

NOTAS SOBRE AS RECENTES CRISES E A REGULAÇÃO DOS MERCADOS FINANCEIROS

OSWALDO GUERRA ¹

Resumo: o objetivo deste artigo é examinar três explicações teóricas para recentes crises nos mercados financeiros mundiais e contrapor defensores e opositoristas à adoção de novas regras para o funcionamento desses mercados. Em tais mercados, interligados através das multinacionais e dos fluxos de capital e de comércio, tem sido crescente a importância dos chamados investidores institucionais. Como a informação é assimétrica e cara, esses investidores preferem adotar uma estratégia de diversificação de carteira e um comportamento de manada para fugir dos elevados custos de obtê-la. Quando eles saem em bando, de um dado espaço nacional, o pânico se alastra contagiando o lado real da economia. Neste contexto, as crises não devem ser vistas como um problema isolado de um específico país, mas sim como algo cuja solução precisa ser pensada globalmente.

Palavras-chave: mercados financeiros; investidores institucionais; crises; regulação

JEL: G15; G18; F33

¹ Doutor em Economia pela UNICAMP. Professor do Curso de Mestrado em Economia da UFBA. Endereço Residencial: Rua Wanderley de Pinho – 570/1303 – Itaipara – Salvador/BA – 41815-270 – Tel: (71) 351-4557. Endereço Profissional: Praça da Piedade – 6 – Centro – Salvador/BA – 40070-010 Tel/Fax: (71) 329-4522. Email: oguerra@ufba.br

Introdução

As recentes crises no mercado financeiro mundial são de difícil explicação. Não se trata apenas do fato de que mais de US\$ 1,5 trilhão em moeda muda de mãos a cada dia, nem de que se multiplicam o número de novos instrumentos financeiros, de atores no mercado (seguradoras, fundos de pensão, bancos, fundos de investimento), assim como de países diferentes que participam da economia global. Subjacente a tudo isso, e para complicar ainda mais o quadro, existe um conjunto enorme de sistemas políticos e de regimes de regulamentação e supervisão, para não falar das intensas discussões em andamento sobre os melhores mecanismos políticos, econômicos e sociais a serem utilizados no atual estágio do desenvolvimento capitalista (GARTEN, 1999).

Deixando o episódio mexicano de 1994 para trás, o ponto de partida das sucessivas crises financeiras, a partir do final do século passado - México, sudeste asiático, Rússia, Brasil, Turquia e Argentina -, pode ser associado à desvalorização do bath tailandês em julho de 1997, provocando uma reação em cadeia de outros países exportadores da região - Cingapura, Indonésia e Taiwan. Esses países, para não perderem competitividade em suas exportações, trataram também de promover desvalorizações, ainda que não necessariamente passassem por dificuldades cambiais, como era o caso de Taiwan, que possuía, naquele momento, altas reservas em moedas fortes.

Em outubro de 1997, o dólar de Hong Cong, que não tinha aliado sua moeda a das outras economias exportadoras da região, sofre um forte ataque especulativo. Era uma espécie de “punição” a ex-colônia britânica, hoje incorporada à China, por não ter acompanhado seus vizinhos. Àquela altura, a Ásia já estava quase toda “contaminada”. A pergunta que muitos se fizeram naquela oportunidade foi a seguinte: uma crise localizada seria capaz de afetar todo o mundo? A resposta é conhecida por todos.

À época, a bolsa de Nova York caiu 554 pontos, um recorde histórico que forçou a suspensão de todas as transações por um determinado período de tempo (*circuit breaker*). Investidores americanos e estrangeiros, assustados com a volatilidade do mercado de renda variável (ações), começaram a fazer a famosa fuga

para a qualidade – neste caso para as Letras do Tesouro dos EUA (títulos de renda fixa). Isto criou um não desprezível efeito colateral para as captações externas de renda fixa do conjunto dos países emergentes.

Os detentores de bônus desses países, com medo do contágio asiático, trataram de vender de volta esses papéis ao líder da emissão, que tem certa obrigação de recomprar tais bônus de forma a manter a liquidez no mercado secundário. Como o chamado bônus longo (Letra do Tesouro americano de 30 anos) é o parâmetro dessas emissões, os bancos líderes geralmente aceitam de volta o papel dos mercados emergentes e vendem esse bônus longo. O prejuízo para as economias emergentes na verdade foi duplo: maior dificuldade para captação; e aumento do custo de emissões, pois as letras do Tesouro americano, que servem de parâmetro para os prêmios oferecidos por essas emissões, subiram de preço.

O que tem detonado essas crises financeiras, tornando-as cada vez mais freqüentes? Como é possível que certos países asiáticos, descritos pelo Banco Mundial em seu relatório de 1993 como baluartes da “ortodoxia pragmática”, extraordinariamente bem-sucedidos na criação e sustentação da estabilidade macroeconômica (KRUGMAN, 1999), tornassem-se, de repente, o epicentro de uma intensa turbulência mundial? O objetivo deste artigo é duplo: examinar três vertentes teóricas que se esforçam para responder a essas difíceis questões; e contrapor posições a favor e contra a adoção de novas regras para o funcionamento dos mercados financeiros globais.

2 – Informação assimétrica e crise financeira

Como se sabe, a composição do preço dos ativos negociados nos principais segmentos do mercado financeiro - na medida em que esse preço procura refletir o valor presente de lucros futuros - é fortemente influenciada pelas expectativas formadas pelos agentes econômicos, num mundo onde as incertezas são inelimináveis. Assim sendo, revisões para baixo nas projeções de crescimento econômico e/ou a identificação de fragilidades nos chamados fundamentos econômicos clássicos (variáveis fiscais e monetárias/cambiais) teriam a capacidade de acender sinais de alerta, transformar expectativas e derrubar o valor desses ativos,

gerando, em decorrência, crises financeiras de maior ou menor magnitude.

Depois da Ásia, como bem destaca SILVA (1998), ficou difícil explicar as crises financeiras contemporâneas exclusivamente a partir da identificação de fragilidades nos dados fundamentais da economia. Afinal, a região conviveu por um bom período de tempo com um vigoroso crescimento econômico, superávits externos ou déficits administráveis, contas públicas equacionadas, baixa inflação e pobreza cadente. Em vista disso, o componente financeiro, que sempre foi visto como um tema heterodoxo pelo FMI, passou a ser incorporado no diagnóstico da instituição. A fragilidade dos sistemas financeiros domésticos, num mundo de finanças globalizadas, teria também a capacidade de gerar efeitos altamente desestabilizadores nas economias, ainda que os demais fundamentos estivessem em ordem.

Essa explicação fundamentalista, reforçada com a adição da variável financeira, ganhou vários adeptos. Para MISHKIN (1999), por exemplo, a principal dificuldade encontrada pelo sistema financeiro, para cumprir adequadamente sua função primordial de intermediar fundos entre agentes superavitários e deficitários, é a assimetria de informação existente entre as duas partes que estabelecem um contrato. Essa assimetria, por sua vez, gera problemas associados a riscos morais (*moral hazard*) e seleção adversa (*adverse selection*), problemas esses que na crise são elevados à enésima potência devido à deterioração dos balanços patrimoniais, particularmente os do setor financeiro.

No caso do sudeste asiático, tudo teria começado com a desregulamentação dos mercados financeiros que estimulou um *boom* de empréstimos, fazendo com que o crescimento das taxas de expansão do crédito superasse as do PIB, elevando, em muito, o grau de risco na economia. Essa maior exposição ao risco, que se transformaria, posteriormente, em uma grande inadimplência, teria sido resultado do despreparo dos bancos locais para montarem adequadas estruturas burocráticas de avaliação de empréstimos e da fragilidade de um sistema de regulação/supervisão bancária que limitasse o *moral hazard*, decorrente do fato de investidores externos e tomadores de empréstimos locais agirem com menos prudência, por saberem que receberiam ajuda do governo ou de agências internacionais, como o FMI, quando se deparassem com problemas.

Segundo Mishkin, a deterioração dos balanços patrimoniais no setor bancário terminam por provocar crises financeiras nos mercados emergentes, por dois motivos: a restrição que passa a ser feita a novos empréstimos, provocando insolvências em instituições financeiras e não-financeiras; e a crise cambial decorrente da dificuldade dos bancos centrais defenderem suas moedas de ataques especulativos.

Para que se entenda como a crise cambial e a conseqüente desvalorização ajudam a detonar a crise financeira nos mercados emergentes é preciso destacar duas características básicas dos contratos de débitos firmados nesses mercados: eles são, geralmente, de curta duração; e denominados em moedas estrangeiras, algo bem distinto dos contratos estabelecidos na maioria dos países avançados. São essas características que, na visão de Mishkin, geram três mecanismos através dos quais uma crise cambial em mercados emergentes aumenta os problemas de assimetria de informação nos mercados de crédito, causando uma crise financeira.

O primeiro relaciona-se com os efeitos diretos da desvalorização sobre os balanços patrimoniais das firmas, ao provocar um descasamento entre dívidas contraídas em moedas estrangeiras e receitas geradas, usualmente, em moedas domésticas. Este descasamento, por sua vez, piora o problema de seleção adversa uma vez que os prestamistas têm agora menos proteção. Adicionalmente, o declínio na riqueza líquida das firmas induz tais firmas a agirem com menos prudência, aumentando o risco moral. Some-se tudo isto e o resultado final seria um decréscimo nos empréstimos, nos investimentos e na atividade econômica.

Um segundo mecanismo, que operaria nos mercados emergentes unindo crise cambial e crise financeira, associa-se aos potenciais efeitos que uma desvalorização pode provocar sobre a inflação atual e a esperada. Uma vez que muitos países emergentes passaram por experiências recentes de altas taxas de inflação, os bancos centrais tendem a combater um aumento nas expectativas inflacionárias com dramáticas elevações nas taxas de juros. Débitos de curta duração e juros mais altos fragilizam ainda mais a situação patrimonial das empresas, agravando os problemas associados à informação assimétrica.

Finalmente, o último mecanismo surge devido ao fato da desvalorização cambial ter a capacidade de provocar mais estragos nos balanços patrimoniais das instituições financeiras dos países

emergentes, pois muitos de seus compromissos (passivos) são de curto prazo e denominados em moedas estrangeiras. Do lado do ativo, os problemas com empresas não-financeiras e pessoas físicas, podem resultar em empréstimos não quitados, comprometimento de desempenho, problemas de liquidez e, no extremo, numa crise sistêmica.

Em síntese:

The bottom line from this asymmetric information analysis is that the East Asian financial crisis was the result of a systemic collapse in both financial and non-financial firm balance sheets that made asymmetric information problems worse. The result was that financial markets were no longer able to channel funds to those with productive investment opportunities which then led to devastating effects on the economies of these countries (MISHKIN, 1999, p. 7).

2 – Especulação e crise financeira

Para uma segunda vertente explicativa, a recorrência das crises atuais resulta do fato das finanças internacionais terem entrado numa nova era, dominada pela lógica especulativa. De acordo com esta vertente, trata-se de uma mudança sistêmica que exige a reconsideração dos esquemas habituais de análise econômica e a elaboração de novas concepções de políticas públicas. A clássica abordagem de KALDOR (1939) sobre especulação, por exemplo, teria se tornado estreita demais. Para PLIHON (1995) é impossível, atualmente, separar as três categorias de operadores dos mercados financeiros identificados por aquele autor: os que buscam cobertura para os riscos de taxas de juros e câmbio; os arbitragistas que visam lucrar com os diferenciais de taxas de juros e câmbio sem assumir risco; e os especuladores que se expõem de forma deliberada aos riscos de taxas, com o intuito de realizar lucros sob a forma de ganhos de capital.

Quanto aos esquemas de análises tradicionais – que supõem a existência de um agente representativo, expressando um tipo único de comportamento descrito pelo modelo das expectativas racionais – eles não refletiriam a realidade dos mercados financeiros. De acordo com esses esquemas, todos os operadores têm um objetivo de

otimização dada a restrição de rendimento de seu portfólio. As antecipações são baseadas nas leis econômicas supostamente estáveis (os fundamentos), tais como a paridade do poder aquisitivo e a paridade das taxas de juros. Ocorre que, nos dias atuais, ao lado desses operadores fundamentalistas, existem os *traders*.

Ao procurar administrar um portfólio de ativos multdivisas, ou o caixa pluridivisas de uma multinacional, ou ainda transmitir a ordem de um cliente no mercado interbancário, o comportamento dessa segunda categoria de operador é, essencialmente, especulativo pois resulta de expectativas de variações das cotações dos títulos ou moedas. Eles reagem fortemente a rumores e procuram realizar lucros especulativos aproveitando-se da volatilidade dos mercados. Esse comportamento especulativo é potencializado pela grande relevância dos chamados investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de investimento, seguradoras etc.), que privilegiam negócios de curto prazo e têm compromisso apenas com seus cotistas. Seus operadores, com salários atrelados aos ganhos que proporcionam à esses investidores institucionais, seriam estimulados a abstrair da realidade os fundamentos, em benefício de uma opinião sobre a tendência do mercado (PHILON, 1995).

Diversas análises históricas retrospectivas já demonstraram a existência de movimentos de preços de ações, por exemplo, que poderiam ser classificados como meramente especulativos. Os fundos de pensão e de investimentos, ao deterem importantes fatias do mercado acionário de um determinado país, podem iniciar operações de compra e venda de papéis para realizar lucros, operações essas que são usualmente antecedidas por algum boato de modo a contaminar a formação de expectativas. Isto tenderia a provocar oscilações nos preços das ações sem que se constate nenhuma alteração significativa nos fundamentos da economia. Essas oscilações ganhariam, facilmente, vulto e dramaticidade, pois o contágio entre os diversos segmentos do mercado financeiro, num dado espaço nacional e entre diversos países, é facilitado pelo desenvolvimento das tecnologias de informação.

Nesse caso, a gênese de tais oscilações não se localizaria na constatação de fragilidades nos fundamentos. Elas seriam apenas resultado de um punhado de *traders* excessivamente nervosos, excitados e irracionalmente desgovernados. Um pânico em um único mercado levaria outros *traders* a agirem como uma manada. Como os mercados estão de fato interligados através dos fluxos de capital,

do comércio e das multinacionais, o pânico se alastraria. O problema é que esses movimentos nos mercados financeiros, independente do segmento onde eles tenham tido origem, terminariam por contagiar o lado real da economia. Isso se daria por uma eventual perda de riqueza dos investidores, que os induziriam a ser mais comedidos em suas compras, comedimento esse que poderia detonar uma recessão econômica generalizada.

“Esses profissionais, cujo peso relativo vem crescendo, ‘fazem o mercado’. Eles constituem um meio extremamente hermético em que todo mundo pensa o mesmo no mesmo momento, e os mínimos rumores ou *news* se revestem de uma importância considerável em decorrência da miopia dos operadores. Em tal contexto, as expectativas vão se formando de acordo com um processo mimético. Cada operador baseia suas expectativas naquilo que deverá ser a opinião média do mercado, e não em informações econômicas exógenas, como, por exemplo, o lucro das empresas ou o crescimento econômico” (PLIHON, 1995, p. 72).

Como bem destaca o autor, essa abordagem não é nova. Foi formulada por Keynes, que definiu a especulação, no capítulo XII da Teoria Geral, como a atividade que consiste em prever a psicologia do mercado. Numa situação de incerteza, na qual o futuro não é probabilizável, o mimetismo seria um comportamento racional, pois permitiria aproveitar a informação supostamente veiculada pelo mercado (ORLEAN, 1989, *apud* PHILON, 1995). Essa forma de racionalidade é, evidentemente, muito diferente daquela postulada pela teoria das expectativas racionais. Não há aqui o *homo economicus* otimizador num universo estacionário definido por leis econômicas conhecidas por todos.

Num processo de imitação generalizada, em que cada um copia o outro pensando que está possuindo a informação, enquanto nenhum agente está informado, o preço que se forma não reflete senão a psicologia do mercado e não contém nenhuma informação. Seria um processo de expectativas auto-realizadoras em que um preço vai se autoconfirmar mesmo sendo muito diferente de seu nível de equilíbrio fundamental. A cada opinião média do mercado corresponde um equilíbrio diferente: trata-se daquilo que a teoria contemporânea chama de equilíbrios conjecturais ou múltiplos

(OBSTELD, 1994, *apud* PHILON, 1995), conceito este que vira as costas à concepção-padrão segundo a qual os mercados financeiros convergem espontaneamente para um equilíbrio geral estacionário.

Essa ascensão dos comportamentos especulativos teria transformado a dinâmica dos mercados financeiros. A análise dos dados sugere que as taxas de juros e de câmbio seguem leis de distribuição estatísticas que fogem à hipótese de distribuição normal postulada pelos modelos tradicionais. As variáveis financeiras não são estacionárias e sua variância tornou-se instável, com tendências explosivas (ATLAN *et. al.*, 1990; TAMISIER *et. al.*, 1990, *apud* PLIHON, 1995). Por outro lado, pesquisas teóricas recentes procuram demonstrar que a interação entre operadores fundamentalistas e *traders* gera uma dinâmica de mercado instável, do tipo caótica, cujas características seriam próximas daquelas empiricamente observadas (HSIEH, 1991; GRAUWE *et. al.*, 1993, *apud* PLIHON, 1995).

3 – Superprodução global e crise financeira

Para outros analistas, a recorrência das crises atuais teria uma raiz bem mais profunda. Para usar uma expressão de KRUGMAN (1997), na visão desses analistas o capitalismo estaria sendo produtivo demais². Os partidários desta vertente teórica diagnosticaram no sistema capitalista, na última década do século passado, uma crise de superprodução – tema caro a diversos economistas do início do século 20, particularmente os de extração marxista -, que teria começado na Ásia, o mais importante pólo de expansão econômica e de investimento nos últimos quinze a vinte daquele século, e se estendido para outros continentes. Em países como Tailândia, Malásia, Filipinas, Indonésia, Coréia, Taiwan, Hong Cong e Cingapura, a demanda doméstica passou a ficar muito aquém de suas respectivas capacidades produtivas.

Para esses analistas, a capacidade ociosa, daí decorrente, passou a estimular atritos comerciais naquela região, à medida que as nações lutavam para obter vantagens competitivas, e detonou desvalorizações cambiais como instrumento de construção dessas

² De acordo com Krugman (1997), Jeremy Rifkin (1995), William Greider (1997), Robert Heilbroner (1995) e Viviane Forrester (1996) destacam-se entre esses analistas.

vantagens, inicialmente adotadas no Japão e na China. Foi um rastilho de pólvora. Geravam-se, cada vez mais, expectativas quanto a novas desvalorizações na trilha das realizadas pelo Japão e a China - que os governos tratavam de negar. Abria-se, assim, espaço para comportamentos especulativos nos mercados financeiros das economias emergentes, ainda que os fundamentos econômicos dessas economias não apresentassem sinais de deterioração, forçando as autoridades econômicas a subirem os juros, como forma de defesa das moedas nacionais.

Em decorrência de todo este quadro, Japão, Coréia e demais tigres e sub-tigres se viram forçados a conviver com taxas de crescimento e investimento muito menores - se não negativas - a partir da segunda metade dos anos 90. Além disso, foram obrigados a gerar superávits comerciais e a fazerem um enorme esforço de exportação. O desaquecimento econômico na região e a agressividade exportadora, por sua vez, desencadeiam um efeito contracionista sobre o resto do mundo. A América Latina cresce menos, como resultado do ajuste que Brasil e Argentina têm de fazer diante da crise e, de um modo geral, as empresas do mundo inteiro passam a operar num ambiente muito mais competitivo, exigindo-se dessas empresas redução de custos e preços.

Neste momento, a economia global já estaria contaminada, assistindo-se, em decorrência, a uma deflação nos valores dos ativos, restringindo, de certo modo, o poder de algumas empresas de determinarem preços. O resultado é que todos os países da Ásia, bem como os da Europa e América Latina, passam a adotar políticas de incentivo às exportações, sem que nenhum deles tenha uma política de incentivo às importações, algo que estimula guerras comerciais. Os EUA se transformam numa espécie de comprador de última instância de países que produzem em excesso e consomem pouco, elevando ainda mais, o seu gigantesco déficit comercial. Isso passa a exercer pressões deflacionárias sobre os lucros corporativos e torna-se a mais importante razão para a crise no mercado acionário americano.

AMADEO (1998) tem dúvidas sobre a intensidade dessa superprodução, originada na Ásia, por três motivos. Primeiro, a desvalorização das moedas melhorou a rentabilidade das exportações, mas como se trata de economias muito abertas, o crescimento da competitividade das empresas asiáticas, necessário para que o *drive* exportador se efetive, foi menor do que se imagina,

uma vez que a desvalorização aumentou o preço dos insumos importados. Segundo, as empresas da região estavam muito endividadas em dólares, o que significa que a desvalorização aumentou o valor das dívidas e o custo financeiro das empresas. Terceiro, a desorganização provocada pela crise e por desvalorizações desordenadas teve efeito negativo sobre o desempenho das empresas. Somados, esses três motivos teriam reduzido o ímpeto de uma tendência à superprodução.

De toda maneira, para Amadeo, a tendência ao desaquecimento global, por conta da superprodução existia, sua dúvida é quanto à intensidade da mesma. Ele tornaria o mercado internacional mais competitivo, colocaria pressão baixista sobre a rentabilidade das empresas e sobre as bolsas e aumentaria o desemprego. Em vista disso, ocorreria uma fuga de capitais para ativos de baixo risco e alta liquidez (*flight to quality*), caso típico dos títulos do tesouro de países ricos e estáveis como EUA, Alemanha e Japão. Esse movimento tenderia a reduzir a taxa de juros, nos países avançados, e estimular a demanda agregada, que poderia compensar o efeito contracionista. No fim das contas, o importante seria avaliar a força relativa dos dois movimentos. Se o excesso de oferta fosse mesmo para valer, seria necessária uma redução significativa dos juros, na Europa e EUA e, caso se confirmasse a armadilha de liquidez no Japão, uma política fiscal expansiva naquele país, apoiada em redução de impostos e maiores gastos governamentais.

A luz desse cenário de superprodução, quais os efeitos sobre os emergentes não-asiáticos? Os déficits fiscal e de transações correntes da Rússia e do Brasil, no final do século passado, e da Turquia e Argentina, mais recentemente, passariam a ser vistos como extremamente elevados. Aqui sim, haveria problema nos fundamentos clássicos, diferentemente da fragilidade no fundamento financeiro do leste asiático, examinado na seção anterior. A combinação dessa percepção com outros fatores levaria a uma concentração maior de atenção nesses países, gerando dúvidas quanto à preservação de suas respectivas políticas cambiais e sensações pessimistas à respeito do futuro econômico dos mesmos. Isto terminaria por provocar um problema generalizado de financiamento para as nações emergentes.

Para RADELET & SACHS (1997), as turbulências cambiais que se iniciam nos países asiáticos, e as taxas negativas de crescimento do PIB dos mesmos, refletem uma situação financeira de

curto prazo e não uma crise de crescimento de longo prazo. Na década de 90, aqueles países passaram a atrelar suas moedas ao dólar dos EUA, embora o comércio da região dependesse não apenas do mercado americano mas também dos mercados europeu e asiático, com o Japão desempenhando um papel fundamental.

De meados de 1995 em diante, o dólar americano começou a se valorizar acentuadamente ante o iene e a algumas moedas européias (o marco alemão, o franco suíço e a peseta espanhola). Dessa forma, as moedas do sudeste asiático também sofreram uma acentuada valorização em relação ao iene, àquelas moedas européias e a algumas outras, como, por exemplo, o yuan chinês, que foi desvalorizado, em janeiro de 1994, em relação ao dólar. Diante deste quadro, os exportadores do sudeste asiático estavam deixando de ser competitivos nos mercados europeu e japonês e enfrentavam também uma forte competição da China.

Quanto a fragilidade financeira dos bancos do leste asiático, a explicação dos autores complementa e reforça a de Mishkin. Todos os países da região atraíram importantes investimentos de capital estrangeiro na década de 1990. Grande parte desses investimentos teve o efeito de aumentar o potencial exportador, dando assim um forte impulso ao crescimento a longo prazo. Em meados dos anos 90, contudo, uma crescente parcela dos fluxos externos parece ter se dirigido para investimentos especulativos no mercado imobiliário. Convencidos que a demanda por escritórios, hotéis e residências luxuosas continuaria a crescer, eles injetaram dinheiro em grandes projetos de construção.

A partir da desregulamentação do mercado financeiro em muitos países, os bancos comerciais passaram a tomar empréstados dólares no exterior para repassar os recursos, em moeda nacional, aos empreendedores imobiliários da região. Dessa maneira, os bancos expuseram-se ao risco de uma desvalorização cambial, já que o valor de tais empréstimos iria cair em relação ao valor dos empréstimos tomados em dólar. Mesmo quando o empréstimo doméstico dirigido ao mercado imobiliário era feito em dólar, os bancos corriam riscos, uma vez que os empreendedores imobiliários nacionais não seriam capazes de honrar esses empréstimos na eventualidade de uma desvalorização da moeda nacional.

Resumindo: convictos de que a rápida expansão econômica os resgataria para sempre de maus empréstimos e que as taxas cambiais permaneceriam estáveis, os banqueiros não teriam

examinado os riscos financeiros que estavam correndo. Junte-se a isso o desleixo da fiscalização bancária e níveis inadequados de capital das instituições financeiras e tem-se, como já visto, uma razoável explicação para a fragilidade financeira, criadora de sérias dificuldades para os países da região. Isto, todavia, não deve ser associado a nenhum tipo de crise estrutural de longo prazo ou, se quiser, de superprodução.

KRUGMAN (1997) é mais duro na crítica do que ele denomina de doutrina da superabundância global. Para esse autor, ela é incapaz de resistir a um exame sério e tem acompanhado os economistas desde os primórdios da Revolução Industrial. Preocupações mais ou menos recentes sobre o excesso de produção surgiram nas décadas de 1930 e 1940, sendo que a teoria keynesiana legitimou essas preocupações quanto a inadequação geral da demanda, proporcionando um enquadramento intelectual para a idéia. Muitos adeptos da mesma chamaram a atenção para o fato de que as famílias de renda alta costumam poupar uma parcela maior de seus rendimentos do que as famílias mais pobres; por isso o consumo *per capita* não poderia acompanhar o ritmo de crescimento da renda *per capita*.

Para Krugman, os avanços na teoria econômica e o explosivo crescimento do pós-guerra contribuíram para o abandono do temor de que o capitalismo pudesse ser produtivo demais, ou pelo menos para que esse temor ficasse hibernado do início dos anos 50 até o final da década de 80. Seu renascimento estaria associado a três grandes mudanças, que de fato teriam ocorrido na economia mundial: a volta do desemprego em massa na Europa Ocidental, ainda que isto não tivesse se dado nos EUA; o incremento da produtividade em todos os países avançados, provocando um período temporário de aumento simultâneo do PIB e do desemprego; e, por fim, a difusão da indústria nas novas economias emergentes e o rápido crescimento das exportações desses países, reforçando o sentimento de que a capacidade produtiva global está aumentando num ritmo mais veloz do que a demanda.

De acordo com Krugman, as três proposições seguintes seriam cruciais para a doutrina da superabundância:

1. A capacidade de produção global está crescendo a uma taxa exponencial, talvez sem precedentes;

2. Nos países avançados, a demanda não consegue acompanhar o crescimento da oferta potencial; e
3. O crescimento das novas economias emergentes irá contribuir muito mais, em termos globais, para a oferta do que para a demanda.

Para ele, essas três proposições não são verdadeiras no presente, e dificilmente serão no futuro. Elas estariam baseadas mais em impressões e relatos episódicos do que em estatísticas. A crença quanto a um enorme crescimento na capacidade produtiva global, por exemplo, é reforçada por indústrias isoladas (automobilística) que enfrentam problemas de excesso de capacidade. Existiria, todavia, carência de vários bens. Quais relatos devem ser considerados relevantes? Outro reforço para a primeira proposição seria dado pela impressão de um avanço vertiginoso provocado pela tecnologia digital, que estaria provocando uma revolução permanente na produtividade. Muito exagero também nessa segunda impressão. O escritório sem papel e sem serviços de secretaria é algo que sempre está para acontecer mas nunca se torna realidade.

Independente da exatidão ou não dessas duas primeiras impressões, a taxa global de crescimento nos países avançados não tem sido muito elevada. Os números do FMI e da OCDE, têm indicado nos anos 90, uma taxa de crescimento do PIB potencial desses países em torno de 2% a 3% ao ano, aproximadamente o mesmo que nas décadas de 70 e 80 e inferior às taxas dos anos dourados (1950 e 1960). Essas taxas se elevam se forem incorporadas as economias emergentes, particularmente as asiáticas. Nesse caso, a capacidade produtiva nas economias de mercado está aumentando, em termos médios, por volta de 4% ao ano, superando as décadas anteriores. Krugman concorda, mas não se rende. Primeiro, por não considerar essas taxas sinônimo de um crescimento excepcionalmente elevado. Segundo, porque seria necessário analisar o lado da demanda.

Neste ponto ele regressa ao enunciado de Say, de que a oferta cria sua própria procura, ao fazer a seguinte indagação: se a capacidade crescente dos países avançados for usada de fato, o crescimento da renda será concomitante; e se a renda aumentar, por que isto não se daria também com a demanda de consumo? Para os adeptos da superabundância, isto não se daria porque à medida que aumenta a renda os consumidores se tornam saturados. Segundo

Krugman, alguns levam essa lógica ainda mais longe, sugerindo que a demanda de consumo também é limitada, nos países avançados, pela má distribuição de renda, que impede que os pobres gastem mais. A década de 30 seria a comprovação empírica dos estagnacionistas de que a demanda nem sempre equivale à oferta. Krugman então, faz uma segunda indagação, nesse caso provavelmente apoiado em Friedman: o que teria provocado a recessão de 30? Uma capacidade produtiva crescente ou uma má administração monetária?

Ele não se limita a deixar essa dúvida no ar e apela para dados estatísticos. Em 1997, a renda *per capita* americana era aproximadamente o triplo da do final da década de 40, sendo que essa renda é distribuída de maneira significativamente desigual. Apesar disto, a parcela dos rendimentos pessoais poupados é mais baixa que naquela época. Ou seja, os consumidores situados nas faixas superiores de renda encontram maneiras de gastá-la sem ficarem saturados.

Krugman vai encontrar na teoria da renda permanente, a explicação teórica para este comportamento. Em qualquer ano, o conjunto das pessoas com renda elevada inclui um número desproporcional de indivíduos que estão ganhando mais do que normalmente e, assim sendo, poupam para épocas difíceis, ao passo que o conjunto das pessoas de baixa renda inclui também um número desproporcional de indivíduos que estão ganhando menos do que costumam e recorrendo a poupanças anteriores. Porém, quando aumenta a renda normal ou típica (renda permanente) das pessoas, o que ocorre sempre que a economia cresce, os gastos delas acompanham esse crescimento. Em suma, seria difícil encontrar qualquer justificativa para a crença de que a demanda de consumo nos países avançados não irá acompanhar o aumento da capacidade.

E quanto aos países recém-industrializados? Ele aceita que houve um rápido aumento na produtividade da mão-de-obra em alguns países em desenvolvimento, contribuindo assim para um aumento na capacidade produtiva mundial. Nenhum problema nisso, pois pode-se esperar um aumento nos rendimentos³. Como não se pode alegar que existe saturação nesses mercados, a demanda irá aumentar junto com a oferta. Ele vai além e, apoiado

³ Krugman ilustra esta afirmação mostrando o crescimento na remuneração por hora, entre 1975 e 1995, na Coreia, Taiwan, Cingapura e Hong Cong.

nas identidades da contabilidade nacional, afirma que, na realidade, essas economias acumulam déficits comerciais em contrapartida aos fluxos de investimentos externos que elas recebem, reforçando a demanda nos países avançados ⁴.

O fascínio exercido pela doutrina da superabundância decorre, na visão de Krugman, da dificuldade de imaginarmos como seria uma economia mundial muito mais produtiva. Mas essa seria uma deficiência de nossa imaginação, e não da economia concreta, que não terá dificuldade para usar essa capacidade, como ocorreu em outras épocas. Além disso, estaria existindo também uma falácia de perspectiva. Olha-se para setores isolados, identifica-se forças destruidoras de empregos e ignora-se os efeitos indiretos dessas forças, que acabam criando empregos em outros setores. Quem pode afirmar com segurança que o setor de serviços não será capaz de compensar a perda de postos de trabalho no setor manufatureiro, questiona Krugman.

Por fim, ele procura deixar claro que não desconhece os graves problemas vividos pela economia mundial na virada do século: exacerbada desigualdade nos EUA, desemprego na Europa, economia japonesa em crise, vários países recém-industrializados com problemas, e assim por diante. Mas, um problema que o capitalismo não tem é ser produtivo demais. Imaginar problemas inexistentes acarreta custos reais, pois cria-se um ambiente para a adoção de políticas equivocadas, tais como: manutenção de déficits orçamentários, pois eles alimentariam a demanda agregada; desestímulos ao aumento da poupança, práticas protecionistas; e reduções diretas da capacidade produtiva, em especial por meio da redução na jornada de trabalho. Estaria-se assim, investindo contra moinhos de vento, enquanto os monstros de verdade não são molestados.

4 – O sonho de um novo acordo de Bretton Woods

Inicialmente, deve-se fazer a seguinte constatação: é muito mais fácil derivar lições de como evitar futuras crises e do que fazer, caso

⁴ Os dados relativos à balança comercial da África do Sul, Argentina, Brasil, China, Coréia, Índia, Indonésia, México, Polônia e Turquia, no ano de 1996, são apresentados pelo autor. Apenas China e Indonésia tiveram superávit.

elas venham a ocorrer, a partir das análises especulativa e fundamentalistas, principalmente de sua vertente financeira ⁵. Em seu *paper* MISHKIN (1999) lista quatro lições que deveriam ser assimiladas pelos adeptos da construção de uma nova arquitetura financeira internacional:

1. A imperiosa necessidade de um prestador internacional de última instância direcionado para mercados emergentes;
2. A importância desse prestador de última instância impor apropriadas condicionalidades, de modo a evitar a criação de riscos morais excessivos que estimulem instabilidades financeiras;
3. O reconhecimento de que embora os fluxos de capitais tenham contribuído para as crises, não foram eles a causa das mesmas, tornando improdutivo controle sobre os mesmos como forma de evitar futuros problemas; e
4. O perigo dos regimes cambiais administrados (*pegged exchange-rate regimes*) para países emergentes, em razão da capacidade dos mesmos tornarem as crises financeiras ainda piores.

Alguns comentários sobre essas lições são feitos pelo autor. Dadas as características institucionais dos mercados de muitos países emergentes – passados de altas taxas inflacionárias e débitos de curto prazo, denominados em moeda estrangeira – seus respectivos bancos centrais ficam impedidos de usar políticas monetárias expansivas para promover recuperações de crises financeiras. Sendo assim, é requerida uma assistência financeira externa, pois a liquidez decorrente da mesma não produz os efeitos indesejáveis de uma maior liquidez bancada internamente. Como se não bastasse isto, essa função a ser exercida por esse prestador de última instância, justificaria-se pelo contágio, já exposto, que existe entre mercados emergentes durante uma crise financeira.

FELDSTEIN (1999) é outro adepto dessa sugestão. Para ele, embora o FMI tenha organizado grandes pacotes de crédito para os países afetados pela crise, ele não empresta livremente em momentos

⁵ Para os adeptos da tese de uma crise de superprodução, a não-trivial tarefa de reformatar as regras financeiras internacionais não é, evidentemente, suficiente para que se evite novas crises.

de necessidade. Em vez disso, o Fundo libera aos poucos seus recursos à medida que os países vão cumprindo com uma série de condições específicas. Como as condições impostas pelo FMI são onerosas e complexas, os credores privados nunca sabem se os recursos serão de fato liberados. Assim sendo, os pacotes do FMI em nada contribuem para reforçar a confiança do mercado que o país terá reservas suficientes para se defender de outros ataques especulativos. Além disso, sua capacidade de fornecer dólares ou outras moedas está limitada ao capital posto à sua disposição. Por tudo isto, ele defende que, em vez de uma nova arquitetura global, se busque novas maneiras de fazer com que os mercados emergentes aumentem sua própria liquidez internacional.

Um rápido fornecimento de liquidez por parte dessa instituição internacional garantiria os dois seguintes benefícios: restabeleceria a capacidade do sistema financeiro canalizar fundos para oportunidades existentes de investimentos produtivos; e revitalizaria os balanços patrimoniais de instituições financeiras e não-financeiras, atenuando os problemas decorrentes da assimetria de informação. Neste ponto, uma questão surge de imediato, e poderia ser formulada pelo secretário do tesouro americano, do governo George W. Bush, Paul O'Neill: como prevenir que esse fornecimento de liquidez internacional não induza as instituições financeiras a continuarem assumindo riscos elevados?

Esta questão explicita o *tradeoff* que existe entre os benefícios que a atuação de um prestador de última instância gera, ao prevenir crises financeiras, e os riscos morais que ele cria. Isto posto, sua intervenção deve ser parcimoniosa. Para Mishkin, o problema do risco moral pode ser também limitado pela operação dos usuais elementos de um adequado sistema de regulação/supervisão, tais como: punição para executivos e acionistas de instituições financeiras insolventes; exigências de contabilidade adequada e transparente; montante mínimo de capital em relação aos ativos; pronta ação corretiva e cuidadoso monitoramento do risco assumido pelas instituições e do cumprimento, pelas mesmas, das normas fixadas. Isto, caso se consiga quebrar as fortes resistências políticas nos mercados emergentes, à existência de um sistema de regulação/supervisão com tais características e sujeito a ingerência internacional.

Uma forma sugerida por Mishkin de minimizar tais resistências às condicionalidades a serem fixadas pelo prestador de última

instância, seria uma menor ênfase nas políticas macro e microeconômicas não relacionadas com o sistema financeiro. Três motivos estão subjacentes à essa sua sugestão: não existe consenso a respeito das políticas macro e micro não ligadas ao setor financeiro que deveriam ser perseguidas; na falta deste consenso, abre-se espaço para que grupos políticos rotulem o FMI de ser anti-crescimento ou anti-Ásia; e as recentes crises naquela região surgiram, efetivamente, por problemas microeconômicos no setor financeiro.

O que parece estar claro, à essa altura, é que as crises financeiras de hoje diferem em muito daquelas dos anos pós Bretton Woods, por pelo menos cinco fatores: se alastram muito rapidamente; envolvem somas muito maiores de dinheiro; contemplam um número mais amplo de atores (fundos de pensão, fundos de investimento, seguradoras etc.); não são necessariamente provocadas por descontroles governamentais, nos aqui chamados fundamentos clássicos; e têm sido, com frequência, de difícil diagnóstico. Esse último fator, parece estar na raiz das erráticas intervenções do FMI. Um breve retrospecto de algumas dessas intervenções é feita pela *The Economist/Gazeta Mercantil* (08/02/99).

No México, sob o comando do governo americano, o Fundo socorreu investidores emprestando enormes somas ao país – US\$ 50 bilhões - com a condição do governo mexicano realizar radicais mudanças na sua política macroeconômica. Após uma dura recessão, restabeleceu-se a confiança internacional na sua economia. Na Ásia, já sofrendo as críticas dos que associam sua intervenção ao risco moral e sofrendo de escassez de recursos, ele não fez nenhuma tentativa de ajudar no pagamento de todas as obrigações de curto prazo da Tailândia, Coreia do Sul e Indonésia - apesar da soma da ajuda à região ter sido de US\$ 112 bilhões. Limitou-se a solicitar a renovação de algumas linhas de crédito por parte dos bancos credores privados, em troca de assistência técnica aos governos da região na tarefa de reformatar suas políticas macroeconômicas, condição necessária para a reconquista da credibilidade internacional.

Na Rússia, duras condições em troca de um pacote de empréstimos. Dada a turbulência política interna, que levantava dúvidas quanto à capacidade de Boris Yeltsin conseguir maioria parlamentar para implementar as recomendações de política

macroeconômica, algo que dificultava o restabelecimento de confiança por parte dos gestores de fundos financeiros, o FMI afastou-se do país, que se viu forçado a deixar sua moeda flutuar e a decretar uma moratória. O caos internacional que se seguiu estimulou algo inusitado: um pacote de recursos preventivo para o Brasil, em troca de uma prometida reforma fiscal, que para o gosto da comunidade financeira internacional, ao final de 1998, foi considerada extremamente tímida. Em 15 de janeiro de 1999, o Banco Central brasileiro jogou a toalha e deixou o real flutuar.

Em 2001, já sob a égide da administração republicana nos EUA, um novo pacote de ajuda para o Brasil, para que este pudesse se imunizar contra o contágio provocado pela crise argentina, e forte relutância para uma liberação de recursos para aquele país. As idéias da nova equipe econômica americana, com forte poder sobre o FMI, contrárias ao reforço do risco moral, por parte do organismo internacional, começam a ganhar corpo. A crise argentina voltou a acender o debate sobre as razões que devem ou não justificar apoio internacional num evento de insolvência. Teria havido o risco moral alegado pelos críticos das tradicionais ajudas do FMI. Tal risco estimulou a criação de um enorme passivo externo financiado por capitais administrados de forma irresponsável, fazendo a dívida externa argentina equivaler, em meados de 2001, a cerca de 450% do volume de suas exportações. Uma situação problemática em termos de solvência.

Liberais extremados chegam mesmo a propor a extinção do FMI, como uma forma de exorcizar esse risco moral, decorrente do fato de investidores e tomadores de empréstimos agirem com menos prudência, por saberem que receberão ajuda – no caso do FMI – quando se depararem com problemas. O FMI cria o risco moral, argumentam os xiitas liberais, ao resgatar os governos das conseqüências de políticas estúpidas, encorajando-os a repetirem os mesmos erros; e ao premiar a irresponsabilidade de investidores imprudentes. O livre movimento de capital teria a capacidade de disciplinar as nações, no que diz respeito à condução de suas políticas econômicas.

Neste contexto, o FMI não deveria ser um órgão de cooperação, mas sim de assistência de curto prazo a países com problemas no balanço de pagamentos. Ao Banco Mundial e outros bancos de desenvolvimento caberia a função de promover programas de melhoria das condições de vida em países extremamente pobres.

Esses programas deveriam ser cuidadosamente monitorados e possuir transparência, de sorte a impedir que os mesmos sejam utilizados para favorecer a corrupção, o oportunismo político e a falta de eficiência na execução de obras de infra-estrutura, saúde, educação etc.

Por certo pode-se dizer o seguinte: o mundo das finanças internacionais de hoje é totalmente diferente daquele que as instituições de Bretton Woods foram criadas para sustentar, que durou até o final dos anos 60, onde prevaleciam paridades cambiais fixas, fluxos de capitais predominantemente oficiais e de longo prazo, envolvendo organismos internacionais e alguns governos superavitários em reservas. As crises de então envolviam poucos agentes relevantes. Atualmente, são milhares de credores privados que aplicam a maior parte de seus recursos no curto prazo, cujos múltiplos interesses são de difícil coordenação.

Essa dificuldade de coordenar múltiplos interesses, justifica, para o megainvestidor George Soros (1998), a imposição de limites aos fluxos de capital. Para ele, dada a distribuição desigual de poupanças e oportunidades de investimento, há um grande estímulo a movimentos de capital internacional. Todavia, o setor privado seria notoriamente ineficiente na alocação de crédito internacional. Fornece muito pouco ou demais e não tem suficiente informação para formar um julgamento equilibrado. Além do mais, não está preocupado com a manutenção do equilíbrio macroeconômico nos países tomadores de empréstimos. Suas metas são maximizar o lucro e minimizar os riscos. Sendo assim, os movimentos de capital internacional precisariam ser supervisionados, e a alocação de crédito regulada por uma autoridade internacional.

Várias vozes, de políticos a acadêmicos - alguns propondo até a criação de um banco central global e uma moeda mundial, sem que fique muito claro a quem se reportaria esse regulador global - fazem coro à Soros ⁶. Em 1997, por exemplo, o primeiro ministro da Malásia, impôs severos controles cambiais e restringiu o fluxo de

⁶ No término do século passado, Bill Clinton desejava “adaptar a arquitetura financeira internacional ao século 21”, Tony Blair defendia um novo Bretton Woods para o novo milênio e Alan Greenspan, presidente do Banco Central Americano, comparava o atual estado das finanças internacionais a “uma cascavel dentro de uma gaiola” (The Economist/Gazeta Mercantil, 01/02/99).

recursos proveniente de aplicações no mercado acionário para fora do país. Krugman, por sua vez, alega que “em momentos de crise econômica, a fuga repentina de capital estrangeiro deixa os responsáveis pelas instâncias decisórias com duas opções igualmente desagradáveis. Ou elevar as taxas de juros a níveis altíssimos para defender sua taxa de câmbio, prejudicando assim a economia doméstica, ou permitir que as taxas cambiais entrem em colapso, o que seria igualmente nocivo”. Para ele, os controles de capitais seriam a resposta menos ruim (The Economist/Gazeta Mercantil, 03/02/99).

Evidentemente, que alguns rejeitam frontalmente tais propostas de controle de capital. O seguinte comentário de GUEDES (1998), com pequenas adaptações, ilustra tais posições:

“os psicólogos de plantão condenam o comportamento de manada dos mercados, esquecendo-se de que a boiada quando sai e aplaudida quando entra, provavelmente pela mesma lógica estúpida de qualquer manada. Os mercados são reflexos de avaliações de indivíduos, movidos pela ganância e por excesso de otimismo na entrada e pelo medo e por excesso de pessimismo na saída. Se entram com base em cálculos realistas e bons fundamentos, também só costumam sair após substancial deterioração desses fundamentos. Como reflexos de avaliações humanas, são tão imperfeitos como nós certamente somos. Porém, como uma média de avaliações de milhares de indivíduos, os mercados conduzem informações mais precisas do que um pequeno grupo de burocratas que só olham no espelho do mercado quando gostam do que vêem”.

Subjacente à este comentário, está uma velha questão que atormenta milhares de economistas, quando analisam a pertinência da intervenção governamental: como burocratas podem saber mais que aqueles que assumem riscos por sua própria conta? No caso dos mercados financeiros, uma resposta pode ser encontrada em Soros, ao afirmar que os tecnocratas responsáveis por bancos são guiados apenas por considerações de lucros, enquanto os que dirigiriam a autoridade internacional proposta, que poderiam se alojar no próprio FMI revisto ou numa nova instituição que o substituiria, ficariam encarregados da manutenção do equilíbrio macroeconômico e da uniformização das regras a incidirem sobre os movimentos de

capitais, de modo a evitar o comportamento de manada dos mercados acima referida.

KRUGMAN (1999) se alia a Soros, por considerar que o controle dos fluxos de capitais funcionaria, em épocas de crise, como uma espécie de toque de recolher, enquanto não se estabelece a calma, que beneficiaria países e investidores. Para ele, o equívoco dos paladinos da economia de mercado é considerar que o direito dos investidores retirarem seu dinheiro de um país para outro, quando bem desejarem, é um princípio sacrossanto. Ao evitar que eles se pisoteiem, pode-se evitar que a crise se dissemine ou até mesmo revertê-la, na medida em que se impeça que o medo desses investidores se transforme em profecia auto-realizável.

A análise da crise asiática, a partir da ótica da assimetria de informação, realizada por Minskin sugere que o movimento internacional de capitais cumpre um importante papel na produção de uma instabilidade financeira. Mas, isto ocorreria devido a existência de uma rede de proteção governamental combinada com uma inadequada supervisão bancária, que ao estimularem influxos de capital, provocam um *boom* de empréstimos e um excessivo aumento no risco assumido pelos bancos. Nessa mesma ótica, a fuga de capitais de mercados emergentes, que detonam crises cambiais, são um sintoma de problemas nos fundamentos e não uma causa de tais crises. Portanto, esta perspectiva não fornece suporte para controles de capitais como o adotado na Malásia. Para Mishkin (1999, p.18), “*exchange controls are like throwing out the baby with the bath water*” .

O autor reconhece que embora esses controles possam limitar um explosivo *boom* de empréstimos, ao longo do tempo eles produziram substanciais distorções e má alocação de recursos, bloqueando fundos que entrariam nos países para investimentos produtivos. Ademais, o autor tem sérias dúvidas quanto à efetividade dos mesmos num ambiente no qual o comércio é aberto e existem muitos instrumentos financeiros que facilitam enormemente que se driblem tais controles. Sua preferência é por melhorias na regulação e supervisão bancária, de modo que os influxos de capitais tenham menor probabilidade de produzir *boom* de empréstimos e aumentos excessivos de risco. Com este procedimento, foca-se na fragilidade dos sistemas financeiros domésticos e não nos sintomas, algo que pode fortalecer-los em vez de engessá-los.

O FMI, num relatório publicado no final de 1999 (Gazeta Mercantil, 12/01/2000), endossa a posição acima. O órgão continua avesso aos controles de capital, por considerá-los ruins no longo prazo, ainda que possam trazer certo fôlego de curto prazo em tempos de turbulência. Após examinar vários países que adotaram algum tipo de controle, os analistas concluíram que tais controles, ainda que fossem abrangentes e de cumprimento rigidamente fiscalizado, não protegeram os países de crises no balanço de pagamentos. Assim sendo, admitem controles tão somente como forma de ganhar tempo para a implementação de reformas estruturais, necessárias à correção dos fundamentos econômicos e à adoção de “políticas econômicas saudáveis”.

Um outro importante alerta feito por Mishkin associa-se aos regimes de câmbio fixo ou administrado adotado por muitos países emergentes, considerados bastante perigosos para países com grande volumes de débitos denominados em moeda estrangeira, ainda que possam ser de grande utilidade para o controle inflacionário. Sob tais regimes, quando ocorre um ataque especulativo exitoso, a desvalorização decorrente da moeda doméstica tende a ser muito mais aguda, mais rápida e menos prevista da que ocorre num regime de câmbio flutuante. Ou seja, tais regimes podem aumentar a instabilidade financeira em mercados emergentes, ao passo que o regime flutuante teria a virtude de tornar claro para empresas privadas, bancos e governos que existe um significativo risco envolvido na emissão de passivos denominados em moeda estrangeira.

Vive-se, pois, um momento de transição e uma nova arquitetura financeira mundial ainda está por ser redesenhada. Para a *The Economist/Gazeta Mercantil* (01/02/99), o sistema financeiro ideal deveria garantir três objetivos que, na prática, são incompatíveis (“a trindade impossível”): soberania nacional contínua; mercados financeiros regulamentados; e os benefícios de mercados de capitais mundiais. A rigor, um desses objetivos precisaria ser preterido. Por exemplo, os que desejam regular e manter a soberania têm que abrir mão da integração mundial dos mercados de capitais. Os que, por sua vez, querem essa integração combinada com uma regulação internacional devem renunciar à soberania. E, por último, os que gostariam de ter integração mantendo sua soberania precisam aceitar um mercado global sem regulação supranacional.

Chances efetivas para que esse novo desenho seja feito dependem, evidentemente, da disposição do G-7 para se engajar no mesmo e da legitimidade que o mesmo possa alcançar. SACHS (1998) expressa preocupação com essa legitimidade. Para ele, com as atuais instituições, não se conseguirá de forma suficientemente ampla ou confiável criar um sistema mundial estável. Dar ao mundo em desenvolvimento – 85% da população mundial – um papel sério na modelagem das novas instituições seria a melhor maneira de se ganhar essa confiança. Esse compartilhar de responsabilidades teria também o poder de acalmar os mercados financeiros. Ao G-8 (G-7 e Rússia) deveriam ser agregados mais oito países do mundo em desenvolvimento, criando-se, assim, o G-16, sendo que desses oito, quatro membros centrais deveriam ser Brasil, Índia, Coréia do Sul e África do Sul ⁷.

Nessa remodelação, o FMI deixaria de ser, para SACHS (1999), “uma babá do mundo” e se concentraria em monitorar o sistema monetário mundial, inclusive os dispositivos cambiais e os mercados internacionais de capitais. Essa visão sobre o FMI, defendida segundo ele por um espectro notavelmente amplo de ideologias, se contrapõe a duas outras. A do governo dos EUA, que vê o órgão como um preposto para o mundo em desenvolvimento, como a instituição que dita as normas de forma a que os mercados atrasados se preparem para o século 21, e a da Grã-Bretanha, que encara o FMI como o depositário de normas mundialmente aprovadas em política monetária, fiscal e financeira, uma visão muito mais colegiada que a americana.

O debate a respeito do papel do FMI, numa nova ordem financeira internacional, se acirrou com a renúncia do seu diretor-gerente Michel Camdessus, no segundo semestre de 1999. Para o ex-secretário do Tesouro dos EUA, no governo Clinton, Lawrence Summers, os EUA, a Grã-Bretanha e outros países querem uma estrutura essencialmente nova para as iniciativas da comunidade financeira internacional. Ao Banco Mundial caberia a liderança no desenvolvimento de longo prazo e na redução da pobreza global, enquanto que o FMI teria uma função bem mais definida.

O Fundo deveria reconhecer a predominância e maior conveniência dos fluxos privados de capitais, quando comparados

⁷ No dia 16/12/99, foi realizada em Berlim a primeira reunião do Grupo dos 20 (G-20), um fórum mais amplo do que o proposto por Sachs.

aos empréstimos oficiais a governos. Na medida em que esses fluxos aumentaram para os países emergentes, os créditos aos governos não poderiam e nem deveriam aumentar em paralelo. Assim sendo, o FMI deveria limitar seu envolvimento com os países à concessão de empréstimos de forma seletiva e a curto prazo. Com esta atitude, o órgão se tornaria, efetivamente, um prestador de última e não de primeira instância., combatendo, somente, ameaças sistêmicas excepcionais como: problemas emergenciais no balanço de pagamentos; contágio financeiro; ou pânico no mercado.

O ex-secretário americano continua com suas recomendações. Para ele, o Fundo precisa se capacitar para fornecer ao setor privado informações mais amplas e precisas sobre as economias emergentes, promover métodos padronizados de contabilidade, e encorajar a divulgação de dados sobre reservas, dívida externa e indicadores de estabilidade financeira. A instituição deveria ter, também, maior acesso às informações recebidas de modo a garantir confiabilidade às mesmas e procurar auditorias internacionais independentes para atuarem junto aos bancos centrais e outras instituições dos países contemplados com os créditos, sendo que esses países não deveriam ser capazes de impedir que o FMI divulgasse dados essenciais de cada economia aos investidores. Esse conjunto de procedimentos, ao reduzir os problemas de assimetria de informação, atenuaria as possibilidades de crises financeiras.

Uma forte ação reguladora e coordenada internacionalmente, teria a capacidade de enviar aos mercados sinais coerentes, capazes de ancorar as expectativas dos operadores. “As finanças especulativas traduzem-se por desequilíbrios múltiplos que correspondem a expectativas distintas. O único meio de encontrar o ‘bom’ equilíbrio consiste em suscitá-lo por intermédio da fixação de objetivos concertados de política econômica” (PLIHON, 1995, p. 76). Para TOBIN (1978, *apud* PLIHON, 1995), uma efetiva redução da especulação exigiria uma taxa das operações financeiras, de modo a desacelerar a mobilidade de capital e limitar a tomada de riscos nos mercados. Uma taxa decrescente no tempo, criaria um desestímulo às operações especulativas de curto prazo, aumentando o peso dos operadores fundamentalistas.

Essa proposta, na avaliação de PLIHON (1995), permitiria também que a desconexão entre a economia real e as finanças especulativas - que aumentou na medida em que estas últimas ganharam uma velocidade de rotação muito elevada - fosse bastante

atenuada. O fato dos preços e as transações nos mercados financeiros terem tal velocidade, graças à liberalização e às inovações tecnológicas, enquanto as trocas de bens e serviços são, por natureza, muito mais inertes, se constitui numa fonte de instabilidade em relação às taxas de câmbio, como demonstrado por DORNBUSH (1976).

Considerações finais

Tendo em vista o exposto nas seções anteriores, e independente do fato de ainda ser necessário comprovar se o capitalismo está passando por algum tipo de crise de superprodução, é lícito afirmar o seguinte:

Ataques especulativos em economias emergentes ganham vulto e dramaticidade quando apoiam-se na existência de fragilidades nos fundamentos macroeconômicos, incluindo-se nessas fragilidades problemas nos sistemas financeiros domésticos. Ou seja, ainda que se reconheça a predominância da lógica especulativa, ela possui limitada autonomia;

Apesar das crises recentes terem surgido nos países emergentes, o contágio entre os diversos segmentos do mercado financeiro, num dado espaço nacional e entre diversos países, é facilitado pela importância significativa dos chamados investidores institucionais (fundos de pensão e de investimentos). Essa importância deriva do peso desses investidores no direcionamento dos fluxos privados de capital, da força dos mesmos frente à debilidade dos mercados emergentes, de sua vocação para operações de curto prazo, do fato de deterem grandes fatias dos mercados acionários e de sua atuação global, utilizando a mais alta tecnologia de informação. Dada essas características, o comportamento dos seus operadores termina por criar fortes oscilações até mesmo nos mercados dos países avançados;

Nesse mercado financeiro global, onde operam esses investidores institucionais, a informação é assimétrica e cara. “Os investidores prefeririam adotar uma estratégia de diversificação de carteira e um comportamento de manada para fugir dos elevados custos de obtê-la. A diversificação permitiria diluir o risco em escala global, propiciando retornos mais elevados às aplicações em mercados emergentes. A postura de rebanho refletiria a idéia de que todos os investidores participam dos mesmos bailes, mas dançam sempre perto da porta

de saída. Ao menor sinal de pânico...saem todos em bando” (SILVA, 1998);

Como os mercados estão de fato interligados através dos fluxos de capital, do comércio e das multinacionais, o pânico se alastra. O problema é que esses movimentos nos mercados financeiros, independente do segmento onde eles tenham tido origem, terminam por contagiar o lado real da economia. Isso se daria por uma eventual perda de riqueza dos investidores, induzindo-os a serem mais comedidos em suas compras, comedimento esse que poderia detonar uma recessão econômica generalizada;

Por tudo isto, deve-se ver a crise como um problema global, cuja solução precisa ser pensada globalmente. O peso do ajuste não pode ser jogado unicamente nos ombros do países emergentes. Torna-se necessário definir regras para o funcionamento dos mercados financeiros globalizados, regras essas que também beneficiariam os países ricos.

CONSIDERATIONS ON RECENT CRISES AND THE REGULATION OF FINANCIAL MARKETS

Abstract: *the aim of this paper is to examine three theoretical viewpoints concerning recent crises in world financial markets and to present some pros and cons of new regulations of these markets. In such markets linked by multinational firms, capital flows and commerce, the importance of the so called institutional investors has been increasing. As information in these markets is both assymetrical and expensive, investors of that kind prefer to adopt the strategy of portfolio diversification and sheep-like behavior to minimise risks given lack of information. When investors behave this way at the national level panic breaks out and contaminates the real economy. In this context, a crisis should not be seen as an isolated problem*

of a specific country, but instead as one whose solutions should be sought globally.

Key-words: *financial markets; institutional investors; crises; regulation*

Referências Bibliográficas

- AMADEO, E. Impactos de médio prazo da crise asiática. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 08/01/98, p. A-3.
- A MENSAGEM dos mercados. **Gazeta Mercantil/Business Week**, São Paulo, 07/04/97, p. A-3.
- ATLAN, F. et. al. **Dynamique des taux de change:** propriétés statistiques des taux des changes. Paris: Caisse des Dépôts et Consignations (Document de travail, n.1/T), 1990.
- CRESCER o apoio ao controle de capital. **The Economist/Gazeta Mercantil**, São Paulo, 03/02/99, p. A-3.
- CRISE mundial coloca o FMI sob pressão. **The Economist/Gazeta Mercantil**, São Paulo, 08/02/99, p. A-3.
- DORNBUSCH, R. Expectations and exchange rate dynamics. **Journal of Political Economy**, Chicago, Ill., v. 84.
- _____. A China não precisa de uma desvalorização. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 19/08/98, p. A-3.
- ESTADOS Unidos propõem a reestruturação do FMI. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 15/12/99, p. A-14.
- FELDSTEIN, M. Manual de auto-ajuda para os mercados emergentes. **Foreign Affairs/Gazeta Mercantil**, São Paulo, 12/03/99, p. 10-15.
- FERIDAS da globalização em Davos. **The Economist/Gazeta Mercantil**, São Paulo, 01/02/99, p. A-2.
- FMI volta a criticar os controles de capitais. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 12/01/2000, p. A-10.
- FORRESTER, V. **L'Horreur économique**. Paris: Fayard, 1996.
- GARTEN, J. E.. Lições para a próxima crise financeira. **Foreign Affairs/Gazeta Mercantil**, São Paulo, 12/03/99, p. 3-8.

Oswaldo Guerra

- GRAUWE, P. et. al. **Exchange rate theory**: chaotic models of foreign exchange markets. Oxford: Blackwell, 1993.
- GREIDER, W. **One world ready or not**: the manic logic of global capitalism. New York: Simon and Schuster, 1997.
- GUEDES, P. O tempo é curto. **Exame**, São Paulo, 23/09/98.
- HEILBRONER, R. **Visions of the future**: the distant past, yesterday, today, tomorrow. New York: Oxford University Press, 1995.
- HSIEH, D. Chaos and nonlinear dynamics: application to financial markets. **Journal of Finance**, New York, v.46, n. 5, 1991.
- KRUGMAN, P. **Uma nova recessão?** o que deu errado. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- _____. O capitalismo é produtivo demais?. **Foreign Affairs/Gazeta Mercantil**, São Paulo, 10/10/97, p. 3-8.
- MINSKIN, F. S. Lessons from the asian crisis. **NBER Working Papers**, Cambridge, MA., n. 7102, 1999.
- OBSTELD, M. The logic of currency crises. **Cahiers Economiques et Monétaires**, Paris, n. 43, 1994.
- OCAMPO, J. A. Reforming the international financial architecture: consensus and divergence. **CEPAL Serie Temas de Coyuntura**, Santiago, Chile, n.1, 1999.
- ORLEAN, A. Comportements mimétiques et divergences des opinions sur les marches financiers. In: BOURGUIGNAT, H.; ARTUS, P., eds. **Théorie économique et théorie des marchés financiers**. Paris: Economica, 1989.
- PLIHON, D. A ascensão das finanças especulativas. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 5, 1995.
- RADELET, S., SACHS, J. O ressurgimento da Ásia. In: **Foreign Affairs/Gazeta Mercantil**, São Paulo, 14/11/97, p. 3-9.
- RIFKIN, J. **The end of work**: the decline of the global labor force and the dawn of the post market Era. New York: G.P. Putnam, 1995.
- SACHS, J. Uma base mais saudável. **The Economist/Gazeta Mercantil**, São Paulo, 18/09/98, p. A-2.
- _____. Chega de negociações nos bastidores. **The Financial Times/Gazeta Mercantil**, São Paulo, 18/11/99, p. A-2.

- SAMUELSON, R. J. Maus presságios. **Washington Post/Exame**, São Paulo, 3/06/98.
- SILVA, L. A. S. De emergentes e de bolas da vez. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 22/09/98, p. A-2.
- SOROS, G. Este é o momento para a nova instituição de crédito global. **Financial Times/Gazeta Mercantil**, São Paulo, 13/01/98, p. A-2.
- TAMISIER, S. et. al. **Dynamique des taux de change**: estimation par un modèle ARCH. Paris: Caisse des dépôts et Consignations (Document de travail, n.25/T).
- TOBIN, J. A proposal for international monetary reform. **Eastern Economic Journal**, v.4, 1978.