhor sobre se essa é a *causa* de uma bolha ou se é uma mera espectadora. As decisões de elevar ou baixar as taxas não são guiadas pelos fluxos de ouro, mas pelos caprichos e pelas correlações espúrias entre a inflação e o emprego, conhecidas como NAIRU (a Taxa de Desemprego não Aceleradora da Inflação) e a curva de Phillips.

A experiência mostra que Greenspan não lidou tão habilmente com a bolha da internet, no final das contas. Seu esforço de limpeza incluiu manter as taxas de juros muito baixas por muito tempo, o que levou diretamente à bolha imobiliária e ao colapso financeiro de 2008. A política de taxa de juros zero de Bernanke (continuada por Yellen), de 2008 a 2015, repetiu o erro de Greenspan com um potencial catastrófico.

A melhor análise é a de que as bolhas não são automaticamente perigosas. O que importa é se elas são alimentadas ou não pela dívida. A bolha da internet foi inflada pelo que Greenspan chamou mais cedo de “exuberância irracional”, não pela dívida, e causou pouco dano à macroeconomia quando explodiu, apesar das perdas dos investidores. Em contrapartida, a bolha hipotecária foi inteiramente impulsionada pela dívida e pelos derivativos e causou a maior recessão desde a Grande Depressão. As bolhas não são iguais. Stein entendia isso.

Ao entender a dinâmica dessas bolhas, a alavancagem é uma métrica mais apropriada do que a dívida. A alavancagem pode incluir derivativos, além dos empréstimos tradicionais. Essa foi a outra grande visão de Stein. Bernanke e Yellen não só falharam ao não conseguirem fazer a distinção entre as bolhas motivadas pela dívida *versus* aquelas não motivadas pela dívida, mas também não conseguiram enxergar que os derivativos eram uma forma de dívida. As novas bolhas de ativos, ainda em expansão em 2016, são do tipo ruim, impulsionadas pela dívida e pelos derivativos. A abordagem obsoleta de Yellen falhou ao não perceber essa distinção.

Não há nada de novo sobre a incapacidade dos economistas em prever pânico. Um exemplo infame foi a notória observação do economista Irving Fisher de que os mercados de ações tinham chegado a “o que parece um planalto bem alto”, dias antes da quebra, em 28 de outubro de 1929, em que o mercado caiu 24% em dois dias. Aquela quebra continuou quando o mercado de ações caiu 80% em relação ao pico de 1929, antes de chegar ao fundo do poço, em 1932. A intenção não é ridicularizar Fisher – ele foi um dos economistas mais brilhantes do século XX –, mas, sim, apontar que os economistas, especialmente os do Fed, simplesmente não enxergam as bolhas.

Há modelos que fazem um bom trabalho identificando bolhas usando a teoria da complexidade, a inferência causal e a economia comportamental, embora seja difícil prever o momento exato do colapso devido às minúcias dos catalisadores e às estocásticas da dependência da trajetória. Jeremy Stein e o ex-governador do Fed, Rick Mishkin, fizeram o maior progresso no uso das funções recursivas para entender esses riscos. Ainda assim, a resposta de Faust acabou com a minha esperança de que esse pensamento fosse mais do que uma novidade no Fed. Na mente de Yellen, os negócios adavam como o de costume. Não havia bolha.

A outra característica perturbadora da resposta de Faust foi a palavra “ainda”. Isso levou a uma implicação de que, embora uma bolha pudesse estar em construção, ainda havia tempo para mantê-la sob

controle. Isso significa que é possível para os banqueiros centrais liberar o ar de um balão lentamente. Outra metáfora é a de um termostato. Se uma casa está muito fria, você pode aumentar o termostato. Se a casa está muito quente, você diminui o termostato. A ideia é que o controle da economia é um processo linear e reversível. Basta mudar a temperatura.

Uma economia é mais parecida com um reator nuclear do que com um termostato. Os reatores também podem ser regulados. No entanto, esse processo não é nem linear nem, necessariamente, reversível. Quando um estado supercrítico é atingido, o núcleo do reator derrete. Nenhuma regulagem pode causar um *desderretimento*. Os reatores nucleares são sistemas complexos, assim como os mercados de capitais. Faust estava involuntariamente dizendo que o Fed não tem ideia de como os mercados de capitais se comportam.

Em contrapartida ao seu comentário sobre as bolhas, as observações de Faust sobre a flexibilização quantitativa foram revigorantes. Ele admitiu francamente que dentro do Fed o efeito da flexibilização quantitativa (QE) foi considerado “sombrio”. A QE parecia valer a pena e provavelmente era melhor do que nada, mas nenhum impacto benéfico estava claro.

Bernanke reconheceu isso quando conversamos, em 2015. Ouvi o mesmo em conversas privadas com outros membros do FOMC. Eles reconheceram que não sabiam o que estavam fazendo, após 2008. Bernanke me disse que seu ideal era o de FDR durante o período da Grande Depressão. FDR era um grande improvisador. Sua administração buscava uma política que funcionasse mais do que um palpite. Algumas ideias funcionaram, outras falharam. Outras tiveram algum impacto, mas eram descaradamente ilegais e foram anuladas mais tarde pelos tribunais. Não importava. O mantra de FDR era tentar todos os caminhos possíveis para acabar com sofrimento econômico. FDR sentiu que era melhor fazer algo do que não fazer nada em uma crise. Bernanke me disse que estava de acordo com essa abordagem.

Na verdade, isso depende. Às vezes, é melhor não fazer *nada* do que ficar se debatendo. Essa é a essência do juramento de Hipócrates da medicina, que, em inglês moderno, diz: “Não me envergonharei de dizer ‘não sei’... acima de tudo, não devo brincar de ser Deus”, e “a prevenção é preferível à cura”. O registro histórico sugere fortemente que a Grande Depressão poderia ter terminado mais cedo, não fosse a incerteza causada pelas improvisações do FDR. A depressão prolongada, desde 2008 (definida como crescimento persistente abaixo da tendência), se deve à incerteza causada pelas improvisações de Bernanke-Yellen. Em um estado de incerteza do regime, o capital entra em greve.

Faust foi igualmente sincero sobre as sessões de preparo dos textos para os comunicados de imprensa, emitidos após cada reunião do FOMC. Ele chamou o processo de “ridículo”. Trocas de palavras significativas eram realizadas apenas em prol da mudança, sem nenhum significado intrínseco às novas palavras. O leitor foi conduzido numa viagem semiótica hermenêutica. Bernanke, certa vez, examinou dois esboços de uma declaração do FOMC; um deles não indicava qualquer alteração nas políticas, e sinalizava um endurecimento. Bernanke olhou para cima e perguntou para o Jon, “Qual deles é o ruim?”. As palavras eram arbitrárias, e para entreter. O trabalho mais importante de Faust era ligar para Jon Hilsenrath, repórter do Wall Street Journal, para explicar o que o Fed queria dizer com as palavras, independentemente das escolhas delas. Hilsenrath relatava obedientemente o significado pretendido, e o mercado respondia como esperado. Michel Foucault teria ficado orgulhoso.

Após cerca de uma hora de conversa, Faust e eu nos concentramos nas questões políticas para debater a era pós-2008 no contexto histórico. Não obstante minha crítica ao Fed, eu entendi que o Fed, ao menos, achava que perseguia as estratégias corretas. No entanto, isso gerou um questionamento: se o Fed soubesse o que sabe agora, teria seguido o mesmo caminho? A premissa por trás da pergunta era simples. Quando o Fed lançou o QE2, em novembro de 2010, esperava resultados sólidos até 2011. Quando lançou o QE3, em setembro de

2012, esperava resultados sólidos até 2013. O crescimento esperado não se materializou. A economia não estava pior; foram criados postos de trabalho; contudo, o crescimento foi fraco, bem abaixo do potencial. O processo todo foi uma caixa de surpresas, um impasse do qual agora não havia saída?

Faust não respondeu diretamente à pergunta. Em vez disso, ele ponderou que em cinquenta anos, a partir de agora, “um novo Ben Bernanke virá, um jovem estudioso que analisará a década de 1930 e esse período em que estamos agora, e fará uma comparação das abordagens para ver o que funcionou e o que não funcionou. Essa pessoa terá dois pontos de dados”. A observação acadêmica de Faust sobre os pontos de dados abriu outra janela a respeito do modo de pensar do Fed.

Além dos modelos de equilíbrio obsoletos, a equipe do Fed adere aos chamados métodos estatísticos frequentistas. O método frequentista contrasta com outro estilo estatístico, uma abordagem inferencial baseada no teorema de Bayes. Ambas as abordagens, a frequentista e a bayesiana, lidam com causa e com o efeito para fazer previsões. Como em muitos debates dicotômicos, tem-se conseguido alguma síntese nos últimos anos; os usuários de cada abordagem conseguem ver algo salutar na outra. Mas ainda há um embate.

Os frequentistas afirmam que as conclusões estatisticamente válidas só podem ser extraídas quando grandes conjuntos de dados, com longas séries temporais, estão disponíveis; quanto mais amplos e extensos, melhor. Esses grandes conjuntos de dados são classificados e analisados por meio de linhas de base, regressões e correlações, para presumir a causalidade e identificar as anomalias. Essa produção forma uma base para previsões sólidas do comportamento futuro. Uma técnica particular usada na economia é a simulação de Monte Carlo. Os computadores são usados para fazer girar uma roleta de simulações ou jogar dados digitais milhões de vezes com os resultados dispostos em distribuições graduadas, para que as frequências dos resultados específicos possam ser observadas e previstas com confiança. Quanto mais dados houver e mais frequente forem as observações, mais segura

será a previsão estatística – por isso o nome “frequentista”.

Os bayesianos trabalham com muito menos dados, não porque eles assim queiram, mas porque, às vezes, isso se torna necessário. Se você precisa resolver um problema de vida ou morte e possui apenas um ponto de dados, o teorema de Bayes te ajuda a encontrar uma resposta. Os bayesianos resolvem problemas quando os conjuntos de dados são pequenos, e até mesmo inexistentes. Eles agem assim fazendo uma suposição, chamada de *prior*, e a utilizam para elaborar uma hipótese. O *prior* baseia-se em fatores que incluem história, senso comum, intuição e os dados escassos que possam existir. Ao prior, é atribuída alguma possibilidade de ser verdadeiro, baseada na melhor evidência disponível. Na ausência de quaisquer dados, é atribuída ao prior uma probabilidade de cinquenta-cinquenta, a melhor aproximação de incerteza.

Os bayesianos racionalizam as observações das anteriores às subsequentes para testar as hipóteses de um prior. Cada evento subsequente é avaliado pela probabilidade específica de ocorrer ou não ocorrer se a hipótese for verdadeira. Em seguida, o prior é atualizado para aumentar ou diminuir sua probabilidade de estar correto. Ao longo do tempo, o prior pode se tornar bastante forte, com uma probabilidade de 90% de estar correto; ou pode se tornar fraco, caso em que é descartado. O bom bayesiano mantém a mente aberta sobre o impacto das observações subsequentes com relação à hipótese original. Os frequentistas ficam chocados com a adinhação no desenvolvimento do prior e na atribuição de probabilidades na ausência de dados. Eles veem o método como não científico, apenas um pouco melhor do que um vudu.

Os bayesianos refutam os frequentistas com o pragmatismo – e se você não tiver muitos dados e o problema não pode esperar? E se os submarinos cortarem o fornecimento de comida da Grã-Bretanha e sua missão for descobrir o enigma do código nazista e romper o bloqueio do submarino? Quando os frequentistas tivessem dados suficientes para resolver o problema, o Reino Unido teria morrido de fome e se renderia.

É por isso que as abordagens bayesianas são amplamente utilizadas nas operações militares e de inteligência. Esses operadores enfrentam questões existenciais que não permitem esperar por mais dados.

A observação de Faust foi frequentista até os ossos. De fato, ele disse que as políticas de Bernanke-Yellen, de 2007 a 2015, tinham apenas um ponto de dados para processar – a Grande Depressão. Bernanke é o maior acadêmico monetário da Grande Depressão, logo atrás de Milton Friedman e Anna Schwartz, gigantes desse campo. Daqui a cinquenta anos, provavelmente em meio a outra desgraça econômica, um futuro legislador teria duas depressões para estudar, a de 1929 e a de 2008, e talvez pudesse comparar e contrastar as duas respostas políticas como se respondesse a uma pergunta em uma prova final na faculdade. Em justiça a Faust, Bernanke expressou o mesmo ponto de vista quando falei com ele. O ex-presidente do Fed considerava ser muito cedo para dizer se suas políticas tinham sido bem-sucedidas. Seriam necessárias muitas pesquisas acadêmicas, por décadas, para fazer esse julgamento.

Minha avaliação da mentalidade frequentista de Bernanke-Faust era a que, ao ritmo de um ponto de dados por século, chegaríamos perto de entender os vínculos entre as políticas monetárias e as depressões por volta do ano de 2525. Eu entendi que o que Faust quis dizer foi que, quando a crise ocorreu em 2008, Bernanke tinha apenas um ponto de referência, e fez o melhor que pôde. Curiosamente, o posto avançado dos acadêmicos de Janet Yellen, na sua época como banqueira central, ficava na Universidade da Califórnia, em Berkeley, o marco zero intelectual da ciência estatística frequentista do século passado. Yellen foi ainda mais orientada pelos dados e se baseou ainda mais no modelo do que Bernanke.

O infortúnio do mundo foi que o Fed não tinha nenhum firme domínio da técnica bayesiana. Os mercados de capitais foram condenados a uma sucessão de calamidades, enquanto os acadêmicos, que se tornaram banqueiros centrais, esperaram décadas para obter mais dados que os convencessem de seus fracassos.

Faust e eu terminamos a noite num bar chamado, acertadamente, de Bull and Bear, no hotel Waldorf Astoria, a cerca de uma quadra do restaurante. Nós bebemos um puro scotch, de um lote envelhecido, selecionado com cuidado pelo nosso amigo Dave “Davos” Nolan, um bilionário dos fundos de *hedge*, e o dividimos com outra companhia no jantar, a renomada bióloga Beverly Wendland. Davos, Beverly e eu brindávamos ao recente retorno de Jon à academia – o que eu chamava de sua “fuga do Fed”.

Infelizmente, não há escapatória para a economia global.

O PODER DO OURO

Simplesmente conseguir enxergar um colapso do mercado, mesmo através das lentes da teoria da complexidade, é pouco para os investidores que não se importam por que as coisas acabam, mas que querem saber quando. A ganância desempenha seu papel. Os investidores podem concordar que os mercados de capitais vão quebrar, ainda assim, eles querem fazer parte deles até que quebrem. Na verdade, os investidores dizem: “Sei que as ações são uma bolha, mas não se pode resistir aos lucros. Me ligue no dia anterior à quebra; irei vender tudo, trocar por dinheiro, comprar ouro e manter os meus lucros. Aqui está o meu número”.

A resposta adequada a essa inclinação é que ninguém saberá a hora ou o dia. A lacuna não existe devido à falta de análise; é devido à falta de uma boa ciência.

A essência da complexidade é que mudanças invisíveis em condições iniciais produzem resultados sistêmicos radicalmente diferentes. Os processos de mercado são não lineares e não determinísticos. Pode haver uma relação de causa e efeito entre o catalisador e o colapso. Ainda assim, é pequena demais para ser observada, e o *timing* é difícil de prever. Prever a quebra do mercado é como prever terremotos. Pode-se ter certeza de que o evento ocorrerá e pode-se estimar sua magnitude, mas nunca saberemos exatamente quando ele acontecerá.

A ciência laboratorial, principalmente os experimentos de pilha de areia (semelhantes a uma dinâmica floco de neve/avalanche) e as simulações de computador usando autômatos celulares, revela distribuições de grau de eventos extremos. Ainda assim, um milhão de experimentos não permitirão que você preveja qual grão de areia, especificamente, fará com que certa pilha de areia entre em colapso.

A instabilidade sistêmica, e não um catalisador individual, destrói a sua riqueza. Os ansiosos investidores não devem se concentrar nos flocos de neve, eles devem estar atentos a uma avalanche. No entanto, a busca por flocos de neve é sedutora.

O floco de neve mais sensacional pode ser a incapacidade de um banco proeminente em entregar ouro físico. Isso irá chocar os mercados da mesma maneira que as inadimplências dos fundos de hipoteca o fizeram em 2007. Um pânico de compra de ouro, sua supervalorização e um efeito cascata em outros mercados são os resultados previsíveis de tal falha.

O ouro é a classe de ativos menos compreendida do mundo. A confusão surge porque o ouro é negociado como uma mercadoria, mas o ouro não é uma mercadoria, é dinheiro. Os países com dezenas de milhares de toneladas de ouro em suas caixas-fortes estão felizes em mascarar essa distinção. Os bancos centrais sabem que o ouro é dinheiro; eles simplesmente não querem que você saiba disso.

Ainda assim, a presença de 35 mil toneladas de ouro nos cofres do governo, cerca de 15% de todo o ouro extraído na história, atesta o papel monetário do ouro, apesar das recusas oficiais. Até mesmo o FMI, que, oficialmente, desmonetizou o ouro em 1974, detém 2.800 toneladas. O Banco de Compensações Internacionais da Suíça, conhecido como o banco central dos bancos centrais, detém 108 toneladas por conta própria. Os bancos centrais e os ministérios das finanças não possuem suprimentos de cobre, alumínio ou aço, contudo, detém ouro. A única explicação para os tesouros em ouro dos bancos centrais é óbvia: o ouro é dinheiro.

Ainda assim, a preferência do banco central pelas formas fiduciárias de dinheiro, como os dólares e os euros, faz com que o ouro seja preterido. A razão é que os bancos centrais compartilham um monopólio sobre o dinheiro fiduciário. Não há monopólio dos bancos centrais sobre o ouro – ainda.

Um dos resultados da confusão sobre a natureza do ouro é a comer-

cialização esquizofrênica. Às vezes, o ouro é negociado como commodity e responde à inflação, deflação e às mudanças nas taxas de juros reais, como qualquer outra *commodity*. Os comerciantes de ouro na COMEX ficam felizes em vender contratos futuros prévios de um mês e comprar outros com maior prazo de vencimento com lucro, depois de ajustarem os custos de armazenamento e transporte, condição que é denominada contango. Os compradores institucionais de ouro, como o SAFE, um secreto fundo soberano de riqueza chinês, gostam de preços baixos porque seus programas de aquisição de ouro ainda não estão completos. Alguns detentores de ouro esperam em vão pelos negociantes de contratos futuros de ouro notificarem a COMEX que solicitarão uma entrega física. Não há ouro físico suficiente para satisfazer essa demanda; a bolsa de futuros de ouro iria rapidamente quebrar se eles o fizessem. Ainda assim, por que os negociantes solicitariam uma entrega? Os bancos e as corretoras conseguem um bom dinheiro com as práticas atuais. Não há nenhuma razão imediata para pequenos negociantes e megainstituições acabarem com essa rentável dinâmica do preço do ouro.

O ouro vai entrar em erupção quando estiver próximo do seu valor monetário intrínseco de US\$10.000 por onça, em vez do seu valor atual como commodity, de US\$1.400 por onça. Isso não ocorrerá devido a uma rebelião dos negociantes, mas porque o mecanismo de transmissão entre os mercados de ouro físico e derivativos vai quebrar. A divergência entre o valor percebido do ouro como commodity e seu real valor monetário tende a favorecer o lado monetário. Os sinais disso são claros.

Um sinal ocorreu em novembro de 2014, quando o preço do ouro divergiu acentuadamente do Thomson Reuters Continuous Commodity Index. O ouro é um componente do índice e, por anos, o acompanhou. Isso não é surpreendente; um componente de um índice deve acompanhar o índice do qual faz parte. Porém, em novembro de 2014, o índice caiu, enquanto o ouro explodiu em alta. Essa divergência persistiu até 2016. Novembro de 2014 marca o ponto em que a percepção do ouro como dinheiro começou a dominar a percepção do ouro como *commodity*.

Outros sinais são menos visíveis, ainda que mais intrigantes. Em 18 de julho de 2014 jantei em um exclusivo clube particular de Nova York com um amigo, um dos mais experientes negociantes de ouro no mundo. O que meu amigo me disse foi chocante, mas não contraditório com os semelhantes testemunhos que eu ouvi em Hong Kong e em Zurique.

Pouco é aprendido sobre o ouro, sentando em frente às telas e prestando atenção às cotações. O ouro é físico, não efêmero. Entre os especialistas em ouro físico estão os negociantes, mineiros, refinadores e operadores de logística segura de cofres particulares, carros blindados e jatos fretados que movimentam o ouro no mundo todo. Tenho o costume de me reunir com esses peritos em ouro físico quando eu posso.

A sala de jantar do clube não tinha janelas e contava com uma iluminação baixa. Havia painéis de mogno, típicos da velha guarda, e molduras maciças. As paredes estavam repletas de pinturas, principalmente nus, que lhe davam um toque boêmio. O clube era o lugar perfeito para falar sobre ouro, o verdadeiro dinheiro da velha guarda. Fizemos isso comendo ostras, caranguejos de casca mole e bebendo uma champanhe vintage.

Meu amigo foi testemunha ocular de uma sequência estranha de acontecimentos em 2009, que envolve o HSBC, um banco grande demais para falir e um dos maiores negociantes de ouro no mundo. O HSBC controla um cofre de ouro na Rua West Thirty-ninth, em Manhattan, perto da Biblioteca Pública de Nova York. O exterior do cofre é indescritível, mal percebido pelas milhares de pessoas que caminham por lá todos os dias. Existem três baias de carregamento naquela rua, onde carros blindados são erguidos para depositar ou para retirar as barras de ouro. Uma baia tem um carro forte de duplo-eixo que está sempre por perto para transferir o ouro para um cofre maior da Brink no aeroporto JFK, no Queens. Do JFK, o ouro é enviado para o mundo todo, para destinos como a Suíça e Xangai.

Atrás das portas da baia, há uma sala de contagem de ouro. Os negociantes com pequenas entregas podem chegar a pé com moedas ou

barras em sacos de correio. A sala de contagem é feita de vidro à prova de balas. Isso permite que os negociantes, em uma parte da sala de contagem, observem a atividade em torno deles. Meu amigo estava na sala de contagem para depositar 100 onças em moedas. Ele observou uma entrega muito maior, barras de ouro de 400 onças sendo descarregadas na baía adjacente. Ele brincou com o funcionário da sala de contagem, “Ei, eu vou trocar essas moedas por essas barras de ouro ali”. O funcionário baixou o olhar e disse, em voz baixa, “Você não quer fazer isso; estas moedas são mais valiosas”, querendo dizer que as barras eram “salgadas”, ou parcialmente falsas.

Pouco depois desse estranho incidente, o HSBC anunciou repentinamente que estava encerrando seu negócio de armazenamento de ouro para todos, exceto para os seus maiores clientes. As contas pequenas e médias foram convidadas a se retirar e a levar suas moedas consigo. Muitas equipes de apoio foram despedidas, incluindo o funcionário que avisou o meu amigo sobre o ouro falso. A mulher que chefiou as operações de depósitos físicos de ouro por mais de vinte anos, Stephanie Schiffman, morreu prematuramente, enquanto dormia.

A história não parou por aí. Não muito mais tarde, a China identificou uma remessa de barras de ouro salgadas, falsificadas, revestidas em ouro, recebidas do HSBC. O banco era um intermediário no comércio. A origem das barras falsas não foi revelada à China. Os chineses exigiram uma entrega de boa qualidade, que o HSBC prontamente forneceu. A sequência inteira foi encoberta e logo esquecida. Desde 2009, a China expandiu amplamente suas capacidades de mineração e aprimoramento, e agora é menos dependente dos suprimentos ocidentais. A China também se protege das falsificações bancárias insistindo que as barras antigas de 400 onças, compradas de fontes ocidentais, sejam refinadas na Suíça, em novas barras de um quilo da maior pureza. Não tem cabimento entregar barras falsificadas a uma refinaria, porque a fraude é descoberta imediatamente quando o ouro é derretido. As barras falsas de 400 onças são deixadas no Ocidente.

A negociação dos derivativos de ouro é apoiada por um estoque

cada vez menor de ouro físico. As falsificações entregues à China são apenas um sintoma das condições do alongamento do ouro físico. Meu amigo disse que os estoques são perigosamente pequenos. Pedidos de dez toneladas ou mais são bastante difíceis de prover. A lei norte-americana exige que as vendas a prazo de ouro físico sejam acordadas para entrega num prazo de vinte e oito dias. Caso contrário, essas vendas são reclassificadas como contratos de futuros, que são ilegais, a menos que sejam negociadas em bolsas de futuros regulamentadas. Nas apertadas condições atuais do mercado, essa lei é rotineiramente ignorada, já que os negociantes acham difícil cumprir os prazos de entrega dentro da exigência de vinte e oito dias. O governo dos EUA não mostrou interesse em fazer a lei ser cumprida. Essas vendas ilegais a prazo deveriam ser tornadas públicas nas bolsas de futuros para se compreender a pirâmide invertida de derivativos de ouro que descansa em um fulcro reduzido de suprimento físico.

O ouro físico na base da pirâmide invertida do comércio de ouro de papel é a oferta flutuante. Isso difere da oferta total. A oferta flutuante consiste em ouro disponível para entrega imediata para apoiar a atividade do revendedor. A oferta total consiste em todo o ouro físico do mundo. A maior parte do ouro é acumulada em caixas-fortes particulares ou usada como jóia. Não está prontamente disponível para apoiar a comercialização. Essa é uma distinção importante. A diferença entre a oferta flutuante e a oferta total tem relação direta com como uma falha na entrega de ouro físico pode se transformar em pânico de compra de ouro.

O ouro no banco central ocidental, no FMI e nos cofres do BIS faz parte da oferta flutuante disponível para locação no mercado. Uma vez que o título é obtido por meio de *leasing* de um banco de ouro, esse ouro é usado para fazer vendas a prazo em uma base não alocada. O termo “não alocado” é um eufemismo. Isso significa que o comprador tem exposição ao preço do ouro e um contrato de papel, mas não tem o ouro. Uma tonelada de ouro alemão, mantida em depósito no Fed Bank de Nova York e alugada à Goldman Sachs em Londres, por meio da intermediação

do BIS, pode ser usada para estimular a venda de dez toneladas para o mercado. Cada comprador de uma parte dessas dez toneladas acredita possuir o ouro. No entanto, há apenas uma tonelada de ouro físico para apoiar dez toneladas de vendas de ouro. E até mesmo essa tonelada pode ser arrendada e retirada do mercado pelo arrendador.

Quando o ouro do banco central é vendido para o governo da China e enviado para Xangai, esse ouro entra em armazenagem semipermanente e não está disponível para *leasing*. A oferta total permanece inalterada, mas a oferta flutuante diminui. O mesmo é verdade quando países como a Holanda e a Alemanha repatriam seu ouro físico que está no banco do Fed de Nova York para cofres em Amsterdã e em Frankfurt. Legalmente, esse ouro poderia ser arrendado pela Alemanha ou pela Holanda, mas não há um mercado de *leasing* bem desenvolvido em nenhum dos dois locais. O *leasing* está centrado em Nova York e em Londres, onde o direito comercial é claro e o precedente legal dá às partes envolvidas um alto grau de confiança na exequibilidade do contrato. Assim, o repatriamento de ouro para a Europa diminui a oferta flutuante.

O suprimento flutuante também diminui à medida que os investidores exigem que seu ouro seja transportado das caixas-fortes bancárias do UBS ou do Credit Suisse para as caixas-fortes particulares da Loomis ou da Brink. O ouro em um cofre de banco está disponível para *leasing* ou múltiplas vendas não alocadas, enquanto o ouro nos cofres particulares não está. A confirmação do transporte dos cofres bancários para as caixas-fortes particulares me foi oferecida diretamente pelos altos funcionários dos operadores das caixas-fortes.

Outra falha no mercado de ouro físico é a substituição ilegal de barras alocadas. Alguns compradores possuem seu ouro em uma base totalmente alocada, o que significa que eles têm título para barras específicas, não apenas um pedido em papel. As barras de ouro de entrega padrão de 400 onças são estampadas com o nome do refinador, o nome do ensaiador, um peso específico (que pode ser ligeiramente maior ou menor que 400 onças), a data em que a barra foi derramada, a pureza (que está entre 99.50% e 99.99%), e um número de série exclusivo. Com

base nesses selos de identificação, cada barra de ouro é única. Contudo, o ouro puro é fungível; isso sempre foi uma das atrações do ouro. Eu ouço inúmeras histórias de investidores de ouro que exigiram entrega física apenas para receber barras com datas diferentes ou outras marcações que aquelas em seus manifestos. Isso significa que as barras originais foram desviadas e outras barras foram entregues como substitutas. As partes receptoras raramente contestam porque ouro é ouro. Isso é verdade desde que as substituições não sejam falsas. Qualquer substituição é evidência de escassez.

Todas essas tendências – o esgotamento dos armazéns COMEX, a repatriação do ouro para a Europa, as compras diretas de ouro pela China, o armazenamento privado de ouro não bancário, as substituições ilegais e a falsificação do ouro – estão acelerando. O resultado é uma pirâmide invertida maior de derivativos do ouro que descansam numa fonte flutuante menor de ouro físico. Escassez, atrasos e fraude nas entregas de ouro estão surgindo. Por enquanto, essas disfunções são ignoradas pelos participantes do mercado, que estão felizes em obter o ouro, mesmo que haja atrasos.

À medida que a escassez física se torna mais evidente para os insiders, surge uma fase de transição. Aqueles com títulos de ouro, mas sem posse física, começam a exigir a posse. Essa tendência é vista nos recentes esforços de repatriação de ouro realizados pela Alemanha e pela Holanda. A demanda por ouro físico também aparece nos relatórios do banco do Fed de Nova York sobre os depósitos de ouro. Em 2014, o ouro depositado no Fed caiu 177,64 toneladas; mais da metade desse declínio ocorreu num breve período de dois meses, em outubro e novembro de 2014. O movimento foi a uma única direção; Não houve meses em que os depósitos de ouro aumentaram. Essa queda abrupta do ouro físico ocorreu ao mesmo tempo em que o preço do ouro divergiu do índice de preços das *commodities*. A coincidente retirada e a divergência de preços condizem com a visão de que o ouro é dinheiro e está em falta.

Essas tendências são conhecidas apenas pelos especialistas e pelos iniciados. O público em geral e os políticos dos EUA não estão atentos

às implicações. A escassez de ouro físico com relação a contratos derivativos e o nervosismo das partes contratantes no tocante a uma boa entrega desencadearam uma clássica corrida ao banco, com exceção de que é uma corrida ao ouro.

Essa dinâmica se assemelha ao estado do mercado do ouro de 1968 a 1971, quando os europeus entregaram dólares pelo ouro de Fort Knox, levando o presidente Nixon a fechar a janela do ouro em 15 de agosto de 1971. Hoje não há preço fixo para o ouro, e o ouro não vem de Fort Knox, mas de depositários privados, como o Fed e os patrocinadores da ETF. Ainda assim, as dinâmicas são parecidas.

O ambiente é propício para que uma falha altamente difundida aconteça. Quando isso ocorrer, todos os proprietários de ouro em forma de papel vão querer ouro físico de uma só vez. O preço vai ir às alturas à medida que os intermediários se esforçarem para comprar o escasso ouro físico, objetivando cumprir com as entregas prometidas. As instituições que antes não se interessavam pelo ouro, repentinamente, irão querer ouro, também para os seus portfólios, impulsionando a alta dos preços. O resultado final é o ice-nine do ouro. As bolsas de ouro irão congelar as negociações. Os contratos serão resolvidos e liquidados em dólares ao último preço de fechamento. As contrapartes perderão a valorização do preço futuro e o acesso ao ouro físico. Aqueles que não tiverem ouro serão incapazes de obtê-lo a qualquer preço.

O sistema financeiro será privilegiado se um pânico na compra do ouro for limitado ao ouro e não se alastrar nos mercados de capital. Isso parece improvável. O distúrbio financeiro é contagioso. Mesmo que um pânico do ouro seja momentaneamente contido, isso não significa que os mercados de capitais ficarão estáveis. Há outros flocos de neve.

A ESCASSEZ DO DÓLAR

O ouro não é o único dinheiro em falta; também há uma escassez global de dólar, e isso piora a cada dia. Uma fase aguda da escassez de dólares logo se manifestará em forma de inadimplência, deflação e falências bancárias. A resposta política reflacionária incluirá a criação de dinheiro, a monetização da dívida e o bloqueio do ice-nine de instituições financeiras e fundos monetários. O conflito entre as forças contrárias da deflação e da reflação é vasto e será o potencial destruidor da riqueza acumulada.

A sugestão de uma escassez de dólares pode parecer estranha. O Fed criou mais de US\$3,3 trilhões de dinheiro novo entre 2008 e 2015. Outros bancos centrais criaram quantidades comparativamente grandes em relação às suas economias. Como há uma escassez de dólares com esse tanto de dinheiro novo passeando por aí?

A resposta é que, juntamente com US\$3,3 trilhões de dinheiro novo criados pelo Fed, os mercados criaram mais de US\$60 trilhões de novas dívidas e milhares de trilhões de dólares de novos derivativos. O dinheiro recém-criado foi alavancado em mais de 50-para-1, por meio de diversos canais. Nem todas as novas dívidas e derivativos constituem “dinheiro”, como o termo é convencionalmente definido. Ainda assim, essa dívida representa uma condição em que uma contraparte espera receber seu “dinheiro de volta” pelo desempenho contratual com o passar do tempo. Quando esses contratos estão inadimplentes, quando o valor da garantia por trás de tais contratos é diminuído ou quando as perspectivas de desempenho contratual são duvidosas ocorre uma liquidação em câmera lenta. Em pequenos estágios, os credores de curto prazo se recusarão a refinarciar as facilidades de financiamento, os bancos se recusarão a emprestar a outros bancos, os contadores exigirão amortizações e o sistema global iniciará uma desalavancagem. Na

formulação clássica, todos querem seu dinheiro de volta. No entanto, não há dinheiro suficiente para devolver o dinheiro de todos. É quando a liquidação acelera e a escassez de dólares mostra os seus dentes.

A evidência para essa falência vem de várias fontes. Um dólar mais forte, medido pelos principais índices de dólar, de 2013 a 2016, é uma boa evidência da demanda global por ele. Problemas graves de financiamento interbancário do eurodólar nos grandes bancos italianos, que começaram em junho de 2016, são fagulhas ao vento. As vendas líquidas de títulos do Tesouro dos EUA por China, Rússia e Arábia Saudita, no primeiro semestre de 2016, foram evidências da necessidade dessas nações de obter dólares para satisfazer as demandas de saída de capital ou manter uma insustentável paridade cambial.

A evidência mais intrigante para a escassez do dólar é o confuso trio de preços nos TIPS de cinco anos, ouro e notas do Tesouro de dez anos. TIPS significa *Treasury Inflation Protected Securities*, um tipo especial de nota do Tesouro em que o capital está indexado à inflação. Isso significa que o rendimento dos TIPS é um rendimento real; não há necessidade de adicionar um prêmio de inflação a um rendimento nominal porque o capital já está protegido contra a inflação. Quando um investidor paga um prêmio sobre o valor ao par para comprar um TIPS, o rendimento real resultante até o vencimento é negativo, porque o investidor recebe o capital ajustado pela inflação menos o prêmio pago.

De 2006 a 2016, o ouro e o TIPS de cinco anos (medido pelo rendimento em uma escala invertida) exibiram uma correlação positiva poderosa. Isso faz sentido. Quando os rendimentos das obrigações são negativos, o ouro é mais atraente porque não tem rendimento. Um maior rendimento negativo de TIPS deve se correlacionar com um maior preço em dólar para o ouro, e ele se correlaciona. Os rendimentos reais negativos e um maior preço em dólar para o ouro são os primeiros sinais de alerta da inflação. Dada a criação sólida de dinheiro pelos bancos centrais em todo o mundo, as expectativas de inflação mais elevadas são razoáveis.

O homem estranho do trio é a nota do Tesouro de dez anos. O primordial sobre essas notas não é a proteção contra o risco inflacionário, já que os investidores procuram obter alíquotas mais altas ou comprar notas com desconto para ganhar proteção. O rendimento no vencimento de nota de dez anos representa alguma combinação de risco de crédito (tipicamente baixo) e risco de inflação (variável com base nas condições econômicas). Se o ouro e os TIPS de cinco anos indicarem inflação, os rendimentos dos títulos do Tesouro de dez anos deverão aumentar, e os preços cairão. O oposto ocorreu. O rendimento das notas do Tesouro a dez anos desabou de 5,2%, em 6 de julho de 2007, para 1,3%, em 8 de julho de 2016, uma das maiores manifestações do mercado de títulos da história. Os fundos de *hedge* e as instituições perderam bilhões de dólares cortando uma suposta bolha do mercado de títulos, enquanto os rendimentos continuaram caindo e os preços continuaram subindo a níveis elevados. Essa ação de preço é um poderoso sinal da deflação esperada e do fraco crescimento econômico, e até mesmo de uma depressão.

O ouro e os TIPS pressagiam uma inflação. Notas do Tesouro de dez anos sinalizam a deflação. Qual dos dois está correto? Para um economista de mercados eficientes, os mercados nunca estão errados, mas como esses mercados poderiam estar certos se sinalizam resultados opostos? A resposta é que as forças inflacionárias e deflacionárias coexistem em uma tensão dinâmica instável, com a capacidade de estourar em qualquer uma das direções, como uma falha sísmica em um terremoto, e produzir um choque de preços para o qual a maioria dos investidores está mal preparada.

O modo mais sutil de harmonizar os preços de ouro, TIPS e notas do tesouro de dez anos é entender isso como um esquisito triângulo de preço do medo. Um investidor que teme a inflação compra TIPS e ouro. Um investidor que teme a deflação compra notas de dez anos. Os sábios investidores compram todos os três porque a inflação e a deflação estão em jogo. O caminho provável é a deflação de curto prazo e a recessão devido à dívida, desalavancagem, demografia e tecnologia,

seguidas de perto pela inflação, devido à resposta política do banco central e da autoridade fiscal à deflação. Os físicos consideram esse comportamento vai e vem familiar, o exemplo de um sistema complexo à beira do caos que se torna instável pouco antes de ficar totalmente fora de controle. No final, a inflação deve vencer; os governos exigem isso e sempre encontram um caminho. No entanto, a deflação persistirá no curto prazo até que o governo compreenda o seu poder e recorra a remédios mais fortes, como a monetização da dívida.

Essa paisagem incerta, na qual a deflação e a inflação competem em um cabo-de-guerra, é amplificada pela escassez do dólar, na qual a impressão inflacionária de dinheiro do banco central e a criação de dívida são compensadas pelo padrão da dívida recessiva. A escassez de dólares de hoje é uma repetição da carência de dólar dos anos 50. Na sequência da Segunda Guerra Mundial, a capacidade industrial dos EUA em relação à capacidade global, bem como as suas reservas de ouro estiveram nos níveis mais elevados. Enquanto isso, a capacidade produtiva europeia e japonesa foi destruída pela guerra, e suas reservas se esgotaram. Os europeus e os japoneses simplesmente não podiam comprar o que a América oferecia, porque não tinham dinheiro para isso. A primeira parte da solução era que os Estados Unidos repassassem o dólar ao mundo por meio do Plano Marshall e dos gastos da Guerra da Coreia. A segunda parte da solução era que os Estados Unidos fornecessem dólares ao administrar os enormes déficits comerciais e orçamentários. Isso levou tempo, mas funcionou. No final dos anos 1960, a escassez de dólares se converteu em um excesso de dólares. À medida que a inflação dominava, os parceiros comerciais não queriam dólares e trocavam os dólares por ouro, levando ao fechamento da janela de ouro dos EUA.

A sequência da escassez de dólares dos anos 50 para o excesso de dólares dos anos 60 é uma ilustração sucinta do dilema de Triffin, indicado pelo economista belga, Robert Triffin, que articulou, pela primeira vez, a teoria em 1960. Triffin previu corretamente que os Estados Unidos teriam que administrar persistentemente os déficits comerciais

do resto do mundo, a fim de abastecer o mundo com dólares suficientes para financiar o comércio global e bancário. O dilema era que, se os Estados Unidos administrassem esses deficits indeterminadamente, o país iria à falência. Em 2016, os Estados Unidos se aproximaram do ponto que Triffin havia previsto astutamente sessenta anos antes. Isso restringiu a sua capacidade de continuar a fornecer dólares ao mundo. Ainda assim, porque o mundo dependia de dólares, a escassez de dólares resultante ameaçava desestabilizar os mercados de capitais globais. O verdadeiro dilema era que nenhum substituto amplamente aprovado, amplamente indicado para lidar com o dólar tinha emergido ainda. O SDR está aguardando nos bastidores para pegar a coroa do dólar, mas a transição leva tempo, a menos que ela seja acelerada pela crise.

O mundo é um campo minado de insolvências esperando para ser detonado em uma crise generalizada de liquidez de dólares. É apenas uma questão de saber qual mina explodirá primeiro. Mais de US\$5,4 trilhões de dívida relacionada à energia foram criados de 2009 a 2015, a maior parte na indústria de demolição. A sustentabilidade dessa dívida foi baseada nos preços do petróleo, a US\$70 por barril ou mais. Com o petróleo abaixo de US\$60, no final de 2014 até 2016, as taxas de inadimplência sobre a dívida da energia começaram a subir. Igualmente ameaçadora é a dívida corporativa denominada em dólares dos mercados emergentes, estimada pelo BIS em mais de US\$9 trilhões. Essa não é a dívida soberana do tipo que causou as crises em Dubai, em 2009, e na Grécia, em 2011, mas, sim, a dívida corporativa emitida pelos fabricantes locais e pelos produtores de *commodities* da Rússia para Brasil, México, Indonésia, Turquia, e não apenas.

A dívida soberana pode ser combatida com as reservas de moeda forte do emissor, complementadas por empréstimos do FMI, pelas trocas cambiais e compras do banco central, se necessário. A dívida corporativa é mais vulnerável. Os emissores corporativos podem ganhar dólares com as exportações, mas muitos não ganham. A recente força do dólar significa que as empresas de exportação ganham menos dólares em relação à dívida, o que torna a dívida mais onerosa para pagar. As empresas podem

ter acesso às reservas de divisas dos bancos centrais dos seus países de origem, mas não há garantia disso, especialmente se forem necessárias reservas preciosas, como na Rússia, para pagar a dívida soberana.

A relação de inadimplência dessa dívida de energia e dos mercados emergentes pode ser tão baixa quanto 10% e ainda causar mais de um trilhão de dólares em perdas de crédito, com perdas ainda maiores em derivados associados. O mundo está, mais uma vez, vulnerável a um grande choque da dívida, como ocorrido em 2007.

A fonte desse novo choque da dívida mostra que os banqueiros centrais não são melhores do que os generais lutando na última guerra. Em 1998, a crise global veio da dívida soberana dos mercados emergentes e dos fundos de *hedge* do LTCM. Os reguladores, então, ordenaram aos banqueiros que examinassem mais atentamente os fundos de *hedge*, enquanto os mercados emergentes construíaam posições de reserva de precaução em dólares. A crise de 2008 veio de uma direção inesperada: hipotecas. Os reguladores, então, endureceram as normas dos empréstimos hipotecários, aumentando os pagamentos e melhorando as normas de subscrição. Agora, essa nova crise vem de outra direção inesperada: da dívida corporativa.

Uma crise de crédito chinesa também está na mesa. De 2009 a 2016, mais de US\$10 trilhões de investimento chinês foram desperdiçados em infraestrutura de “elefante branco”, cidades-fantasma e corrupção. Essa despesa foi financiada em parte pelos pequenos poupadores que investem nos produtos Ponzi de gestão de riqueza, nos bancos chineses e nos credores estrangeiros, ansiosos por participar da falsa história do crescimento chinês. Essa situação está sendo suavizada pelo Banco Popular da China por meio da alavancagem das taxas de juros e da reserva obrigatória, enquanto o problema da dívida ruim cresce ainda mais. Insistentemente, os reguladores resolvem o último problema e ficam cegos para o próximo. Isso porque o problema real não é a existência das dívidas ruins, mas das políticas de dinheiro fácil que criam a dívida em primeiro lugar. Os participantes do mercado são mais engenhosos do que os bancos centrais (embora o padrão seja bai-

xo) na busca de formas de criar dívida e derivativos. Essa foi a visão e a consternação de Jeremy Stein.

A deflação é outra ameaça perniciosa. Mesmo que os déficits fiscais diminuam nos países desenvolvidos, a relação dívida-PIB continua a aumentar porque o crescimento nominal é muito baixo. O enigma da deflação é que ela permite um crescimento real positivo, com um crescimento nominal negativo. Uma economia pode diminuir no que diz respeito ao valor em dólar dos bens e dos serviços produzidos, enquanto cresce em termos reais se cada dólar nominal valer mais devido à deflação. Isso é bom para os padrões de vida, mas é um pesadelo em termos de sustentabilidade da dívida, porque a dívida é sempre nominal. Se cada dólar valer mais, o fardo da dívida sobe mesmo que o deficit diminua. Esse é o estranho mundo da deflação.

As guerras cambiais levaram um banco central após outro a taxas mais baixas num esforço para baratear suas moedas, comparadas àquelas dos parceiros comerciais. Para Japão, Suíça e o Banco Central Europeu, entre outros, as taxas de juros são negativas. Em outros mercados de dívida soberana, os títulos oferecem retornos totais negativos. As taxas negativas oferecem alívio temporário para o lento crescimento global, mas de onde virão as facilidades no próximo pânico? Os bancos centrais presumiram que poderiam normalizar as taxas antes do próximo pânico. A época de normalizar as taxas foi no final de 2009. Agora é tarde demais. A próxima crise virá antes que o ciclo de alívio atual tenha sido revertido. Os bancos centrais estarão indefesos, exceto pelo uso de novos e sólidos programas de flexibilização quantitativa. Essa nova criação de consumo de dinheiro irá testar os limites externos da confiança no dinheiro do banco central.

Além dessa lista de catalisadores resultante do ouro, da dívida, da deflação e da inadimplência, há ameaças exógenas que surgem no espaço geopolítico e rapidamente causam os pânicos financeiros. Essas ameaças incluem guerras convencionais, *cyberguerras*, assassinatos, suicídios proeminentes, interrupções da rede elétrica e ataques terroristas.

Por último, há desastres naturais, como terremotos, erupções vulcânicas, tsunamis, furacões de categoria cinco e epidemias mortais.

Os céticos dizem que as guerras, os terremotos, as doenças e o resto sempre estiveram conosco. O mundo conseguiu sobreviver e até mesmo prosperar na sequência. Isso é verdade. Ainda assim, o mundo nunca esteve tão endividado. As sociedades com baixo endividamento são resistentes ao desastre. Elas podem mobilizar o capital, aumentar os impostos, aumentar os gastos e se recuperar quando o estrago está feito. As sociedades altamente endividadas são mais frágeis. Os credores em pânico exigem o reembolso, o que causa a venda dos ativos em dificuldade, mercados em queda e inadimplência. Esse clima de pânico não favorece a formação de capital. Os cortes orçamentários não mais podem ser feitos para apoiar os gastos de emergência. Os contribuintes sobrecarregados não suportam mais impostos. Os formuladores de políticas podem apertar botões e puxar alavancas, mas a transmissão está quebrada. As sociedades em dívida não se recuperam, elas fracassam.

TERREMOTO DE 2018

As metáforas feitas com os terremotos e as avalanches são úteis para transmitir a dinâmica do colapso financeiro, mas essas dinâmicas são mais do que metáforas. A dinâmica complexa do sistema e os modelos matemáticos utilizados para descrever os desastres naturais e financeiros são praticamente os mesmos. Ao considerar essas metáforas do sistema, é preciso ter em mente as escalas de tempo. As explosões nucleares ocorrem em nanossegundos. Os terremotos acontecem em segundos. Os tsunamis se projetam ao longo de horas. Os furacões surgem e causam estragos durante dias, algumas vezes, durante semanas. Essas escalas de tempo variam devido à escala do sistema em que ocorre a dinâmica e ao ritmo das funções de reação entre as partes constituintes do sistema. Um colapso financeiro é uma supernova – um evento importante que pode durar anos ou, em uma supernova real, milênios. Não é porque o evento seja menos dinâmico, mas porque a escala do sistema é mais vasta.

Um colapso financeiro que se moveu em câmera lenta foi a queda da libra esterlina e a subida do dólar americano como moeda de reserva global dominante. A ratificação do Último Ato da conferência de Bretton Woods, em 27 de dezembro de 1945, é vista como uma data conveniente para marcar o momento em que o dólar oficialmente eclipsou a libra esterlina. Isso foi baseado na nova ordem financeira mundial, acordada em Bretton Woods, em julho de 1944, que definiu o papel especial do dólar ancorado ao ouro, com outras moedas vinculadas ao dólar, e o escopo limitado de desvalorização sob a supervisão do FMI.

Mas o eclipse da moeda se estabeleceu trinta anos antes, em novembro de 1914. Foi quando os fluxos de ouro entre os Estados Unidos e o Reino Unido começaram a fluir de volta para os Estados Unidos.

Grandes fluxos para o Reino Unido começaram em 29 de julho de 1914, quando a Grã-Bretanha liquidou os investimentos para o ouro para financiar a Primeira Guerra Mundial. Os Estados Unidos não tiveram escolha a não ser enviar o ouro para honrar suas obrigações, de acordo com as regras do jogo. Esse fluxo de ouro dos Estados Unidos foi habilmente manipulado por Jack Morgan e pelos seus parceiros na JPMorgan & Company.

Em novembro de 1914, a fase da liquidação estava completa, e o mercado de papéis comerciais de curto prazo estava estável. Agora, a balança comercial, em vez dos fluxos de capital, chegou para dominar. O Reino Unido necessitava desesperadamente das exportações dos Estados Unidos de alimentos, algodão e material de guerra. Uma vez que os impedimentos dos tempos de guerra e de transporte foram resolvidos, os bens foram enviados dos Estados Unidos em quantidades maciças. Sob as regras do jogo, o saldo resultante do comércio a favor dos Estados Unidos tinha que ser liquidado em ouro. Esse foi o início do enorme acúmulo de ouro pelo recém-formado Fed e seus proprietários de bancos privados.

O papel da libra esterlina, de 1914 a 1944, era apenas uma fachada. O fato de Londres continuar sendo um centro financeiro e a libra esterlina ser uma moeda de reserva tinha mais a ver com o mercado cativo britânico, no Império Britânico, e com o sofrimento de banqueiros anglófilos na JPMorgan do que com a força intrínseca. O acadêmico Barry Eichengreen delineou brilhantemente essa transição e a disputa oscilante entre o dólar e a libra esterlina para a coroa da reserva cambial global, nos anos entre as guerras, em seu livro *Golden Fetters* (Os Grilhões Dourados, em tradução livre).

A libra esterlina perdeu o status de moeda de reserva, de fato, em 1914, contudo, o mundo não viu o seu desenlace até 1944. Trinta anos não é um nanosegundo. Ainda assim, o colapso da libra esterlina foi um incontrolável processo dinâmico. Os *insiders* da JPMorgan sabiam o placar; eles lidavam com ouro diariamente e viam os fluxos globais. Talvez o dólar de hoje já tenha perdido o seu status dominante, um fato

conhecido por certos *insiders*, mas ainda não conhecido pelos investidores por causa da fachada de império que os Estados Unidos ainda projetam. O eclipse do dólar pode não ser um evento dramático e destruidor que nos aguarda no futuro; ele pode já estar aí. Em “Os homens ocios”, T. S. Eliot escreveu: “Esta é a maneira como o mundo termina / Não com um estrondo, mas com um gemido”. A maioria não consegue ouvir o gemido.

Os futuros historiadores podem analisar o dia 18 de setembro de 2008 como o dia em que o dólar morreu. O Fed desmedidamente imprimiu dinheiro para apagar incêndios na Lehman, na AIG e na Goldman Sachs. Ao mesmo tempo, a China começou a orquestrar fluxos maciços de ouro para o país, não sob um padrão-ouro, mas utilizando inteligência negociações furtivas por agentes secretos. A miragem referente à força do dólar continua. Ainda assim, o terreno que sustenta o dólar mudou.

Embora seja possível identificar um auge na retrospectiva, não é assim que o declínio financeiro aparece em tempo real. O colapso vem em partes, ao longo dos anos, e inclui fases tranquilas, momento em que um claro aviso sonoro é soado e faz com que investidores saiam dos seus abrigos, apenas para depois serem, novamente, bombardeados mais intensamente.

A complexidade de um sistema gera as sementes de seu próprio colapso. Por que a civilização europeia não passou por um colapso geral nos mil anos da queda de Roma para a Renascença? A resposta é que não havia uma Europa, no sentido sistêmico. As terras europeias eram um remendo de pequenos reinos, principados e culturas vikings invasoras. Havia guerras, conquistas, cultura, religião e obras de arte, mas não havia um sistema europeu altamente escalonado.

Somente com a ascensão de entidades políticas concentradas, como a França, a Suécia, a Rússia e a Inglaterra, no século XVI, surgiram as grandes dinâmicas de sistemas. O aumento das funções de densidade levou a três grandes colapsos sistêmicos – a Guerra dos Trinta Anos, as Guerras Napoleônicas e as guerras mundiais do século XX.

Cada colapso foi seguido por um esforço articulado para estabilizar o sistema com regras acordadas do jogo. A solução para a Guerra dos Trinta Anos foi a Paz de Vestfália, de 1648, que estabeleceu o moderno sistema de Estado soberano e consagrou o *rai-d'état* como um guia para o Estado, no lugar da religião e do direito divino dos reis. A resolução das Guerras Napoleônicas levou ao Último Ato do Congresso de Viena, em 9 de junho de 1815. O Último Ato reduziu o poder francês, mas não foi demasiadamente punitivo com a França. O Congresso de Viena lançou as bases para a diplomacia moderna e a prática do equilíbrio de poder nas relações internacionais. O período relativamente estável, pacífico e próspero após o Congresso de Viena foi chamado de Concerto da Europa.

As consequências da Primeira Guerra Mundial não produziram um sistema estável, como ocorreu em 1648 e 1815. O Tratado de Paz, assinado em Versailles, em 28 de junho de 1919, foi politicamente punitivo para uma Alemanha derrotada e economicamente instável. O tratado contribuiu para a hiperinflação e para a depressão global e foi uma das causas imediatas da Segunda Guerra Mundial. Somente no final dessa guerra, com uma série de acordos em 1944 e 1945, incluindo Bretton Woods e a Carta das Nações Unidas, a estabilidade reapareceu em uma nova ordem hegemônica mundial liderada pelos Estados Unidos e pela União Soviética.

O contraste entre os mil anos, de 500 a.C. a 1500 d.C., e os quinhentos anos desde 1500 ilustra a importância da escala sistêmica. Reinos começaram e terminaram na Idade Média, mas não houve uma degradação catastrófica. A fragmentação política serviu como os compartimentos estanques de um navio, e a baixa densidade da rede era resistente aos contágios político e econômico. Desde 1500, a escala e a densidade crescentes na Europa levaram a colisões exponencialmente maiores, exatamente o que a teoria da complexidade prevê.

O Concerto da Europa entrou em colapso por etapas, cerca de sessenta anos depois de Viena. A unificação alemã e italiana, concluída em 1871, sinalizou um aumento acentuado da densidade da rede euro-

peia e da escala sistêmica. Essa densidade política foi ampliada pelas redes econômicas forjadas pela invenção ou expansão dos telefones, viagens de trem, navios a vapor, eletricidade e outras inovações. À medida que a complexidade aumentava, mais crises intrincadas e agudas eram verificadas. A decadência do Império Otomano, a Guerra Russo-Japonesa, de 1905, e a Crise dos Balcãs, de 1912, foram peças que levaram à destruição da Europa e ao colapso dos impérios, de 1914 a 1945. A Primeira e a Segunda Guerras Mundiais são mais bem enxergadas e serão vistas pelos futuros historiadores como um único colapso sistêmico em larga escala da Europa, do Japão, da China e do Império Britânico. A complexidade mata.

Onde estamos agora? As crises financeiras substituíram a guerra cinética no centro da complexa dinâmica do sistema. As crises financeiras em 1998 e 2008 são análogas às guerras russas, franco-alemãs e balcânicas, de 1870 a 1912. São avisos – tremores à frente de uma desgraça além do que se possa imaginar. Isso não é conjectura, mas é um resultado esperado dada a dinâmica do sistema. Esse resultado não é inevitável. Ainda assim, é provável. Afastar-se da iminência requer bancos menores, menos derivativos, menos alavancagem e dinheiro sadio, talvez com referência ao ouro. Nenhum desses remédios está previsto; a falha do sistema está prevista.

CAPÍTULO 7

A FOGUEIRA DAS ELITES

A tragédia das más ideias económicas é que, uma vez que elas se agarram à imaginação da sociedade, torna-se quase impossível persuadir as pessoas a abandoná-las. Em vez disso, as ideias devem ser... refutadas pela experiência.

**Thomas I. Palley, economista e autor de
From Financial Crisis to Stagnation (2012)**

O GNU E A LEOA

A defesa de um gnu contra uma leoa é a sua manada. Sozinho, um gnu não é páreo para uma leoa. Ao amanhecer, no Serengeti, que percorre o Quênia e a Tanzânia, uma leoa caminha em direção a um rebanho de gnus, seleciona um alvo e ataca. Os gnus respondem como um todo, entram em pânico, criam uma nuvem da poeira, mudam de direção e, quando a leoa golpeia, separam-se em bandos para enganá-la e bater em retirada. Mas a leoa raramente sai com fome. Ela acaba matando um gnu, devorando sua carne na planície, agora iluminada pelo sol, e, com sangue quente no focinho, compartilha a caça com orgulho. Na perspectiva dos gnus, mesmo com uma infeliz perda, o rebanho sobrevive.

Essa cena do Serengeti representa a mentalidade financeira da elite. As elites financeiras são o rebanho. Elas não são um submundo sombrio, mas um grupo específico de indivíduos – ministros das finanças, banqueiros centrais, acadêmicos, jornalistas e membros de *think thanks*. Elas comandam as empresas de gestão de riqueza, de Boston a Pequim. Elas aconselham os presidentes e os primeiros-ministros e têm protegidos para substituí-las no devido momento.

O elenco muda ao longo do tempo. Hoje, a lista da elite inclui Christine Lagarde, Mario Draghi e Larry Summers, só para citar alguns nomes. No passado, Jean-Claude Trichet e Dominique Strauss-Kahn foram o coração e a mente da elite. Eles rodopiam, das plataformas privadas às públicas, ao estilo de Bob Rubin. Eles se cumprimentam nos jantares particulares, à margem de Davos ou Aspen. Eles se reúnem em conclaves no BIS, na Basileia, e não há registro das conversas. Eles controlam as finanças globais e, por acréscimo, a política global, porque a política está condicionada às finanças. Eles dominam o mundo.

Hoje, eles são um rebanho em pleno fuga, perseguidos por uma leoa. A leoa é o fracasso das suas próprias ideias.

As elites conduzem um ritual de desentendimentos para o consumo do público. Essas disputas são apenas fachada. Há uma conformidade chocante de crenças fundamentais por trás desses debates. Os banqueiros centrais, como Lael Brainard, um democrata, e Kristin Forbes, uma republicana, concordam em quase todos os pontos da política. Suas afiliações partidárias políticas abrem a porta para nomeações poderosas, independentemente de qual partido seja eleito. A política, em si, é inalterada; os eleitores são invalidados.

Os keynesianos aderem a uma ortodoxia financeira e apoiam os bancos centrais que promovem o crescimento. Os monetaristas abrem espaço para o estímulo keynesiano, financiado pela política fiscal. Os keynesianos e os monetaristas dão as mãos, sob o mesmo guarda-chuva, ante um falso consenso neoliberal.

O rebanho concorda que os mercados são eficientes, embora haja imperfeições. Eles concordam que a oferta e a demanda produzem equilíbrios locais, e a soma desses equilíbrios é um equilíbrio geral. Quando o equilíbrio é perturbado, ele pode ser restaurado por meio de políticas específicas. O rebanho concorda que as taxas de câmbio flutuantes produzem os sinais de preços e as reações de mercado que contribuem para o equilíbrio geral. Eles concordam que o livre comércio, enraizado na vantagem comparativa ricardiana, otimiza a criação de riqueza, embora haja vencedores e perdedores individuais. Eles concordam que o ouro é uma relíquia bárbara.

Entre os keynesianos, existe uma falsa disparidade adicional entre as escolas de água salgada e de água doce. A água salgada está associada com as escolas costeiras, como Harvard e o MIT. A água doce está associada com as escolas do interior, tais como a Universidade de Chicago. Ambas concordam que as imperfeições do mercado existem, mas discordam sobre os remédios. Os estudantes da água salgada consideram que a intervenção governamental suaviza as imperfeições.

Os estudantes da água doce consideram que os benefícios da regulação não compensam os custos da intervenção; as imperfeições do mercado devem ser deixadas em paz. Ainda assim, eles concordam com as questões mais amplas de equilíbrio e eficiência. Nenhuma escola encarou a complexidade e a irracionalidade, ao menos não publicamente. Não há lados nesses debates, apenas variações do mesmo tema.

As elites concordam que um Ph.D. em economia de uma de uma pequena lista de faculdades seja um pré-requisito para as sérias reflexões nas discussões políticas, embora alguns advogados brilhantes, como Bob Rubin e Christine Lagarde, ou brilhantes *journeymen*, como Tim Geithner, também tenham acesso ao clube. Visões homogêneas e critérios excludentes de entrada perpetuam essa elite.

O consenso neoliberal é profundamente deficiente. Isso pode ser demonstrado empiricamente. As falhas também podem ser provadas politicamente pelo plebiscito do Brexit e pela eleição de Donald J. Trump. Tanto o Brexit quanto Trump foram, primeiro, ridicularizados pelo rebanho e, em seguida, provocaram vitupério à medida que suas causas evoluíram e, finalmente, levaram ao choque com seu sucesso imprevisto. Estamos presenciando a desintegração de uma elite.

Os mercados não são eficientes; eles são moldados pela irracionalidade. O equilíbrio é uma fachada que mascara a instável dinâmica complexa. O livre comércio, baseado na Teoria das Vantagens Comparativas de Ricardo, não produz ótimos resultados porque ele nunca é livre; ele é uma casa construída sobre a areia movediça de suposições, que não reina no mundo real e nunca irá reinar. As taxas de câmbio flutuantes não estão se estabilizando; elas são um convite para as guerras cambiais. O ouro é a melhor forma de dinheiro porque serve como âncora para as outras formas. As crenças compartilhadas da elite são uniformemente obsoletas. A evidência da desatualização se acumula lentamente nas falhas políticas da elite. Essas falhas são, agora, numerosas demais para serem negadas.

Se o entendimento de elite é tão falho, por que o consenso per-

siste por tanto tempo? Na verdade, não persiste. A economia neokeynesiana tem reinado há apenas setenta anos, desde a sua criação, por Paul Samuelson, do MIT, em 1947. O monetarismo prevalece intelectualmente há cerca de sessenta anos, desde que surgiu, na Universidade de Chicago, com Milton Friedman, na década de 1960. A hipótese dos mercados eficientes, de Eugene Fama, se infiltrou nos estudos acadêmicos na década de 1960, mas só começou a exercer influência no mercado na década de 1970, com os modelos de tarificações de opções, de Fischer Black, Myron Scholes e Robert Merton. O modelo Black-Scholes possibilitou as derivações e a alavancagem. A Teoria das Vantagens Comparativas, de David Ricardo, tem duzentos anos, mas foi implementada pela primeira vez, de forma generalizada e baseada em regras, após 1947, no Acordo Geral de Tarifas e Comércio. A ligação entre o dinheiro e o ouro foi abandonada por etapas, de 1971 a 1973, em paralelo ao aumento dos regimes cambiais flutuantes. Resumindo, o mapa cognitivo do rebanho é relativamente novo.

Nenhum desses pontos de passagem intelectuais ganhou aliança imediata. Cada um emergiu por etapas com as objeções de um grupo cada vez menor de economistas clássicos, austríacos e dissidentes heterodoxos. A elite consensual, em pleno florescimento, tem apenas cinquenta anos – um piscar de olhos na história das ideias.

O equilíbrio é o Santo Graal das macro e microeconomias modernas. Os modelos de equilíbrio começam com o conceito mais simples de oferta e demanda – os consumidores comprarão mais de um bem se o preço for menor; os produtores farão mais mercadorias se o preço estiver mais alto. A curva de demanda, inclinada para baixo, intersecta a curva de oferta, inclinada para cima. A interseção representa um ponto de equilíbrio no qual a oferta é igual à demanda, a um preço satisfatório para ambos os lados.

As curvas de intersecção se aplicam aos aportes das cadeias de fornecimento e a uma infinidade de produtos acabados. As curvas se aplicam aos custos da mão de obra e do capital. As curvas mudam de formato com base nas alterações de preferências. As curvas podem

ser elásticas, quando a demanda cai ao menor aumento de preço, ou inelásticas, quando os compradores buscam a mesma quantidade, independentemente do preço.

Os mercados livres permitem que os sinais de preços reluzam entre os compradores e os vendedores, de modo que os deslocamentos na oferta e na demanda possam ser remediados. Se os consumidores reduzirem a demanda por determinada mercadoria a um preço, o vendedor pode oferecer desconto de 25% para vendê-la. Se uma certa mercadoria é escassa, os consumidores podem aumentar os preços, incentivando os agricultores ou os pescadores a trabalharem produzindo mais.

Finalmente, a integral dessas curvas de oferta e demanda, incluindo as interações, une-se em um equilíbrio geral, ostensivamente dominado por alguns fatores de entrada, incluindo preferências pelo trabalho e pelo capital. Esses dois fatores de produção – mão de obra e capital – e as preferências por cada um deles, como salários e taxas de juros, são a essência do duplo poder do Fed. A visão da elite é a de que, se o economista Ph.D. adequado ocupa o cargo de presidente do Fed, com o duplo poder firme em mente, e o fornecimento de dinheiro funciona como uma alavanca para mover o mundo, a economia global pode motivar o equilíbrio e funcionar como um refinado relógio suíço.

Recitar essa linha de pensamento é revelar o seu absurdo. Quase nada disso é verdade. O autoengano, uma vez aparente, transforma-se rapidamente no engano geral para se manter uma fachada. O rebanho da elite ouve a leoa do neonacionalismo e começa a correr.

Os economistas passaram décadas identificando as imperfeições no modelo de mercado livre. Os sinais de preços são motivados pela manipulação do mercado. O poder de monopólio é usado para restringir os suprimentos e a indexação. As assimetrias de informação são combatidas com garantias. Isso e mais são livremente admitidos sem perturbar o equilíbrio geral. Em vez disso, as elites propõem soluções de políticas públicas. Os monopólios são abordados pela aplicação do

direito da concorrência. A assimetria de informações é tratada com garantias. Os remédios são muitos. Os custos dos remédios e dos benefícios são vividamente debatidos. No entanto, o equilíbrio geral não é questionado.

A raiz do equilíbrio geral é o comportamento racional. As pessoas racionais economizam para se aposentar. As pessoas racionais compram mais à vista. As pessoas racionais compram e mantêm ações. As pessoas racionais fazem empréstimos quando as taxas são baixas. As pessoas racionais pensam à frente. Esse conjunto de crenças é chamado de Teoria das Expectativas Racionais. É tudo muito claro.

A Teoria das Expectativas Racionais sustenta que as pessoas se comportam previsivelmente em resposta aos sinais de preços. Os mercados são um meio para os sinais. Quando o equilíbrio sistêmico é perturbado pelo desemprego ou pela recessão, os banqueiros centrais manipulam os mercados para emitir sinais de preços projetados para induzir comportamentos preferidos. Uma vez que o comportamento desejado dá resultado, o equilíbrio é restaurado e o crescimento é novamente otimizado.

No mundo real, o comportamento raramente é racional, conforme a racionalidade definida pelos economistas. Os sistemas econômicos não estão em equilíbrio; eles são complexos, dinâmicos e sujeitos a um estado crítico de caos e colapso. O enigma acerca de quais são sinais de preços úteis, uma vez que eles são emitidos por preços manipulados, paralisa os teóricos. A confiança na crença do professor do MIT, Jonathan Gruber, na estupidez dos americanos comuns ajuda a harmonizar esse enigma para os formuladores de política. Mas essa crença não resiste à uma análise fora da sala de aula da faculdade.

O comportamento humano não é racional como os economistas necessitam que ele seja para que seus aparatos funcionem. A moderna irracionalidade humana (realmente racional se comparada com a Era do Gelo) foi demonstrada pelos sociólogos Daniel Kahneman, Amós Tversky, Dan Ariely, e outros, nos últimos trinta anos. As pessoas não

economizam o suficiente. Elas compram por impulso. Elas reagem com medo ou exuberância nas diferentes fases do mercado. Como resultado, a Teoria das Expectativas Racionais está despedaçada. Ainda assim, os banqueiros centrais dão crédito a ela nas suas considerações sobre a política.

Os modelos de equilíbrio geral também sofrem com uma falácia de composição. As elites supõem que os equilíbrios locais possam ser agregados a um equilíbrio maior chamado economia. Isso é como deduzir toda a natureza humana, a partir de um fio de DNA, sem nunca ter encontrado um humano. Informações completas sobre a composição química de um ser humano não permitem deduzir um discurso, uma cognição ou o amor. Essas são propriedades emergentes de todo o ser humano. Da mesma forma, informações perfeitas sobre as formas de uma infinidade de curvas de preferência não permitem deduções sobre o comportamento de uma economia.

A falha fatal dos modelos de equilíbrio é que se assume que a curva da distribuição dos graus dos movimentos do mercado de preços seja na forma de de sino, o que é chamado de distribuição normal. A diferença entre o sistema de curva de sino e o sistema de curva de poder não é apenas um enuviado debate acadêmico sobre os formatos das duas curvas. As curvas, em si, são apenas representações gráficas do que acontece em cada sistema. A curva de sino representa um sistema de equilíbrio com uma natureza de reversão média. A curva de poder representa um sistema complexo com uma capacidade aberta para eventos extremos. Dados empíricos revelam que os preços de mercado e os eventos extremos estão distribuídos ao longo de uma curva de poder. A distribuição normal é uma fantasia.

A APPLE E A CAT

O equilíbrio geral, as expectativas racionais e os mercados eficientes não são os únicos pilares rachados do edifício da elite. O livre comércio é outro mito, e um mito caro. O moderno caso teórico contra o livre comércio ostensivo é mais recente do que a crítica dos mercados eficientes, com ainda menos apoio entre os economistas de elite. O conhecimento dessa crítica é necessário para entender por que as elites estão na defensiva e por que o sentimento de medo do rebanho está se espalhando.

O fundamento teórico para o livre comércio se encontra na Teoria das Vantagens Comparativas, articulada por David Ricardo em *Princípios de Economia Política e Tributação* (1817). Não é uma desonra para Ricardo que sua teoria falhe em condições de globalização. Suas ideias foram brilhantes para o seu tempo e impulsionaram a então jovem ciência da economia em direção à sua fase clássica.

O mesmo pode ser dito de Sir Isaac Newton, cujas ideias sobre a mecânica celeste foram superadas pela relatividade de Albert Einstein. Newton é considerado um dos nossos maiores gênios; Einstein assim o considerava. No entanto, não se pode investigar galáxias distantes com a mecânica newtoniana, nem se pode executar a economia do século XXI com os princípios ricardianos. Você precisa de Einstein para investigar as galáxias, e você precisa de novas teorias comerciais para não destruir a economia dos EUA em tempos de globalização.

Qual é a teoria de Ricardo e quais são suas falhas fatais? A Teoria das Vantagens Comparativas repousa sobre o termo “comparativo”. Antes de Ricardo, havia a Teoria da Vantagem Absoluta. Se duas nações são parceiras comerciais e uma produz bens de forma mais eficiente do que a outra, ela favorece ambas as nações quando o produtor menos eficiente compra das nações mais eficientes. O importador recebe produtos mais

baratos, e o exportador ganha um mercado. Ambos estão em melhor situação. Pode ser possível para a Islândia plantar amoras, mas isso não seria eficiente. Faz mais sentido para a Islândia importar amoras do Chile, que tem condições ideais para o crescimento. O Chile tem uma vantagem absoluta no cultivo de amoras, de modo que o Chile ganha mercados para os seus produtos.

Ricardo levou essa ideia adiante. Ele disse que mesmo que um país não tenha uma vantagem absoluta em certos produtos, ou seja, mesmo que seja um produtor menos eficiente, ele ainda pode ser um exportador eficiente se tiver uma vantagem comparativa com relação a outros bens produzidos pelos dois parceiros comerciais. Essa ideia, um pouco contraintuitiva, é explicada sucintamente pelo economista Ian Fletcher:

Toda a teoria [da vantagem comparativa] pode ser arruinada com uma simples pergunta:

Por que os jogadores de futebol profissionais não aparam os seus próprios gramados?

... em geral, o jogador de futebol pode, certamente, cortar o gramado com mais eficiência do que um cortador de grama profissional mediano... porque o jogador de futebol é mais eficiente, na linguagem econômica, ele leva vantagem absoluta em cortar gramados. No entanto, ninguém acharia estranho se ele “importasse” os serviços de corte de grama de um “produtor” menos eficiente. Por quê? Obviamente, porque ele tem *coisas melhores para fazer com o seu tempo*. A Teoria das Vantagens Comparativas diz que é vantajoso para os EUA importarem alguns bens, simplesmente para, em vez disso, liberarmos a nossa força de trabalho para produzir bens mais valiosos. Nós, como nação, temos “coisas melhores para fazer com o nosso tempo” do que produzir esses bens menos valiosos... Como resultado, às vezes, é vantajoso para nós importar mercadorias das nações menos eficientes.

Em outras palavras, faz sentido que os Estados Unidos importem carros da Coreia, mesmo que os Estados Unidos sejam um produtor de carros mais eficiente, se isso liberar o trabalho e o capital americano

para buscar a nanotecnologia, onde a vantagem comparativa é ainda maior do que é com carros.

Essa teoria repousa sobre um conceito de eficiência. Se não se pode medir a eficiência e comparar as medidas através das fronteiras, então, a teoria não pode ser aplicada de forma confiável. A eficiência deriva da utilização dos fatores de produção. Esses fatores são o trabalho e o capital. O trabalho vem em formas variadas – qualificados, não qualificados, intelectuais e físicos. O capital vem em diversas formas, incluindo as finanças, as patentes, os segredos comerciais, conhecimento e recursos naturais. Um produtor que aplica fatores de produção para alcançar um resultado ao menor custo é o mais eficiente. A eficiência absoluta produz a vantagem absoluta, e a eficiência relativa entre produtos e setores produz as vantagens comparativas. A eficiência se reduz à mensuração de custos, o que pressupõe um sistema de preços medido em dinheiro e derivado de mercados.

Assim, a Teoria das Vantagens Comparativas depende inteiramente de uma densa rede de fatores de produção, custos, preços, mercados e dinheiro. Se um desses nós da rede for manipulado ou distorcido por alguma política ou imperfeição, a teoria não funciona porque não há base para a comparação. Hoje, cada um desses nós é distorcido, imperfeito ou ambos. A vantagem comparativa é um castelo no ar – agradável de se imaginar, mas totalmente irreal.

A vantagem comparativa é o parâmetro do consenso neoliberal e o fundamento teórico do livre comércio, das balanças de capital aberto e de outras facetas da globalização. Quando David Ricardo e, mais cedo, Adam Smith desenvolveram essas ideias do livre mercado e do livre comércio, o mundo estava no padrão-ouro; as taxas de câmbio eram ancoradas ao ouro. As comparações de preços eram possíveis. Na ausência de um padrão-ouro ou de taxas de câmbio fixas, como é que a comparação deve ser feita? Em teoria, as taxas flutuantes de inflação permitem comparações e um fácil ajuste aos termos de troca. E quanto à manipulação das taxas de juros, guerras cambiais, as flutuações sujas e todo o resto? Os termos de troca refletem uma vantagem comparati-

va de boa-fé ou uma vantagem manipulada? Se for esse último, o que acontece com o livre comércio?

Uma distorção adotada pelas elites é a flutuação das taxas de câmbio, uma ideia errada imposta ao mundo por Milton Friedman, na década de 1970. Se você fosse contratado para construir uma casa usando uma régua de 1 metro e dissessem-lhe que 1 metro equivale a 100 centímetros, e, no dia seguinte, dissessem-lhe que 1 metro equivale a 80 centímetros e assim por diante, a casa construída seria frágil e prestes a cair. É assim que a vantagem comparativa funciona em relação às taxas de câmbio flutuantes. As coberturas cambiais geralmente não estão disponíveis para mais de um ano em antecipação; um período demasiado curto para despesas de capital futuras que têm horizontes de cinco a dez anos.

As taxas de câmbio flutuantes enriquecem *traders* cambiais e especuladores, mas somam custos ao comércio e impedem os fluxos de capital. As taxas de câmbio estão prontas para a manipulação. Os campeões dos supostos livre comércios baseados na vantagem comparativa precisam considerar o regime da taxa de câmbio fixa que prevaleceu de 1944 a 1971, a era de ouro do crescimento e das maiores rendas reais. O rebanho da elite favorece o livre comércio e as taxas de câmbio flutuantes, a receita perfeita para a perda dos empregos americanos para manipulação estrangeira.

A próxima deficiência no caso do livre comércio é a mobilidade dos fatores de produção. Ricardo afirmou que os fatores de produção estavam enraizados em um país. Os mercados determinam os custos comparativos como base para o comércio. Hoje, os fatores de produção, especialmente os de capital, não estão enraizados, eles são móveis. Considere o caso em que a China tem uma mão de obra mais eficiente (devido a custos baixos), e os Estados Unidos têm um capital mais eficiente (devido a uma profunda liquidez do sistema financeiro). Se os fatores de produção fossem imóveis, os Estados Unidos poderiam ter uma vantagem comparativa na fabricação, mesmo com uma mão de obra mais cara, devido aos seus custos mais baixos de capital. Se o barato ca-

pital dos EUA se mover para a China e se associar com uma mão de obra chinesa barata, então a China ganha vantagem comparativa e absoluta. Esse não é um exemplo hipotético; é a quintessência da globalização. A teoria de Ricardo fracassa em um mundo de fatores móveis.

Outro erro de Ricardo envolve o fluxo intertemporal: a diferença entre vantagem comparativa estática e vantagem comparativa dinâmica. Um país que não tem vantagem comparativa no início de uma década pode usar o protecionismo para nutrir as indústrias nascentes e obter vantagem comparativa até o final da década. As práticas comerciais desleais são utilizadas por um país para minar a vantagem comparativa de um parceiro comercial. O trapaceiro pode aderir ao clube do livre comércio depois que sua vantagem estiver garantida.

Um uso clássico desse método são os Estados Unidos, que usaram o protecionismo de 1776 a 1944 para construir o maior parque industrial que o mundo já havia visto. Desde os anos 1970, os Estados Unidos estão expostos ao protecionismo do Japão, da Coreia, de Taiwan e da China. Hoje, os empregos de alto valor do futuro são criados na Ásia. Isso não se deve a uma vantagem comparativa inicial da Ásia, mas a uma vantagem comparativa criada por meio do uso do protecionismo e da manipulação cambial.

Outros defeitos na Teoria das Vantagens Comparativas envolvem o que chamamos de externalidades. Esses são os custos ocultos que não entram nas comparações diretas de custos. A China parece mais eficiente na mineração do que os Estados Unidos, porque a China despeja cianeto (usado para extrair metal do minério) nos rios. A China deve ser recompensada, em termos de comércio, se os custos da intoxicação por cianeto não forem incluídos no preço das exportações de metais?

A maior deficiência na Teoria das Vantagens Comparativas é que ela pode fracassar, a menos que todos cumpram as regras. O impulso do Acordo Geral de Tarifas e Comércio, de Bretton Woods (1947) e seu sucessor, a Organização Mundial do Comércio (1995), foi forçar a adesão ao livre comércio pelos signatários. As exceções para os subsí-

dios agrícolas e as fraude da China deixam o mundo longe do ideal. A política do livre comércio dos EUA pode ser comparada a um jogo de pôquer em os Estados Unidos são o único jogador a não ver as cartas dos outros jogadores.

A política comercial da China se assemelha à política do Reino Unido no século XVIII e dos os Estados Unidos no século XIX. Essas políticas anteriores envolviam protecionismo, roubo de propriedade intelectual e acúmulo de ouro. Essas políticas mercantilistas funcionaram bem para o Reino Unido e para os Estados Unidos. A Grã-Bretanha foi a potência industrial e comercial dominante até a revogação das leis protecionistas do milho, em 1846. Iniciou-se, então, um declínio de setenta anos que culminou na quase falência nacional, em 1914. Os Estados Unidos eram a potência industrial e comercial dominante até Bretton Woods, em 1944. Então, iniciou-se um declínio de setenta anos, culminando na crise de 2008.

Declínio não é o mesmo que colapso. O Reino Unido desfrutou de prosperidade na década de 1860, como os Estados Unidos desfrutaram de prosperidade na década de 1960, depois que ambos abraçaram o livre comércio. A prosperidade é mais bem vista como um banquete de bem-estar futuro. Ambos os países estavam vivendo do impulso do mercantilismo anterior. Quando esse impulso não é renovado, ele se esgota.

Os livres comerciantes da elite neoliberal estão tranquilos quanto às perdas de emprego dos EUA porque sua mentalidade lhes permite imaginar empregos sendo criados em outros lugares da economia onde os Estados Unidos mantêm vantagem comparativa. Os Estados Unidos lideram o mundo no ensino superior e na alta tecnologia. No entanto, os empregos totais em ambos os campos são insignificantes em comparação com os empregos de produção perdidos nas últimas décadas. Mesmo se alguém aceitar que haverá vencedores e perdedores em um sistema de comércio global, o que acontece quando o número de vencedores é pequeno e o de perdedores é grande? A resposta é: uma menor participação da força de trabalho, menor produtividade, ganhos salariais estagnados e maior desigualdade de renda – exatamente o

que os Estados Unidos têm experimentado desde a ascensão do NAFTA e da OMC nos anos 90.

Mesmo se os empregos ganhos e perdidos pela troca forem equivalentes em números (eles não são), os empregos não são criados equitativamente. Certos empregos persistem, mas não chegam a lugar algum e não impulsionam o crescimento. Um barista pode ter um emprego estável, com salários decentes, mas isso é tudo. O barista sempre trabalhará atrás do balcão, e nada mais virá dele porque seus esforços deixam o escopo limitado para aplicar novas tecnologias. Trabalhos de montagem, estilo Lego, não são, sem efeitos exógenos, uma fonte de outros empregos.

Por outro lado, um empreendedor que usa um processo de fabricação aprimorado cria novos empregos diretos, gera propriedade intelectual e catalisa o crescimento do emprego a montante e a jusante nas cadeias de suprimento e distribuição. Os empregos de produção de alto valor agregado que apoiam melhorias contínuas na cadeia de suprimentos em materiais, máquinas-ferramentas e processos são os trabalhos que os Estados Unidos devem apoiar por meio de suas políticas. Os trabalhos beco-sem-saída, com externalidades positivas, podem ser seguramente deixados para os parceiros comerciais.

Essas disfunções de livre comércio foram reconhecidas há muito tempo. Joseph A. Schumpeter, em seu clássico de 1942, *Capitalismo, Socialismo e Democracia*, escreveu: “A teoria tradicional... tem, desde a era Marshall e Edge-worth, descoberto um número crescente de exceções às proposições antigas sobre concorrência perfeita e... o livre comércio, que têm abalado aquela crença absoluta nas suas virtudes estimadas pela geração que floresceu entre Ricardo e Marshall...”

Schumpeter escreveu isso em uma análise de como as grandes empresas produzem externalidades positivas que compensam os problemas de grandeza percebidos. A opinião de Schumpeter é que o empreendedor não está tão preocupado com a competição estática quanto com as forças dinâmicas, que ele chamou de “destruição criativa”.

Os analistas modernos expressam o mesmo ponto de vista em relação aos benefícios de uma política protecionista inteligente. As empresas americanas não estão competindo com as estrangeiras, estão competindo com o futuro, e perdendo.

A questão não é que a teoria ricardiana esteja errada; é que a teoria se baseia em suposições que não estão em conformidade com o mundo real, sendo, portanto, inútil como um guia para a política. Se a vantagem comparativa é uma quimera e se o suposto livre comércio é um jogo fraudulento, por que as elites insistem nisso?

O apoio da elite ao chamado livre comércio se deve ao fato de que as elites compartilham uma perspectiva global em desacordo com os interesses dos Estados Unidos. As políticas que produzem o crescimento mundial às custas dos EUA são endossadas. As políticas que beneficiam os Estados Unidos, ao mesmo tempo que retardam o crescimento mundial, são rejeitadas. Hoje, o triunfo da globalização sobre o nacionalismo está energizando um avivamento nacionalista à medida que as nações reavaliam seus interesses individuais.

Certas corporações globais lucram enormemente com o atual sistema falho. Para ilustrar isso, considere duas empresas em lados opostos da divisão mercantilista – a Apple Inc., fabricante dos amados iPhones, e a Caterpillar Corporation, “Cat”, a maior fabricante de equipamentos pesados do mundo.

A Apple exportou capital para a China, onde o capital se aliou à mão de obra chinesa barata para produzir vantagem absoluta e comparativa na fabricação de iPhones. A China facilita isso mantendo uma moeda barata, o que aumenta o poder de compra dos consumidores americanos em relação aos custos unitários da mão de obra chinesa. Os Estados Unidos são, de longe, o maior e mais rico mercado de consumo do mundo. A China ganha propriedade intelectual, empregos e reservas de moeda forte. A Apple colhe grandes lucros e se esquivava dos impostos americanos. A Apple prospera, mas cria poucos empregos nos Estados Unidos.

A Caterpillar fabrica equipamentos pesados principalmente nos Estados Unidos e vende principalmente no exterior. A Cat precisa superar uma série completa de políticas mercantilistas estrangeiras, incluindo o protecionismo, barreiras não tarifárias e moedas baratas. O mercantilismo torna os equipamentos pesados japoneses e os coreanos relativamente mais atraentes para os compradores nos mercados emergentes. No entanto, a Cat cria trabalhos altamente remunerados e de alto valor agregado nas suas fábricas nos EUA.

As dinâmicas divergentes da Apple e da Cat estão diretamente relacionadas aos debates econômicos sobre as guerras cambiais e ao impacto deflacionário do dólar forte. O economista Thomas I. Palley resume essa divergência:

Quando as empresas norte-americanas produziam internamente e procuravam exportar, um dólar mais fraco era do seu interesse comercial, e elas faziam lobby contra a supervalorização do dólar. No entanto, sob o novo modelo, as empresas americanas procuram produzir produtos no exterior e importá-los nos Estados Unidos. Isso reverteu seu interesse comercial, tornando-os proponentes de um dólar forte. Isso ocorre porque um dólar forte reduz os custos em dólar da produção estrangeira, elevando as margens de lucro sobre a produção estrangeira vendida nos Estados Unidos, a preços dos Estados Unidos.

Esse resumo mostra a irrelevância da vantagem comparativa. Um pequeno grupo de corporações globais com capital móvel, habilidade imediata para realocar fábricas e músculo político para mover as taxas de câmbio na ausência de um padrão-ouro tiram sarro do livre comércio. Essas empresas criam suas próprias vantagens e escrevem suas próprias regras. As manipulações não se limitam a empresas globais com sede nos EUA. Elas são praticadas com ainda mais sucesso pelos alemães, japoneses e pelos gigantes chineses.

Essa comparação de interesses divergentes da Apple e da Cat demonstra por que o livre comércio é, apenas, uma miragem. O capital

móvel, a transferência de tecnologia, o protecionismo e a manipulação das taxas de câmbio são utilizados para compensar a vantagem comparativa que os Estados Unidos um dia tiveram. Quando a transferência de fatores de contribuição for completa, a vantagem comparativa se perderá para sempre. Os Estados Unidos ficarão com empregos prestes a serem extintos ou, até mesmo, sem empregos.

A política comercial dos EUA pode ser resumida em abrir as portas para a Cat no exterior. Em vez disso, a política deveria ser direcionada a trazer os empregos da Apple de volta para casa. Mais da cadeia de valor da Apple precisa residir nos Estados Unidos. Aqueles que afirmam que isso é ineficiente sob as teorias ricardianas devem se perguntar o seguinte: se os trabalhadores americanos não conseguirem os melhores empregos e forem prejudicados por dívidas elevadas, quem comprará o que as empresas globais fabricam? Os Estados Unidos deveriam usar tarifas e barreiras comerciais de forma agressiva para promover empregos que catalisassem o crescimento – exatamente como Alexander Hamilton propôs no seu *Relatório sobre Manufaturas*, apresentado ao Congresso, em 1791.

Os Estados Unidos se beneficiariam imediatamente com um imposto de importação de 30% sobre todos os bens, partindo de todas as fontes. Isso poderia ser neutralizado com um corte de 10% nos impostos retidos na fonte. Um iPhone importado seria mais caro (a menos que a Apple escolhesse reduzir as margens de lucro, reduzindo os preços). Mas as reduções nos impostos de renda ajudariam os consumidores a pagar pelos telefones, se essa fosse a sua preferência. O resultado esperado é que a Apple realocasse os bons empregos aos Estados Unidos, onde poderia colher os benefícios combinados de tarifas mais baixas e menores impostos sobre os salários. O impacto dessa política vai além da Apple e dos iPhones e inclui todas as importações de alto valor agregado.

A discípula da dominação da elite é a opinião pública mal informada, decorrente da propaganda verbalizada pró-comércio que parte do Conselho de Relações Exteriores para o *New York Times*. A linha par-

tidária desse rebanho é que o livre comércio é bom e os impostos são ruins. Isso foi o que ensinaram aos repórteres nas aulas de economia dez ou vinte anos atrás.

Os transmissores de opiniões da elite desdenham daqueles que questionam o dogma do livre comércio. Esses pseudoespecialistas dizem para você que as tarifas de Smoot-Hawley causaram a Grande Depressão, uma visão implausível porque a depressão começou mais cedo e foi causada pelos erros da política monetária do Fed. Os Estados Unidos tinham taxas alfandegárias médias de 44,6% antes de Smoot-Hawley, e 53,2% depois – não foi um aumento extremo. Ian Fletcher aponta que o aumento das taxas alfandegárias, em 1861, 1864, 1890 e 1922 não produziu depressões, enquanto recessões sem aumentos tarifários ocorreram em 1873 e 1893. A ideia de causalidade entre as taxas e as recessões está entre fraca e inexistente. Isso vem como uma surpresa para a maioria dos eruditos.

Uma nova taxa alfandegária dos Estados Unidos fará com que certos empregos de montagem e agricultura migrem para nossos parceiros comerciais, porém, criará mais empregos de alto valor agregado nos Estados Unidos. Uma taxa alfandegária bloqueia os esforços dos parceiros comerciais dos EUA em capturar para si mesmos os empregos de alto valor agregado com suas próprias barreiras comerciais, roubos de propriedade intelectual e requisitos de que parte da produção de uma empresa seja feita localmente. Os Estados Unidos, a maior economia de consumo do mundo, precisa desse tipo de mudança estrutural para aumentar seu crescimento em potencial. O resultado é uma maior produtividade e salários reais mais elevados, passos importantes para a sustentabilidade da dívida.

Há uma vantagem nos mercados abertos e tarifas baixas, mas trata-se de um caso especial, não um caso geral, e o caso é político, não econômico. Quando a sua economia estiver intacta, mas seus parceiros comerciais estiverem arruinados, exatamente a relação entre os Estados Unidos e a Europa após a Segunda Guerra Mundial, faz sentido fornecer mercados abertos e financiamento barato para a parte arrui-

nada para recomeçar o jogo. O livre comércio sob a forma de uniões aduaneiras também faz sentido entre as nações com uma história de guerra e destruição – exatamente o caso da Europa, na mesma época.

Uma rara convergência de um caso especial para recomeçar o comércio mundial, com um imperativo para impedir uma outra guerra no final dos anos 40, tornou as instituições de Bretton Woods não apenas úteis, mas necessárias. Essas circunstâncias especiais não se aplicam à China, à Índia e ao resto do mundo hoje. Os Estados Unidos não estão mais apenas ajudando os seus parceiros, eles estão machucando a si mesmos.

O IMPÉRIO DA DÍVIDA

A visão de mundo da elite se assenta nos pilares intelectuais dos modelos de equilíbrio, do monetarismo, do keynesianismo, das taxas de câmbio flutuantes, do livre comércio, da globalização e do dinheiro fiduciário. Enquanto isso, o mundo real pode ser mais bem compreendido através das lentes da teorias da complexidade, probabilidade condicional, psicologia comportamental, guerras monetárias, neomercantilismo e do ouro. A dissonância cognitiva entre a visão de mundo da elite e a economia do mundo real está custando caro para a autoconfiança e para o controle. As elites se dividem agora em dois tipos: aquelas que estão confusas pela perda de credibilidade e aquelas que estão silenciosamente assustadas, porque elas entendem o seu fracasso intelectual e as suas consequências.

A principal refutação a essa crítica do consenso de elite é o demonstrável crescimento global e a prosperidade desde o fim da Segunda Guerra Mundial. As décadas de 1950 e 1960 testemunharam um crescimento excepcionalmente forte nos Estados Unidos, Canadá, Europa Ocidental e Japão, com baixa taxa de desemprego e pouca inflação. Evidentemente, esse crescimento surgiu a partir de uma linha de base inicial baixa, dada a devastação causada pela guerra. Havia amplo espaço para a utilização de fatores de produção, especialmente do capital humano abundante e do capital financeiro fornecido pelos Estados Unidos.

No entanto, as condições prevalecentes nesse período de prosperidade inicial não estão em conformidade com as condições de hoje. As décadas de 1950 e 1960 foram definidas pelas taxas de câmbio fixas, pelo padrão-ouro, orçamentos equilibrados, taxas aduaneiras e comércio preferencial. Todas essas condições são antitéticas para a fórmula da elite hoje.

As décadas de 1970 e 1980 foram um período de transição para as instituições de Bretton Woods do pós-guerra. O ouro foi abandonado enquanto padrão monetário. As taxas de câmbio flutuantes surgiram em meados da década de 1970. Ainda assim, a desvalorização do padrão-ouro foi atenuada pela ascensão de um novo padrão-dólar durante o governo Reagan. O *King Dollar* foi proposto pelo secretário do Tesouro, James Baker, por meio do Acordo de Plaza, em 1985, e o Acordo do Louvre, em 1987, que renderam um amplo acordo sobre taxas de câmbio aceitáveis entre as principais economias. O *King Dollar* não era um regime de taxa fixa, mas quase tão bom quanto, apoiado pelo sucesso de Paul Volcker ao atingir uma baixa inflação após quase haver um episódio hiperinflacionário de 1977 a 1981. Os esforços para a convergência monetária na Europa, embora desiguais e marcados por rupturas ocasionais, serviram como um substituto um pouco piorado do padrão-ouro.

As décadas de 1970 e 1980 também foram um auge do neokeynesianismo e do monetarismo. O keynesianismo justificava os persistentes deficits orçamentários, enquanto o monetarismo desacreditava as taxas de câmbio fixas e insistia que o controle do estoque de moeda fiduciária produziria o máximo crescimento real sustentável sem inflação. Uma batalha intelectual entre Hayek e Friedman de um lado e John Maynard Keynes do outro se manifestou, mas ambas as escolas estavam agora incorporadas à academia. O que elas compartilhavam era a sede de controle governamental; a única diferença era se o controle deveria vir das autoridades fiscais ou monetárias. O consenso neoliberal favoreceu ambos.

A ascensão das elites globalizadas ocorreu depois de 1989, o despertar de uma segunda era da globalização, um eco distante da primeira era da globalização, de 1870 a 1914. Em 1989, a guerra fria acabou, o Muro de Berlim caiu e o Consenso de Washington foi anunciado em um inspirador artigo de John Williamson, um economista inglês que trabalhava em Washington, DC. O artigo de Williamson resumiu opiniões que haviam evoluído desde os anos 1970. Ele concentrou essas opini-

ões em uma cartilha para um mundo recém-globalizado. Williamson pediu o livre comércio, a abertura das balanças de capital, dos investimentos estrangeiros diretos e a proteção da propriedade intelectual. Ele também pediu a disciplina fiscal, mas, na prática, isso foi reservado para os mercados emergentes e não foi seguido pelas próprias economias desenvolvidas. O Consenso de Washington foi impiedosamente aplicado ao longo dos anos 1990 pelo FMI, impulsionado pelo Tesouro dos EUA, de Bob Rubin.

A década de 1990 foi o apogeu do livre comércio ostensivo. O NAFTA, o CAFTA e outros acordos comerciais multilaterais foram estabelecidos. As elites banharam-se na mais longa expansão pacífica da história dos EUA, de 1991 a 2000, desde o fim da administração de Bush 41 até quase todos os anos de Clinton. A Rússia alcançou o capitalismo, a China emergiu de um século caótico, e os tigres asiáticos estavam à espreita. Esse desempenho parecia validar a visão de mundo da elite.

Debaixo da superfície, a podridão se instala. A corrupção foi institucionalizada na Rússia e na China, a desigualdade de renda aumentou, e os frutos maduros da utilização dos fatores nos mercados emergentes desapareceram rapidamente. Em termos históricos, o sucesso econômico dos anos 1990 pode ser visto da mesma forma que o aparente sucesso do livre comércio no Reino Unido, no final do século XIX, e nos Estados Unidos, em meados do século XX. O êxito não foi fruto das novas políticas, como a colheita de ganhos criada pela proteção prévia. Houve crescimento, mas ele não foi sustentável. Além disso, o sucesso superficial e não sustentável do consenso da elite nos anos 1990 e no início de 2000 pode ser explicado em uma única palavra: dívida.

O crescimento explosivo da dívida – pessoal, empresarial e soberana – ao longo dos anos 1990 e no início do século XXI não tem precedentes. Na década de 1990, o crescimento da dívida foi impulsionado pelo crédito ao consumidor, empréstimos de *home equity*, que consiste no refinanciamento da casa própria, e pela dívida corporativa. De 2000 a 2007, os ventos sopraram na direção da dívida soberana das economias desenvolvidas e das hipotecas *subprime*. Depois de 2007, o

crescimento da dívida soberana da economia desenvolvida continuou, enquanto a dívida de empréstimos estudantis e dos mercados emergentes cresceu exponencialmente.

Desde 2009, a dívida corporativa dos mercados emergentes estipuladas em dólares teve um aumento de *US\$9 trilhões*. O total de títulos emitidos pelas empresas de exploração e desenvolvimento de energia, muitas delas abaixo do grau de investimento, excede os *US\$5 trilhões*. O crescimento de todas as formas de dívida excedeu os *US\$60 trilhões* a perder de vista.

Um indicador padrão da sustentabilidade da dívida é relação dívida-PIB. De 2000 a 2013, a relação dívida global-PIB, excluindo as empresas financeiras, aumentou de 163% para 212%. No mesmo período, a relação dívida-PIB das economias desenvolvidas subiu de 310% para 385%. Essas tendências não mostram qualquer pausa ou desalavancagem como resultado da crise financeira de 2008. Enquanto os níveis da dívida privada diminuíram um pouco após 2008, o crescimento da dívida pública mais do que compensou a diferença e manteve a dívida total elevada. A dívida pública total nas economias desenvolvidas aumentou de 80% do PIB, no início de 2009, para 110% do PIB, até 2014. A dívida dos mercados emergentes, impulsionada pela China, excluindo as empresas financeiras, passou de 125% do PIB, no início do ano 2009, para 140%, até 2014. A relação da dívida-PIB, apenas na China, excluindo as empresas financeiras, foi superior a 200% até 2014.

Num estudo definitivo de 2014 (o “*Relatório de Genebra*”), o influente International Center for Monetary and Banking Studies, sediado em Genebra, resumiu a situação da seguinte forma:

O mundo ainda está se alavancando... a relação da dívida ainda está subindo para os níveis mais elevados... até 2008, a alavancagem estava sendo liderada pelos mercados desenvolvidos, mas desde então as economias emergentes (especialmente a China) têm sido a força motriz... o nível de alavancagem global no Japão está além do esperado...

Contrariamente às crenças amplamente difundidas, seis anos após o início da crise financeira nas economias avançadas, a economia global ainda não está em um caminho de desalavancagem. De fato, de acordo com nossa avaliação, a relação entre a dívida global total, excluindo as financeiras, sobre o PIB... tem mantido o aumento num ritmo inabalável e quebrando novos recordes...

Esses níveis de dívida, embora sem precedentes, podem ser sustentáveis se houver crescimento global suficiente para apoiá-los. Não há. A estagnação do crescimento global nos últimos quinze anos é outra faceta do fracasso do consenso da elite.

Pesquisadores do Relatório de Genebra elaboraram um índice de PIB da economia desenvolvida, estabelecido em 100 para 2008, para comparar o crescimento real desde a crise com o crescimento potencial baseado em tendências anteriores à crise. Em 2014, o crescimento potencial atingiu o nível de 111, mas o crescimento real se esforçou para chegar a 102. Essa diferença entre crescimento potencial e crescimento real é chamada de *output gap*. Em uma recuperação econômica normal, a economia cresce rapidamente acima do potencial (devido à folga na capacidade e à utilização dos fatores acima do nível tendencial), e a disparidade de produção desaparece. Isso não aconteceu nessa recuperação; o *output gap* é persistente e está crescendo. A produção perdida já seria ruim o suficiente se o bem-estar individual e os padrões de vida fossem as únicas questões em jogo. A produção perdida, combinada com a dívida excessiva, é tóxica. O Relatório de Genebra descreve essa mistura perigosa da seguinte forma:

O círculo vicioso de alavancagem em curso e as tentativas políticas de desalavancagem, por um lado, e o crescimento nominal mais lento, por outro, estabeleçam a base para um lento e doloroso processo de desalavancagem ou para uma outra crise... na nossa opinião, isso torna o mundo ainda vulnerável a uma nova rodada na sequência das crises financeiras que ocorreram nas últimas duas décadas.

O relatório alerta para o ciclo virulento de alta dívida e de lento crescimento:

Um obstáculo importante à recuperação de uma crise financeira consiste no laço vicioso entre crescimento e alavancagem... uma vez que o pagamento de níveis elevados de endividamento impede a atividade, tornando a dinâmica do PIB mais lenta e o processo de desalavancagem, por sua vez, mais doloroso.

Uma útil taxonomia de crises divide os ciclos de colapso e recuperação em três tipos. Uma crise Tipo 1 envolve uma queda no nível de produção real. Se for seguida por uma recuperação acima da tendência ou em forma de V, o *output gap* é compensado e a tendência ao crescimento é retomada. Os efeitos econômicos de uma crise de Tipo 1 são dolorosos, mas temporários. A Suécia, no início dos anos 90, é um exemplo.

Uma crise Tipo 2 envolve uma queda no nível de produção potencial. Nessa situação, as perdas iniciais da produção podem ser pequenas, mas o *output gap* é criado em relação à tendência anterior e se expande ao longo do tempo. Os custos de longo prazo nas crises Tipo 2 são enormes. O Japão, desde 1990, é citado como exemplo de uma crise Tipo 2.

Uma crise Tipo 3 envolve uma queda no nível da produção real e da produção potencial. Nessa situação, as perdas de produção iniciais são grandes, nunca são recuperadas e o *output gap* cresce ao longo do tempo. Esse é o pior dos mundos, com grandes perdas, nenhuma recuperação e contínuo crescimento fraco.

De acordo com os dados mostrados no Relatório de Genebra, as economias avançadas, lideradas pelos Estados Unidos, estão em uma crise Tipo 3. A razão desse diagnóstico não aparecer mais cedo foi devido ao uso de alavancagem para mascarar falhas nas políticas. O Relatório de Genebra conclui:

A aceleração observada no crescimento a partir do final dos anos 1990 e até 2007 foi apoiada pelo acúmulo da dívida global... e, ao mesmo tempo, encorajou o aumento da alavancagem em muitas economias que alimentaram a expansão dos preços de ativos e balanços. Essa fase de expansão terminou na crise financeira de 2008-2009.

O sonho de globalização e de prosperidade compartilhada da elite era uma miragem alimentada pela dívida. A miragem se dissipou em 2008. Enquanto a miragem desapareceu, a dívida permanece. Os caminhos da dívida são perigosos na melhor das hipóteses e catastróficos na pior das hipóteses. O caminho mais seguro envolve reformas estruturais para derrubar o consenso da elite e retornar às políticas neomercantilistas para criar empregos e crescimento dentro dos Estados Unidos. O caminho mais perigoso envolve mais do mesmo – mais dívida, mais alavancagem, mais derivativos – numa busca quixotesca de crescimento autossustentável que não aparecerá.

À medida que essa realização é percebida, os instintos do rebanho da elite aumentam. Os balanços dos bancos centrais são distendidos para fazer com que a inflação proporcione crescimento nominal, se não real, para lidar com a dívida. Ainda, a deflação persegue o rebanho como uma leoa na savana. As elites percebem que a impressão de dinheiro pode produzir não a inflação de preços, mas a inflação de ativos e formar novas bolhas que podem estourar e destruir a confiança por duas gerações. A solução ice-nine está à espera se isso acontecer. Por ora, as elites pressionam com a reflação, como um pelotão desesperado afundado até o pescoço no Big Muddy.

BECO SEM SAÍDA

O consenso neoliberal da elite se apoia na retórica sobre os mercados livres e o livre comércio, ilustrado pelos economistas, de Adam Smith e David Ricardo a Milton Friedman. No entanto, os livres mercados e o livre comércio são falhos na teoria e inexistentes na prática.

Nocionalmente, o paradigma do mercado livre se assemelha ao popular jogo de tabuleiro Banco Imobiliário, inventado na Grande Depressão. No Banco Imobiliário, cada jogador começa no mesmo espaço com a mesma quantidade de dinheiro, regido pelas mesmas regras. Como na vida real, a sorte desempenha um papel no jogar dos dados, mas com o passar do tempo a sorte se equilibra. Existem diferenças nas habilidades dos jogadores; esse é o ponto do jogo. Os jogadores experientes sabem que as propriedades alaranjadas são boas para se adquirir porque estão perto da prisão; outros jogadores caem perto delas com uma frequência desproporcional. Na teoria, os mercados recompensam esse tipo de talento.

E se as regras forem ignoradas? Imagine um jogo de Banco Imobiliário em que, após algumas rodadas, um jogador, de repente, declara que seu dinheiro vale duas vezes mais do que o de qualquer outro jogador e, esporadicamente, vai ao banco para pegar uma pilha de notas de 500. O jogo viraria um caos; os elementos do livre mercado estariam perdidos. Isso é exatamente o que acontece no curso da política monetária do banco central, das guerras cambiais e da manipulação do comércio. O modelo de mercado livre é invalidado.

Para os Estados Unidos e o mundo, a solução não é reclamar de injustiça ou perseguir uma quimera, mas adotar políticas para garantir o crescimento e o emprego nos Estados Unidos e explorar formas de os parceiros mais cooperativos compartilharem essa prosperidade,

enquanto perseguem seus próprios caminhos. Os parceiros não cooperativos devem ser deixados por conta própria.

Visto a partir da perspectiva mais longa da expansão da dívida desde a década de 1990, o colapso financeiro de 2008 foi sintomático do modo mais cruel. A política pública utilizou a expansão do crédito e as bolhas de ativos para substituir o crescimento sustentável. Os trabalhadores não compartilhavam os maiores retornos de capital da globalização. A desigualdade de renda resultante é mais do que uma questão moral. A desigualdade de renda prejudica o consumo e, por extensão, o investimento, deixando as exportações líquidas (e as respectivas guerras cambiais) e os gastos governamentais (e a respectiva dívida) como os únicos motores para o crescimento.

A deflação é o medo secreto mais profundo da elite. A super criticada política de juros de Alan Greenspan, de 2002 a 2005, foi um esforço para evitar a deflação que surgiu em 2001. A deflação foi adiada, não destruída. As políticas de Greenspan atrasaram a deflação às custas das bolhas de ativos, que começaram em 2007. Então, a deflação, que nunca realmente desapareceu, ressurgiu. O Fed, o mágico de um só truque, repetiu o erro de Greenspan com a política de taxa de juros zero de Bernanke e Yellen, de 2008 a 2015. O resultado são bolhas de ativos ainda maiores hoje. Em nenhum momento, os formuladores de políticas lidaram com as causas infundadas da deflação, que surgem da demografia, da tecnologia, da desalavancagem e do neomercantilismo, do México à Malásia.

Uma tréplica a favor do livre comércio e dos mercados abertos é que os Estados Unidos são suficientemente fortes para absorver os custos de um sistema fraudado enquanto o mundo é enriquecido pela criação de empregos em outros países. Se o mundo estiver melhor e se os Estados Unidos estiverem um pouco menos longe do que poderiam estar, esse é um pequeno preço a se pagar por um planeta mais rico e mais pacífico.

Sem contarmos a condescendência em relação à classe trabalhadora desempregada e aos americanos operários embutidos nessa visão

globalista, será mesmo verdade? Ou será que o crescimento global médio encobre uma grotesca desigualdade de renda, em que os trabalhadores podem estar um pouco melhores, mas a maior parte dos ganhos é desviada por oligarcas corruptos que buscam comprar condomínios, de Vancouver a Mayfair, por US\$50 milhões ou mais cada?

Se a política pública americana se concentrasse em apoiar a criação de mão de obra de alto valor agregado em casa, os ganhos de renda se estenderiam mais amplamente, porque os Estados Unidos não têm um “problema oligarca” na mesma proporção da Ásia, da África e da América Latina. Os trabalhadores americanos, com rendas reais mais elevadas, poderiam comprar mais produtos importados ao lado dos nacionais. Os parceiros comerciais dos EUA se especializariam em empregos menos desejáveis, enquanto os trabalhadores americanos teriam acesso aos melhores empregos.

O problema político nos Estados Unidos é que os democratas e os republicanos marcham em sintonia sobre a questão do livre comércio. Algumas vozes divergem, mas o paradigma do livre comércio incorporado no NAFTA, na nova Parceria Transpacífico (TPP) e nos acordos Parceria Transatlântica de Comércio e Investimento (TTIP) transcende o partidarismo. O NAFTA foi negociado por Bush 41 e assinado por Bill Clinton. A Parceria Transpacífico foi proposta pelo Presidente Obama e apoiada pelos líderes republicanos. Quando as duas partes dão as mãos, a política se torna mais um pensamento de grupo e menos uma busca por resolver os impasses.

Uma solução sensata para essa instabilidade política começa pela diminuição dos impostos das empresas, aumento do salário mínimo e capacitação dos trabalhadores por meio de uma versão da lei alemã de codeterminação, que coloca os representantes dos trabalhadores nos conselhos empresariais. A esquerda enlouqueceria com os cortes de impostos corporativos, a direita condenaria a codeterminação, e ambos seriam vistos como questões ideológicas que são. A política inteligente – ajudar o capital e ajudar os trabalhadores – é o caminho a seguir para os Estados Unidos.

O medo da elite cresce com a percepção de que o mundo não está em uma recuperação cíclica, mas uma depressão secular. Como definido por Keynes, uma depressão é:

Uma condição crônica de atividade subnormal por um período considerável sem qualquer tendência marcada para a recuperação ou para o colapso completo.

A visão de Keynes foi aperfeiçoada pelo Relatório de Genebra, que descreve uma crise de Tipo 3 como aquela em que a produção cai drasticamente e não se recupera rapidamente, mas traça uma tendência permanentemente mais baixa. Nas palavras do Relatório de Genebra:

O que ocorreu depois de 2007 foi uma crise da dívida em vez de uma recessão: a perda de produção de 5% até o primeiro trimestre de 2009 foi persistente... e a perda foi, de fato, ampliada em relação ao que poderia ser considerado como a tendência prevalente até 2007, enquanto o crescimento diminuía significativamente.

A depressão não pode ser curada pela política monetária, apenas amainada. A solução para a depressão é a mudança estrutural. A Grande Depressão só teve fim com um investimento maciço financiado pela dívida e mobilização de mão de obra para lutar a Segunda Guerra Mundial.

O jogo final surgiu. A dívida está se acumulando mais rapidamente do que o crescimento. A política monetária é impotente, exceto para formar bolhas e ganhar tempo. A mudança estrutural é impedida pela disfunção política. A substituição da dívida soberana pela dívida privada ganha seu curso; agora, os próprios soberanos também estão sobrecarregados.

Dívida, deflação, demografia e depressão estão demolindo os sonhos de livre comércio da elite, os livres mercados e os fluxos livres de capital. As elites esperam que o jogo vire em seu favor, mas ele está sobrecarregado por décadas de negação das desigualdades de renda e da diminuição dos empregos. Algumas elites estão abandonando o navio, levando seus ganhos e comprando condomínios, jatos particulares, até ilhas, armazenando barras de ouro e obras de arte em caixas-fortes particulares. Outras elites continuam no beco sem saída da globalização, mesmo enquanto a sua confusão cresce.

CAPÍTULO 8

CAPITALISMO FASCISMO E DEMOCRACIA

Há poucas razões para acreditar que... o socialismo representará o advento da civilização com a qual os socialistas ortodoxos sonham. É mais provável que ele apresente características fascistas. Seria uma estranha resposta à súplica de Marx. Mas a história às vezes se diverte com piadas de gosto questionável.

Joseph A. Schumpeter
Capitalismo, Socialismo e Democracia (1942)

Mostre-me o homem, e eu vou encontrar o crime.

Lavrentiy Beria,
Chefe da Polícia Secreta (NKVD), no governo de Stalin

SCHUMPETER REAVALIADO

O nome de Joseph Schumpeter invoca a expressão “destruição criativa”, sua contribuição intelectual mais conhecida, uma das mais poderosas ideias econômicas do século XX, com implicações importantes ainda hoje.

A abordagem de Schumpeter era que o capitalismo é uma força dinâmica mais potente do que as empresas que nascem e morrem nele. O progresso capitalista exige o fracasso dos capitalistas. Isso foi sucinatamente afirmado por Schumpeter em sua obra-prima de 1942, *Capitalismo, Socialismo e Democracia*:

O capitalismo... nunca pode ser estacionário... o impulso fundamental que determina e mantém o motor capitalista em movimento provém dos bens dos novos consumidores, dos novos métodos de produção ou de transporte, dos novos mercados, das novas formas de organização industrial que a empresa capitalista cria.

A abertura de novos mercados... revoluciona incessantemente sua estrutura econômica, destruindo incessantemente a estrutura antiga, criando incessantemente uma nova. Este processo de Destruição Criativa é a verdade essencial sobre o capitalismo.

Tal como acontece com muitas observações originais, o que parece óbvio em uma visão a posteriori pode ser revolucionário quando no momento em que é elaborado. O fato de que o capitalismo é uma força dinâmica e criadora de riqueza foi reconhecido há muito tempo, começando com Adam Smith, em 1776, e com os economistas clássicos do século XIX. A novidade trazida pela destruição criativa de Schumpeter não era a força criadora, mas a força destrutiva, a ideia de que o capital

deve ser destruído para desbloquear recursos para novos empreendimentos capitalistas.

Schumpeter escreveu num momento crítico, entre o fim da Grande Depressão e o início da Segunda Guerra Mundial. O capitalismo estava sendo julgado e o socialismo estava em voga, inclusive nos Estados Unidos, onde ele não conseguiu se enraizar durante os ciclos socialistas anteriores, no final do século dezanove e início do século XX. A administração de Franklin Delano Roosevelt, de 1933 a 1945, estava repleta de reformadores e empreendedores socialistas que vieram do grande projeto de poder do Tennessee Valley Authority para as comunidades agrícolas, como os campos rurais federais em Marysville, na Califórnia.

O capitalismo, amplamente visto como um sistema fracassado durante a Grande Depressão, foi associado aos grandes negócios na forma de corporações, como a RCA, a General Motors, o Standard Oil de New Jersey, o US Steel e outros gigantes. A competição já não era a característica predominante do capitalismo, o monopólio era.

Schumpeter não se abalava com a acusação contra o monopólio e, também, o capitalismo. Ele admirava os grandes negócios e apoiava as práticas monopolistas. Em sua opinião, os grandes negócios ofereciam aos consumidores uma maior variedade, amplas redes de distribuição e preços mais baixos. Ele escreveu,

Ao analisar... a estratégia de negócio... o economista investigador ou o agente do governo enxerga políticas de preços que lhe parecem predatórias ou restritivas à produção... ele não enxerga que restrições desse tipo são, como um vendaval perene, incidentes... de um processo de expansão de longo prazo que eles protegem, em vez de impedir.

Planos de grande escala podem, em muitos casos, não chegar a se materializar de todo, caso não seja sabido, desde o princípio, que a competição será desencorajada pela elevada demanda por capital ou pela falta de experiência, ou que há meios disponíveis para desencorajá-la ou podá-la de sorte, de modo a ganhar tempo e espaço para maiores aprimoramentos.

Não é difícil entender essa aparente contradição de Schumpeter como defensor da destruição criativa e, ao mesmo tempo, apoiador do monopólio de grandes empresas. O que Schumpeter acreditava era que as empresas não competem entre si, competem contra o *futuro*. É a imprevista e inesperada iniciativa do futuro que destrói os monólitos, não a concorrência de hoje ou a aplicação da legislação *antitrust*. Schumpeter, escrevendo em 1942, antecipou a ruptura dos monopólios do táxi pela Uber e a destruição dos jornais diários, por Matt Drudge. Nenhum negócio, por maior que seja, é seguro. O que mantém um monopolista acordado à noite não é a concorrência; é o futuro.

O legado de Schumpeter tornou-se cativo aos seus devotos – um destino comum dos iconoclastas. O meme da destruição criativa é agora comum (embora possa ser mais urgente do que aqueles que recitam o clichê percebem). O que desperta a atenção sobre Schumpeter é que seu esboço de destruição criativa é uma vinheta. Ela ocupa cinco páginas em uma edição padrão de 430 páginas do *Capitalismo, Socialismo e Democracia* – apenas 1% do livro. O restante, sobre os processos históricos e a inevitabilidade do socialismo, é mais importante para se compreender o caminho econômico que atravessamos hoje.

Joseph A. Schumpeter nasceu em 1883, na Morávia, que se tornaria o Império Austro-Húngaro e, hoje, a República Checa. Ele obteve um Ph.D. da Universidade de Viena em 1906, sob a direção de Eugen von Böhm-Bawerk, seguidor devoto de Carl Menger e expoente da escola austríaca de economia.

Schumpeter foi professor de economia na Universidade de Harvard de 1932 até sua morte, em 1950. Ele teve uma empolgante vida particular e pode ser o único economista do século XX que também era duelista. Nas palavras de seu biógrafo, Thomas McCraw, “Ele costumava dizer que aspirava a ser o melhor economista, amante e cavaleiro do mundo. Então, vinha a frase de efeito: não estou indo muito bem com os cavalos”.

Apesar do estudo em Viena e da orientação por Böhm-Bawerk,

Schumpeter não aderiu à escola austríaca. Ele seguiu a mais antiga Escola Histórica de economia, desenvolvida na Alemanha no século XIX. Essa escola combina história, política e ciências sociais para conseguir uma visão mais veraz da economia. Ela rejeita a maioria dos modelos matemáticos, porque os modelos são específicos ao tempo e ao lugar, reflexões temporárias das condições econômicas. Em contrapartida, a história oferece uma perspectiva mais ampla e revela com mais precisão o ímpeto para a ação humana. Acima de tudo, a Escola Histórica enfatiza a realidade ao invés da abstração.

O que une os membros da Escola Histórica não são suas conclusões, que variam amplamente (até o ponto de contradição), mas, sim, seu método indutivo, que se baseia em uma análise cuidadosa dos processos e impressões de longo prazo extraídos dessa consideração. Entre os adeptos mais antigos da Escola Histórica estão Walter Baghot, Max Weber e Karl Marx. Schumpeter é o último representante puro dessa escola, embora Hyman Minsky, Alan Greenspan e Nobelista Robert Solow tenham sido todos fortemente influenciados por ela. O método indutivo da Escola Histórica e o uso da história foram hoje afastados pelas equações neokeynesianas e pela insistência austríaca em agenciar o dinheiro.

No entanto, as percepções de Schumpeter sobre a formação do capital por meio do empreendedorismo e seu impacto sobre os modelos de negócios predominantes – a destruição criativa – parecem estar em sincronia com a era da Amazon e da Netflix. Esse ressurgimento ocorre num momento em que as teorias monetárias austríacas estão bloqueadas pela volatilidade da velocidade, e os modelos neokeynesianos não se preparam para uma nova armadilha de liquidez. Já é tempo de tirar Schumpeter da prateleira e dar ao método histórico o seu devido valor.

O retorno à Schumpeter vem hoje principalmente dos interessados em microeconomia – a teoria da firma e do consumidor. Um renascimento schumpeteriano precisa considerar a sua perspectiva macroeconômica, incluindo sua elucidação da dinâmica do crescimento global. A perspectiva histórica das ondas longas de Schumpeter parece o

antídoto certo para a lenta, regular engenharia social de Karl Popper. O método de Schumpeter serve como antagonista ao árduo trabalho de sessenta anos do SDR como remédio especial para o dinheiro mundial. Schumpeter nos permite ver esses processos nos cenários históricos e profetiza os seus caminhos.

O eclipse reputacional de Schumpeter, no final do século XX, foi parcialmente devido à sua previsão de que o socialismo substituiria o capitalismo. Nisso, Schumpeter concordou com Karl Marx, embora tenha sido implacável em encontrar falhas na teoria marxista. Especificamente, Schumpeter disse que a teoria da revolução de Marx era absurda; ele disse que as revoluções não beneficiam ninguém, a não ser os revolucionários.

O que Schumpeter admirava em Marx não eram suas previsões exatas, mas o método de Marx, que considerava a ascensão e a queda das classes sociais ao longo dos séculos. Usando o método de Marx, Schumpeter viu o crescimento lento e constante do socialismo, existindo – por um tempo –, ao lado do capitalismo, e operando confortavelmente dentro de uma estrutura democrática.

Vendo o sucesso capitalista, primeiro na década de 1960, na Europa e no Japão, depois na década de 1980, na revolução Thatcher-Reagan, depois na ascensão da China, na década de 1990, sob o mantra de Deng Xiaoping, “Ser rico é glorioso”, parece difícil acreditar na tese socialista de Schumpeter. O triunfo do capitalismo de mercado livre está tão profundamente entrincheirado, de Seattle a Xangai, que a visão de Schumpeter da irresistibilidade do socialismo parece equivocada.

Ainda assim, Schumpeter estava certo.

Para Schumpeter, o socialismo não era uma ditadura do proletariado, mas um sistema econômico dirigido pelo Estado, operado pelas elites, que ele chamava de “planejadores”, para o suposto benefício dos trabalhadores. Os vencedores dessa visão foram os planejadores e os trabalhadores. Os perdedores eram a burguesia – o que chamamos de classe média.

Schumpeter era profético. A classe média norte-americana de hoje foi empobrecida e a desigualdade de renda atingiu níveis extremos não vistos desde a década de 1920, e, antes disso, da década de 1890. A sociedade se dividiu, em grande parte, entre as elites e os trabalhadores, como Schumpeter supôs.

Nos Estados Unidos, a renda mediana das famílias, medida em dólares constantes de 2014, chegou a US\$57.843 em 1999. Em 2014, o valor comparável foi de US\$53.657, um impressionante declínio de mais de 7% em 15 anos. As casas americanas estão ficando mais pobres a cada dia. No entanto, o declínio não foi uniformemente distribuído. A renda familiar média em Washington, D.C., *augmentou* quase 25% no mesmo período de quinze anos. Enquanto a nação entra em estagnação, os moradores da capital enriquecem. Esse contraste mostra o sucesso das elites em desviar a riqueza dos americanos comuns com impostos, regulamentos e agências parasitárias.

Um estudo do McKinsey Global Institute, publicado em julho de 2016, intitulado “*Poorer than Their Parents?*” (Mais Pobres do que Seus Pais?, em tradução livre), documentou que as tendências da desigualdade de renda não estão confinadas nos Estados Unidos. Essas tendências são mundialmente encontradas nas economias desenvolvidas, da Europa Ocidental à Austrália. O relatório diz:

O debate sobre o aumento da desigualdade nas economias desenvolvidas tem se concentrado nos ganhos de renda e na riqueza indo desproporcionalmente para os maiores ganhadores. Nesta pesquisa, analisamos um aspecto que tem recebido menos atenção: as famílias nas economias desenvolvidas, cujos rendimentos não avançaram quando comparados aos seus iguais do passado. Analisando essa questão de três formas distintas, verificou-se um aumento muito substancial do número dessas famílias.

Entre 65 e 70% das residências de 25 economias desenvolvidas, o equivalente a 540 milhões a 580 milhões de pessoas, ficaram em segmentos da distribuição de rendimentos cujos rendimentos reais do mercado – salários e a renda de capital – se estabilizaram ou caíram em 2014, quando comparados

com 2005. Menos de 2%, ou menos de dez milhões de pessoas, vivenciaram esse fenômeno entre 1993 e 2005. Benefícios governamentais e taxas reduzidas de impostos reduziram o efeito sobre os rendimentos disponíveis: 20 a 25% das residências tiveram rendimento disponível estável ou decresceu entre 2005 e 2014, comparado com menos de 2% em 1993-2005.

Em outras palavras, os rendimentos da classe média estão estagnados mesmo quando os ricos ficam mais ricos. O socialismo, sob a forma de benefícios governamentais, limitou algum, mas não todo o impacto. É exatamente isso que Schumpeter previu: a ascensão do socialismo, não pela revolução, mas pelo sigilo, usando a riqueza capitalista para comprar a classe trabalhadora e esmagar a burguesia.

O estudo McKinsey destaca esse ponto sobre as transferências de renda socialistas,

A geração mais nova de hoje corre o risco de ficar mais pobre do que seus pais. A maioria dos segmentos da população teve rendimentos estáveis ou reduzidos na década de 2002-12, mas os trabalhadores jovens, com menos escolaridade, foram os mais atingidos...

A política governamental e as práticas do mercado de trabalho ajudaram a determinar a extensão dos rendimentos reduzidos ou em baixa. Na Suécia, por exemplo, onde o governo interveio para preservar os empregos, os rendimentos do mercado caíram ou ficaram estáveis para apenas 20%, enquanto a renda disponível avançou para quase todos. Nos Estados Unidos, os impostos e os benefícios governamentais fizeram cair os rendimentos do mercado para 81% dos segmentos de renda, com um aumento no rendimento disponível para quase todas as famílias.

Os rendimentos estáveis ou baixos, para a maioria da população, poderiam reduzir o crescimento da demanda e aumentar a necessidade de gastos sociais. As consequências sociais também são possíveis...

As tendências demográficas e trabalhistas de longo prazo continuarão a pesar sobre o avanço da renda. Mesmo que as economias retomem sua trajetória histórica de alto crescimento, nós projetamos que 30 a 40%

dos segmentos de renda não terão ganhos de renda no mercado na próxima década se as mudanças no mercado de trabalho, como a automação do local de trabalho, acelerarem. Se as condições de crescimento lento de 2005-12 persistirem, mais de 70 a 80% dos segmentos de renda em economias desenvolvidas podem ter rendimentos de mercado reduzidos ou estáveis até 2025.

Schumpeter viu que era um absurdo pagar aos trabalhadores US\$40.000 por ano para, em seguida, ele ter que repassar para o Estado US\$10.000 em impostos. É mais eficiente para o Estado pagar ao trabalhador US\$30.000. O patrimônio do trabalhador é o mesmo, e a ineficiente farsa de salários privados e impostos públicos é eliminada. A sugestão de Schumpeter encontrou uma nova vida nas propostas políticas para uma Renda Básica Garantida, defendida de diversas maneiras por Bernie Sanders, pela esquerda, e Charles Murray, pela direita. A expansão dos cupons de alimentação, pagamentos por invalidez, Obamacare, Medicare e o crédito fiscal são todas formas que o governo encontrou para manter a renda, evidência de um movimento na direção de um socialismo verdadeiro.

Schumpeter disse que a democracia não é uma ideologia na qual a vontade do povo é satisfeita. Em vez disso, é um processo no qual as elites competem pela liderança. Uma vez terminada a eleição, os eleitores são ignorados e as elites vencedoras realizam os planos preconcebidos. Os Estados Unidos e outras democracias realizam eleições, mas os benefícios e as burocracias acontecem independentemente dos resultados eleitorais.

Depois, há a China, a segunda maior economia do mundo, oficialmente comunista, mas usando um modelo capitalista de Estado que Schumpeter chamou de socialista. Schumpeter deixou claro que o socialismo funciona perfeitamente com ou sem as instituições democráticas. Em consonância com a compreensão de Schumpeter sobre a democracia como um canal pelo qual os planejadores se revezam, o que interessa economicamente não é votar, mas planejar. Hoje, todas

as grandes economias do mundo são planejadas pelos comitês centrais ou pelos bancos centrais.

Os heróis capitalistas do Vale do Silício são *empreendedores* na forma como Schumpeter compreendeu o empreendedorismo antes que os computadores fossem inventados. No entanto, Schumpeter não equiparou o empreendedorismo ao capitalismo. Ele esperava que os empreendedores sempre desempenhassem seu papel, exceto nas condições mais repressivas. Ele não via contradição entre o empreendedorismo e o socialismo, porque um empreendedor de sucesso escorrega facilmente para a classe de elite, junto do político e do estrategista.

O impulso do empresário moderno de terceirizar ou automatizar a produção dizimou a classe média, proporcionou aos trabalhadores diversões baratas e alocou vastas riquezas às elites. É a classe média, que Schumpeter e Marx chamaram de burguesia, que desaparece, não os empresários.

Schumpeter diagnosticou o declínio do capitalismo com extraordinária precisão. Ele viu o declínio não como um evento que ocorre da noite para o dia, mas como um processo que se desdobra em etapas, que leva à demanda agregada inadequada, que ele chamou de “estagnação”. Em 1946, Schumpeter escreveu: “O sucesso na condução de uma empresa depende... muito mais da capacidade de lidar com líderes trabalhistas, políticos e funcionários públicos, do que com a capacidade de negócios no verdadeiro sentido do termo... o homem de negócios que é incessantemente tirado da jogada... ao ter que se apresentar a essa ou aquela diretoria, não tem mais gás para lidar com seus problemas tecnológicos e comerciais”. E Schumpeter antecipou perfeitamente o moderno Fed quando escreveu que “o organismo de negócios não pode funcionar de acordo com o projeto quando seus mais importantes ‘parâmetros de ação’ – salários, preços, juros – são transferidos para a esfera política e ali tratados... de acordo com as ideias de alguns planejadores”.

Schumpeter resumiu o fim do capitalismo, em seu prognóstico, no final do século XX:

A instabilidade laboral, a regulação de preços, a administração vexatória e a tributação irracional são bastante adequadas para produzir resultados de renda e emprego que se assemelham exatamente a uma verificação da teoria estacionarista e podem, de fato, produzir situações nas quais o gasto público com deficit se impõe. Podemos até testemunhar... condições em que as pessoas ficarão relutantes em levar a cabo as suas decisões de investimento... seja o que for, será um fator dominante na situação social, não só nos Estados Unidos, mas, também, no mundo. Mas apenas no próximo meio século, talvez. O diagnóstico de longo prazo.... [ou seja, o declínio do capitalismo e o aumento do socialismo] não será afetado.

Schumpeter não era um idealista, muito menos um apologista do socialismo. Ele era um lúcido analista da economia enquanto um processo histórico. Não tinha nenhuma preferência pelo socialismo; ele simplesmente disse que, inevitavelmente, ele substituiria o capitalismo. Ele já substituiu em grande parte, embora a maioria não tenha percebido. Na visão de Schumpeter, o passo final no deslocamento do capitalismo para o socialismo é o controle governamental do capital. A implementação do ice-nine na próxima crise financeira vai conseguir isso.

Schumpeter deixou uma sinfonia arrepiante no seu trabalho sobre o socialismo. Ele identificou a inclinação escorregadia pela qual o socialismo se mistura ao fascismo, uma vez que o planejamento está enraizado, os negócios e o governo estão entrelaçados e os partidos políticos são homogêneos. Ele viu que o fascismo é uma criatura mais da esquerda do que de direita. Sua descrição da Rússia, governada por Stalin quando ele escreveu, aplica-se exatamente setenta anos depois: “O problema da Rússia não é o fato de ela ser socialista, mas o fato de ela ser a Rússia... essencialmente, uma autocracia militarista que, por governar por meio de um partido único e rigorosamente disciplinado, e que não admite a liberdade de imprensa, participa de uma das características que definem o fascismo e explora as massas no sentido marxista”.

Finalmente, Schumpeter previu um cansaço da guerra prevalecente nos EUA hoje: “Quando violentamente encorajado pela propaganda,

um país pode aceitar um curso ativista de interferência além de seus mares. Mas ele logo se cansa, e ele está cansado agora... deixe a Rússia engolir um ou dois países a mais, qual o problema?” É exagero taxar Schumpeter de um teórico da complexidade – ele morreu dez anos antes que a complexidade fosse tida como um ramo da física. No entanto, sua visão dos processos históricos se encaixa bem com os prazos ampliados para os quais a teoria da complexidade detém o poder mais explicativo. A complexidade fornece modelos para a compreensão do acúmulo lento e constante de redes densas que, de repente e catastróficamente, entram em colapso. As falhas sísmicas, as florestas e os mercados financeiros são conjuntos dinâmicos em que os sistemas podem parecer estáveis até que um terremoto repentino, uma conflagração ou um acidente destrua tudo. Os teóricos da complexidade sabem que a estabilidade aparente é uma máscara para a tensão em ascensão.

A ascensão e a queda das civilizações são o maior exemplo da teoria da complexidade aplicada aos assuntos humanos. A análise de Schumpeter sobre a ascensão e a queda do capitalismo, embora não seja específica de uma civilização, é o tipo de estudo para o qual a teoria da complexidade presta ferramentas valiosas. Schumpeter evitou os modelos keynesianos por causa do artifício em manter constante a maioria das variáveis, ao invés de isolar monotonicamente uma como a “causa” dos fenômenos sendo estudados. Hoje, uma mistura do século XXI de uma visão ampla schumpeteriana e poder de computação maciça – indisponível a Schumpeter – permite uma rápida expansão das funções recursivas e a simulação da ação humana por meio dos autômatos celulares. Schumpeter certamente olharia afavelmente para tais esforços enquanto um razoável simulacro dos seus profundos processos históricos.

A sociedade elucidada por Schumpeter, junto com as novas ferramentas da teoria da complexidade, está olhando por sobre um penhasco, com a ascensão do socialismo e do fascismo, que são um e o mesmo.

OS NOVOS PRETORIANOS

Na Roma antiga, a Guarda Pretoriana era uma unidade militar da elite que proporcionava proteção pessoal aos imperadores. Sua evolução é uma narrativa de alerta.

Os pretorianos, originalmente, protegiam a habitação do comandante, enquanto ele estava em campanha. O nome “pretoriano” deriva de *pretor*, um general romano; sua tenda era chamada de pretório. No final da república romana, Júlio César usou tal guarda. Ao longo do tempo, a Guarda Pretoriana cresceu. Ela continha as tropas de elite mais bem equipadas, escolhidas a dedo pelo comandante.

A presença de um guarda pessoal no campo não era problemática. Os conflitos surgiram quando o comandante voltava para Roma após uma campanha militar vitoriosa. A República Romana proibia a presença das tropas dentro da própria Roma. Júlio César intencionalmente desconsiderou esse tabu. César trouxe sua guarda com ele enquanto cruzava o Rubicon, a caminho de Roma, em 49 a.C. César comentou: “*alea iacta est*” – os dados estão lançados.

César entrou em Roma com sua guarda pessoal em janeiro de 49 a.C. Esse ato de insurreição levou rapidamente à guerra civil, ao assassinato de César, à queda da República Romana e ao surgimento do Império Romano, sob o comando de Augusto. Foi Augusto que formalmente estabeleceu a Guarda Pretoriana, baseada na tradição anterior dos guarda-costas pessoais. Seu tamanho foi estabelecido em nove mil homens, aproximadamente a força de uma divisão em um exército moderno. Augusto posicionou a maior parte da guarda nas proximidades de Roma, em atendimento à tradição, mas manteve algumas forças em serviço ativo dentro da cidade – na verdade, a primeira polícia da história.

Nos primeiros séculos d.C., o papel da Guarda Pretoriana evoluiu, desde proteger os imperadores a selecioná-los. Eles assassinaram imperadores por iniciativa própria ou por ordem das elites, incluindo as câmaras de senadores. Os pretorianos instalaram novos imperadores, às vezes, de sua escolha, algumas vezes baseados em subornos de ambiciosos buscadores de cargos. O simbolismo pretoriano sobrevive hoje, como capacetes romanos enfeitados de vermelho nos emblemas dos guardas de honra da Força Aérea dos presidentes dos EUA.

No entanto, o legado da Guarda Pretoriana é mais do que simbólico. Os Estados Unidos evoluíram rapidamente de uma república para um país em que a polícia militar é militarizada, agindo sob ordens do Departamento de Justiça, sob a direção política da Casa Branca, auxiliada pela vigilância de alta tecnologia e pelos grandes programas de conscientização sobre relacionamento de dados, atinge os cidadãos baseada nas convicções políticas ou sociais. A república americana ideal não é mais do que um mito confortável hoje; novos pretorianos estão aqui agora, dentro das muralhas da cidade, a serviço das elites. A maioria dos cidadãos não está ciente disso porque eles, voluntariamente, obedecem às ordens. Outros cidadãos inocentes conhecem os novos pretorianos porque eles estão na ponta de um cacete, sendo revistados, levando choque, tendo suas casas invadidas, sofrendo buscas sem mandado e acusações seletivas.

A profundidade da nova penetração pretoriana da república não é amplamente percebida porque seus efeitos são altamente seletivos. Não há distúrbios sociais generalizados e, portanto, nenhuma repressão generalizada. As ações são locais, tais como equipes de SWAT que explodem os rostos das crianças com granadas de gás lacrimogêneo e perseguições políticas específicas de figuras como Dinesh D'Souza e David Petraeus. Será necessário um colapso social para libertar os novos pretorianos. Isso vai levar ao colapso financeiro, ao bloqueio ice-nine, à hiperinflação e ao confisco. E vai levar rios de dinheiro embora.

Essa previsão distopiana se apoia em quatro pilares – a criminalização do comportamento cotidiano, a politização da justiça, a militari-

zação da polícia e a digitalização da vigilância. A busca por poder pela elite não é nova, é parte da natureza humana. O que é novo é que agora existem meios para alcançar os fins.

A criminalização do cotidiano é abordada por Harvey Silverglate, autor de *Three Felonies a Day: How the Feds Target the Innocent* (Três delitos por dia: Como o FBI faz de inocentes alvos, em tradução livre):

Um profissional normal e ocupado acorda de manhã, leva as crianças para a escola, vai para o trabalho, usa o telefone ou o e-mail, tem reuniões, trabalha em um prospecto ou empréstimo bancário, vai para casa, coloca as crianças na cama, janta, lê o jornal, vai dormir, e não tem ideia de que, no decorrer desse dia, ele ou ela provavelmente cometeu três crimes. Três crimes que algum promotor ambicioso e criativo pode escolher dentre as atividades desse dia e instaurar uma acusação.

De acordo com a Silverglate, isso não é especulação, mas a consequência de uma vasta expansão do direito penal federal nas últimas décadas. Os cidadãos parecem relaxados sobre a criminalização devido à ignorância ou a uma visão ingênua de que eles não são criminosos. Desde a Declaração da Independência, de 1776, até recentemente, o escopo do direito penal federal foi restringido, conforme os poderes limitados do Congresso, especificado pela Constituição. Até a década de 1920, a lei criminal federal se preocupava principalmente com a traição, a falsificação, a insurreição e a justiça militar, tudo dentro do próprio escopo do governo federal.

Começando na década de 1920, o direito penal federal aumentou a reação a fugas interestaduais de ladrões de banco e sequestradores, à codificação da lei tributária (após a Décima Sexta Emenda), evasão fiscal e à proibição de álcool. Um antecessor do FBI foi formado, em 1908, o *Bureau of Investigation* (Escritório de Investigação, em tradução livre), e assumiu um papel mais agressivo em 1924, quando da nomeação de um novo diretor, J. Edgar Hoover. O diretor Hoover lançou a

era do “Inimigo Público”, visando aos empolgantes criminosos John Dillinger, o “Machine Gun” Kelly, e Al Capone. Hoover deu a seus agentes a ordem de atirar para matar, que resultou na morte do ladrão de banco, Dillinger, em 1934. Foi sob o mandato de Hoover que o FBI começou o uso das escutas agressivas.

O final dos anos 30 e 40 viu, além disso, a expansão da lei federal criminal pela elaboração da ampla Cláusula de Comércio da Suprema Corte. Essa tensão judicial apareceu nos casos *West Coast Hotel v. Parrish* (1937), uma vitória de 5-4 e *Estados Unidos v. Darby Lumber Co.* (1941), que permitiram, respectivamente, a regulamentação estatal do contrato privado e a regulação federal do comércio, com base no interesse mínimo do Estado. Já que a regulamentação federal do comércio era permitida, as ferramentas de aplicação da lei penal rapidamente se estabeleceram. O FBI de Hoover, agora mais poderoso do que nunca, compilou os nomes dos alvos a serem detidos nos campos de concentração americanos em 1942, eufemisticamente chamados de “relocação”, na época.

Na década de 1970, a intrusão federal no uso da terra, nas práticas de emprego, na saúde, nos bancos, investimentos, educação, transporte, mineração, produção, energia e outras esferas era onipresente. Todo esquema de regulamentação civil tinha um clube de execução criminal complementar por trás. Uma vez que as principais leis criminais foram ampliadas para contemplar a associação criminosa, a obrigatoriedade de reportar crimes e as declarações falsas, a teia estava completa. A estimativa de Silverglate de que três crimes por dia acontecem não é exagero.

Por que os promotores tinham como grupo alvo os cidadãos comuns? A resposta é a politização da justiça. A guerra de Nixon-Reagan-Clinton contra as drogas, a guerra contra o terrorismo, de George W. Bush, e a guerra de Obama contra seu inimigo ideológico, o Movimento Tea Party, ilustram como a aplicação da lei já não se limita à administração da justiça e à manutenção da ordem pública. O código criminal é agora um cacete nas mãos dos comissários políticos.

As administrações de Nixon, Reagan e Clinton dedicaram todos os seus substanciais recursos policiais, militares e dos procuradores à erradicação de lavouras de maconha e aos ataques ao uso da maconha medicinal, com base nos cálculos políticos sobre o combate ao crime. Na verdade, a indústria da maconha operava como um mercado negro tradicional para suprir as necessidades dos consumidores, proibidas pelo governo. Não havia ameaça à segurança nacional ou à ordem civil por causa da maconha. Hoje, o uso da droga é amplamente aceito e legal em algumas jurisdições. O uso da maconha é um tema legítimo de debate político. Nixon, Reagan e Clinton não estavam interessados no debate; eles estavam interessados nos votos.

As guerras exigem a *militarização*. A guerra contra as drogas não é exceção. O uso dos militares dos EUA para a aplicação da lei doméstica deve ser autorizado pela cadeia de comando militar, incluindo o presidente. As autoridades locais são proibidas de dirigir os militares dos EUA para cumprir o dever policial, de acordo com a Lei de 1878, a Posse Comitatus Act (Lei do Poder do Condado, em tradução livre).

Se os prefeitos não pudessem utilizar os militares, eles militarizariam a polícia. Desde a criação de equipes da SWAT, em Los Angeles, nos anos 60, até a aprovação do Ato de Segurança da Autorização da Defesa Nacional, em 1977, e seu infame programa 1033, até hoje, os militares dos EUA forneceram à polícia local coletes, óculos de visão noturna, armas automáticas, lançadores de granadas, veículos blindados, granadas de gás lacrimogêneo e outros equipamentos projetados para a guerra. As equipes da SWAT treinam nas bases militares. Os veteranos que retornaram das guerras no Vietnã, Kuwait, Afeganistão e Iraque inflam o prestígio das polícias locais. Entre 1980 e 2001, o número de ataques policiais paramilitares, anualmente, nos Estados Unidos, aumentou de, aproximadamente, 3.000 para 45.000.

O autor Radley Balko, em seu livro *Rise of the Warrior Cop* (A Ascensão do Policial Guerreiro, em tradução livre), descreve vividamente o puro terror dos americanos inocentes diante das invasões policiais ao estilo militar. Um relato de Balko envolveu Herbert Giglotto e sua

esposa, Evelyn, um casal inocente que morava na pequena cidade de Collinsville, Illinois:

Um pouco depois das 21h30... os Giglotts acordaram com um estrondo.

“Eu saí da cama; desci cerca de três degraus, olhei para o corredor e vi homens armados correndo pelo corredor vestidos como hippies com pistolas, gritando e berrando”. Giglotto virou-se para sua esposa, que ainda estava na cama, e disse: “Meu Deus, querida, estamos mortos”.

“É isso mesmo, seu filho da puta!” – gritou um dos homens. Os homens – quinze deles –, então, invadiram o quarto. Um deles jogou Giglotto na cama, amarrou as suas mãos atrás das costas e colocou uma arma na sua cabeça.

“Se mexa e você está morto” – disse o homem. Ele, então, fez um gesto na direção de Evelyn Giglotto. “Quem é essa cadela deitada ali?” – “Essa é a minha esposa”.

...

“Você vai morrer se você não nos disser onde estão as drogas”. Giglotto implorou para o homem, “Por favor, por favor, antes de atirar em nós, verifique a minha carteira para me identificar. Porque eu sei que você está no lugar errado”.

Segundos depois, alguém gritou da escada: “Cometemos um erro!” Os homens soltaram o Giglotts e começaram a filtrar informações. Herbert se esforçou para vestir as suas calças e tentar conseguir mais informações. Ele gritou: “Por que você fez isso?”.

O homem que tinha colocado uma arma na sua cabeça respondeu: “Garoto, cala a boca”.

Evelyn Giglotto estava mais chateada ainda porque a polícia também jogou os animais do casal – três cães e um gato – para fora...

Quando ela perguntou à polícia se seus animais de estimação foram machucados, um deles respondeu: “Fodam-se os seus animais”.

Os Giglotts tiveram a sorte de seus animais de estimação terem sobrevivido. De fato, milhares de cães pertencentes a vítimas de inva-

sões sem aviso prévio, incluindo as de endereço errado, são mortos sem motivo. Balko relata um exemplo de uma invasão de endereço errado, em 2008, na casa de Kevin e Lisa Henderson, em Howard County, Maryland:

A polícia primeiro encontrou o cão da família, um labrador de doze anos, chamado Grunt... Um oficial distraiu o cão enquanto o outro atirou diretamente na sua cabeça. Quando um dos filhos do casal perguntou por que haviam disparado contra o cão, um oficial apontou a arma para a cabeça do rapaz e disse: “Eu vou explodir sua cabeça se você continuar falando”.

Os ataques individuais se transformam, agora, em ataques em massa ao estilo arrebanhamento. Balko descreve o que conta uma testemunha ocular sobre os numerosos ataques da equipe da SWAT:

“Eles vêm em helicópteros, no estilo militar, no estilo SWAT”... Nos apartamentos em que eu morava, nos conjuntos habitacionais, havia um monte de crianças lá fora brincando. Eles não se importam. Eles jogam as crianças no chão, colocam armas nas suas cabeças. Eles arrombam as portas. Eles simplesmente não se importam”.

A expansão do poder policial nos Estados Unidos não se limita às equipes da SWAT e aos ataques no estilo militar. O abuso é visível diariamente nas ruas da cidade, onde as chamadas táticas de revista evoluíram para um modelo de obtenção de renda pela tributação dos pobres utilizando a violência estatal.

Na vizinhança de Bedford-Stuyvesant, em Nova York, assolada pela pobreza, a polícia rotineiramente esbofeteia cidadãos em locais suspeitos, procurando armas. De vez em quando, algumas são encontradas. Muitas vezes, nada é encontrado. Para justificar uma invasão sem fundamento, a polícia algema a vítima, a joga num carro de polícia, faz a revista e discursa ofensivamente sobre, nada mais, do que permanecer na calçada sem permissão.

Do ponto de vista da vítima, a revista é realmente agressiva, dadas as ofensivas brutais e o tipo de revista utilizados. A revista materializa a mentalidade ‘nós contra eles’, da equipe da SWAT, numa escala menos dramática, ainda que mais difundida.

O autor Matt Taibbi, em seu livro *The Divide: American Injustice in the Age of the Wealth Gap* (A Divisão: A Injustiça Americana da era da Desigualdade Social, em tradução livre), relata um caso típico, o de Andrew Brown, de Bedford-Stuyvesant:

Um dia, ele estava voltando para casa da sua aula para tirar a carteira de motorista comercial, andando a menos de cinquenta metros da entrada do apartamento, quando alguém o agarrou por trás. “O que é isso? Eu não fiz nada!”, ele gritou, e antes que ele soubesse, dois detetives à paisana, um de cada lado dele, o empurraram contra um andaime...

“O que eu fiz?”, perguntou Andrew.

“Você se encaixa na descrição”, respondeu um dos policiais.

Andrew sabia que seria inútil perguntar qual descrição.

“Todo mundo na minha vizinhança se encaixa na descrição”, explica Andrew... então, eles o levaram para a delegacia, o processaram, o revisaram e depois o intimaram por conduta desordeira. A Lei Penal de Nova York n° 240.20, subseção 5: “Obstruindo o tráfego de pedestres”. Em outras palavras, ele foi preso por ficar na calçada.

Nos casos como o de Andrew Brown, a intimação pode custar US\$ 500 e a prisão pode ser descaradamente inconstitucional. Ainda assim, as vítimas são pobres. Poucas pessoas podem pagar uma multa de US\$500; ainda menos podem pagar os US\$1.000 por um advogado, os dias perdidos de trabalho e os custos de transporte para participar de audiências e lutar por justiça. Para começar, muitas vítimas tem empregos completamente instáveis. A interrupção causada por serem alvos da polícia é tudo o que é necessário para fazer com que percam seus empregos, tenham que abandonar as suas aulas e treinamentos ou

sejam jogadas de volta nas armadilhas da pobreza das quais estavam tentando escapar. Então, elas pagam a multa e ganham uma ficha criminal. Isso as faz retroceder financeiramente e diminui as perspectivas de trabalhos futuros por causa do registro policial.

Nessas situações, o Estado pode nunca ter que provar as acusações. Taibbi explica a economia com base em uma visita aos tribunais do Brooklyn. Ele começa com o fato de que muitos réus, acusados de falsos crimes não podem pagar a fiança:

Se você for preso em Nova York por cometer uma infração menor... Você pode ser punido de quinze a noventa dias. Mas se você não pagar a fiança, você vai quase automaticamente gastar, pelo menos, o mesmo tempo na prisão esperando pelo julgamento.

O Estado sabe disso, portanto, basicamente, acusar uma pessoa que não pode pagar a fiança por uma infração menor é o mesmo que condenar a pessoa. A acusação é feita, o juiz estabelece uma fiança alta, você volta para dentro [da prisão] e, então, você, eventualmente, se diz culpado para que possa ser libertado, mesmo antes do julgamento. Por que não fazê-lo? Você já cumpriu a sentença.

A única diferença é que você tem uma condenação agora...

Dadas as custas da fiança e o tempo aguardando pelo julgamento, as vítimas se declaram culpadas, em vez de lutar contra as falsas acusações. Taibbi continua:

Você está pagando o preço não pelo que você fez, lembre-se, mas simplesmente por reconhecer que estaria pagando muito mais se o Estado decidisse dificultar e prosseguir com o seu bagunçado caso.

Essa é a essência da “Justiça pelo Desgaste”. É como um jogo de pôquer em que, após ser detido, o acusado se senta à mesa com uma única ficha. Mas o outro jogador, o Estado, tem uma pilha de fichas de cinquenta metros de altura. Você vai jogar ou você vai desistir?

A maioria das pessoas desiste.

Essas economias não poderiam evocar simpatia se os réus fossem parte de uma onda de crimes violentos, mas eles não são. As alegações, em muitos casos, não são apenas não violentas, elas sequer são sérias. Um homem que fuma um cigarro fora de seu edifício à noite é acusado por “obstruir a calçada”, mesmo se ninguém mais estiver ao redor. Uma mulher usando vestido apertado é acusada de “vagabundear com o propósito de se prostituir”. Não há obstrução ou prostituição em muitos casos, apenas pessoas normais cuidando das suas próprias vidas, nos seus próprios bairros, quando a polícia chega, perturbando, para que as vítimas atinjam as metas de detenção da cidade e as metas da receita.

Esses métodos policiais são verdadeiramente um imposto sobre a pobreza para ajudar os orçamentos da cidade. Isso foi revelado no final de dezembro de 2014, quando a polícia da cidade de Nova York interrompeu temporariamente essas táticas para protestar contra o assassinato dos policiais Rafael Ramos e Wenjian Liu, assassinados no carro da polícia por um atirador solitário de Baltimore, Ismaaiyl Brinsley. Os rendimentos rotineiros de Nova York, relativos às intimações, despencaram nas semanas seguintes. Ainda assim, o NYPD permaneceu vigilante contra os crimes violentos. A repórter Dara Lind explica a disparidade:

Os dados sugerem que, embora a aplicação da lei tenha diminuído, a desaceleração ocorreu principalmente quanto aos pequenos delitos e infrações. A polícia de trânsito, que policia metrô, está fazendo muito poucas prisões... parece que a divisão responsável pelo policiamento dos projetos de habitação também reduziu drasticamente suas detenções. Mais de um terço da queda nas prisões provém das diminuições nessas duas categorias, apenas. Entretanto, as prisões por crimes maiores caíram apenas 17% em relação ao ano passado... a razão pela qual a desaceleração reduziu as multas de trânsito e diminuiu o número de intimações muito mais do que de prisões é que as multas e fianças são uma importante fonte de receita da cidade... a cidade já perdeu milhões de dólares devido à desaceleração.

A morte dos policiais da NYPD foi trágica, e a reação dos policiais, compreensível. Ainda assim, a queda na receita revelou involuntaria-

mente o motivo das táticas policiais nos bairros pobres. As vítimas de revista policial não são assassinas de policiais violentos. São pessoas pobres tentando respirar ar puro ou caminhar pela rua. Os pobres encontram policiais que são, de fato, coletores armados de impostos para o Estado. Os pobres pagam o preço.

Um exemplo mais notório de como o policiamento hoje se tornou a cobrança armada de impostos é a perda de ativos. A polícia apreende bens, como dinheiro, carros, barcos e casas dos cidadãos antes da condenação. O ônus da prova fica a cargo do dono da propriedade, que tem que provar sua inocência para recuperar a posse dos bens apreendidos. Essa mudança no ônus da prova reverte a tradição da lei dos EUA, “inocente até que se prove o contrário”.

Pretensamente, a prática do confisco de bens destina-se a privar os traficantes de dinheiro ou dos meios de transporte que eles podem usar para continuar os seus crimes enquanto aguardam julgamento. O confisco de ativos se transformou numa fonte de receita que a polícia usa para financiar as equipes da SWAT e comprar veículos blindados para realizar ataques ainda mais letais. As patrulhas rodoviárias são agora assaltantes rodoviários sancionados pelo Estado.

O confisco de bens começou com a Lei Abrangente de Prevenção e Controle do Abuso de Drogas, de 1970, parte do original combate às drogas do presidente Nixon. Os confiscos aumentaram após 1984, quando o Congresso aprovou a Lei Abrangente de Controle do Crime. Essa lei criou um fundo de confisco de ativos administrado pelo Departamento de Justiça dos Estados Unidos. O dinheiro apreendido e os rendimentos das vendas das propriedades apreendidas vão para esse fundo. O fundo é disponibilizado de acordo com um programa de partilha equitativa; todos os participantes de uma mesma investigação, federal, estadual e local, têm direito a uma parte. Isso tem sido uma dádiva para as os lugares com recursos limitados. Uma parte das apreensões motiva a polícia a deter cidadãos inocentes com o único propósito de confiscar ativos.

Cheryl K. Chumley, autora de *Police State U.S.A.* (EUA, Estado de Polícia), descreve um caso típico, a prisão de Dale Agostini, de Maryland, em 2007:

Agostini... estava dirigindo com sua noiva, seu filho de dezesseis meses, Amir, e um funcionário do restaurante de Agostini pela Rodovia East Texas... a caminho de comprar um equipamento novo para seu negócio. Agostini levou US\$50.291 no carro – uma grande quantia, mas que era atraente aos vendedores de equipamentos de restaurantes, que baixariam seus preços se o comprador pagasse em dinheiro...

Um oficial de polícia pediu que ele encostasse o carro... ele encontrou o dinheiro, o acusou de lavagem de dinheiro, prendeu os adultos e mandou a criança para o serviço de proteção infantil. A polícia também confiscou seis celulares, um iPod e o carro que Agostini estava dirigindo...

Agostini nunca foi acusado de um crime. Mas ele foi finalmente solto, juntamente com sua noiva e com o empregado, recuperou o seu filho e estava prestes a recuperar o seu dinheiro – esse, somente após meses de luta no tribunal para provar que ele tinha merecidamente ganhado o dinheiro com seu restaurante.

Agostini foi um dos sortudos. Uma entre dez vítimas de confisco de bens não tem recursos para reaver a posse inocente dos seus bens apreendidos. Eles os deixam para o Estado.

Em uma série premiada chamada “Stop and Seize” (Pare e Confisque, em tradução livre), o *Washington Post* documentou o abuso generalizado do confisco civil, com confisco da propriedade de cidadãos inocentes sem o devido processo e utilização desses procedimentos para financiar os orçamentos estaduais e municipais e comprar novos armamentos para os departamentos de polícia militarizados. A prática é chamada de “policiamento para fins lucrativos”. A série documenta como os departamentos policiais vão além do confisco aleatório e usam operações de inteligência para atingir os civis considerados mais propensos a transportar dinheiro. A segmentação não se limita aos

traficantes de drogas. Em vez disso, a polícia usou técnicas de mineração de dados para atingir os civis inocentes, incluindo brancos pobres, além dos alvos negros costumeiros.

O confisco de ativos para fins lucrativos tornou-se tão difundido que uma empresa privada chamada Black Asphalt Electronic Network & Notification System surgiu para treinar a polícia e fornecer assistência técnica no confisco de dinheiro e de outros bens. A Black Asphalt criou uma rede social chamada Brotherhood e patrocina concursos anuais para o policial que consegue apreender a maior quantidade possível de dinheiro. O vencedor é apelidado de Cavaleiro Real. Essa referência à realeza é involuntariamente reveladora. O prêmio do Cavaleiro Real honra as táticas de confisco utilizadas pelos monarcas do passado – a Constituição dos EUA tinha a intenção de restringir isso. Os serviços da Black Asphalt foram utilizados pela polícia local, o Departamento de Segurança Interna dos Estados Unidos e outras agências federais.

A utilização dos poderes policiais públicos e privados para traçar perfis e intimidar os motoristas é revelada nessa descrição da Desert Snow pelo Washington Post. A Desert Snow é uma empresa de treinamento afiliada à Black Asphalt:

A Desert Snow cobra apenas US\$590 por pessoa por um workshop de três a quatro dias de palestras e treinamento prático em assuntos como “habilidades de conversação à beira da estrada” e “quando e como confiscar o dinheiro”. A firma geralmente dá seus treinamentos nas salas de conferências de um hotel. O curso avançado de três dias da empresa, “Veículo Comercial, Identificação Criminosa & Terrorista & Apreensão” custou aos 88 alunos um total de US\$145.000, de acordo com uma lista de preços fornecida pelo estado de Nova Jersey.

O confisco de dinheiro se tornou tão generalizado que o departamento de polícia de Washington, DC, “fez planos para antecipar milhões de dólares em procedimentos de futuras apreensões civis de dinheiro e bens, apesar das diretrizes federais dizerem que as agências

não podem se comprometer com tais gastos antecipadamente...”, de acordo com o Washington Post.

Os programas de confisco são justificados em nome da guerra contra as drogas ou da guerra contra o terrorismo. Na verdade, eles são uma guerra contra os cidadãos. Mesmo que algumas dessas táticas sejam refreadas, o treinamento, a mentalidade e a capacidade permanecem prontos para uso quando todo o dinheiro for banido ou em resposta à revolta do dinheiro.

A última flecha na aljava dos novos pretorianos e dos seus mestres políticos é a digitalização da vigilância. A privacidade perdida por causa da explosão do armazenamento na nuvem e da mídia gratuita do Google e do Facebook é aceita. Os segredos íntimos de um usuário são rotineiramente explorados por essas empresas. O fato de algumas políticas de privacidade excluírem a divulgação para terceiros não significa que as empresas não utilizam os dados ou os revelem ao governo. O Google mantém um registro de todos os sites que você já visitou, independentemente de você excluí-lo do seu histórico de pesquisa ou não. A maioria dos usuários da Web sabe disso.

O que não é amplamente compreendido é o vínculo entre o governo e os serviços privados da Web e a aplicação do gigante poder de processamento e dos grandes algoritmos de dados para mirar os cidadãos em tempo real. Os pedidos do Google, da Apple e do Facebook para que a privacidade pessoal seja protegida são ridículos. O governo tem amplos poderes executivos para exigir que essas empresas disponibilizem dados em resposta a uma emergência, incluindo o colapso financeiro. O acesso de emergência aos dados privados pelos agentes do governo leva minutos.

O software de reconhecimento facial digital é mais confiável do que as ultrapassadas técnicas de impressão digital. A maioria dos cidadãos se opõe a ter suas impressões digitais tiradas a cada vez saem às ruas, mas o equivalente digital acontece quando câmeras de circuito fechado de vídeo capturam sua imagem em shoppings, bancos e supermercados.

Os scanners de vídeo estão localizados nos prédios, ao longo de rodovias e nas ruas da cidade. Esses scanners capturam imagens faciais, números de matrículas e tipos e marcas de veículos. Os motoristas gostam da conveniência do sistema automatizado de pedágio, o E-ZPass, mas podem não perceber que cada praça de pedágio é agora um ponto de vigilância e interdição digital.

A vigilância do E-ZPass utiliza a tecnologia de identificação por radiofrequência (RFID). O identificador E-ZPass tem um transmissor que emite informações sobre você e é lido por um scanner instalado em cima da praça de pedágio. Agora os governos estão instalando scanners e câmeras nas estradas em todos os lugares para coletar as mesmas informações. A Associação das Liberdades Públicas de Nova York descobriu recentemente que a cidade e o estado de Nova York e instalaram scanners em diversos locais para rastrear o paradeiro dos cidadãos. Esses scanners não estão cobrando pedágios. Eles são a face inaceitável do Estado de vigilância onipresente.

A vigilância contínua não se limita às câmeras de vídeo e aos identificadores E-ZPass. Os smartphones e os cartões de crédito usam uma variante de RFID chamada de comunicação de campo próximo (NFC) para transmitir suas atividades para os scanners. Cada vez que você usa seu cartão de crédito, uma impressão digital da sua localização é gravada. O GPS do seu smartphone sinaliza o seu paradeiro entre os pontos de compra. Essa informação está disponível para o governo por meio de padrões de coleta que não cumprem os requisitos de razoabilidade e causa provável estabelecidos pela Quarta Emenda.

Próximo ao horizonte está o veículo sem condutor patrocinado pela Google, pela Tesla e pela Volkswagen, entre outros. O veículo sem condutor não está sem condutor, só significa que o motorista não é humano. O motorista real é uma rede de algoritmos, dispositivos de localização GPS e robótica. Os sistemas sem condutor estão sujeitos à supervisão governamental. No futuro, os governos conduzirão os opositores políticos aos centros de detenção, comandando o *software*, bloqueando as portas do carro e transportando o ocupante do carro sob custódia.

Os pobres sofrem a revista policial. A classe média sofre a apreensão dos ativos. As elites contrárias ao regime sofrem acusações seletivas. Ninguém está imune porque todos são criminosos no Estado regulador, todos são alvos no Estado de vigilância. A única questão é se o seu tempo chegou.

Aqueles que duvidam que o poder do Estado é usado para a perseguição política precisam levar em conta o IRS mirando os ativistas do Tea Party, por meio de Lois Lerner, após as eleições de 2010, nos Estados Unidos. Os oponentes do Tea Party que aplaudem essas táticas devem saber que um regime diferente os atingirá na plenitude do tempo.

O dinheiro não tem ideologia. Quando o ice-nine começar a travar, a esquerda e a direita serão igualmente vitimizadas. Se a resistência organizada ao ice-nine emergir, as equipes da SWAT estarão esperando. Os novos pretorianos podem ser orientados a receber ordens do governo que lhes paga, não das pessoas às quais eles ostensivamente servem.

O-NOVO FASCISMO

O fascismo não está no nosso futuro, está aqui, agora.

O fascismo, uma força dominante no século XX, continua sendo um dos “ismos” políticos menos compreendidos e mal-definidos. Isso porque o fascismo não é ideológico como o comunismo ou o socialismo. Os fascistas abraçam certos pontos de vista em diversos momentos, mas as suas opiniões são inconsistentes e, muitas vezes, rapidamente descartadas. O que interessa aos fascistas é a ação contínua e o controle estatal da vida cívica. O Estado fascista pode permitir que corporações e associações privadas existam, desde que operem de acordo com as metas do estado e submetam-se à vigilância estatal. O desvio das metas do Estado resulta em rescisão ou incapacitação dos desviados privados.

A definição seminal do fascismo vem de seu pai intelectual, Woodrow Wilson. Em 1908, Wilson escreveu:

O Presidente tem liberdade, tanto na lei quanto na consciência, para ser o maior homem possível. Sua capacidade fixará o limite; e se o Congresso for superado por ele, não será culpa dos criadores da Constituição... mas somente porque o presidente tem a nação atrás dele, e o Congresso não.

O livro de Wilson, *The State* (O Estado, em tradução brasileira), acrescenta: “O governo faz agora o que a experiência permite ou os tempos exigem”. Um líder fascista que aplicou os escritos de Wilson foi o ditador italiano Benito Mussolini. Seu lema era “Tudo dentro do Estado. Nada fora do Estado”. Wilson e Mussolini criaram o modelo para a corrida dos fascistas do século XX, incluindo Adolf Hitler, Joseph Stalin e Franklin Delano Roosevelt.

Entender o fascismo exige que se ponham de lado as distinções como esquerda, direita, liberal e conservadora, conforme aplicadas pelos meios de comunicação. Os liberais clássicos e conservadores honestos ainda existem, ainda que eles sejam uma raça em extinção. Um esquema melhor é localizar líderes em um espectro que vai do fascismo à liberdade. Sob essa ótica, vê-se que os “fascistas de direita” e os “fascistas de esquerda” são meros fascistas que perseguem a ação do Estado. Qualquer brilho ideológico de direita ou de esquerda serve só de propaganda.

A visão da natureza não ideológica do fascismo foi volumosamente detalhada pelo autor Jonah Goldberg, em seu livro de 2008, *Liberal Fascism* (Fascismo Liberal, em tradução livre). Goldberg mostra que os regimes fascistas podem ser bastante diferentes. Alguns são assassinos, como os de Hitler e Stalin. Alguns são ditatoriais, como os de Mussolini e Franco. Alguns operam dentro de marcos democráticos, como os de Wilson e FDR. O que os une é uma visão compartilhada de que o Estado é o mediador exclusivo da atividade humana, e os fins justificam os meios. Os fascistas exigem uma “ação” contínua. A ação por meio do poder do Estado leva o fascista a descartar tanto os processos parlamentares, quanto a moderação conservadora.

Woodrow Wilson é um estudo de caso de um fascista democraticamente eleito. Wilson foi o primeiro presidente dos EUA com um Ph.D., uma conquista que se enquadra bem ao movimento progressista do início do século XX. Os progressistas acreditavam que a ciência e a perícia pudessem resolver os problemas do governo e da sociedade. Essa época adorava o “especialista”, que reduziu a legislatura como fonte da política. Em 1913, o primeiro ano de sua administração, Wilson assinou uma legislação para criar o Sistema do Fed e o imposto de renda federal, dois pilares do poder estatal, desde então.

A principal plataforma de implantação do programa de Wilson para o controle estatal hierárquico foi a Primeira Guerra Mundial. Wilson criou o War Industries Board (WIB), que nacionalizou eficazmente os grandes segmentos da economia dos EUA. A WIB impôs controles de

salários, preços e quotas de produção. Entre os membros da WIB estavam os financiadores de Wall Street, Bernard Baruch e Edward Stettinius Sr., da JPMorgan. Os outros membros eram Robert S. Lovett, chefe da Union Pacific Railroad, e Hugh Frayne, chefe da Federação Americana do Trabalho. Outro membro da WIB era Eugene Meyer, que mais tarde foi presidente do Fed e presidente do Banco Mundial. O WIB era o amálgama perfeito para os grandes negócios, os grandes trabalhos e para Wall Street.

Wilson assinou a Lei de Espionagem, de 1917, e a Lei de Sedição, de 1918, para suprimir a liberdade de expressão e oprimir a dissidência. O Advogado-Geral de Wilson, A. Mitchell Palmer, empreendeu as infames invasões de Palmer, visando aos imigrantes e usando a cultura do medo da Ameaça Vermelha para evitar o devido processo. Goldberg resume o regime de Wilson:

Woodrow Wilson foi o primeiro ditador fascista do século XX. Essa afirmação pode, aparentemente, soar ultrajante, mas considere a evidência. Mais dissidentes foram presos ou aprisionados em alguns anos sob a administração de Wilson do que sob a administração de Mussolini, durante toda a década de 1920... Wilson... colocou, literalmente, centenas de milhares de capangas portando distintivos em meio ao povo americano e fomentou uma campanha viciosa contra a imprensa...

Hitler e Mussolini se referiram a Wilson com aprovação em seus próprios escritos e adotaram suas táticas repressivas como parte do movimento fascista da Itália e do movimento Nacional Socialista alemão.

O legado progressista-fascista de Wilson foi suspenso nos Loucos Anos Vinte (Roaring Twenties), durante as administrações de Harding-Coolidge, 1921-1929. O fascismo ressurgiu durante os regimes Hoover-Roosevelt, 1929-1945.

Herbert Hoover se enquadrava ainda melhor no molde de especialista do que Woodrow Wilson. Ele era um bem-sucedido e rico en-

engenheiro de mineração com um histórico de resolução de difíceis problemas logísticos e econômicos, muito antes de se tornar presidente. Mesmo sendo um republicano, ele trabalhou para Wilson como chefe da Administração de Alimentos dos EUA, que operava por ordens executivas para gerenciar os suprimentos alimentares durante a Primeira Guerra Mundial. Hoover defendeu o que hoje são as chamadas parcerias público-privadas. Ele apoiou a prática da Era Progressista do Taylorismo, que prometia melhorar as operações governamentais por meio da eficácia da engenharia. Hoover acreditava fervorosamente que uma maior intervenção governamental fosse a solução, e não um problema, uma visão coerente com a visão de Wilson.

Após o choque da bolsa de 1929 e o início da Grande Depressão, as tendências intervencionistas de Hoover se tornaram avassaladoras. Longe de ser um republicano de *laissez-faire*, as políticas de Hoover eram condizentes com aquelas adotadas posteriormente por FDR, incluindo aumentos de impostos, criação de agências governamentais, como o Federal Home Loan Bank, e ampliação dos controles de preços por meio do Federal Farm Board e outras agências. Hoover abraçou o rótulo progressista, a linhagem do fascismo americano.

Seguindo Hoover, FDR continuou a intervenção do governo em esferas particulares. Como Hoover, FDR teve seu primeiro cargo no governo federal na administração de Wilson, como secretário assistente da Marinha, de 1913 a 1920.

As intervenções do FDR nas empresas privadas e na vida cívica são bem conhecidas. Ele usou as ordens executivas, sob a Lei de Negociação com o Inimigo, de 1917, para confiscar o ouro de cidadãos dos EUA. Ele criou o Corpo Civil de Conservação, que recrutou milhões de homens, os vestiu com uniformes militares, os colocou em fileiras militares, os colocou em comboios e os reuniu em campos. A transmissão elétrica particular foi parcialmente nacionalizada sob a Autoridade do Vale do Tennessee, de FDR. A Lei Nacional de Recuperação Industrial, de 1933, estabeleceu a Administração de Recuperação Nacional (ARN), que obrigava as empresas a fraudar os preços e a assinar códigos de

conduta destinados a eliminar a concorrência. O primeiro mandato do FDR foi um esforço para se planejar totalmente uma economia.

Descrever FDR como um fascista não é um meme revisionista; era uma opinião generalizada nos anos 30. O escritor e crítico social, Waldo Frank, escreveu em 1934, “A ARN é o início do fascismo americano... o fascismo pode ser tão gradual nos Estados Unidos que a maioria dos eleitores não estará ciente de sua existência. Os verdadeiros líderes fascistas não serão os imitadores atuais do Führer alemão e do comandante italiano... eles serão criteriosos cavalheiros vestidos de preto; graduados nas melhores universidades...”. Al Smith, o candidato presidencial democrata em 1928, comparou FDR a Karl Marx e a Vladimir Lenin. Embora Smith tenha exagerado, há inúmeras evidências de admiradores stalinistas nas administrações de FDR, incluindo a figura influente de Rexford Guy Tugwell, que visitou Moscou em 1927, organizou cidades planejadas pelo governo e estabeleceu campos de reassentamento agropecuários americanos.

Essa tensão fascista na política americana, plantada por Wilson e nutrida por Hoover e FDR, nunca desapareceu. Ela ressurgiu plenamente na década de 1960, com a Grande Sociedade de Lyndon Johnson, e, novamente, nos anos 1970, com os controles salariais e de preços de Richard Nixon. Ela existe hoje. O neofascismo é visível na lei de George W. Bush *No Child Left Behind*, na perspectiva organizacional de Barack Obama e no lema político de Hillary Clinton, “It Takes a Village”. Apesar da vitória ou da derrota eleitoral, essa tendência nunca desaparece inteiramente. O fato de que Wilson, FDR, LBJ e Obama fossem democratas, enquanto Hoover, Nixon e Bush fossem republicanos, é um amplo testemunho do fato de que o fascismo não é uma ideologia, é um processo de expansão do Estado em reinos privados. O fascismo é, acima de tudo, a crença no Estado e não em Deus ou no indivíduo como fonte de autoridade e conduta normativa.

O projeto fascista é semelhante a uma catraca; ele nem sempre se move, mas quando se move não pode ser revertido. Há longos períodos, como os anos 20 e 80, quando o projeto progressista-neofascista faz

pouco progresso. Ainda assim, quando o fascismo rompe, como no New Deal, na Grande Sociedade e no Obamacare, as mudanças estão aqui para ficar. Cada descoberta aumenta o poder do Estado às custas da liberdade. A dependência é aumentada às custas da autossuficiência. Os americanos mal percebem isso.

O avanço do fascismo é muitas vezes auxiliado por uma crise; uma aplicação da doutrina de choque. As tendências autoritárias de Wilson foram fortalecidas pela Primeira Guerra Mundial. Os programas de Hoover e de FDR foram ativados pela Grande Depressão. As ambições de LBJ foram impulsionadas pelo duplo trauma, o assassinato de Kennedy, em 1963, e os Tumultos de Watts, em Los Angeles, em 1965. A assistência à saúde de Obama, a Dodd-Frank e os programas de estímulo foram conseguidos por causa das maiorias democratas após o pânico de 2008.

Os investidores devem antecipar que o projeto autoritário, neofascista será revivido e reenergizado na próxima crise financeira. O congelamento ice-nine de ativos e os confiscos serão os aspectos mais imediatos e visíveis disso, mas não os únicos. Uma vez congelado o capital, o próprio capitalismo desaparece. Uma economia planejada com controles de salários e preços, metas de produção, monopólios compartilhados, rendas garantidas e empregos do governo é a sucessora natural do capitalismo.

A CONEXÃO FINANCEIRA

O prognóstico de Schumpeter sobre o declínio do capitalismo não se baseou no seu fracasso, mas no seu sucesso. Exatamente porque o capitalismo é tão bem-sucedido na criação de riqueza que Schumpeter viu que ele semeia a sua própria morte.

Schumpeter escreveu que uma vez que o proletariado tivesse sido poupado do trabalho tedioso e as elites estivessem firmemente no controle da política e das finanças, seria possível buscar alternativas para o sistema capitalista. Em consequência, os países capitalistas poderiam, então, arcar com um sistema diferente do capitalismo; eles poderiam arcar com o socialismo.

Na opinião de Schumpeter, a ascensão do socialismo não seria uma revolução de baixo para cima, seria uma evolução de cima para baixo. O protótipo para isso foi Otto von Bismarck, o chanceler prussiano de meados do século XIX, que ofereceu assistência saúde, seguro de senioridade e menos horas de trabalho para o trabalhador alemão. Seu objetivo não era minar a monarquia, mas fortalecê-la. Uma vez concedidos os benefícios sociais, a mão de obra não tinha razão para procurá-los por meios revolucionários.

Bismarck subornou os dissidentes com os programas sociais, a fim de aumentar o poder de sua própria elite, que era monárquica e imperial. Esse processo está sendo repetido hoje, com as elites financeiras substituindo a realeza. Os vencedores são os trabalhadores e as elites. Os perdedores são o capitalismo de livre mercado e a burguesia.

Mais obscuramente, a intuição de Schumpeter era que a evolução poderia terminar não no socialismo, mas no fascismo. Os dois não são incompatíveis. O socialismo é o cavalo de Tróia disfarçado em fazer o bem que o pode levar ao fascismo e ao poder.

Um mito persistente é o de que o fascismo representa um domínio de poder corporativo e governamental, às vezes chamado de corporativismo. A consequência é que os interesses corporativos dominam, e o governo não é mais do que um canal para proteger esses interesses. De acordo com essa visão, Hitler era um peão controlado pelos ricos industriais alemães para servir aos seus fins até que a sua megalomania o levou a uma derrota catastrófica na Segunda Guerra Mundial. Em outro relato, Dick Cheney era um agente de Halliburton que assegurava que os interesses corporativos estivessem protegidos pela administração fascista de Bush.

Esses pontos de vista são absurdos. Hitler era um fascista assassino, enquanto os presidentes americanos, incluindo Bush, eram do tipo democrático “fascista amigável”. O que ambas as marcas do fascismo têm em comum é a dominação do Estado. As corporações são poderosas, mas estão claramente subordinadas ao Estado.

Em um sistema fascista, o pacto de Fausto é estabelecido entre o grande negócio e o grande governo. Os fascistas estão perfeitamente dispostos a permitir que as empresas privadas e as propriedades privadas existam. Eles não estão dispostos a permitir que os reinos privados fiquem no caminho do poder do Estado. Os hospitais e as seguradoras de saúde podem ser empresas privadas, mas seus produtos, preços e políticas devem ser controlados pelo Obamacare. O Google, o Twitter e a Apple podem ser empresas privadas, mas o acesso à Internet e as taxas são regulamentados pela Comissão Federal de Comunicações, uma agência criada em 1933 por FDR, quase sessenta anos antes da World Wide Web ter sido lançada. Os bancos são entidades privadas, mas são altamente regulamentados sob a administração Dodd-Frank, o Fed Act e uma ladainha de outros estatutos.

Inicialmente, os negócios fazem lobbies contra a nova legislação. No final, o negócio adere a ela e fornece conhecimentos a agências às quais eles se opunham antigamente, porque essas agências prejudicam os concorrentes emergentes mais do que as empresas estabelecidas. Os custos de cumprimento da legislação são mais fáceis de serem arcados

pelas grandes empresas. A aplicação agressiva adiciona aos custos de cumprimento da legislação multas, penalidades e sanções por violações técnicas que não são difíceis de encontrar porque os regulamentos são volumosos e opacos.

Desde o pânico de 2008, centenas de projetos regulatórios independentes foram lançados sob a administração Dodd-Frank. Certas atividades de risco foram proibidas, as exigências de capital aumentaram, os prêmios de seguro de depósito aumentaram, as divulgações dos consumidores expandiram e bilhões de dólares de multas, penalidades e restituições foram extraídos dos bancos pelo governo.

Os bancos foram prejudicados? Não. Os cinco maiores bancos nos Estados Unidos são superiores e controlam uma porcentagem maior de todos os ativos bancários do que eles controlavam em 2008. Os lucros dos bancos são maiores. A remuneração dos executivos é maior. O CEO da JPMorgan, Jamie Dimon, está bilionário apenas por trabalhar no banco.

Em um trabalho impressionante de jiu-jitsu regulatório, os bancos entenderam o processo regulatório por meio dos lobistas e das contribuições de campanhas e moldaram as regulamentações a seu gosto. As vítimas da Dodd-Frank não são os grandes bancos, mas os bancos comunitários que enfrentavam o ônus regulatório sem o benefício de um status de grande demais para falir. As vítimas silenciosas da Dodd-Frank são os bancos que nunca começaram de fato, o tipo de banco local formado anteriormente por empresários do tipo da Câmara de Comércio, que usavam seus próprios depósitos empresariais para fazer o banco decolar. Esses bancos são como crianças abortadas que nunca viram a luz do dia.

O governo está satisfeito com esse oligopólio obtido. Os políticos fingem ser durões com os banqueiros, enquanto os bancos bancam o Houdini para escapar de algemas como uma proibição dos derivativos. Apesar disso, o Tesouro e o Fed ainda mantêm uma arma na cabeça dos banqueiros sob a forma de testes de estresse, planos de resolução

e autoridade de resolução. Quando o balanço do Fed alcança um limite de confiança, a partir da criação excessiva de dinheiro, os bancos serão compradores confiáveis de última instância da nova dívida do Tesouro. Os bancos que não comprarem Tesouros verão seus testamentos sendo lidos nos seus próprios funerais.

As grandes empresas são um monopólio compartilhado com barreiras na entrada para as empresas iniciantes e lucros subsidiados pelo governo. Quando emergentes como a Uber surgem, no entanto, um remanescente da destruição criativa de Schumpeter, novas regulamentações governamentais são quase imediatas. A propriedade privada tem seu espaço, mas somente na medida em que o governo permite, e nunca em detrimento do poder do Estado.

Schumpeter viu a economia através de uma lente de longas tendências históricas. Ele considerou os processos históricos que se desenvolveram não como um único ciclo comercial, mas ao longo de décadas e séculos. Schumpeter previu claramente o fim do capitalismo. Ele escreveu: “Já que a empresa capitalista, por suas próprias conquistas, tende a automatizar o progresso, concluímos que ela tende a se tornar supérflua – a se despedaçar sob a pressão de seu próprio sucesso... Os verdadeiros marcapassos do socialismo não são os intelectuais ou agitadores que o pregam, mas os Vanderbilt, Carnegies e Rockefellers”. Profeticamente, ele disse que em seus estágios mais avançados, “o capitalismo, sendo essencialmente um processo evolutivo, tornaria-se atrófico... a taxa de juros convergeria para zero”. Schumpeter, escrevendo em 1942, esperava o triunfo do socialismo em 2000.

O socialismo e o fascismo têm características semelhantes. Ambos exaltam o papel do Estado ao dirigir a economia e, por extensão, a ação humana. Ambos expandem a esfera pública e diminuem a esfera cívica a um ponto onde há poucas atividades ou associações verdadeiramente confidenciais. Fumar, comer, beber, as lâmpadas, os banheiros, os cuidados de saúde e tudo o mais está em conformidade com os mandatos do governo.

O que distingue os socialistas dos fascistas é que os primeiros têm sido, historicamente, pacientes e dispostos a trabalhar nos processos parlamentares. Os socialistas acreditam que o tempo está ao seu lado; Schumpeter concordou. Os fascistas, em compensação, são homens e mulheres de ação. Eles preferem ordens ao debate. Os fins justificam os meios.

Outra diferença entre os socialistas e os fascistas é encontrada na tolerância social para a religião e a família, fontes tradicionais de autoridade. A religião e a família orientam o comportamento, estabelecendo normas e impondo limites. Os fascistas acreditam que o Estado é a única fonte de normas e de autoridade. Os fascistas inevitavelmente colidem com arranjos familiares alternados e muito mais antigos.

Os fascistas triunfam na ação e nunca desperdiçam uma crise. Entre as melhores crises para levar adiante um plano fascista estão a guerra e o pânico financeiro. Os ataques de 11 de setembro produziram o Patriot Act, que abriu a porta para a vigilância maciça dos cidadãos americanos sem causa provável. A crise financeira de 2008 produziu a Dodd-Frank, que institucionalizou o papel de seis megabancos, JPMorgan, Citibank, Bank of America, Wells Fargo, Morgan Stanley e Goldman Sachs. A poupança e os investimentos americanos foram arrebanhados para esses portais, onde são controlados pelo governo. Outros que agregam mais mega-ativos – MetLife, Prudential e BlackRock – também estão na mira do governo. O fato de que a riqueza de seus clientes é digital torna o confisco e o controle, pelo Estado, ainda mais fáceis.

A próxima crise financeira não será meramente uma versão maior das crises de 1998 e 2008. Ela será qualitativamente diferente. Abrangerá várias classes de ativos em escala global. Exibirá uma inflação não vista desde a década de 1970, uma insolvência não vista desde a década de 1930 e paralizações cambiais não vistas desde 1914. O poder do Estado será convocado para conter o pânico. A liquidez virá do FMI, dirigido pelo G20, incluindo uma voz maior para a China. O capitalismo será desacreditado de uma vez por todas.

A diferença entre o neofascismo do século XXI e o fascismo dos anos 30 é que os recursos estatais são ainda maiores. Os fascistas democráticos do tipo Wilson-Hoover-FDR dependiam de ordens, dos especialistas e das agências governamentais com amplos poderes para impor o controle do Estado. Os fascistas não democráticos, como Mussolini, confiavam em bandidos vestidos de preto para ganhar poder e, então, governaram como ditadores, uma vez instalados. A história mostra que nunca há escassez de pessoas dispostas a vestir camisas pretas, marchar em sintonia e fazer o que foi mandado.

Hoje, o poder estatal é muito mais difundido. A vigilância digital, a mídia social, a mineração de dados e o conteúdo personalizado estão ao alcance daquelas pessoas que possuem uma agenda fascista. A acusação seletiva por crimes mal definidos e a aplicação seletiva de incompreensíveis leis fiscais estão disponíveis para silenciar os inimigos do Estado. Quando a discórdia se espalha para fora dos limites aprovados pelo Estado, a polícia militarizada está à espera.

Essa perspectiva não é partidária do anarquismo. O Estado é necessário, os crimes devem ser punidos e as leis devem ser cumpridas. A questão é o espaço cívico. Quanto espaço o Estado deve ocupar na vida cotidiana e quanto deve ser reservado aos cidadãos privados em busca de um antigo ideal de liberdade? O impulso fascista é o de expulsar a liberdade e controlar toda a ação humana. A propriedade privada é permitida, mas apenas se o seu uso for subordinado aos desígnios do Estado. Na utopia fascista, o comportamento na sociedade civil deve cumprir as regras governamentais.

Schumpeter morreu em 1950, mas não antes de prever a queda do capitalismo, a ascensão do socialismo e a progressão do socialismo para o fascismo, durante um período de cinquenta anos. Seu método histórico é a antítese da consideração de apenas os últimos dois segundos dos analistas de hoje. O tempo tem confirmado sua dissecação distópica das forças dinâmicas em jogo.

CAPÍTULO 9

EIS O CAVALEIRO NEGRO

*Falso messias e falsos profetas se levantarão
e farão sinais e prodígios para enganar...*

Naqueles dias...

O sol será escurecido e a lua não dará a sua luz...

Mas do dia e da hora ninguém sabe...

Você não sabe quando chegará a hora...

*Quer à tarde, quer à meia-noite,
ou no canto do galo, ou pela manhã.*

Marcos 13:22-35

Existe uma alta probabilidade de... outra crise global.

“O Relatório de Genebra 16” (2014)

CONTAGEM REGRESSIVA

A teoria da complexidade diz que não saberemos antecipadamente a hora do próximo colapso financeiro. Mas não podemos lavar as mãos por não termos todo o conhecimento. Devemos misturar a melhor ciência com uma boa dose de humildade.

Sistemas complexos no estado crítico são construções frágeis com inúmeros pontos de falha catalisados por causas incomensuravelmente pequenas. Essa dinâmica dá como certa a falha sistêmica. Experimentos mostram que, à medida que os sistemas complexos crescem em escala, o tamanho do pior evento possível cresce exponencialmente. A frequência dos eventos adversos em pequena escala também aumenta. Simplesmente, não podemos saber quando os eventos acontecerão exatamente.

A indistinção no tempo não é uma falha da teoria; é o coração da teoria. Os sismólogos não podem prever com precisão o momento dos terremotos. Então, novamente, não podemos construir casas nas falhas sísmicas, nós tomamos precauções. E há avisos, apesar da falta de certeza com relação ao tempo do acontecimento.

O Instituto de Pesquisa Geológica dos Estados Unidos define os tremores premonitores como “terremotos que precedem terremotos maiores no mesmo local”. Naturalmente, “maior” é um termo relativo. Um terremoto de 3.0 Mw pode ser um tremor premonitor para um terremoto de 6.0 Mw, que produz alguns danos. Um terremoto de 6.0 Mw pode ser um tremor premonitor para um terremoto de 8.0 Mw, forte o suficiente para destruir uma cidade.

Assim como acontece com os terremotos, acontece com as finanças. Nós tivemos os nossos tremores premonitores. Em 1998 e, novamente, em 2008, o sistema financeiro global ficou a poucas horas do

colapso total. Por tudo isso, os choques financeiros diferem dos terremotos de uma maneira importante. Quando um terremoto começa, ele não pode ser parado. Um terremoto para, por si próprio, quando a sua energia é liberada. Em contrapartida, os terremotos financeiros podem ser interrompidos pela intervenção governamental. Segundo esse cálculo, 1998 e 2008 foram terremotos de 8.0 Mw, truncados na escala de 6.0 Mw. Houve um grande dano em ambas as épocas, mas o templo das finanças não foi demolido e a cidade ao redor foi logo reconstruída. Mas a que custo?

Se a energia armazenada da instabilidade financeira não foi liberada, a energia ainda está lá. A intervenção política, em 1998 e 2008, combinada com uma maior complexidade desde então, significa que a energia financeira à espera de liberação pode ter potencial de 10.0 Mw, maior do que qualquer terremoto registrado na história, o suficiente para separar a Califórnia do continente, o suficiente para fechar todos os bancos e bolsas de valores do mundo. Sobretudo, um colapso dessa magnitude irá ultrapassar a capacidade de bancos centrais já sobre-carregados. A tarefa de estancamento caberá ao FMI, e até mesmo ele pode não ter capacidade financeira suficiente para isso. Os SDR, o ice-nine e a lei marcial são três anéis ao redor do templo. Podem ser necessários outros instrumentos de poder do Estado.

No que diz respeito aos terremotos financeiros, se o momento é obscuro e a magnitude é clara, e quanto às falhas sísmicas? Onde ocorrerá o choque? Nós sabemos onde estão as falhas sísmicas. É uma abstração financeira, mas tem um nome. Liquidez é o nome da falha sísmica.

Na quarta-feira, 15 de outubro de 2014, ocorreu um choque sem precedentes no mais importante palco financeiro do mundo – o mercado de títulos do Tesouro dos Estados Unidos. Naquela manhã, das 9h33 às 9h45, no que o governo dos EUA chamou mais tarde de a “janela do evento” de doze minutos, o rendimento das notas do Tesouro de dez anos se agitou como um sismógrafo no grande terremoto de Sumatra. Nos primeiros seis minutos da janela do evento, os rendimentos caí-

ram 16 pontos de base, de 2,02% para 1,86%. Nos seis minutos seguintes, os rendimentos subiram repentinamente para 1,99%, a cerca de 3 pontos de base de onde estavam quando o evento começou. Ao longo de toda a sessão de negociação, incluindo a janela do evento, os rendimentos experimentaram um intervalo de negociação de 37 pontos de base, de 2,23% para 1,86%. O dia completo de negociação também envolveu uma recuperação; os rendimentos terminaram 6 pontos de base abaixo do fechamento do dia anterior.

Para colocar esse evento em perspectiva: uma flutuação em um único dia maior do que a ocorrida em 5 de outubro de 2014 foi observada apenas três vezes durante o período de dezesseis anos de um estudo realizado pelo governo dos EUA, que analisou um total de quase quatro mil dias de negociação. A primeira foi uma mudança de 43 pontos de base, em 8 de outubro de 2008, quando os bancos centrais mundiais executaram cortes coordenados nas taxas de juros, no auge do pânico, após os colapsos de Lehman e da AIG. A segunda foi uma mudança de 47.5 pontos de base, em 18 de março de 2009. Essa foi a data em que o Fed anunciou uma expansão no seu programa de impressão de dinheiro (“QE1”) e incluiu notas do Tesouro na lista de ativos comprados. O terceiro foi um balanço de 40 pontos de base, em 9 de agosto de 2011, quando a classificação de crédito dos EUA foi rebaixada.

Essas escalas de rendimentos intradiários, entre 37 e 47.5 pontos de base, ocorridas em quatro ocasiões, comparam-se a uma faixa de flutuação dos rendimentos médios intradiário de 8 pontos de base nos aproximadamente quatro mil dias de negociação, desde outubro de 1998. (Curiosamente, o grau de distribuição das escalas de rendimentos intradiários de todos os títulos de dez anos do Tesouro, desde 1998, não é uma distribuição normal, como os defensores do VaR esperam, mas uma curva de poder perfeita – exatamente o que a teoria da complexidade prevê).

A raridade do apagão de 37 pontos de base intradiários nos rendimentos é bastante problemática. Mais preocupante é a observação de

uma queda de 16 pontos de base em seis minutos. Esse movimento é completamente sem precedentes. Os outros três eventos comparáveis ocorreram ao longo de um dia inteiro de negociação, e não em uma janela de eventos medidos em minutos.

Mas o aspecto mais inquietante é que a queda nos rendimentos ocorreu em 15 de outubro de 2014, em um dia em que *mais nada aconteceu*. Não havia notícias bombásticas naquele dia. A quebra simplesmente aconteceu. Um relatório oficial do alto escalão do Tesouro, do Fed, da SEC e da CFTC resumiu os eventos de 15 de outubro de 2014: “Não há precedentes na história recente do mercado do Tesouro de que tal volatilidade significativa e um vai e vem nos preços tivessem ocorrido em tão curto tempo, sem um catalisador óbvio”.

Os apagões são compreensíveis nos dias em que o mundo entra em pânico (8 de outubro de 2008), o Fed corre para o resgate (18 de março de 2009), ou os Estados Unidos sofrem uma desvalorização do crédito (9 de agosto de 2011). Esses são eventos altamente significativos. Em 15 de outubro de 2014, o apagão se estabeleceu sozinho como um terremoto que surgiu sem aviso prévio, a partir de uma inobservável mudança das placas tectônicas profundas.

Outros abalos de magnitude comparável estavam logo por vir. Na quinta-feira, 15 de janeiro de 2015, três meses após a queda do Tesouro, o franco suíço subiu 20% em relação ao euro, e um montante semelhante em relação ao dólar, em uma janela de vinte minutos, das 9:30h às 9:50h, no horário da Europa Central. Na verdade, houve um apagão nas moedas desvalorizadas, o euro e o dólar. Antes do evento, um euro era estava em 1,20 francos. Em poucos minutos, um euro valia apenas um franco. Os danos colaterais foram extensivos – os estoques suíços caíram 10% no dia em que o franco foi revalorizado.

Diferentemente do apagão do Tesouro, o choque do franco suíço foi desencadeado por um evento específico. Na abertura da bolsa naquele dia, o Banco Nacional Suíço anunciou que iria abandonar o peg

de €0,8325 para o franco, que o banco havia mantido desde 2012. O objetivo do peg foi baratear o franco suíço em relação às outras moedas para promover as exportações suíças e o turismo. O problema era que o capital global continuava a exigir francos suíços como um porto seguro, devido à baixa inflação da Suíça, às fortes reservas de ouro e à estabilidade política. Para manter o peg face à forte procura, o Banco Nacional suíço imprimiu francos para comprar euros, que, por sua vez, foram investidos em depósitos bancários e em obrigações denominadas em euros. O lado ativo dos bens do balanço do BIS se tornou um destino para os passivos em euros do mundo. A posição não era sustentável. Em um único e rápido movimento, o BIS quebrou o peg e aliviou a pressão para continuar comprando euros com francos impressos.

Ainda assim, a decisão do Banco Nacional Suíço foi um choque. Ainda no mês anterior à reavaliação, em 18 de dezembro de 2014, o presidente do Banco, Thomas Jordan, emitiu um comunicado de imprensa dizendo: “O Banco Nacional Suíço... reafirma seu compromisso com a taxa de câmbio mínima... e continuará a aplicá-la com a maior determinação”. Quatro semanas depois, Jordan jogou a toalha.

Não havia nada comum sobre o processo de reavaliação. Uma notável participante do mercado de câmbio, Kathleen Brooks, foi citada no *The Telegraph* no dia do choque, dizendo, “O... mercado simplesmente foi fechado nesta manhã, enquanto espera a poeira baixar”. Quando a poeira baixou, os negociantes contabilizaram as perdas. Os bancos e os fundos *hedge* que dependiam do peg perderam bilhões de dólares.

Um terceiro tremor veio rapidamente na sequência. Foi a vez da China. Na segunda-feira, em 10 de agosto de 2015, o banco central da China, o Banco Popular da China, surpreendeu os mercados globais com uma desvalorização do yuan chinês em relação ao dólar americano. No início das negociações daquele dia, um dólar igualou ¥6,21. Após a intervenção do banco central, o yuan instantaneamente afundou para ¥ 6,33, um movimento de 2%. A carnificina aumentou a partir daí. Em 12 de agosto, a moeda chinesa caiu para ¥ 6,39. Em 25 de

agosto, a taxa de câmbio havia caído para ¥ 6,41, uma queda de 3,2% do início ao fim.

Enquanto a desvalorização chinesa não foi tão grande em termos percentuais quanto a revalorização do franco suíço de 20%, o choque deve ser visto no contexto da importância da China para a economia global. A China e os Estados Unidos são as duas maiores economias nacionais do mundo, com um total combinado de US\$30 trilhões de PIB, 40% do PIB mundial. Os Estados Unidos são o maior parceiro comercial da China. A China é o segundo maior parceiro comercial dos Estados Unidos, depois do Canadá. Não se pode subestimar a importância da taxa de câmbio entre os EUA e a China para o comércio mundial e os fluxos globais de capital. Um movimento inesperado de 3% na relação de câmbio mais importante do mundo é um terremoto.

Os efeitos da desvalorização do choque da China foram imediatos e graves. O Dow Jones Industrial Average caiu mais de 1%, de 17.615,18, em 10 de agosto, pouco antes da desvalorização, para 15.666,44, em 25 de agosto, quando o yuan atingiu um mínimo interino. Essa correção do mercado de ações dos EUA eliminou mais de US\$ 2.5 trilhões da riqueza dos acionistas. O índice composto da Bolsa de Valores de Xangai, da China, já havia caído de um pico pós-2007 de 5.166,35, em 12 de junho de 2015, em antecipação à desvalorização. O índice despencou novamente, de 3.928,41, em 10 de agosto, para 2.927,28, em 26 de agosto. O colapso foi de 43% em relação ao pico de junho, e de 25% a partir da data da desvalorização de choque. A riqueza perdida dos investidores nas bolsas de valores da China ultrapassou os US\$3 trilhões, de junho a agosto de 2015. Além dos US\$5.5 trilhões em perdas de investidores nos mercados de ações dos EUA e da China, a China sofreu mais de US\$1 trilhão em saídas de capital, de janeiro de 2015 a agosto de 2016, relacionados, principalmente, aos temores da desvalorização cambial. Os investidores e devedores chineses estavam em pleno vôo para adquirir ativos em dólar ou pagar empréstimos em dólar antes que o dólar ficasse ainda mais forte.

Então veio um quarto tremor, ainda mais forte do que os anteriores. Em 23 de junho de 2016, o Reino Unido votou em um plebiscito para deixar a União Europeia. O nome popular para a saída britânica é “Brexit”. Os partidos de ambos os lados do debate escolheram as palavras “Deixar” e “Permanecer” para expressar suas respectivas posições nas relações com a UE. Imediatamente antes da votação, os mercados estabeleceram a vitória do “Permanecer”, emitindo libras esterlinas a US\$1,50.

O motivo pelo qual o mercado estava tão certo de que o “Permanecer” ganharia é um fascinante estudo de caso da má compreensão da ciência comportamental. Pesquisas de opinião próximas da votação mostravam que o resultado seria apertado demais para um palpite. No entanto, os mercados de apostas operados pela Ladbrokes e pela Betfair mostraram uma probabilidade de 70% de que o “Permanecer” venceria. Um certo tipo de participante do mercado de câmbio estrangeiro, o jovem banqueiro da cidade de Londres, que negocia para a sua empresa e para os seus clientes, considerou as probabilidades da aposta uma destilação da “sabedoria das multidões” e precificou a libra esterlina de modo a refletir essa sabedoria ostensiva.

O conceito de sabedoria das multidões foi popularizado em um homônimo de 2004, escrito por James Surowiecki. O livro incluía um resumo da pesquisa comportamental publicada sobre o assunto. O clássico exemplo envolvia a adivinhação da quantidade de balas de goma que havia em um frasco grande. Num típico experimento, uma média de palpites comuns dados por um grande número de observadores diários se mostrou mais precisa do que a estimativa de um único especialista que poderia tentar calcular o volume do frasco, dividido pelo volume estimado de uma bala de goma, com tolerância para o espaço irregular entre as balas. Na estimativa da multidão, os palpites exagerados (“um” ou “um milhão”) são descartados, e a média dos palpites restantes quase se aproxima do número real. Daí a sabedoria das multidões. Baseado no inocente entendimento dessa ciência, os banqueiros da cidade decidiram que a natureza humana dos mercados de apostas produz uma previsão melhor do que a dos “especialistas” em pesquisas.

As falhas na lógica dos banqueiros de Londres são gigantescas. A precisão das probabilidades das apostas na previsão de uma eleição é tão boa quanto a correlação dos pontos de vista entre a pesquisa de votos e a votação. A correlação é baixa. Os apostadores são definidos como aqueles que têm dinheiro a perder e para quem apostar é um passatempo aceitável. Os apostadores pagam dinheiro de verdade para apostar e estão preparados para perder. Os eleitores não pagam para votar.

Uma peculiaridade pouco notada nos dados das apostas foi que o número de apostas para o “Deixar” foi quatro vezes maior do que o número de apostas para o “Permanecer”, mas as apostas para o “Permanecer” diziam respeito a valores muito maiores. Alguns banqueiros renomados da cidade apostaram £10.000 no “Permanecer”, enquanto uma aposta normal no “Deixar” poderia valer 5 vezes mais. As casas de apostas não são advinhas; o trabalho delas é não perder dinheiro. Quando as casas de apostas deram chances pequenas para o “Permanecer”, elas não estavam prevendo a eleição, elas estavam equilibrando o peso do dinheiro em ambos os lados da aposta. O dinheiro é irrelevante na urna; a votação é gratuita. Sem dúvida, os ricos apostadores da cidade estavam agindo de acordo com os seus próprios preconceitos cognitivos (e resultados distorcidos), porque as pesquisas finais mostraram que Londres tendia fortemente para o “Permanecer”, enquanto a Inglaterra, como um todo, tendia para o “Deixar”.

Poucas horas depois das votações fecharem, às 10:00 p.m., horário local, em 23 de junho, a grande vitória do “Deixar” foi evidente. O resultado que quase houve um pânico. A libra caiu de US\$1,50 para US\$1,20 em horas, uma queda de 12%, que levou a libra esterlina ao seu nível mais baixo em mais de trinta anos. Outros mercados também oscilavam descontroladamente. O preço em dólar do ouro subiu de US\$ 1.255 por onça, logo antes do Brexit, para US\$1.315 no fechamento de 24 de junho, um ganho de 4,8% em um dia. A volatilidade intradiária foi ainda maior. Nas duas semanas após o Brexit o ouro continuou subindo, chegando a US\$1.366 por onça em 8 de julho, um salto de 8,8%.

Os ganhos e perdas discutidos aqui, de 3% a 20%, em um dia, não são incomuns no mercado de ações. As ações de uma empresa bem conhecida podem cair 95% em um único dia se a companhia pedir falência. Mas os nossos exemplos não são choques nos preços de ativos. São choques no preço de dinheiro ou, a exemplo da nota do Tesouro, abalos nos títulos mais seguros do mundo.

Os francos suíços, os euros, a libra esterlina e o dólar dos Estados Unidos são todas as principais moedas de reserva. O yuan é menos conversível livremente, mas ainda é a quinta moeda mais negociada no mundo e, a partir de 1 de outubro de 2016, uma das cinco moedas integrantes do SDR. A nota de dez anos do Tesouro dos EUA é o referencial de prazo intermediário mais seguro do mundo e a referência para cada mercado de títulos soberanos no mundo. O ouro é um importante ativo de reserva internacional; mais de 70% das reservas dos Estados Unidos são em ouro. Coletivamente, os títulos do Tesouro, o ouro e as principais moedas de reserva são o alicerce de todo o sistema financeiro internacional. Eles devem estar estáveis. *Eles não estão.*

Uma retomada dos pontos discutidos demonstra que, desde o final de 2014:

- O rendimento das notas de dez anos do Tesouro passou de 2,02% para 1,86% em seis minutos. (15 de outubro de 2014);
- O euro caiu 20% em relação ao franco suíço em vinte minutos. (15 de janeiro de 2015);
- O yuan caiu instantaneamente 2% em relação ao dólar americano. (10 de agosto de 2015);
- A libra esterlina caiu 12% em relação ao dólar americano em duas horas. (23 de junho de 2016);
- O ouro subiu 4,8% em relação ao dólar americano e 19% em relação à libra esterlina em duas horas. (23 de junho de 2016).

Enquanto, no passado, mudanças dessa magnitude nas principais moedas, títulos e ouro levavam anos, agora levam minutos ou horas.

Esse tipo de volatilidade pode ser novo para os negociantes de moeda e títulos, mas é bastante familiar para os teóricos da complexidade, que reconhecem a volatilidade como o tipo de turbulência que pode surgir espontaneamente em um sistema anteriormente estável, pouco antes desse sistema ficar fora de controle. Tal instabilidade também é familiar para os sismólogos que monitoram os abalos sísmicos, com relação às falhas sísmicas, para anteciparem o próximo grande e catastrófico terremoto. Na linguagem dos teóricos do caos, o sistema está caminhando para o caos.

Um crítico da complexidade aplicada nos mercados de capitais poderia ignorar essa ladainha sobre os abalos. Nenhum deles significava o fim do mundo. Os mercados se recuperaram de todos eles. As rendas das notas do Tesouro subiram tão rapidamente quanto caíram em 2014. A taxa de câmbio euro-dólar, que é de grande importância, não foi tão abalada pela revalorização do franco suíço, em 2015. O Fed atenuou os piores efeitos da desvalorização do yuan de agosto de 2015, ao lançar, em setembro de 2015, a sua planejada “decolagem” de taxas, até dezembro. O Banco da Inglaterra impulsionou a libra esterlina após o Brexit ao cortar as taxas de juros, em 4 de agosto de 2016. Para cada abalo, os bancos centrais estiveram firmes para truncar os processos dinâmicos e restaurar uma aparente estabilidade.

Ainda assim, são só aparências, não é real. A energia não liberada de um abalo sísmico é armazenada para o próximo evento, enquanto o tempo e a magnitude dos abalos aumentam. O que é indiscutível é que *estamos vendo a liquidez desaparecer nos mercados mais líquidos do mundo*. O contador Geiger está acionado. Os mercados globais de capital estão se aproximando de um estado supercrítico do qual não há recuperação.

As crises de liquidez esboçadas acima não são os únicos catalisadores da crise. Os desastres naturais, a guerra cibernética e as armas nucleares no Oriente Médio, tudo faz parte do jogo. A teoria da complexidade ensina que o que conta não é a causa imediata de um colapso, mas a densidade, as interações e a escala sistêmica que tornam o colapso inevitável.

O maior perigo vem do que os teóricos da complexidade chamam de complexidade combinada. Isso acontece quando um sistema de estado crítico entra em colapso, e esse colapso se conecta a outro sistema, fazendo com que ele se torne crítico e entre em colapso também.

Não há melhor exemplo de complexidade combinada do que o desastre de Fukushima, no norte do Japão, em 11 de março de 2011. Os primeiros sistemas de estado crítico a estalar foram as placas tectônicas sob o Oceano Pacífico. A liberação de energia inicial foi conhecida como o terremoto de Tōhoku, que mediu 9.0 Mw, o quarto mais forte terremoto registrado desde 1900, quando a manutenção dos registros modernos começou. O terremoto desencadeou um tsunami em um segundo sistema de estado crítico, causando ondas de mais de cem metros de altura. As ondas do tsunami atingiram a central nuclear de Fukushima Daiichi, um terceiro sistema de estado crítico, causando colapsos nucleares em três reatores e a liberação maciça de material radioativo. Em seguida, a notícia do desastre atingiu a Bolsa de Valores de Tóquio, o quarto sistema de estado crítico na cadeia. O índice Nikkei 225 caiu 8,25%, de 10.434,8, no dia anterior ao desastre, para 8.605,15, em 15 de março de 2011, apenas quatro dias depois. Finalmente, o quinto sistema crítico afetado foram os mercados de câmbio internacionais. As companhias de seguros japonesas começaram a trocar dólares por ienes com o intuito de obter liquidez suficiente em ienes para pagar seguros sobre propriedades e de vida. Inicialmente, o iene se recuperou de ¥81,89 em relação ao dólar, em 11 de março, para ¥80,59 em relação ao dólar, em 18 de março, um movimento de 1,6% em uma semana – muito para os padrões do mercado financeiro. Então, veio a estancagem política. Christine Lagarde, ministra das finanças francesa à época, coordenou uma intervenção financeira do G7 para enfraquecer o iene. Isso foi considerado necessário para impulsionar a economia japonesa após a devastação. A intervenção funcionou. Em 8 de abril, o iene havia subido a ¥84.70 em relação ao dólar, uma queda de 5% após a alta de Fukushima. A sutileza de Lagarde foi outro exemplo de política que pôs uma tampa na caixa de Pandora das dinâmicas complexas dos sistemas estatais.

Das placas tectônicas ao tsunami, aos núcleos de reatores, aos mercados de ações, ao câmbio internacional, os sistemas de estado críticos se vinculam uns aos outros, causando catástrofes quase recordes em cada elo na cadeia. Curiosamente, dois dos sistemas – as placas tectônicas e os tsunamis – são naturais, enquanto outros três – os núcleos de reatores, os mercados de ações e os mercados financeiros – são feitos pelo homem. Isso ilustra como os sistemas complexos naturais e sintéticos interagem harmoniosamente quando os agentes estão combinados em um estado crítico.

A combinação entre a emergência inesperada e a complexidade combinada – não um cisne preto, mas um cavaleiro negro, como descrito no livro do Apocalipse – é a causa mais provável do colapso dos mercados de capitais. Uma pequena inadimplência por parte de um mutuário malaio poderia causar a perda de confiança em uma empresa chinesa relacionada, levando à fuga de capitais da China, a uma corrida aos títulos do Tesouro dos EUA, à iliquidez no mercado do Tesouro, a um dólar mais forte e a um tsunami de impagáveis dívidas denominadas em dólares dos mercados emergentes. No meio disso, um moderno esquadrão de ameaças persistentes de hackers apoiados pelo Kremlin (APT 29, nome do código: COZY BEAR) desativa a Bolsa de Valores de Nova York como um multiplicador de força para impedir a atividade naval dos EUA no Mar Báltico. Em dois dias, todos os mercados do mundo anunciam uma versão de “Casa fechada” do século XXI. O precursor de tais crises em cascata, estreitamente conectadas, é o início da Primeira Guerra Mundial, no final de julho de 1914, previsto pelo *The Raven of Zurich*, de Felix Somary. É assim que as eras terminam.

INCOERÊNCIA

O sistema financeiro internacional está, agora, num momento de incerteza dinâmica. A dinâmica se assemelha à fase de 1971 a 1981, quando a inflação em alta, as taxas de juros, os preços das *commodities*, as taxas de câmbio e a instabilidade geopolítica empurraram os mercados para o limite do caos até que Henry Kissinger, Paul Volcker, Ronald Reagan, James Baker e, mais tarde, Robert Rubin lideraram e recrutaram a cooperação internacional necessária para estabilizar novamente o antigo sistema, baseado no ouro de Bretton Woods, em torno de um novo sistema baseado no dólar. A missão de uma nova estabilização hoje não é menos assustadora.

Em 2015, eu conversei em particular sobre esse assunto com dois dos mais poderosos banqueiros centrais do mundo. Em 27 de maio de 2015, conversei com Ben Bernanke, ex-presidente do Conselho do Fed, em Seul, na Coreia do Sul. Duas semanas depois, em 11 de junho, conversei com John Lipsky, ex-chefe do FMI, em Nova York. (Curiosamente, Lipsky foi o único americano a dirigir o FMI. Ele entrou como chefe de missão na repatriação não planejada de Dominique Strauss-Kahn até que a diretoria tivesse tempo de substituir Strauss-Kahn por Christine Lagarde. Costumeiramente, o chefe do FMI nunca é americano.) Sem induzir ou articular, ambos os banqueiros centrais usaram exatamente a mesma palavra para descrever o sistema financeiro internacional hoje. A palavra era “incoerente”. Eles queriam dizer que o mundo financeiro não tem âncora, não tem quadro referencial.

O choque pós-Brexit, de 23 de junho de 2016, é um bom estudo de caso para analisar o que Bernanke e Lipsky fizeram. Se a libra esterlina passou de US\$1,50 para US\$1,32 em duas horas, o que realmente aconteceu? O dólar subiu ou a libra esterlina caiu? Se a resposta for que o dólar subiu, então como o dólar caiu 4,8% em relação ao ouro ao mes-

mo tempo? Se a resposta for que o dólar subiu e desceu, dependendo da unidade de medida (ouro ou libras esterlinas), então por que privilegiar uma forma de medição sobre a outra? Visto dessa maneira, o dinheiro de hoje está perdido num mar de confusão. Isso é o que Bernanke e Lipsky queriam dizer com incoerência. Implícita nisso está a necessidade de um novo acordo tipo Bretton Woods: uma reforma do sistema financeiro internacional e novas regras do jogo.

O fundamento do novo sistema é levar o ouro para a China. Sob o antigo sistema de Bretton Woods, a Europa e o Japão adquiriram onze mil toneladas de ouro dos Estados Unidos, entre 1950 e 1970. O impacto do mercado nunca foi um problema porque o preço do ouro foi fixado em US\$35 por onça. Hoje, para diminuir o impacto no mercado, o ouro deve ser levado furtivamente, usando agentes como o BIS e o HSBC, que são intermediários dos grandes fluxos de ouro, desde os cofres de Londres, passando pelas refinarias suíças, para finalmente serem armazenados nas profundidades de Xangai.

Em novembro de 2015, o FMI anunciou que a China seria bem-vinda ao clube da elite das moedas que compõem o Direito de Saque Especial do FMI. Esse movimento foi seguido por um estudo do FMI, datado de 15 de julho de 2016, que exigia a criação de um SDR baseado no mercado (M-SDR) para coexistir com o SDR oficial (O-SDR). Como se estivessem em sintonia, o Banco Mundial e o Banco de Desenvolvimento da China planejaram uma emissão de títulos privados denominados em SDR, de acordo com um relatório da Reuters, em 1 de agosto de 2016. Outras emissões obrigacionistas do SDR foram previstas logo depois, pelo Banco Asiático de Investimento em Infraestrutura, e o gigante banco chinês, o ICBC. Finalmente, em 1 de outubro de 2016, o yuan entrou formalmente na cesta SDR com um peso de 10,92%, maior do que as ações acordadas em ienes ou em libras esterlinas.

A transferência de ouro para a China, a inclusão do yuan chinês no SDR e a preparação para um mercado profundo e líquido de SDR são os ingredientes de um novo Bretton Woods, mas ainda há a carência de transparência e responsabilidade do genuíno Bretton Woods. O novo

sistema é uma grande barganha, elaborado em segredo, conduzido em sigilo e totalmente compreendido por apenas um grupo relativamente limitado de elites globais.

A etapa final desse grande negócio é que a inflação acabe com o custo real da dívida soberana global. Se os bancos centrais não pudessem causar inflação apesar de seus melhores esforços, o FMI criaria a inflação para eles com a emissão maciça de SDR a serem gastos em infraestrutura global e no bem-estar global. As necessidades de infraestrutura, intermediadas pelo Banco Mundial, seriam direcionadas para a chamada mudança climática, outro passatempo da elite.

Agora, o plano pós-crise da elite global pode ser visto na íntegra:

- Capturar o sistema bancário, 2009-10;
- Redistribuir ouro para a China, 2009-16;
- Redenominar o SDR, 2015-16;
- Imprimir e distribuir SDR, 2017-18;
- Destruir a dívida por meio da inflação, 2018-25;

A doutrina do ice-nine e do choque são os serviços desse plano. Uma nova crise financeira global que surgisse antes da inflação se concretizar seria altamente deflacionária e contrária aos objetivos de elite. O ice-nine impede a crise de caminhar, bloqueando as liquidações de ativos para dar tempo ao plano da inflação para trabalhar. A doutrina de choque é mantida como uma carta na manga, para apenas ser usada para buscar os objetivos da listas de desejo como as mudanças climáticas e a guerra contra o dinheiro, no caso de uma grande crise.

Se tudo correr bem, a sua utilização não será necessária e a eliminação da dívida prosseguirá como planejado. Como sempre, os vencedores serão os governos e os bancos. Os perdedores serão os investidores, exceto as elites que participaram do plano ou que conseguiram entender parte dele e se preparar adequadamente.

Mas a teoria da complexidade zomba dos planos. O caminho mais provável é aquele que ninguém vê. Uma crise sistêmica poderia entrar em erupção a qualquer momento. As elites financeiras optarão rapidamente pelas soluções ice-nine. Mesmo assim, a sociedade civil se revoltará. Os cidadãos não aceitarão os seus US\$300 por dia dos caixas eletrônicos junto com as promessas vagas de reabertura das bolsas e descongelamento das contas “assim que as condições permitirem”. Eles queimarão bancos, saquearão supermercados e destruirão infraestrutura crítica, tudo num esforço para garantir a riqueza transitória. Após o ice-nine e as revoltas do dinheiro, vêm o neofascismo, a lei marcial, as prisões em massa e a mídia controlada pelo governo. Esse é o fim do jogo.

PALAZZO COLONNA

No coração de Roma, ao pé da Colina Quirinal, está o Palazzo Colonna, um palácio particular, propriedade de uma única família ao longo de trinta e uma gerações, num período de novecentos anos. O legado familiar começou no século XI, com Pietro Colonna, que morava na cidade de Colonna, ao sul de Roma. Os membros da família estabeleceram a residência no local atual do palácio, por volta do ano 1200 d.C. O palazzo teve muitas formas ao longo dos séculos. Ele evoluiu de uma residência rudimentar para uma fortaleza, para o palácio visto hoje. A construção principal durou cinco séculos. As fachadas, apartamentos inteiros e galerias datam do final do período Renascentista, com incorporações barrocas dos séculos XVII e XVIII.

A história da família é tão espetacular quanto o palácio em si. O poeta Dante Alighieri era um convidado assíduo do palácio enquanto servia como embaixador de Florença ao Papa Bonifácio VIII, em 1301. No século XV, Oddone Colonna se tornou bispo de Roma e foi nomeado Papa Martinho V.

Nos contos que lembram filmes como o Poderoso Chefão, a família de Colonna guerreou incessantemente contra a família Orsini para controlar Roma nos anos 1400. Em 1511, O Papa Júlio II organizou um encontro, e as duas famílias se comprometeram a ponderar um acordo de paz conhecido como “Pax Romana”. Em 1527, quando as forças do imperador Carlos V saquearam Roma, o Palazzo Colonna foi poupado por causa da boa relação da família com os Habsburgos. Um ilustre membro da família, Marco Antonio II Colonna, foi um vitorioso comandante, ao lado de Andrea Doria e Don Juan da Áustria, na batalha de Lepanto, que afastou a invasão islâmica da Europa, em 1571. As recompensas dessa vitória cristã aumentaram substancialmente a fortuna da família.

Além de tetos abobadados, pisos de mármore e molduras douradas, o Palazzo abriga uma coleção inestimável de pinturas e esculturas de Tintoretto, Brueghel, o Ancião, e outros gigantes do período renascentista e barroco. A tia de Marcoantonio, Vittoria Colonna, foi poetisa e musa de Michelangelo, que também visitou o Palazzo. Michelangelo retribuiu a amizade ao incluir o retrato de Vittoria em um cenário na Capela Sistina.

Mesmo no século XX, a influência da família Colonna não foi ofuscada – Ascanio Colonna era o embaixador italiano em Washington, em dezembro de 1941. Ele se demitiu do seu cargo num protesto contra o seu próprio governo, após a declaração de guerra de Mussolini contra os Estados Unidos.

Em uma agradável noite romana, no outono de 2012, participei de um jantar privado no Palazzo com um pequeno grupo dos investidores mais ricos do mundo. Meus companheiros de jantar eram principalmente europeus, alguns asiáticos e relativamente poucos dos Estados Unidos. Em meio ao mármore, ao ouro, às pinturas e à arquitetura palaciana, analisei o significado do dinheiro velho comparado com a nova multidão de dinheiro reunida para um cocktail perto de minha casa de Connecticut. Em outras palavras, as diferenças existentes entre as velhas fortunas familiares, como a dos Rockefeller, Vanderbilts e Whitney, e as novas fortunas dos peritos fundos de *hedge* de Greenwich, e dos CEOs do Vale do Silício. Implícito nessa distinção está o fato de o dinheiro ser velho provou que essas famílias sabem como preservar a riqueza, enquanto o novo dinheiro ainda está perdido, comprando iates, jatos e tubarões no formol.

Ainda, o dinheiro velho nos Estados Unidos tenha talvez 150 anos, ou seja, é apenas um pouco mais velho para famílias como as de Astors e Biddles. No entanto, em Roma, eu estava integrado a uma fortuna de novecentos anos, ainda intacta. Aqui havia uma fortuna familiar que sobrevivera à Peste Negra, à Guerra dos Trinta Anos, às guerras de Luís XIV, às Guerras Napoleônicas, às duas guerras mundiais, ao Holocausto e à Guerra Fria.

Eu sabia que a família Colonna não era a única; havia outras famílias na Europa que, como ela, mantiveram um comportamento pouco chamativo. Essas famílias não podiam estar mais felizes por serem desconhecidas pela Forbes 400. Esse tipo de riqueza e longevidade não se deve simplesmente à sorte. Em novecentos anos, muitas cartas do baralho são tiradas para que apenas a sorte, sozinha, seja suficiente. Deve que haver uma técnica.

Eu me virei para uma impressionante morena italiana à minha direita e perguntei: “Como é que uma família mantém sua riqueza por tanto tempo? Ela desafia as probabilidades. Deve haver um segredo”. Ela sorriu e disse: “Claro. É fácil. Um terço, um terço e um terço”. Ela parou, sabendo que eu precisava de mais, e continuou: “Você mantém um terço em terra, um terço em arte e um terço em ouro. Naturalmente, você deve ter um negócio de família também, e você precisa de algum dinheiro para as necessidades. Mas terra, arte e ouro são as coisas que duram”.

Eu entendi que “necessidades” abrangiam Tom Ford e Chanel. Ainda assim, a resposta fazia sentido. Seu conselho seguia a primeira regra de investimento-diversificação. No entanto, a resposta denotava um significado mais profundo apreendido na sua frase “coisas que duram”. Era isso o que eu tinha perguntado a ela; como é que uma fortuna dura novecentos anos?

Arte e ouro fazem sentido porque ambos são portáteis; você pode levá-los com você quando chegar a hora de fugir da adversidade. Curiosamente, a arte é mais valiosa do que o ouro em peso. Em alguma crise futura, quando o ouro tiver atingido US\$10.000 por onça, um Picasso especialmente valioso deverá valer US\$500.000 por onça. Essa não é a maneira mais estética de ver Picasso, mas é uma maneira de movimentar a riqueza maciça pelas fronteiras com o mínimo risco de ser descoberto. Não há necessidade de explicar o outro enquanto reserva de riqueza. O ouro tem cumprido essa tarefa com sucesso contínuo por cinco mil anos.

O aspecto da terra foi mais difícil de entender no início. A história está cheia de conquistas, saques e mudanças políticas. A terra pode ser perdida. No entanto, um bom título para a terra, uma vez estabelecido, é durável. Há milhares de refugiados cubanos na vizinhança de Miami que vão te mostrar títulos de propriedades nos antigos bairros ricos de Havana, que levaram com eles quando escaparam da tomada de poder comunista, em 1959. Essas casas foram ocupadas pelos funcionários do partido durante os últimos cinquenta e sete anos; algumas foram destruídas. No entanto, os refugiados ainda possuem os títulos, e eles, ou os seus descendentes, vão voltar um dia. Quando os Estados Unidos e Cuba normalizarem as relações, esses títulos não serão ignorados.

Um jovem nobre do século XVII, ouvindo os exércitos saqueadores que se aproximavam de sua mansão, poderia remover suas pinturas de suas molduras, guardar as telas em uma bolsa, assim como seu ouro e ir embora com ambos rapidamente. Meses depois, ele poderia voltar para a mansão, reclamar sua posse, empilhar seu ouro em uma mesa e pendurar sua arte na parede. Sua riqueza estaria intacta, enquanto a riqueza dos seus vizinhos tivesse sido, talvez, destruída.

Um ponto de vista interessante do século XXI sobre essa carteira milenar é que a terra, a arte e o ouro são não digitais. Eles não podem ser exterminados pelas quedas de energia, congelamento de ativos ou cyberbrigadas. Eles são imunes ice-nine.

O ouro em forma física, barras de ouro ou moedas, em armazenamento não bancário, é o coração de cada carteira. Dez por cento dos ativos investíveis são a alocação certa. O ouro não tem rendimento (não precisa – é dinheiro), mas a preservação da riqueza do ouro e a segurança são inigualáveis. Evite as chamadas moedas de ouro raras e antigas: o valor numismático é nulo; elas são absurdamente caras. Compre novas moedas ou barras diretamente da Mint dos EUA ou de um revendedor respeitável com baixas comissões.

O ouro é mais acessível do que a maioria percebe. Eu fui uma vez passageiro de um táxi em Las Vegas. Minha motorista, Valerie, perguntou

por que eu estava na cidade. Eu disse que estava lá para uma conferência sobre investimento. Isso levou a uma consulta sobre rodas. Como ex-motorista de táxi, sei que não há uma audiência mais cativa do que um passageiro. Valerie pediu conselhos de investimento, e fiz minha menção habitual a uma alocação de ouro de 10%. Num dado momento do caminho, eu disse a ela: “então, se você tiver um milhão de dólares, coloque US\$100.000 no ouro; se você tiver US\$100.000, coloque US\$10.000 no ouro, e assim por diante. Dez por cento é a quantidade certa”.

Ela disse: “Você deve estar brincando, tenho cinquenta anos e tenho dez mil dólares no meu nome; só isso”. Eu disse: “Tudo bem. Compre uma moeda de ouro, coloque num lugar seguro e aguarde. Essa é a sua segurança. Quando chegar a hora, o governo roubará seus dez mil dólares com inflação e impostos, mas você ainda terá o ouro”. Ela disse que faria isso, mas, de acordo com a minha experiência, os poupadores não seguem o meu conselho.

A terra é acessível para a maioria dos investidores. Os investidores podem possuir uma casa – um bom começo. Imóveis geradores de receita, seja de propriedades alugadas ou fazendas, produzem renda, além de preservarem a riqueza. Propriedades em locais atraentes para os futuros aposentados são um bom investimento *buy and hold*.

O ativo mais difícil de acessar é a arte. Os investimentos devem ser condicionados às artes nobres, sejam pinturas, desenhos, colagens ou escultura. A arte deve ter qualidade museológica, o que significa que o artista ou já tem algum trabalho em um museu ou é considerado um bom candidato, pelos curadores, para a aquisição.

O desafio com a arte de qualidade de museu é como comprá-la. Um multibilionário pode pagar US\$100 milhões ou mais por uma pintura conhecida de Picasso, o que não é uma opção aberta para a maioria dos investidores. Curiosamente, Picasso foi altamente produtivo, produzindo milhares de pequenas pinturas e esboços, juntamente com suas obras mais conhecidas. Algumas dessas peças podem ser compradas por US\$10.000 ou menos. Elas merecem uma segundo olhada.

A melhor maneira de investir em obras de arte de qualidade de museu por US\$1 milhão ou menos é por meio de um fundo bem estruturado e bem avaliado de arte. Nem todos os fundos de arte são criados da mesma maneira. Alguns são mal estruturados, com incentivos desalinhados. Alguns têm conflitos de interesse inerentes com os negociantes que os patrocinam. Mas outros fundos de arte são gerenciados sem conflitos com um bom alinhamento de interesse entre os patrocinadores e os investidores, e taxas razoáveis. Esses fundos podem ser difíceis de encontrar, mas eles estão lá fora.

Certamente, um terço, um terço, um terço de combinação de terra, arte e ouro é altamente estilizado. Essa mistura nunca poderá ser um portfólio completo; é preciso sempre de algum dinheiro. Também há espaço, em uma carteira padrão, para ações, títulos e alternativas sujeitas a uma seleção cuidadosa. Uma empresa familiar é um ativo que pertence a uma categoria separada. Das vastas explorações industriais da família Wallenberg, na Suécia, a uma lavanderia local ou pizzaria, uma empresa em atividade deve ser vista como única e independente, não pertencente a uma carteira de investimentos.

Para aqueles com experiência e conexões especiais, ser um investidor-anjo e fornecer capital inicial de risco para uma peça ou musical pode fazer sentido. Embora arriscados, esses investimentos não são cegos como o mercado de ações. São apostas ajustadas ao risco em relação à criação de riqueza genuína pelos empreendedores, inventores e aqueles com habilidades superiores na execução de um plano de negócios.

Os títulos de alta qualidade têm podem ajudar os investidores a atingir os seus objetivos. Títulos têm vencimento e cupons de juros definidos. Os investidores têm objetivos de longo prazo, como a educação de seus filhos, o cuidado parental ou a aposentadoria. Com alta qualidade de crédito e proteção contra inflação – o ouro é bom para isso –, pode ser construída uma escada de títulos para oferecer retornos cronometrados para atender às necessidades futuras. A escada de títulos é certamente um investimento *buy and hold*.

As ações de empresas listadas devem ocupar uma alocação relativamente pequena. Até a década de 1960, alguns estatutos estatais proibiam os fiduciários de comprar ações. As memórias da queda de 1929 ainda estavam frescas. O mercado de ações não era considerado melhor do que o covil bíblico dos ladrões. Até a década de 1970, as carteiras de seguros e pensões faziam seleção cuidadosa dos títulos, de modo a atender às devidas obrigações futuras com os beneficiários. Não antes da passagem da Lei de Proteção da Renda de Aposentadoria dos Assalariados Americanos (ERISA), de 1974, foram abertas as comportas para permitir o fluxo dos fundos das contas fiduciárias em ações. A Wall Street foi a mão não tão escondida atrás da ERISA, dos 401(k), dos fundos mútuos, das renúncias de conflito e das numerosas extensões desde então, tudo projetado para normalizar e ampliar o escopo para os investimentos em ações de risco que deveriam ser contas de preservação de riqueza conservadoramente administradas. A preocupação de Wall Street é com as suas comissões, não com os seus ninhos de ovos.

Os fundos de capital privado devem ser evitados pela falta de transparência, altas taxas e desalinhamento de interesses. Os acordos de capital privado começam como uma expedição de pilhagem direcionada aos acionistas anteriores de empresas-alvo. Em seguida, as empresas-alvo são saqueadas por meio de taxas especiais, dividendos preferenciais e termos carinhosos para os gestores dos fundos. Os supostos ganhos são obtidos com a alavancagem, outra forma de saque quando os negócios ocasionalmente se depreciam, deixando os bancos com empréstimos ruins, embora essa seja realmente uma questão de um bando pirata atacando outro. (Se os bancos caírem em aflição, os fundos dos contribuintes estão disponíveis para resgates, outra forma de saque). Finalmente, os investidores de fundos de capital privado são saqueados, porque seus gestores almejam rendimentos aceitáveis, semelhantes aos títulos, que dificilmente compensam os riscos do tipo de ações. Todos os altos retornos disponíveis por meio de alavancagem são deslocados pelos gestores dos fundos em vez de serem direcionados para os investidores. Como um golpe de misericórdia, os gerentes do fundo reivindicam o tratamento de imposto

sobre os ganhos de capital, em relação às taxas de administração veladas, então, os contribuintes comuns são saqueados novamente. É por isso que os peritos em fundos de capital privado são bilionários que vivem em propriedades ao estilo latifúndio, perto de Telluride, Colorado, e Jackson Hole, em Wyoming. Não há nenhuma razão para você facilitar a pilhagem ou ser uma vítima.

Os fundos de *hedge* são um caso desafiador. Eles funcionam na teoria, não na prática. Os fundos de *hedge* visam a produzir retornos reais ajustados ao risco, conhecidos como alfa. Isso é feito por meio do momento de mercado, estratégias de longo prazo e arbitragem. Os investidores que desejam ações de longo prazo enfrentam quebras periódicas e longos mercados em baixa para desfrutar de espetaculares mercados em alta. O problema é que podemos não viver tempo suficiente para recuperar as graves perdas ou podemos ser vendedores forçados nas baixas de mercado. Os fundos de *hedge* têm o propósito de superar as carteiras de longo prazo. Caminhos para superação – momento de mercado e estratégias de longo prazo – são fáceis de descrever, mas o talento real é difícil de encontrar.

Perceber o momento de êxito do mercado é uma capacidade rara obtida, normalmente, apenas com informação privilegiada. Há informações privilegiadas legais – o tipo que você obtém sozinho –, mas a tentação de buscar informações ilegais é a razão pela qual muitos gestores antigos desses fundos estão atrás das grades. O momento de mercado bem-sucedido (e legal) requer análises criativas – sempre raras – e modelos não convencionais – ainda mais raros. Apenas um punhado de gestores oferece ambos, e eles não estão muitos aos olhos do público.

As estratégias de posição longa baseadas nos fundamentos das ações são mais acessíveis. Alguns setores de ações normalmente superam outros. Nos estágios iniciais de uma expansão, as ações mais arriscadas em tecnologia e ciências biológicas são boas apostas. Nos estágios intermediários de uma expansão, as ações de baixa capitalização se recuperam e podem ter ótimo desempenho. Nos últimos estágios de uma expansão, um retornar aos serviços subvalorizados e

produtores de bens de consumo não duráveis fará bem aos investidores. Passar de uma categoria para outra no momento certo é conhecido como rotação do setor, comumente praticado em Wall Street. Um gestor de fundos de *hedge* pode adquirir ações longas que prometem se superar e encurtá-las devido à baixa performance. Dessa forma, os gestores ampliam os ganhos da rotação do setor e criam uma barreira neutra de proteção aos choques no mercado. Michael Belkin é um mestre antigo nisso; há alguns outros, mas não muitos. O problema é que os gestores de ações de curto prazo não percorrem o caminho. Eles se amontoam nas negociações bola da vez e são esmagados quando a roda RORO (risk-on, risk-off) gira com base nos macrocatalisadores desconectados da análise fundamental de garantias que os gerentes aprenderam na escola de negócios.

A arbitragem é uma estratégia de longo prazo aplicada matematicamente às ações, obrigações, *commodities* e moedas. Se feita corretamente, ela funciona em todas as condições de mercado. A arbitragem se baseia no valor relativo. Duas obrigações, processadas pelo mesmo mutuário com risco de crédito idêntico e maturidades semelhantes devem, teoricamente, ser negociadas com rendimentos semelhantes, até o vencimento. Frequentemente, elas não são, porque as instituições têm preferência de liquidez por uma obrigação em vez de outra, com base no fato de que um dos títulos é mais recentemente emitido e mais ativamente negociado. Os arbitragistas podem comprar o vínculo que seja “barato”, vender a obrigação que seja “cara” e, então, segurar-se e esperar que os preços converjam (isso vai acontecer na maturidade, se não antes), conquistando um *spread* relativamente livre de risco.

A arbitragem pode ser aplicada a outras categorias de ativos baratos e caros, embora, quanto menor a similaridade entre os dois, maior o risco de que os *spreads* percebidos não converjam como esperado. Na medida em que dois instrumentos em uma operação de arbitragem têm baixa volatilidade e risco de crédito, o mercado pode ser considerado relativamente livre de risco e ampliado com alavancagem para sintetizar a volatilidade S&P com um maior retorno esperado.

A falha nessa teoria pura da arbitragem sem risco é que, no pânico, a variedade de preços pode aumentar antes deles convergirem. Um jogador alavancado será sacrificado com as chamadas perdas de marcação ao mercado antes de alcançar a terra prometida da convergência. O sucesso na arbitragem também deriva do momento de mercado.

Na verdade, todo alfa resulta do momento de mercado, e a única fonte consistente de momento de mercado é a informação privilegiada. Isso foi demonstrado pelo nobelista Robert C. Merton em um artigo sombrio de 1981, “Sobre o Momento de Mercado e a Performance de Investimento. I. Uma teoria do equilíbrio do valor para as previsões do mercado”. A informação privilegiada vem tanto do roubo, que é ilegal, quanto de uma habilidade analítica superior, que é perfeitamente legal, mas rara.

Em 10 de setembro de 2009, eu testemunhei sob juramento, perante o Congresso, sobre o papel dos modelos de gerenciamento de risco na crise financeira de 2008. Uma outra testemunha amiga foi Nassim Taleb, célebre autor do livro *A Lógica do Cisne Preto*. Na audiência, Taleb e eu dissemos que o modelo de compensação de Wall Street de “cara eu ganho, coroa você perde” foi um fator contribuinte para a quebra. Nós testemunhamos que os banqueiros foram excessivamente pagos e incentivados a ter um comportamento negligente. Um membro do Congresso simpatizante do livre mercado nos criticou e nos disse que nossas propostas para limitar os pagamentos impediriam Wall Street de atrair “talentos”. A resposta de Taleb foi impagável: “Que talento? Essas pessoas destruíram dez trilhões de dólares de riqueza”.

Taleb estava certo. A maioria dos negociantes de Wall Street não é supertalenta. Fugir de um banco de investimento para um fundo de *hedge* não melhora o talento do negociante; apenas muda o modelo de compensação em favor do negociante. Ainda assim, há um pequeno número de fundos de *hedge* gerenciados pelos negociantes altamente talentosos, que usam macro estratégias globais de longo prazo e a arbitragem. Eles valem o que cobram, mas são difíceis de ser encontrados.

A superestrutura de uma carteira sólida em qualquer condição climática, para preservar a riqueza no próximo colapso e minimizar um congelamento de ativos ice-nine, parece-se com isto:

- Ouro físico e prata, 10% (moedas e barras, sem numismática)
- Dinheiro, 30% (alguns em notas físicas)
- Bens imobiliários, 20% (rendimento produtivo ou agrícola)
- Fundo de Obras de Arte, 5% (apenas com qualidade de museu)
- Investimento-anjo e capital de risco inicial, 10% (FinTech, recursos naturais, água)
- Fundos de *hedge*, 5% (macro global, patrimônio próprio longo e curto ou arbitragem)
- Títulos, 10% (apenas os soberanos de alta qualidade)
- Ações, 10% (recursos naturais, mineração, energia, serviços públicos, tecnologia apenas)

Um negócio de família não deve ser computado em ativos disponíveis. Ele deve ser mantido fora dessa carteira. Todos esses ativos, exceto o dinheiro, as ações e os títulos, podem ser mantidos pelo título direto, na forma física ou contratual, sem a dependência dos bancos, corretores, bolsas ou registros digitais. Esses ativos não podem ser cortados. Alguns são ilíquidos. A maioria está imune ao bloqueio do ice-nine. Essa alocação oferece proteção contra as inflações, a deflação e os pânico.

Importante, os investidores devem ser vigilantes e ágeis. Chegará o momento em que a alocação de caixa precisará ser rapidamente transferida para outra categoria, talvez terra, ouro ou arte. Do mesmo modo os títulos podem precisar ser vendidos quando a inflação subir. Essa não é uma carteira “ajuste e esqueça”. Ainda assim, é um bom ponto de partida para tempos incertos.

Acima de tudo, os investidores devem estudar a história. Não há nada no horizonte que não tenha acontecido antes, mas há muita coisa que não aconteceu ultimamente. A memória é curta. Os psicólogos

têm demonstrado que o comportamento humano superestima a experiência recente. Wall Street confia nesse viés moderno para roubar os investidores, executando a mesma cartilha em intervalos de dez anos. P. T. Barnum disse: “Um otário nasce a cada minuto”. O corolário moderno é que os otários têm memória curta. Wall Street depende disso.

A leitura é uma ótima maneira de estudar história, e viajar também. Melhor ainda, leia sobre um lugar histórico, então, vá lá. Antes de estruturar uma carteira, faça uma visita à Cidade Eterna. Se organize para ver o Palazzo Colonna por dentro. Enquanto você admira as galerias e os alojamentos privados, atravessa os pisos de mármore e contempla as molduras douradas, todas ainda pertencentes à mesma família, após novecentos anos, pergunte-se como eles fizeram isso.

A família Colonna permanece rica após sobreviver a guerras, pragas, revoluções, pilhagens e aos estragos do tempo. A sobrevivência não tinha a ver com os ativos. Os Colonnas estavam profundamente envolvidos com a política romana e a Igreja. Os amigos no tribunal de Habsburg provaram ser úteis em conjecturas cruciais.

Outros também tinham amigos na corte e não sobreviveram tão bem. A diferença entre o mero dinheiro e a riqueza dinástica é profunda. No Palazzo Colonna, você vê a diferença a todo o redor.

EM 11 DE FEVEREIRO DE 2015, NUMA NOITE IMPLACAVELMENTE FRIA, EU PARTICIPEI DE UM debate formal diante de uma plateia em um teatro próximo à Broadway, no Upper West Side, em Manhattan. O tema do debate era como uma arma carregada: “Ferrem-se os Declinistas: Apostem na América”. A intenção era provocar pontos de discussão sobre se os Estados Unidos ainda estavam em ascensão ou se eram uma potência em declínio. Havia dois oradores de cada lado do debate, os que acreditavam no declínio e os que acreditavam na ascensão. Eu e minha parceira defendíamos o declínio, o que nos deixou em apuros, literalmente, antes de entrarmos no palco e essa não é a melhor maneira de se começar uma noite.

Minha companheira de debate era uma brilhante escritora canadense e membro do Parlamento, Chrystia Freeland. Em oposição a nós, estavam Josef Joffe, editor da *Die Zeit*, a principal revista de notícias da Alemanha, e Peter Zeihan, um consultor geopolítico, membro de um grupo que fundou o Stratfor, o serviço de inteligência privado. O moderador era John Donovan, um afiado e experiente correspondente internacional da ABC News.

O público votou acerca do tema antes do debate. O formato, então, era de três rodadas de apresentação, intercaladas com um diálogo informal e as perguntas do Donovan. No final, o público votou novamente. Um vencedor foi escolhido, não pela maioria, mas em função da equipe que havia mudado o maior número de mentes.

O argumento de Joffe era objetivo. Os críticos argumentaram o declínio dos EUA por décadas, e estiveram invariavelmente errados. Em 1957, os Estados Unidos entraram em pânico com o satélite soviético Sputnik, que pressagiou uma conquista comunista do espaço. Na ver-

dade, o Sputnik era pouco mais do que uma esfera de liga de aço do tamanho de uma bola de basquete, com um transmissor que morreu depois de algumas semanas. Doze anos depois, os Estados Unidos levaram o homem à Lua, um feito nunca igualado por outra nação. O choque causado pelo Sputnik dinamizou a educação científica nos EUA e levou diretamente aos avanços nos computadores, à miniaturização e às telecomunicações. Os Estados Unidos deveriam ter dito “obrigado” aos soviéticos pelo lançamento do Sputnik. Na opinião de Joffe, os Estados Unidos sempre ganham no final.

Joffe começou, então, uma ladainha sobre outros desafios ao poderio americano que falharam tão rapidamente quanto o Sputnik. Na década de 1960, John F. Kennedy foi eleito presidente por causa do medo generalizado de uma suposta brecha de mísseis em relação à União Soviética. Na década de 1970, temia-se que o petróleo árabe comprasse todas as terras agrícolas dos Estados Unidos. Na década de 1980, o Japão dominou a tal ponto que haviam dito que os terrenos do Palácio Imperial em Tóquio valiam mais do que todo o estado da Califórnia. Na década de 2000, a China era um mastodonte que deixaria os Estados Unidos para trás com sua mão de obra barata e as suas elevadas taxas de poupança.

No entanto, as ameaças soviéticas, árabes e japonesas se evaporaram, e a China falhou em tempo real. Os Estados Unidos eram o número um e permaneceriam assim, apesar das ansiedades dos americanos.

O argumento de Zeihan era menos histórico e mais classicamente geopolítico. Ele articulava o destino demográfico dos Estados Unidos e interligava as vantagens geográficas. Zeihan mostrou que a Europa e a China estavam em grande declínio demográfico, que suas populações estavam envelhecendo e passando de coortes altamente produtivas para coortes menos produtivas, uma severa limitação no crescimento. A Rússia e o Japão estavam em pior estado; ambos haviam ultrapassado o ponto da capacidade reprodutiva agregada. Os declínios populacionais russo e japonês eram irreversíveis; ambas as nações estavam destinadas a desaparecer em irrelevância econômica. Das principais

economias, somente os Estados Unidos possuíam a combinação certa de dados demográficos e imigração para fornecer crescimento populacional suficiente para também produzir o crescimento econômico.

Zeihan também explicou as vantagens econômicas do transporte hídrico em relação ao de caminhões. Os EUA tinham, de longe, o maior e o mais extensivamente distribuído sistema de rios e vias intracostais navegáveis para facilitar o transporte barato dos produtos agrícolas, energia e bens manufaturados. Não apenas os oceanos Atlântico e Pacífico tornaram os Estados Unidos invulneráveis à invasão pelo leste ou oeste, mas uma fronteira amigável com o Canadá e com os desertos e montanhas do México os fazem igualmente invulneráveis ao ataque pelo norte ou pelo sul. Nenhum outro país tinha fronteiras tão seguras e tanta capacidade de criação de capital dentro dessas fronteiras. Caso encerrado.

Minha parceira, Chrystia Freeland, propôs uma crítica baseada não na proeza tecnológica ou geopolítica, mas na justiça social. Ela descreveu como a classe média nos Estados Unidos foi encolhida até quase desaparecer. Nem mesmo uma maré crescente levantaria todos os barcos; em vez disso, os ricos ficaram imensamente mais ricos, enquanto os pobres ficaram desesperados. Os Estados Unidos foram divididos entre uma elite que frequenta as faculdades da Ivy League e ambiciona empregos nos bancos de Wall Street e uma subclasse incapaz de ler. Os que ficaram no meio estão endividados com hipotecas e empréstimos estudantis e têm os salários reais reduzidos como resultado da globalização e da dinâmica o *vencedor-leva-tudo* da competição do século XXI. A polarização política surgiu da polarização econômica, como a noite segue o dia. A divisão era vista diariamente na mídia, nas pesquisas e no processo político. Uma divisão e decadência parecidas destruíram os sistemas representativos, da República Romana à Alemanha de Weimar. Agora, a divisão definia os Estados Unidos.

Eu era o último debatedor no pódio. Eu disse que nossos oponentes estavam certos. Joffe estava certo de que os relatórios anteriores sobre a morte dos Estados Unidos haviam sido exagerados. Zeihan tinha ra-

zão de que os recursos e a demografia dos Estados Unidos lhes davam vantagens em longo prazo sobre os rivais. Isso foi fácil de admitir.

Minha linha de ataque foi de que cem anos é um quadro muito estreito para entender o colapso. A história é abundante nas quedas repentinas dos reinos, sistemas sociais essencialmente complexos que se estabeleceram por séculos. Uma perspectiva mais longa era necessária para entender o declínio americano.

Um observador da batalha de Hastings, ao amanhecer, presumiria que o rei inglês Haroldo II triunfasse – ele tinha uma força maior, um terreno mais alto e a vantagem de um campo conhecido. Essa visão teria sido reforçada no final da manhã. Os arqueiros de Guilherme, o Conquistador, não conseguiram causar dano decisivo. À tarde, as linhas de Haroldo II permaneceram firmes contra as repetidas investidas de Guilherme. À medida que o anoitecer se aproximava, Haroldo II tinha apenas que aguentar um pouco mais. As forças de Guilherme, sem esperança de reabastecimento, poderiam e deixar Haroldo II e sua prole no trono inglês. Então, Guilherme disparou um novo ataque utilizando estratégias paralelas. As linhas inglesas, de repente, se romperam. Haroldo II e seus mais próximos adeptos foram mortos. Guilherme tomou o trono da Inglaterra. O colapso do reino de Haroldo II veio rápida e inesperadamente. Essa é a natureza da complexidade.

A complacência de Joffe com o sucesso americano não diminuiu minhas preocupações sobre uma invertida repentina. Sua pequena fatia de história era um alicerce insuficiente. Joffe estava concentrado em Haroldo II ao meio dia. Eu avaliava Guilherme ao entardecer.

A visão de Zeihan também não considerou a ameaça real para os Estados Unidos. Sua história e sua geografia eram inabaláveis. Ainda assim, ninguém espera por aterrisagens anfíbias na costa de Jersey ou tropas mexicanas armadas avançando pelo Arizona. Os Estados Unidos estavam a salvo dessas ameaças, mas não eram elas que importavam. Em 1º de março de 2016, o almirante Michael S. Rogers, diretor da Agência de Segurança Nacional e comandante do Comando Cibernéti-

co dos EUA, disse: “É apenas uma questão de... quando... veremos um Estado-nação, um grupo ou um único ator se engajar num comportamento destrutivo contra a infraestrutura crítica dos Estados Unidos”. Os oceanos de Zeihan não manterão os Estados Unidos seguros de mísseis, satélites e vírus de computador.

A opinião de Zeihan de que a rede de transporte por água dos Estados Unidos é uma fonte enorme de criação de capital também estava correta. Ainda assim, de que vale a criação de capital se o capital é desperdiçado por meio de uma política pública ineficiente e corrupta? Os benefícios colhidos da generosidade da natureza dos Estados Unidos são repetidamente desperdiçados nas bolhas de ativos e nas especulações permitidas pelas políticas de taxa de juros do Fed. A riqueza dos Estados Unidos é desviada para alguns, ao invés de ser compartilhada entre muitos.

No pré-debate, pensei em recitar a triste ladainha da dívida e dos deficits que minam o futuro dos Estados Unidos. Seria fácil listar as projeções do Congresso sobre a relação dívida-PIB dos EUA, a próxima insolvência da Segurança Social, o patético crescimento da atual recuperação em comparação com as sólidas recuperações dos anos 50 aos anos 90, o declínio da participação da força de trabalho, a estagnação dos salários reais, a crescente desigualdade de renda, e muito mais. Essas tendências não são mais do mesmo que Joffe relatou. Essas tendências são novas e ameaçadoras.

No evento, eu tive uma abordagem diferente, mais teórica. Eu não postulei um declínio longo, lento. Meu aviso foi sobre o declínio instantâneo, o que eu chamo neste livro de colapso catastrófico. Esse tipo de declínio fez com que os casos de Joffe e Zeihan fossem irrelevantes. Os Estados Unidos poderiam ter as melhores perspectivas em 2025, com base nas tendências comparativas. O que eu pretendia dizer era que nós não iríamos chegar tão longe.

O colapso poderia vir mais cedo, com consequências tão profundas que uma vantagem demográfica sobre a Rússia ou o Japão não seria

relevante. Os Estados Unidos poderiam ter mais pessoas para recolher os cacos; o vaso ainda estaria quebrado.

Eu forneci à plateia uma explicação simplificada do modelo de complexidade, usando o próprio público para mostrar como alguns participantes em pânico poderiam fazer todo o público entrar em pânico e fugir. O medo é contagioso, como um vírus. Meu próximo objetivo foi mostrar que, à medida que um sistema cresce de forma linear, a instabilidade do sistema cresce exponencialmente.

Mostrei que o risco sistêmico cresceu exponencialmente pela concentração de ativos bancários, o crescimento de derivativos e o aumento da densidade por meio de *swaps* de ativos, alavancagem e bancos paralelos. Eu desafiei o público a ver como um colapso sistêmico não só era possível, mas inevitável. Será o maior colapso da história, porque começa em uma escala maior.

Para completar o caso dos Estados Unidos em declínio, eu descrevi o que aconteceria no próximo colapso. O Fed seria incapaz de imprimir dinheiro, como fez nas crises passadas, porque seu balanço continua inchado. Outros US\$4 trilhões de dinheiro, em cima de US\$4 trilhões já impressos, desde 2008, poderiam forçar a confiança para além do ponto de ruptura. A liquidez de emergência virá do FMI sob a forma de SDR. Um resgate do FMI implicaria um maior controle do sistema monetário internacional por China, Rússia e Alemanha. Esse desenlace da hegemonia do dólar iluminaria o declínio americano tão decisivamente quanto Bretton Woods acabou com o Império Britânico.

Quando eu mencionei os SDR, alguém na plateia riu alto. Não dá para dizer se a risada foi em virtude de algo ridículo, de ataque de nervos ou do choque do reconhecimento.

Tendo levado o público à teoria da complexidade, da escala e das consequências do colapso, concluí o meu caso para os Estados Unidos em declínio. Eu confiei que a plateia fosse perceber que isso tudo aconteceu antes, e que iria acontecer novamente.

A teoria da complexidade é um guia para o futuro, mas não há guia maior do que o passado. Aproximadamente a cinquenta metros da costa sul da Turquia, perto de um lugar chamado Uluburun, ocorreu uma das mais importantes descobertas arqueológicas já feitas. Sessenta metros debaixo d'água estão os destroços de um navio confiavelmente datado de 1300 a.C., com sua carga espalhada pelo local. O naufrágio foi descoberto por um mergulhador local, Mehmed Çakir, que avisou as autoridades.

As autoridades providenciaram que arqueólogos especialistas explorassem o naufrágio em expedições de mergulho a partir de 1984. O que os mergulhadores descobriram foi uma mistura de comércio, cultura e economia coletada das civilizações interconectadas do final da Idade do Bronze. Eles encontraram evidências de uma complexidade financeira de 3.300 anos que não seria estranha aos investidores de hoje.

A carga incluía dez toneladas de cobre e uma tonelada de estanho que poderiam ser misturados para fabricar armas de bronze. Também foram encontrados materiais preciosos, como ébano, marfim, ouro, lingotes de vidro azul cobalto e âmbar. Entre as armas, estavam espadas, lanças e punhais. Os alimentos da carga incluíam figos, azeitonas e uvas. O achado mais espetacular foi um escaravelho de ouro com o nome da rainha egípcia Nefertiti.

O que mais impressionou os arqueólogos foi a origem da carga. O cobre vinha do Chipre e o estanho, da Turquia. O âmbar vinha da área do Mar Báltico, a mais de dois mil quilômetros de distância. Os lingotes de vidro azuis cobalto estavam ligados ao Egito, onde eram altamente valorizados. Os alimentos originavam-se das áreas que hoje compõem Israel e Síria. O que emergiu é uma versão antiga do atual sistema globalizado de comércio e finanças.

O navio naufragado fazia parte de um comércio costeiro do Mediterrâneo Oriental que usava o vento oeste ao longo da costa africana e o leste, ao longo da costa turca, para realizar um circuito anti-horário pelas terras hoje conhecidas como Egito, Síria, Chipre, Turquia e Grécia.

A carga revelou uma rede de comércio mais extensa, que se estendia do Mar Báltico, no norte, ao Sudão, no sul, e do Rio Indo, no leste, à Espanha, no oeste – mais de 25 milhões de quilômetros quadrados. A riqueza, a sofisticação e a densidade dessa rede são difíceis de compreender, mesmo hoje. Então, de repente, ela entrou em colapso.

O colapso da civilização da Idade do Bronze, por volta de 1200 a.C., um século após o naufrágio em Uluburun, veio com surpreendente rapidez. Num período de cinquenta anos, quase todos os principais reinos e impérios se desintegraram.

O colapso não afetou apenas uma cultura, mas todas – hititas, egípcios, micênicos, mesopotâmicos, e outros caíram no caos. As cidades queimaram, o comércio desapareceu, os invasores chegaram e a riqueza foi perdida. Os cidadãos fugiram para as aldeias e abandonaram a complexidade da vida urbana para adotar estilos de vida agrários. Foi o início de uma era que durou trezentos anos, até a ascensão de Atenas e de Roma.

O colapso da Idade do Bronze e a ascensão da idade das trevas, há 3.000 anos, se assemelham ao colapso mais conhecido do Império Romano e à subsequente idade das trevas, há cerca de 1.500 anos. O que esses colapsos gêmeos nos ensinam é que a civilização não é linear, é cíclica. A sociedade não fica infinitamente mais rica e sofisticada. Periodicamente, as coisas entram em colapso. Não é o fim do mundo. É o fim de uma era.

A Idade do Bronze e os colapsos romanos ocorreram com uma diferença de 1.500 anos. Faz 1.500 anos desde o último colapso. Outra catástrofe está em andamento?

É difícil saber. Pode-se dizer que a complexidade de uma civilização é a causa do seu próprio colapso. Numa sociedade estratificada, as elites exigem mais insumos para manter sua posição privilegiada. Nas sociedades antigas, esses insumos eram tributos, impostos, trabalho forçado, escravidão e os despojos de guerra. Nas sociedades pós-industriais, esses insumos são energia e dinheiro. Quando a energia baseada no carbo-

no é escassa, nós fazemos uma perfuração mais profunda e nos locais mais remotos. Procuramos substitutos, como a energia nuclear. Quando o dinheiro se torna escasso, imprimimos mais ou buscamos substitutos, tais como *swaps* e SDR. A escala societal aumenta. A instabilidade cresce exponencialmente. A complexidade gera a complexidade.

Os colapsos da civilização da Idade do Bronze e da Roma antiga não foram monocausais. As interligações que erguem uma civilização durante sua ascensão aceleram sua ruína. Revoltas contra os impostos em partes de um império podem incitar invasões bárbaras. A invasão interrompe as rotas de transporte, o que corta, no fim, o fornecimento de alimentos. O comércio, ao longo da rota, murcha, o que prejudica os arredores muito mais do que os invasores, e assim por diante.

Os historiadores podem identificar um desses fatores – impostos, invasão, transporte, comércio – e apontar para ele como a causa da ruína da civilização. Na verdade, todos os fatores foram as causas, porque todos estavam fortemente conectados em uma rede. Uma vez que uma rede é perturbada, os nós morrem por razões aparentemente exógenas. Mas os nós realmente se desfazem porque a energia da rede, como a indústria, o comércio ou o dinheiro, é restringida. A interrupção torna cada nó vulnerável aos fatores exógenos anteriormente fracos, que, de repente, se tornam fatais.

As redes perdidas da civilização eram tão densamente conectadas como as que existem hoje. Uma imensa quantidade de energia, em todas as suas formas, é necessária para manter um sistema complexo. Esses insumos de energia, sob a forma de dinheiro, foram sintetizados usando crédito e derivativos, em vez de dinheiro representando a riqueza real. As novas redes não são sustentáveis porque o dinheiro sintético é baseado na confiança e no que os economistas chamam de ilusão do dinheiro, ambos vulneráveis a mudanças repentinas de percepção. A escala de hoje da rede significa que quando o colapso chegar ele possuirá uma força destrutiva sem precedentes.

Cada debatedor tinha dois minutos para os argumentos conclu-

sivos. Joe e Peter recapitularam seus temas positivos. O carinho de Chrystia pelos oprimidos da sociedade ficou claro. Depois do meu principal argumento sobre as prováveis sequências diretas da dinâmica do sistema complexo, optei por um exemplo mais grosseiro do declínio do mundo real.

Eu perguntei ao público quantos haviam vindo a pé para o teatro naquela noite. Eu sabia que alguns tinham feito isso; o teatro fica em um bairro animado. Eu inferi que aqueles que vieram a pé para o teatro tinham chegado sem nenhum incidente. Foi um bom palpite. Nova York é a grande cidade mais segura do mundo; as taxas de criminalidade caíram consideravelmente desde a década de 1990.

Eu disse que se o teatro estivesse no Brooklyn, a poucos quilômetros de distância, e a plateia andasse até lá do bairro de Bedford-Stuyvesant, sua caminhada não teria sido livre de risco. Para os moradores de Bedford-Stuy, uma caminhada sem preocupação não é uma conclusão óbvia. Havia uma chance de a polícia agredir você, esmagar seu rosto contra uma parede, algemá-lo e colocá-lo forçosamente em um carro de polícia, enquanto uma quota de outros inocentes era enquadrada. Depois de vagar por horas, a carga humana seria despejada em uma delegacia para uma revista completa. Essa tática de revista é chamada de “parar e revistar”. Na realidade, ela funciona como “esmagar e saquear”.

Uma revista parece sensato. Em uma vizinhança perigosa, um transeunte que se enquadra em um perfil é parado e revistado. Se alguma arma for encontrada, a pessoa é presa. Se não, ela tem permissão para seguir o seu caminho. Isso pode ser inconstitucional, mas a maioria dos nova-iorquinos, especialmente o público do lado oeste, fecha os olhos para a conduta extrajudicial se ela conseguir retirar as armas da rua e manter Nova York segura.

Como acontece em todo pacto com o diabo, o diabo ganha. Revistar alguém se transformou em uma operação de testes experimentais com metas de receita para ajudar Nova York a cumprir o seu orçamento. Raramente armas são encontradas. Cada vez mais, uma vítima inocente

recebe uma intimação baseada numa acusação inventada, como bloquear a calçada, às vezes, à 1h da manhã, quando as calçadas estão literalmente vazias.

A vítima é obrigada a comparecer ao tribunal. Os defensores públicos são designados. As vítimas pagam rotineiramente multas de US\$250 porque os custos de manutenção da inocência são muito grandes. As multas vão para o orçamento da cidade para ajudá-la a evitar ir à falência. O sistema equivale a um imposto sobre ser pobre, negro, migrante ou apenas estar no lugar errado, na hora errada.

A um quilômetro de Bed-Stuy está a sede da JPMorgan, uma das empresas mais corruptas da história. A JPMorgan e os seus membros, incluindo o Citibank, a Goldman Sachs e o Bank of America, pagaram coletivamente mais de US\$30 bilhões em multas, penalidades, restituições, custos de conformidade e desvinculação, desde 2009, ligados a diversas reivindicações civis e criminais. Essas reivindicações incluem fraudes de títulos e manipulação dos mercados das taxas de juros, câmbio, moeda estrangeira, energia, prata e ouro. Novas queixas continuam surgindo.

Nenhum executivo desses bancos foi acusado de qualquer crime. O Departamento de Justiça dos EUA absteve-se das acusações criminais por medo de consequências colaterais, incluindo uma corrida ao banco cujo dirigente foi acusado. As vítimas inocentes em Bed-Stuy também sofrem consequências colaterais, incluindo a perda de postos de trabalho, multas inaceitáveis e o estigma de uma condenação. Ninguém se importa.

A injustiça sempre existiu. Os pobres estão sempre em desvantagem em relação aos ricos quando se trata de se defender em um tribunal. Ainda assim, o que está acontecendo hoje – não apenas em Nova York, mas em todo os Estados Unidos – é novo. Não é mera injustiça, ela está institucionalizada, é a injustiça sistemática, apoiada pelas armaduras e táticas militares. A injustiça é impulsionada não apenas pela má-fé, mas pela necessidade de dinheiro. O sistema agora se alimenta

de si mesmo, incapaz de pagar por suas necessidades. As contribuições excedem as os resultados, os retornos marginais são negativos. A extração da riqueza substituiu a criação da riqueza como uma maneira de progredir. Esse é o fim de um sistema dinâmico complexo que chegou a um ponto em que não há retorno.

Joffe e Zeihan não estavam errados, ainda assim, eles não entenderam a ideia sobre o declínio americano. O declínio não é material, mas social, como Chrystia explicou. Eu deixei claro que os inimigos dos Estados Unidos não iriam atacar pela terra ou pelo mar, mas com o ouro e os processadores de dados. Nós apontamos os inimigos internos – a ganância, as egoístas elites e a incompreensão do risco sistêmico.

Então, o debate terminou. A plateia votou; a complacência venceu.

Os Estados Unidos não estavam em declínio, pelo menos no que se refere ao Upper West Side de Nova York. Chrystia e eu parabenizamos Joe e Peter. Nós deixamos o local em limusines para irmos a um jantar VIP, em uma cobertura próxima. A bolha da elite estava intacta, pelo menos durante uma noite.

Este livro é o terceiro volume de um quarteto planejado sobre o futuro do sistema financeiro internacional e as suas implicações para os investidores. Esse plano e este livro não existiriam sem o apoio e o encorajamento da minha super agente, Melissa Flashman, e do meu editor, Adrian Zackheim. Obrigado, Mel e Adrian; vamos manter essa coisa boa acontecendo.

Os filmes são uma arte colaborativa, com centenas de mãos invisíveis por trás de cada um. Os livros não são diferentes. Os autores obtêm o crédito, contudo, eu nunca escrevi um manuscrito que não tivesse sido substancialmente melhorado pela boa edição. Tenho a sorte de ter dois editores soberbos comigo a cada passo do caminho, Niki Papadopoulos, editora executiva da Portfolio/Penguin, e o editor independente, Will Rickards. Niki e Will tiveram abordagens diferentes, e eu me beneficieei de ambas. Leah Trouwborst proporcionou uma direção editorial valiosa pela qual estou realmente grato, e Bruce Giffords gerenciou a edição de produção com paciência e uma refinada habilidade profissional.

Às vezes, o maior desafio de um escritor não é escrever, mas encontrar tempo para escrever. Não tenho nada além de admiração e gratidão pelos talentos organizacionais da minha gerente de negócios e assessora de mídia, Ali Rickards. Sem sua capacidade de filtrar e priorizar os pedidos da mídia, meu horário estaria à deriva, como uma folha no oceano. Com ela, as coisas são realmente feitas.

Uma das referências deste livro é uma recapitulação do método analítico usado pelo economista e banqueiro Felix Somary, como descrito em seu livro de memórias, *The Raven of Zurich*. Sou imensamente grato aos meus amigos vienenses, Ronni Stoeferle e Mark Valek, por

me chamarem a atenção para a obra de Somary. O livro está fora de catálogo há mais de trinta anos e duvido que eu tivesse o encontrado sem a indicação de Ronni e Mark. Ele se provou útil, indiscutivelmente.

Gostaria que John Makin estivesse conosco para receber os meus agradecimentos pessoalmente. Infelizmente, ele faleceu enquanto eu completava o primeiro rascunho deste livro. Ele foi uma influência poderosa para mim como economista, mentor e, acima de tudo, amigo. Os jantares em Darien e Georgetown, organizados por sua brilhante esposa, Gwendolyn van Paasschen, juntamente com a nossa amizade e os bate-papos individuais em Nova York, serviram para iluminar e ajudar a organizar as minhas próprias visões amorfas.

John tinha uma extraordinária capacidade de prever as crises financeiras e as recessões, começando com seu livro clássico, de 1984, *The Global Debt Crisis (A Crise Global da Dívida, em tradução livre)*. Esse livro estava décadas à frente de seu tempo ao descrever a relação entre a dívida excessiva e o crescimento ineficaz. Ele foi o primeiro notável economista a alertar sobre a recessão de 2007, que se tornou o pânico de 2008. John foi um digno sucessor de Felix Somary, com a sua capacidade de sintetizar a economia, os bancos e os mercados. Nós sentimos muito a sua falta.

Minha família me mantém com os pés no chão e faz a mediação entre a necessidade de solidão do escritor e a necessidade de contato. Todo o meu amor e profundo apreço vão para a minha esposa, Ann, e a nossa família ainda em crescimento, para o Scott, Dominique, Thomas, Sam, James, Ali, Will, Abby e os adoráveis cachorrinhos filhotes, Ollie e Reese.

Todos os mencionados, e outros que não foram, contribuíram para os méritos deste livro. Qualquer erro é somente meu.