

ESFORÇOS E REFORÇOS: COMPOSIÇÃO DAS RESPOSTAS NACIONAIS À CRISE DE 2008 NOS EUA E ALEMANHA

Diogo de Carvalho Antunes Silva
Universidade Federal de Juiz de Fora
Graduando em Ciências Sociais
diogocantunes@bol.com.br

Heitor de Andrade Carvalho Loureiro
Universidade Federal de Juiz de Fora
Graduado em História
heitorloureiro@gmail.com

Resumo

A despeito da constante e crescente mutabilidade do capitalismo, é nos momentos de crise econômica que podemos observar uma maior instabilidade sistêmica. É nas crises que se expõem as virtudes e, principalmente, as fraquezas dos modelos econômicos empregados até então, bem como dos grupos que sustentam tais modelos. Essa conjuntura permite então que os padrões relativamente estabelecidos sejam questionados, alterados e substituídos, denotando momentos cruciais de plasticidade e criação de novas tendências nas práticas e relações entre os grandes participantes da economia, que exercem pressão sobre os formuladores de políticas públicas, resultando em possíveis mudanças na trajetória destas. Neste sentido, propomos uma análise das posições adotadas pelos governos de dois importantes países frente à atual crise financeira, os Estados Unidos, origem do evento, e a Alemanha, país fortemente afetado na conjuntura. Nosso foco estará nas medidas de salvamento e regulamentação do setor financeiro adotadas por esses países, por ser este o setor originário e mais envolvido na crise, além de permear o interesse de vários atores econômicos, por se tratar de uma peça essencial no capitalismo atual. Acreditamos que a observação dessas medidas nos permitirá identificar quais as tendências de políticas adotadas nesses países, refletindo quais atores tem seus interesses mais representados junto aos governos. Por fim, intentamos dar uma resposta – ainda que incipiente devido ao imediatismo do tema – a nossa pergunta: em que medida as políticas adotadas por esses países refletem esforços de mudança ou reforços da situação. A escolha dos países analisados foi feita por três motivos: a dimensão de suas economias, o nível em que foram afetadas pela crise e as diferenças institucionais entre seus modelos de capitalismo; tomando este último fator da temática das Variedades de Capitalismo, esquema de análise proposto originalmente por Hall e Soskice, que coloca os Estados Unidos e a Alemanha como países paradigmáticos dos modelos de Economia de Mercado Liberal e Economia de Mercado Coordenada, respectivamente.

Palavras-chave: crise econômica; Economia de Mercado Liberal; Economia de Mercado Coordenada

INTRODUÇÃO

A crise econômica iniciada em 2008 tem grande relevância na história do capitalismo. O evento impressiona por sua intensidade e imprevisibilidade. Podemos observar que a economia mundial passava por um bom momento no período anterior aos meados de 2007. O crescimento ocorria em diferentes pontos do globo, o comércio mundial vinha aumentando e pouquíssimos previam o colapso sistêmico que aconteceria. Entretanto, a crise que surgiu no âmbito aparentemente limitado dos títulos *subprime* de hipotecas no mercado americano, rapidamente se expandiu para grande parte do setor financeiro de importantes países, gerando contração considerável no crédito e retração do fluxo monetário mundial. Conseqüentemente, as demandas nacionais e o comércio internacional diminuíram, aumentando ainda mais a amplitude da crise, principalmente entre os países mais dependentes do setor externo. A crise não foi paulatina como a dos anos 1970-80, não foi localizada como as crises dos anos 1990 e,

semelhantemente ao colapso de 1929, seguiu “do centro para a periferia do sistema capitalista mundial” (Dulci, 2009, p.116).

Em seu livro, *Politics in Hard Times*, Peter Gourevitch (1986) mostra que, devido a instabilidade sistêmica que se atinge, é nas crises econômicas que se expõem as virtudes e, principalmente, as fraquezas dos modelos econômicos empregados até então, bem como dos grupos que sustentam tais modelos. Tais conjunturas permitem então que os padrões relativamente estabelecidos sejam questionados, alterados e substituídos, denotando momentos cruciais de plasticidade e criação de novas tendências nas práticas e relações entre os grandes participantes da economia. Mas em que medida esta premissa pode ser observada na atual crise?

Passado mais de um ano desde a concordata do banco de investimentos Lehman Brothers, que levou a crise financeira as dimensões que ela tomaria nos próximos meses, era de se esperar que as principais empresas e os principais atores

responsáveis pelas práticas que levaram ao colapso estivessem sendo punidos e que tais práticas tivessem sido abolidas, numa série de reformas a nível nacional e internacional. No entanto, o que se vê atualmente é que pouca coisa foi feita nesse sentido. Nos Estados Unidos da América, os mesmos bancos que precisaram receber bilhões em pacotes de ajuda governamental registraram grandes lucros no primeiro e segundo trimestres de 2009ⁱ e estão voltando às práticas que ocasionaram a criseⁱⁱ. Mesmo a Reforma Financeira, enviada pelo presidente Barack Obama ao Congresso Americano e tida como essencial para evitar novas crises, encontra dificuldades para ser aprovada. Na Alemanha, os bancos não repassam aos consumidores o dinheiro baratoⁱⁱⁱ que estão recebendo do governo e do Banco Central Europeu, levando a uma escassez de crédito para a indústria, que põe em risco a economia. No nível internacional, a concertação tem sido muito mais retórica do que prática, como podemos observar no resultado do último encontro do G-20, em Pittsburg, onde se estabeleceu que as novas regras internacionais para o mercado financeiro sejam formuladas até o fim de 2010 e sejam implementadas

somente em 2012, além de não se criar nenhum mecanismo para a garantia dessas reformas que não a boa vontade dos líderes.

No presente trabalho, pretendemos avaliar algumas condições políticas e sociais que desencadearam a atual situação e em que intensidade a mudança sistêmica vem acontecendo ou pode acontecer. Como amostra, trabalharemos os casos de Estados Unidos e Alemanha. A escolha pode parecer limitada ou arbitrária, mas foi fundamentada em três motivos: a dimensão das economias destes países, o nível em que foram afetados pela crise e, principalmente, as diferenças institucionais entre seus modelos de capitalismo; tomando este último fator da temática das *Variedades de Capitalismo*, esquema de análise proposto originalmente por Peter Hall e David Soskice (2001), que destaca os países como representantes de dois modelos diferentes dentro do sistema capitalista. Nesse sentido, interessa saber como países com ambientes institucionais pretensamente diferentes tiveram suas indústrias financeiras afetadas de maneiras semelhantes. Iremos abordar este problema ao longo do artigo, ampliando o foco das causas

e conseqüências da crise financeira, de modo a demonstrar que esta não é somente resultado do comportamento de alguns atores econômicos isolados, mas sim das falhas estruturais de um modelo de capitalismo que ganhou força nos últimos 30 anos.

Num primeiro momento, faremos uma introdução à literatura do capitalismo comparativo, mostrando o que envolve a temática das *Variedades de Capitalismo*. Posteriormente, faremos nossa avaliação sobre os movimentos de convergência e divergência entre a Economia de Mercado Liberal e a Economia de Mercado Coordenado, tomando a atual crise como instrumento revelador deste movimento. Em virtude do amplo escopo desta tarefa, iremos observar o comportamento do setor financeiro destes países, tomando-o como uma referência dos movimentos que nos propomos a analisar.

Além dos trabalhos científicos a respeito dos temas aqui abordados, identificamos como imprescindível o apoio de material jornalístico a respeito da atual conjuntura, em virtude do seu caráter iminente e dinâmico. É preciso ressaltar que a quantidade de informação sobre

as medidas anti-crise nos Estados Unidos é consideravelmente maior que sobre a Alemanha, em virtude daquele ser o epicentro da crise financeira. Este fator vai gerar certo desequilíbrio de dados, mas acreditamos que não irá prejudicar a análise em sua essência.

COMPARANDO CAPITALISMOS

A abordagem sobre as *Variedades de Capitalismo*, desenvolvida por Peter Hall e David Soskice^{iv} (2001) se insere no institucionalismo histórico, vertente que trabalha as instituições num sentido amplo, incluindo não só os meios de organização do Estado, mas também os aspectos organizacionais dos grupos sociais e econômicos, bem como das suas relações. (Guimarães, 2007) A abordagem em si tem como foco de análise as *firmas* e como estas lidam com os problemas de coordenação encontrados nos ambientes institucionais onde estão inseridas. Para os autores, interessa recuperar o *espaço nacional* enquanto objeto de análise, lócus onde as firmas nascem e operam concomitantemente como produtoras e consumidoras. Segundo o argumento, o ambiente institucional de um

determinado país, como resultado de um processo histórico, influencia o modo de ação das empresas nele presentes, pois representa um caminho relativamente seguro, no ambiente inseguro do mercado. Este ambiente é reforçado através das vantagens complementares, quando uma instituição complementa a outra.

Hall e Soskice identificam dois modelos principais dentro dessa abordagem: as Economias de Mercado Liberal (EML's) e as Economias de Mercado Coordenadas (EMC's). Os casos paradigmáticos desses modelos são Estados Unidos e Alemanha, respectivamente. Nas EML's, a cultura de mercado estabelece a base para as instituições, atuando assim como principal esfera de coordenação nos posicionamentos e decisões das firmas. Já nas EMC's, a lógica institucional segue um caráter congregador, onde os diversos atores participantes do processo econômico são levados em conta no processo decisório e nas ações das firmas.

Deste modo, Hall e Soskice definem cinco domínios estratégicos para a operação das empresas nos ambientes nacionais: *I) Relações Industriais*: são as especificidades de

contratação dos trabalhadores, como o tipo de contrato, sua duração e etc; *II) Problemas de qualificação de mão-de-obra*: este domínio versa principalmente sobre a quem recai a responsabilidade de treinar a mão-de-obra nacional, podendo esta estar ligada ao Estado, às firmas, aos sindicatos ou ao próprio trabalhador; *III) Relações Inter-firmas*: como as firmas de um mesmo espaço nacional se relacionam, tendo em vista que são ao mesmo tempo clientes e fornecedores; *IV) Relações de Trabalho dentro das Firms*: como os contratos de trabalho e a relação patrão/empregado afeta a produção e a gestão das empresas; *V) Governança Corporativa*: este domínio inclui a organização da autoridade dentro das firmas - quem tem poder decisório na gestão -, a relação entre os acionistas, além das questões de financiamento das firmas, onde interessa saber se este é de curto ou longo prazo, bem como a origem dos recursos: mercado de ações, bancos, seguradoras, autofinanciamento, etc. (ABDI, 2009, p. 5-6) (Hall & Soskice, 2001). A confusão observada na atual crise reside principalmente nesse último aspecto, pois as práticas que puseram os sistemas financeiros a perigo são

claramente decorrentes do modelo de governança liberal, mas também ocorreram na Alemanha, que deveria manifestar o modelo de governança coordenado, onde há um controle maior sobre as ações dos controladores das empresas.

Outra esfera que pretendemos analisar é a das *relações entre as firmas e o Estado*, por considerarmos que esta dimensão tem tanta relevância quanto as outras apontadas por Hall e Soskice. Este acréscimo se refere a vários trabalhos críticos à teoria das *Variedades de Capitalismo*, onde há a análise de que trazer o Estado de volta ajuda a analisar casos nacionais que não se encaixam no modelo analítico proposto inicialmente pelos autores supracitados, além de ampliar a compreensão sobre o ambiente institucional dos países paradigmáticos (ABDI, 2009) (Jackson & Deeg, 2006) (Schmidt, 2006). Além disso, a relação entre Estado e empresas influencia as políticas de regulação do ambiente institucional nacional, que pode reforçar ou abalar as práticas historicamente adotadas no mercado, inclusive na governança.

A seguir, faremos uma descrição mais detalhada sobre a

Governança Corporativa e as Relações entre Estado e Empresas nos países selecionados, tentando identificar como essas características influenciaram ou foram subvertidas na crise econômica e nas suas fundações.

O CASO NORTE-AMERICANO

Como vimos acima, nos EUA a governança corporativa das firmas tem seu modo de operação influenciado pela lógica do mercado. Esta influência se manifesta no financiamento das empresas, que se dá principalmente por meio do mercado de ações, voltado para os lucros a curto prazo, inspirado em uma lógica competitiva onde há pouca confiança entre as partes envolvidas no processo de financiamento e gestão das empresas. Este modelo de governança, conhecido como modelo *shareholder*, é corroborado ainda pela dispersão da propriedade das empresas entre vários acionistas, de modo que o maior detentor do capital de uma firma tem, geralmente, não mais que 15% de participação. Tal lógica influencia na caracterização da autoridade dentro das firmas americanas, onde amplo poder de gestão e decisão é colocado pelos

acionistas dispersos nas mãos de diretores-executivos, os CEO's, desde que estes mantenham o compromisso de elevar os lucros apresentados nos balanços periódicos informativos.

Ligando tais características à atual crise econômica, podemos observar que essa concentração do poder na gestão das empresas americanas contribuiu para a produção da conjuntura ótima ao esgotamento do sistema financeiro. Este aparato institucional foi levado ao extremo no setor financeiro, causando um cenário onde os grandes executivos de Wall Street acumularam um poder exacerbado, em virtude da sua capacidade em propiciar lucros astronômicos para suas empresas através de inovações e estratégias agressivas, arriscadas e pouco transparentes nos mercados de títulos. Com a prosperidade gerada por este modo de operação, esses executivos adquiriram grande prestígio social e poder de barganha junto a políticos. Concomitantemente, os lucros gerados nestas empresas financeiras lhes proporcionou um crescimento imenso, o que aumentou ainda mais sua importância para a economia nacional, pois o seu crescimento estava

beneficiando os consumidores através do massivo aumento do crédito, motor da economia americana nos últimos anos. Deste modo, os bancos americanos se tornaram *too big to fail* – muito importantes para falirem. Nesse cenário, as ações irresponsáveis em busca de lucro a curto prazo tinham apoio, direto ou indireto, do Estado e da sociedade. Simon Johnson (2009, p.2), ex-diretor do FMI, em seu ensaio “*The Quiet Coup*”, nos mostra de maneira clara o movimento que se desenhou no país durante as últimas décadas:

The American financial industry gained political power by amassing a kind of cultural capital—a belief system. Once, perhaps, what was good for General Motors was good for the country. Over the past decade, the attitude took hold that what was good for Wall Street was good for the country. The banking-and-securities industry has become one of the top contributors to political campaigns, but at the peak of its influence, it did not have to buy favors the way, for example, the tobacco companies or military contractors might have to. Instead, it benefited from the fact that Washington insiders already believed that large financial institutions and free-flowing capital markets were crucial to America's position in the world.

Esta descrição nos remete também ao relacionamento entre as grandes empresas e o governo nos Estados Unidos, que se dá principalmente pela via do *lobby*, atuando tanto nas esferas legislativas, como nas executivas. Estas práticas institucionalizadas permitem que os interesses de certos atores permeiem as políticas públicas, em troca do apoio – em moeda e/ou influência – desses atores aos políticos. A atomização dos atores sociais típica dos países de EML não provoca uma unidade de interesses que os faria reivindicar demandas nos espaços competentes, tornando mais atraente às grandes corporações a intervenção particularista, de forma competitiva – *going it alone* – ao invés de atuarem em blocos verticalizados nos espaços competentes (Werneck Vianna, 1995). Esse fenômeno pode ser identificado na forma como foram estabelecidos os pacotes de ajuda aos bancos e seguradoras nos últimos meses. A venda do combalido banco Bear Sterns ao JP Morgan Chase foi intermediada por membros das agências governamentais financeiras - Departamento do Tesouro e Federal Reserve, principalmente - junto ao

diretor-executivo do JP Morgan, numa reunião de portas fechadas. Semelhantes métodos foram adotados na venda do Merrill Lynch ao Bank of America, ao pacote de ajuda à seguradora AIG e nos financiamentos referentes ao TARP – Programa de Alívio de Ativos Problemáticos –, voltados a vários bancos. Outro fato impressionante, revelado recentemente, é que alguns executivos dos grandes bancos americanos tem amplo acesso ao Secretário do Tesouro Americano, Timothy Geitner^v.

OS FATORES DA CRISE NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA

Em setembro de 2008, quando a quebra do banco Lehman Brothers causou pânico no setor financeiro, evidenciou-se a expansão da crise do campo limitado dos papéis de hipotecas *subprime* para as diversas operações do setor. Desde então, várias ações governamentais têm sido feitas no sentido de evitar um colapso sistêmico. No mesmo mês, o Tesouro dos Estados Unidos, o banco central do país – *Federal Reserve* – e a *Securities and Exchange Commission*, órgão fiscalizador do mercado americano – anunciaram

uma série de iniciativas^{vi} que envolviam a garantia do pagamento de títulos seguros de curto prazo para as instituições financeiras, no sentido de evitar a baixa liquidez no mercado; uma proibição das vendas a descoberto^{vii} por dez a trinta dias; a compra dos papéis de baixa qualidade mantidos pelos bancos; e a extensão de uma linha de crédito do FED, cujo pagamento viria com o lucro proveniente da aplicação dos recursos em *commercial papers*, títulos emitidos por empresas.

Em outubro de 2008, o presidente Bush assinou o *Emergency Economic Stabilization Act*^{viii}, principal legislação para tentar reduzir os efeitos da crise financeira durante o seu mandato. As dimensões mais relevantes do pacote foram a garantia dos depósitos bancários em até 250 mil dólares; a liberação de 700 bilhões de dólares^{ix}, em parcelas, para a compra de papéis problemáticos e capitalização dos bancos, através da compra de suas ações pelo governo; a garantia dos empréstimos entre bancos e da liquidez das contas de operações bancárias de pequenas empresas; a possibilidade de determinação de limites de pagamento aos executivos das empresas assistidas; o cancelamento da dedução de impostos

para empresas que pagassem mais de 500 mil dólares anuais aos seus executivos; e a criação de comitês para a supervisão da aplicação do dinheiro do pacote.

No mesmo mês, a *Federal Deposit Insurance Corporation* – FDIC – anunciou o Programa Temporário de Garantia de Liquidez^x, com o objetivo de aumentar o nível de empréstimo entre os bancos. O programa prevê temporariamente a garantia de pagamento dos títulos da dívida de entidades financeiras, em caso de colapso destas. Isto proporciona confiança aos agentes bancários para realizarem transações entre si, podendo expandir suas operações de crédito.

Em novembro, o Federal Reserve e o Tesouro americano anunciaram dois grandes programas. Um deles^{xi} destinava 600 bilhões de dólares para a compra de títulos e créditos garantidos por hipotecas não-pagas, com o objetivo de reduzir o custo e aumentar a disponibilidade de crédito imobiliário. O outro^{xii}, intitulado *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* – TALF –, destinou 200 bilhões de dólares para fortalecer o crédito securitizado^{xiii}, que proporciona maiores chances ao consumidor de conseguir

empréstimos, na forma de cartões de crédito, financiamento de automóveis, crédito educacional e financiamento a pequenas empresas.

Em fevereiro de 2009, agências governamentais relacionadas ao setor financeiro Estados Unidos anunciaram uma série de ações para a revitalização do crédito e o aprimoramento do setor^{xiv}. Dessas medidas, cabe destacar cinco mais relevantes: 1) a criação de um programa para assegurar que as instituições bancárias tivessem condições suficientes para enfrentar os desafios futuros, juntamente a um processo supervisorio para produzir avaliações mais consistentes e voltadas ao longo-prazo, sobre os riscos de balanço financeiro dos bancos e suas eventuais necessidades de capital - os testes de stress; 2) o Programa de Investimento Público-Privado^{xv}, que disponibilizaria de 75 a 100 bilhões de dólares fornecidos pelo TARP^{xvi} e por investidores privados, com o objetivo de desemperrar ativos comprometidos, melhorando os balanços das empresas financeiras e assim restaurando o crédito e o mercado de valores mobiliários; 3) uma expansão do TALF, até 1 trilhão de dólares, para

proporcionar mais crédito aos consumidores e empresas, através da incorporação dos ativos problemáticos – principalmente do mercado de hipotecas - ao programa, financiando sua compra; 4) expansão do Programa Temporário de Garantia de Liquidez, que originalmente duraria até 30 de junho de 2009, para até 30 de outubro de 2009; e 5) uma nova estrutura de governança e fiscalização para garantir que os bancos façam uso apropriado dos fundos disponibilizados, com fortes condições para empréstimos, dividendos e pagamento de compensações aos executivos, além de exigências de transparência nas operações das instituições. Dentro dessa nova estrutura estão: a exigência de que as empresas emitam um relatório periódico sobre a destinação dos recursos dos programas de assistência; a restrição do pagamento de dividendos maiores que um centavo de dólar por ação, a não ser que as entidades reguladoras avaliem que a empresa está cumprindo suas metas; e a exigência mais comentada, de que os principais executivos das companhias auxiliadas recebam menos que 500 mil dólares anuais, com afrouxamento da regra dependendo da extensão do auxílio.

O *American Recovery and Reinvestment Act*, destacado pacote de investimento promovido pela administração Obama, com aporte de quase 800 bilhões de dólares, teve um caráter mais keynesiano, de injeção de dinheiro público em diversos setores da economia. Em relação ao setor financeiro, o único fator relevante foi a corroboração dos limites de compensação para executivos.

Em abril de 2009, o *Accounting Standards Board – Fasb* –, órgão que estabelece padrões de contabilidade nos Estados Unidos, aprovou a flexibilização de regras contábeis de bancos e empresas para estabelecer o valor de seus ativos financeiros. Com a nova regra, bancos e empresas não precisam "marcar em valor de mercado" muitos dos ativos tóxicos que têm nos balanços.^{xvii}

Finalmente, em junho^{xviii}, o Tesouro reformou os padrões para compensação e governança corporativa para as companhias financeiras participantes do TARP. As novas regras reforçam os limites para o pagamento de bônus aos executivos; estabelecem um gerente geral para avaliar o pagamento de compensações naquelas empresas; além de estabelecer novos

padrões para a governança, como a submissão das políticas de pagamento e gastos da empresa a um conselho de acionistas onde o poder de voto não é vinculado à quantia de ações possuídas – medida conhecida como “*say on pay*”.

Analisando o conteúdo das medidas expostas, podemos concluir que o governo foi ágil e incisivo na promoção de liquidez para a economia e pacotes de ajuda às instituições financeiras em dificuldade, mas lento e limitado quando se trata de exigir contrapartidas e exercer mudanças na regulamentação da atuação das empresas. Algumas medidas foram inclusive um incentivo para que aquelas continuem a realizar as práticas que levaram à conjuntura crítica, pois quando se coloca dinheiro na economia e se mantém a taxa de juros próxima a zero, sem que hajam efetivas contrapartidas e controle deste capital, a conjuntura se mantém a mesma e os bancos se sentem impunes. Inclusive, alguns bancos, como o Goldman Sachs e o Morgan Stanley, já devolveram o dinheiro que receberam dos programas de ajuda, com o intuito de diminuir a fiscalização e pagar grandes bônus aos seus executivos neste ano. Há relatos^{xix}

de que Bank of América, Citibank e JP Morgan estão voltando a trabalhar com produtos de alto risco, sob nova aparência. Ou seja, as mudanças esperadas na regulação não foram efetivadas até agora, ficando muito mais no campo retórico. Os reforços tem sido maiores que os esforços.

A única regulamentação mais incisiva foi o estabelecimento de limites para o pagamento de compensações aos executivos. Apesar do ter demorado na implementação efetiva desta medida, o que causou vários abusos no final do ano 2008^{xx}, ela tem certa importância no sentido de diminuir o poder desses gestores, tanto no âmbito interno às empresas – principalmente a partir do *say on pay* – quanto no externo, pois eles irão perder a remuneração fabulosa e irresponsável e o prestígio que advém desta. No entanto, a ação tem alcance limitado para promover uma mudança estrutural na governança corporativa das empresas financeiras, já que estas podem adotar outras práticas que não os bônus financeiros para premiar seus executivos, além de não interferir nos procedimentos pouco regulamentados (derivativos, crédito securitizado e etc.)

que ocasionaram efetivamente a crise no setor.

Em suma, o governo dos Estados Unidos está tratando muito mais os efeitos do que as causas da presente crise. A autonomia dos executivos principais para a busca inconstante dos lucros continua alta, o poder de barganha e fiscalização dos acionistas minoritários continua baixo. Os bancos que eram *too big to fail* ficaram ainda maiores com as aquisições estimuladas pelo governo. Ainda há grande pressão de Wall Street sobre o governo, inclusive para barrar e até mesmo boicotar as novas tentativas de regulamentação^{xxi}.

Em junho deste ano, o presidente Obama apresentou ao Congresso uma proposta de reforma financeira que conta com algumas medidas ousadas para a regulação do setor financeiro. A proposta^{xxii} dá ao FED mais poder e condições para supervisionar as empresas do setor, inclusive as que não são instituições financeiras, mas representam riscos à economia; força bancos que não são classificados como “de investimento” a tornarem-se mais tradicionais nas suas atividades; força fundos de hedge a aderirem aos novos regulamentos de

transparência; propõe uma estrutura regulatória para os derivativos e os papéis securitizados; e endurece o regime regulatório, incluindo maiores exigências de capital “conservador”. Resta saber se o plano não será desvirtuado na sua passagem pelo Congresso americano. Alguns congressistas já afirmaram que a legislação atribui muito poder ao FED^{xxiii}. Representantes, inclusive do Partido Democrata, já impõem restrições à criação da *Consumer Finance Agency*, agência proposta pela reforma para evitar empréstimos muito arriscados. O JP Morgan e o Goldman Sachs já lideram um grupo de *lobby* para impedir intervenções do governo no mercado de securitização e, como vimos, tem acesso livre ao Secretário do Tesouro.

O CASO ALEMÃO

A Alemanha representa o caso paradigmático das Economias de Mercado Coordenado – EMC’s, cuja governança corporativa é caracterizada por uma lógica de diálogo e cooperação entre os atores sociais e econômicos, firmados por um ambiente cultural e institucional que preza pelo diálogo e

pela deliberação. Segundo Hall e Soskice (2001), a confiança existente entre as partes permite o financiamento de longo prazo dos bancos e seguradoras às firmas, sem a mesma pressão que existe nos países de EML para obter lucros em curto prazo (ABDI, 2009). Os próprios bancos e seguradoras detém, muitas vezes, partes das companhias que financiam, estando mais interessados na saúde da empresa do que nos seus resultados imediatos.

Tal financiamento oriundo do mundo financeiro dar-se-á também pela existência de *cross-shareholding*, ou seja, acionistas de uma empresa detém papéis de outra, direto ou indiretamente, sobretudo em firmas de serviços financeiros (Gorton & Schmid, 2000). Os acionistas cruzados constituem o que é chamado de “pirâmides”, quando um conjunto de proprietários de firmas não-financeiras, bancos ou seguradoras se reúnem em um *holding* financeiro. Este *holding* existe somente para deter as ações de outra firma e possui de dois a quatro bancos e/ou seguradoras como proprietárias (IDEM), inclusive detendo o direito de assento nos conselhos das firmas (Schmidt, 2003). Segundo Gorton e Schmid, não há conflitos de

interesses entre bancos e outros acionistas, pois os primeiros não usam seus votos em benefício próprio, de forma unilateral. Isto se dá justamente por um grupo acionista depender do outro, uma vez que as ações e interesses estão todos entrelaçados nos casos piramidais (IDEM). Seguindo lógica semelhante, de acordo com estudo do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial – IEDI, as instituições financeiras alemãs não permitem a falência de empresas, sempre procurando meios para reabilitação das firmas em perigo (Cassiolato & Vargas, 1998).

Com esta configuração de governança corporativa, o poder decisório nas firmas alemãs não está concentrado na figura do diretor-executivo onipotente, como no caso americano e das demais EML's. Nas EMC's, há uma direção mais colegiada, sempre sujeita ao conselho deliberativo, que conta inclusive com forte participação dos sindicatos de empregados. Além disso, a gestão leva em consideração a posição de fornecedores e clientes, de forma a favorecer a cooperação entre as firmas e o ambiente coordenado que impera nesta variedade (Hall & Soskice, 2001).

A pouca dispersão da propriedade das empresas também beneficia este padrão.

Entretanto, este modelo de governança, conhecido como modelo *stakeholder*, tem sofrido com a forte influência e competição nos últimos anos do modelo *shareholder*, de caráter liberal, que com resultados mais vultosos, menos complexidade, mais agilidade e um maior ímpeto globalizador vem mudando as práticas de gestão de muitas empresas alemãs, principalmente as grandes firmas do setor financeiro. Sigurt Vitols (2004) admite este movimento, mas enfatiza que a admissão de algumas características do modelo *shareholder* não desestrutura o modelo *stakeholder*, mas sim se adapta a ele. Desta forma, o modelo alemão estaria se tornando um *negotiated shareholder*, onde algumas práticas liberais são admitidas, mas somente após ampla negociação entre aqueles atores que continuam compondo os conselhos. Anke Hassel (2009, p.21), numa análise pós-crise, vai mais longe e afirma:

Sin embargo, sería un error pensar que la economía social de mercado nos protege de cara a la burbuja financiera porque la regulación de los mercados y en particular

los financieros es parte intrínseca de sus instituciones. Esto no es así por varias razones. En primer lugar, ni la economía de mercado alemana ni la regulación existente del sector bancario alemán han podido evitar que instituciones crediticias alemanas actuaran en el mercado financiero global a la manera anglosajona. Segundo, tampoco ha frenado la explosión de los sueldos de altos gerentes ni la orientación de grandes empresas alemanas hacia el valor para el accionista. A pesar de la representación de los sindicatos en las directivas de las grandes empresas, los sueldos de los altos gerentes se han americanizado.

Há, portanto, evidências de que a governança corporativa coordenada tem sido subvertida pelas pressões do modelo liberal. Daniel Mügge (2005), examinando as reformas financeiras na Alemanha desde os anos 80, introduz o conceito de *imperativos competitivos* para explicar como grandes bancos alemães pressionaram o governo pela liberalização das regras do setor, com o objetivo de adquirir maior expressão internacional. Nessa perspectiva, os atores estão dispostos a romper com as vantagens complementares das instituições do

mercado coordenado na busca por melhores resultados financeiros.

O Estado, por sua vez, reproduz a lógica institucional da coordenação e cooperação nas relações com as firmas. A questionável prática do *lobby* é pouco desenvolvida no país, mas vem tomando corpo. O Estado alemão, entretanto, tem tradição de pouca autonomia, baseando as suas políticas em coalizões de setores da sociedade civil. È, portanto, permeável às mudanças que acontecem no âmbito econômico corporativo, mas conta com a contrapartida dos outros setores associados da sociedade. Além disso, as decisões centrais por muitas vezes esbarram na estrutura federativa, que dá um alto grau de emancipação política e econômica aos estados^{xxiv} – *länder* –, tributários da formação do Estado-Nação alemão no final do século XIX e início do século XX. Tal estrutura político-administrativa é também um dos motivos do constante exercício de coordenação e cooperação que o país faz através dos anos (Cassiolato & Vargas, 1998).

OS FATORES DA CRISE NA ALEMANHA

Vemos assim como as instituições financeiras são vitais para o funcionamento do ambiente institucional das firmas alemãs e desta forma, é fácil imaginar os efeitos catastróficos para a Alemanha de uma crise econômica onde justamente o mundo financeiro fora o mais afetado. Os bancos que antes eram a principal fonte de capital para as firmas, agora dificultam o acesso destas ao crédito, pelo fato de considerarem estas operações menos atrativas do que outras, mais seguras ou com mais retorno. Em entrevista recente^{xxv}, o presidente da Federação das Indústrias Alemãs disse que o crédito falta especialmente para projetos de longo prazo, característicos do capitalismo coordenado. O governo alemão, que injetou dinheiro nos bancos para evitar reações mais agudas do mercado financeiro, agora solicita a contrapartida destes em forma de financiamento às empresas que necessitam. Caso não haja uma mudança de postura do mundo financeiro, a chanceler Angela Merkel pondera nacionalizar os bancos que receberam ajuda governamental^{xxvi}.

Com essa negativa do sistema financeiro alemão em investir, as empresas procuram outras formas de

financiamento, o que força muitas delas a entrarem no mercado de ações^{xxvii}, vendendo seus papéis e convertendo o lucro oriundo de tal prática em capital para a firma. Ou seja, neste caso, vemos uma mudança institucional nítida do ambiente alemão, uma vez que diminuiu-se drasticamente o investimento do sistema financeiro direto nas firmas – algo que é bem específico e central nas Economias de Mercado Coordenado – e a competitividade das empresas passa a depender do mercado de ações – que opera com uma lógica de curto prazo e coordenado via mercado –, típico *modus operandi* das Economias de Mercado Liberal.

Um pacote de medidas para salvar o sistema financeiro alemão mediante a nacionalização data de 18 de fevereiro de 2008. O projeto de lei foi elaborado junto ao banco *Hypo Real Estate - HRE*, o primeiro a ser duramente afetado pelo panorama internacional desfavorável. Apesar do movimento do governo em prol do soerguimento da instituição, várias críticas foram feitas por atores econômicos endógenos no sentido de preservar a soberania da propriedade privada, alegando que não havia

necessidade da nacionalização para recuperar o HRE^{xxviii}.

Outro pacote – *Financial Market Stabilization Act* – datado de outubro de 2008, versa sobre uma série de prerrogativas que o *Financial Market Stabilization Fund Regulation* tem sobre as instituições auxiliadas por ele, como por exemplo, a exigência de revisão das políticas econômicas e de sustentabilidade; a restrição ou abandono de atividades de alto risco; priorizar os empréstimos aos micro e pequenos empresários; bem como a revisão de todo o sistema de remuneração, tornando-o mais transparente e sustentável. A remuneração total dos executivos que ultrapassa os 500 mil euros por ano é tida como excessiva pelo *Act* e o pagamento de bônus não são permitidos, a não ser em caso de baixos salários fixos^{xxix}.

Esta questão da gratificação aos executivos de bancos é central em todo o debate das medidas para reerguer a economia pós-crise. Em julho de 2009, o ministro de finanças alemão, Peer Steinbrück, mostrou-se desconfortável com a falta de ética dos executivos de bancos socorridos pelo Estado – como o caso de Jens

Nonnenmacher, diretor do banco público HSH – que voltaram a ganhar remunerações exorbitantes e não-condizentes com a realidade do país e da instituição no momento^{xxx}. No entanto, as ações governamentais para restringir os as gratificações não podem ser configuradas como mudanças institucionais, como vimos acima no caso americano.

No mesmo mês da declaração de Steinbrück, foi aprovada no país uma lei que auxilia as instituições financeiras alemãs a se livrarem dos ativos podres através da criação de empresas – chamadas de *bad banks* - que teriam a função de receber tais papéis. A ação é mais uma tentativa de “despoluir” o mercado de títulos que emperram a recuperação dos bancos^{xxxi}.

Todas estas medidas tomadas pelo governo alemão para amenizar os efeitos da crise fizeram com que o país chegasse aos maiores montantes de empréstimos desde a Guerra Fria, com cerca de 303 bilhões de euros só no ano de 2009. Este fator já preocupa o governo alemão, que já estuda estratégias para a retirada dos programas estatais de incentivo, defendendo isso inclusive no âmbito internacional, como visto na ocasião do

G-20, onde teve sua posição vencida pela perspectiva americana de que ainda é muito cedo para pensar em retirada dos incentivos.

Como vemos, além das medidas endógenas, a Alemanha pressiona os demais países centrais a adotarem posturas austeras para combater os efeitos da crise, que extrapola qualquer limite e fronteira nacional. Em setembro de 2008, Merkel e Steinbrück criticavam o governo Bush por erros e obstruções – como, por exemplo, a falta de transparência nas transações financeiras – que impediram uma melhor resposta mundial aos desafios lançados.

A crise permite a Alemanha reformular o seu ambiente institucional, aprimorar o regime da economia de mercado coordenado a fim de poder enfrentar os desafios da globalização sem sucumbir ao modelo liberal, que gerou a atual conjuntura. A trajetória alemã permite uma maior força dos outros atores, que não os grandes detentores de capital, junto ao Estado, o que é uma vantagem em relação aos Estados Unidos. Entretanto, outra vez o desafio é sair do campo retórico para o prático.

CONCLUSÃO

Diante de uma conjuntura como a que atingiu a economia mundial nos últimos meses, era de se esperar que fossem críticas as mudanças estruturais nas economias nacionais dos EUA – principalmente – e da Alemanha, ainda mais no setor financeiro, origem da crise de 2008. No entanto, o que pode ser observado até o presente momento é que os atores e os princípios causadores daquela situação acumularam tanto poder nos últimos anos que as medidas para evitar o colapso acabaram interferindo pouco no modo de operação vigente. Os esforços de ambos os países observados foram muito mais no sentido de tratar as conseqüências da crise, injetando dinheiro público nos bancos e no mercado, ao invés de combater as práticas irracionais que a causaram.

Existem forças reativas a esse movimento. A restrição da compensação dos executivos demonstra um ímpeto, apesar de primário, em estipular mudanças no esquema liberal de governança corporativa. A legislação norte-americana do *say on pay*, que dá condições de igualdade de voto aos acionistas de uma empresa, mostra um

esforço de dar um sentido mais coordenativo às práticas de gestão nessas firmas. Até mesmo a declaração do ministro alemão P. Steinbrück, chamando as entidades da sociedade civil a combater a fé cega nos mercados e admitindo que houve uma desregulação excessiva no país pode ser considerado um indicador de possíveis coalizões para a mudança. No mais, a Alemanha parece ter melhores chances de mudar esse cenário, em virtude de sua trajetória institucional.

O capitalismo financeiro, cujas inovações propiciaram a geração de lucros exorbitantes sem o correspondente lastro real, se mostrou pouco abalado com seus problemas estruturais, e os governos dos países desenvolvidos que entraram nessa lógica encontram dificuldades em superar a força e o enraizamento que o modelo adquiriu. No entanto, é preciso coragem dos governos para uma regulamentação efetiva e a punição das ações que levaram à crise. Evidentemente, este movimento acarretará muitas perdas para as economias nacionais e para a mundial, dado a importância do setor financeiro, mas certamente estas perdas serão menores e mais produtivas do que as

advindas de uma nova crise dos velhos problemas.

Abstract

Despite the constant and increasing changeability of the capitalism, it is in these moments of economical crisis that we can observe a bigger systemic instability. It is in the crises that the virtues and mainly, the weaknesses of the current economic models are exposed, as well as of the groups who support such models. Then, this environment allows for established patterns are contested, changed and replaced, denoting crucial moments of plasticity and creating new trends in practices and relationships between the big players of economy. Such players make pressure on the policy makers, what results in possible changes on the paths of public policy. Therefore, we propose an analysis of the positions taken by the governments of two important countries in the current financial crisis. The United States, source of the event; and Germany, a country which was heavily affected in the situation. Our focus is on help measures and financial sector regulations adopted by these countries, because we understand this sector as the originating sector and more involved in the crisis, as well as permeate the interest of various economic actors, because it is an essential part in present-day capitalism. We believe that the observation of these measures will allow identifying trends of policies adopted in these countries, reflecting what actors have their interests represented better in the governments. Finally, we will intend to respond - even if incipient due to immediacy of the subject - to our question: How well

the policies adopted by these countries reflect efforts to change or reinforcement of the situation? The choice of the countries surveyed was made for three reasons: the size of their economies; the level at which they were affected by the crisis; and the institutional differences between their models of capitalism, taking this last factor the theme of Varieties of Capitalism, scheme of analysis proposed originally by Hall and Soskice, which puts the United States and Germany as paradigmatic models of Liberal Market Economies (LME) and Coordinated Market Economy (CME), respectively.

Key words: economical crisis; Liberal Market Economies; Coordinated Market Economy

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

[ABDI] AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (2009). “Produto 2 – Modelos Econômicos de Capitalismo: análise comparativa dos ambientes institucionais de negócios nos EUA, Alemanha, Coréia do Sul, Espanha, Argentina, México e Brasil”. In: DELGADO, I. [org.]. *Estudo comparativo de política industrial: as trajetórias do Brasil, Argentina, México, Coréia do Sul, EUA, Espanha e Alemanha*. [mimeo].

CASSIOLATO, J.E. e VARGAS, M. A. (1998). “Políticas Industriais: O caso da Alemanha. Relatório NPI 03/98”. In: _____. *Novas Políticas Industriais em Países Selecionados - Alemanha, Brasil, Espanha, Estados Unidos, França, Itália e Japão*. Relatório de projeto de pesquisa apoiado pelo Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial – IEDI – IE/UFRJ.

DULCI, O. S. (2009). “Economia e política na crise global”. In: *Estudos Avançados*. São Paulo: v. 23, nº 65.

GORTON, G. & SCHMID, F. A. (2000). “Universal banking and the performance of German firms” In: *Journal of Financial Economics*. Nº. 58.

GOUREVITCH, P. (1986). *Politics in Hard Times: comparative responses to international economic crises*. Ithaca, New York: Cornell University Press.

GUIMARÃES, A. (2007). “Modelos de capitalismo e economia política comparada: instituições, performance e as respostas alemã e japonesa aos desafios recentes”. In: *Dados: Revista*

de Ciências Sociais. Rio de Janeiro: v. 50, n. 1, PP. 159-188.

HALL, P. & SOSKICE, D. (2001). *Varieties of Capitalism*. Oxford: Oxford University Press.

HASSEL, A. (2009). *Darle perspectiva a la crisis. Mercado y Estado en la Socialdemocracia Europea*. Fundación Friedrich Ebert: Caracas.

JACKSON, G. & DEEG, R. (2006). *How Many Varieties of Capitalism?* MPIfG Discussion Paper 06/2

JOHNSON, S. (2009). *The Quiet Coup*. Disponível em: <http://www.theatlantic.com/doc/200905/imf-advice>, acesso em 30/07/09.

MÜGGE, D. (2005) *Diluting Varieties of Capitalism from below: Competitive imperatives in financial markets and the end of positive coordination*. Third ECPR Conference, Budapeste: ECPR.

SCHMIDT, R. (2003). "Corporate Governance in Germany: An Economic Perspective". In: *CFS Working Paper*. N. 36, p. 10.

SCHMIDT, V. (2006). *Bringing the State Back into the Varieties of Capitalism and Discourse Back into the Explanation of Change*. Philadelphia, PA, EUA: American Political Science Association.

VITOLS, S. (2004). *Negotiated Shareholder Value: The German Version of an Anglo-American Practice*. Discussion Paper SP II 2003 – 25. Wissenschaftszentrum: Berlim.

WERNECK VIANNA, M. L. T. (1995). *Estratégias de Bem-Estar e Políticas Públicas: a americanização (perversa) da Seguridade Social no Brasil*. Tese de doutoramento pelo Instituto Universitário de Pesquisas do Rio de Janeiro, IUPERJ.

NOTAS

ⁱNo primeiro trimestre de 2009, o Citibank obteve lucro de US\$ 1,6 bilhões; o Goldman Sachs, US\$1,8 bi; Bank of América, US\$4,2 bi; JP Morgan, US\$2,1 bi. Todos esses receberam ajudas governamentais no auge da crise. Fontes: <http://www.spiegel.de/international/business/0,1518,grossbild-1604419-638732,00.html>

<http://bailout.propublica.org/main/list/index>

ⁱⁱ "Após um ano de crise, bancos repaginam risco para lucrar":

http://www.estadao.com.br/noticias/economia,a_pos-um-ano-de-crise-bancos-repaginam-risco-para-lucrar,434556,0.htm

"Banks Reopen Global Casino":

<http://www.spiegel.de/international/business/0,1518,638732,00.html>

ⁱⁱⁱ Capital a baixas taxas de juros e dinheiro dos programas de ajuda governamentais.

^{iv} A literatura sobre capitalismo comparado - na qual as *Variedades de Capitalismo* se inserem - bem como a chamada *Teoria da Regulação* ganharam espaço no final da década de 1990, muito influenciada pela “Crise da Coreia”, que deu voz a tais análises antes silenciadas pelo “pensamento único” da abordagem neoclássica, que por sua vez culminou no Consenso de Washington, no início da década de 1990.

^v Reportagem da Associated Press, de 08/10/09, mostra que entre as poucas ligações telefônicas que Geitner atendia prontamente nos dias turbulentos dos últimos meses estavam os CEO’s do Citibank, JP Morgan e Goldman Sachs.

^{vi} “Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility” <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/abcpmmmf.htm>, acesso em 03/08/2009.

^{vii} Operações onde uma instituição financeira se compromete a vender um papel a determinado preço no futuro, sem necessariamente ter a posse deste no presente. Essas operações possuem alto risco e volatilidade por se basearem somente em expectativas.

^{viii} <http://www.ustreas.gov/initiatives/eesa/>; http://www.estadao.com.br/economia/not_eco252104,0.htm acesso em 31/07/2009.

^{ix} Esses recursos estão ligados ao TARP, programa através do qual os pacotes de ajuda aos bancos foram geridos.

^x Temporary Liquidity Guarantee Program: <http://www.fdic.gov/news/news/press/2008/pr08122.html>

^{xi}

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125b.htm> acesso em 31/07/2009.

^{xii} Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125a.htm> acesso em 31/07/2009.

^{xiii} O crédito securitizado é aquele que dá origem a títulos negociáveis baseados em empréstimos fornecidos por uma instituição financeira. Os títulos *subprime* pertenciam a essa categoria. Originalmente, a securitização deveria pulverizar os riscos de um empréstimo, ao dividi-los entre vários atores, mas o uso excessivo deste mecanismo acabou multiplicando os riscos.

^{xiv}

<http://www.ustreas.gov/press/releases/tg21.htm> acesso em 31/07/2009.

^{xv} <http://www.treas.gov/press/releases/tg65.htm> acesso em 31/07/2009.

^{xvi} Ver nota 7.

^{xvii}

<http://ultimosegundo.ig.com.br/economia/2009/04/03/eua+afrouxam+regra+para+bancos+5322025.html> acesso em 31/07/2009.

^{xviii}

<http://www.financialstability.gov/docs/FSOB/FISOB-Qtly-Rpt-063009.pdf>, acesso em 31/07/2009.

^{xix}

http://www.estadao.com.br/noticias/economia.a_pos-um-ano-de-crise-bancos-repaginam-risco-para-lucrar,434556,0.htm

“Old Banks, New Lending Tricks”

http://www.businessweek.com/magazine/content/09_33/b4143020536818.htm?chan=magazine+channel_new+business

^{xx} “The Return of Greed – Banks Reopen Global Casino”

<http://www.spiegel.de/international/business/0,1518,638732,00.html>, acesso em 31/07/2009.

^{xxi} “CEOs openly oppose push for say-on-pay by shareholders”

http://www.usatoday.com/money/companies/management/2009-07-15-ceo-say-on-pay-shareholders_N.htm, acesso em 31/07/2009.

Ver também a reportagem da nota 17.

^{xxii}

<http://blogs.wsj.com/washwire/2009/06/17/obamas-financial-reform-plan-the-condensed-version/> acesso em 31/07/2009.

^{xxiii}

<http://g1.globo.com/Noticias/Mundo/0,,MUL1199439-5602,00->

PARLAMENTARES+DOS+EUA+RESISTEM+A+ATRIBUIR+MAIS+PODER+AO+FED.html

acesso em 31/07/2009.

^{xxiv} Assim escreveram Cassiolato e Vargas sobre o papel dos estados alemães na recente política de desenvolvimento industrial do país: “Como resultado da própria estrutura administrativa do governo defederal alemão, as *Länder* (estados) e os governos locais assumem um papel fundamental nas políticas de desenvolvimento econômico regional” (Cassiolato & Vargas, 1998, p. 88).

^{xxv} “Bottlenecks that Give Cause for Concern”

<http://www.spiegel.de/international/business/0,1518,637049,00.html>

^{xxvi} “Alemanha pondera nacionalizar bancos”
http://dn.sapo.pt/inicio/economia/interior.aspx?content_id=1312651, acesso em 31/07/2009.

^{xxvii} Ver nota 17.

^{xxviii} “Alemanha aprova projeto de lei para nacionalizar bancos”
http://www.estadao.com.br/economia/not_eco325939,0.htm, acesso em 31/07/2009.

^{xxix} “Financial Market Stabilization Act”
<http://www.freshfields.com/publications/pdfs/2008/oct08/24372a.pdf>, acesso em 31/07/2009.

^{xxx} Na mesma nota, o ministro pede a sociedade alemã para não permitir renascer a “fê cega nos mercados” e faz uma *meaculpa* por seu partido, no passado, permitir uma desregulação excessiva do país “Ministro alemão pede ajuda da sociedade para evitar nova crise”
<http://g1.globo.com/Noticias/Mundo/0,,MUL1234454-5602,00-MINISTRO+ALEMAO+PEDE+AJUDA+DA+SOCIEDADE+PARA+EVITAR+NOVA+CRISE.html>. Acesso em 31/07/2009.

^{xxxi} “Governo alemão consegue aprovar no *Bundestag* a lei para criar ‘*bad banks*’”
<http://www.dw-world.de/dw/article/0,,4454225,00.html>, acesso em 02/08/2009.