



AS CRISES ECONÔMICAS MUNDIAIS

JOÃO RICARDO SANTOS TORRES DA MOTTA

Consultor Legislativo da Área IX
Economia

ESTUDO

MARÇO/2000



Câmara dos Deputados
Praça dos 3 Poderes
Consultoria Legislativa
Anexo III - Térreo
Brasília - DF

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO	3
2. GLOBALIZAÇÃO DAS FINANÇAS	4
3. EFEITOS DA GLOBALIZAÇÃO DAS FINANÇAS NA CONDUÇÃO DA POLÍTICA ECONÔMICA	7
4. INTEGRAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA	10
5. GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E POLÍTICA FISCAL	13
6. MECANISMOS DE INTERVENÇÃO	14
7. OPÇÕES DE POLÍTICA	16
8. AS CRISES RECENTES	18
9. CONCLUSÃO	19

© 2000 Câmara dos Deputados.

Todos os direitos reservados. Este trabalho poderá ser reproduzido ou transmitido na íntegra, desde que citados o(s) autor(es) e a Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados. São vedadas a venda, a reprodução parcial e a tradução, sem autorização prévia por escrito da Câmara dos Deputados.

AS CRISES ECONÔMICAS MUNDIAIS

JOÃO RICARDO SANTOS TORRES DA MOTTA

1. INTRODUÇÃO

As crises econômicas têm sido história recorrente durante o século vinte. Não obstante, longos períodos de prosperidade trouxeram a ilusão do controle dos ciclos e da minimização dos efeitos recessivos. Ao longo do século, a interferência dos Governos e a coordenação internacional de políticas tentou domar o fantasma das crises, mas, de tempos em tempos, mudanças bruscas no padrão de expectativas têm propagado a desordem e a volatilidade de preços, desorganizando a produção e destruindo riquezas acumuladas em um padrão errático e imprevisível.

O processo de globalização econômica, conduzido vagorosamente nos últimos trinta anos, mas acelerado bruscamente na última década pela revolução da informática e das telecomunicações, trouxe novamente a ilusão da prosperidade global sem percalços. De outra parte, a interligação dos mercados financeiros incorporou vantagens fantásticas, mas trouxe a semente da instabilidade, especialmente para países menos preparados para enfrentar a competição pela atração dos capitais internacionais. As crises mostraram-se presentes e com um agravante perigoso: a velocidade de propagação e a intensidade da movimentação dos fluxos financeiros tornaram virtualmente impossível o seu controle a partir de sua deflagração.

Este estudo se concentrará na análise dos condicionantes dessa nova realidade econômica e nas causas da recente crise financeira internacional, assim como nas perspectivas de reversão do quadro. A tarefa é árdua e, desafortunadamente, parece estar fora do alcance dos governos nacionais. A coordenação internacional será fundamental, mas, sobretudo, uma melhor compreensão do processo se fará necessária antes que seja reerguida uma nova ordem mundial, menos sujeita aos dissabores dos ciclos econômicos abruptos.

2. GLOBALIZAÇÃO DAS FINANÇAS

A globalização das finanças nos anos 80 foi um fenômeno revolucionário, até hoje mal compreendido. Este processo vem gerando grandes preocupações para os governos dos principais países desenvolvidos. Essa incompreensão decorre de diversos fatores, entre os quais:

i) as mudanças não decorreram de um único evento e não tiveram nem início nem um fim claramente identificáveis;

ii) os fortes impactos gerados por estas transformações nas economias domésticas induziram uma percepção de que tais mudanças eram um fenômeno nacional, quando, de fato, eram um fenômeno internacional.

O termo *globalização* tem sido usado para representar vários fenômenos, como o crescimento do comércio e dos negócios transnacionais, a interdependência entre os fluxos de capitais e as parcerias (*joint-ventures*) internacionais. Os aspectos de globalização relacionados a questões de comércio mundial são fáceis de perceber, porque produtores e consumidores compreendem o que é o comércio de bens e serviços. No que tange ao mercado de capitais, no entanto, a dimensão da globalização ainda é vista de maneira misteriosa. As ações são conduzidas por poucos agentes especializados, através de telas de computadores, envolvendo enormes somas de dinheiro e, aparentemente, com pouca conexão com o mundo real. Mais importante ainda é que as economias parecem ser conduzidas ao sabor dos mercados, o que faz com que este mistério seja freqüentemente interpretado como uma ameaça.

Como pano de fundo para essas mudanças existem três fatores básicos que concorreram para direcionar o fenômeno da globalização: *inovação, tecnologia e desregulamentação*. Na realidade, mudanças induzidas pelas inovações, pela tecnologia e pela desregulamentação ocorreram, isoladamente, de maneira muito rápida. Ocorre que estes fenômenos tendem a agir de maneira conexa, cada um multiplicando os efeitos dos outros. Como resultado, tantos os mercados como os governos que os regulam tiveram pouco tempo para aprender. De fato, erros ocorreram e continuarão a ocorrer.

Esta expansão financeira que caracteriza a globalização das finanças é difícil até mesmo de mensurar. A utilização de estatísticas de Balanço de Pagamentos mascara o fenômeno porque não leva em conta a interdependência entre os fluxos de capitais de diversos países. Não há ainda medida abrangente que possa captar todos os movimentos financeiros relevantes para retratar a expansão financeira global, gerando um problema de confiabilidade das estatísticas. Entre as variáveis relevantes, destacam-se:

- empréstimos bancários: em moeda estrangeira para estrangeiros, em moeda doméstica para estrangeiros e em moeda estrangeira para domésticos;

- movimento de títulos internacionais, emitidos *offshore* assim como títulos e ações emitidos domesticamente e transacionados com o exterior;

- investimentos estrangeiros diretos;

- serviços financeiros transacionados com o exterior, como os serviços de seguros;

- transações de “*derivativos financeiros*” tanto entre diferentes países como entre diferentes moedas.

A evolução destes indicadores ao longo do tempo pode ilustrar a dimensão do fenômeno que ocorreu após 1980:

- em 1980, os empréstimos bancários internacionais eram de US\$324 bilhões. Em 1991 esse valor era de US\$ 7,5 trilhões - 4% do PIB da OECD para 44% do PIB da OECD;

- em 1982, o total dos títulos internacionais “outstanding” atingiu US\$ 259 bilhões. Em 1991, esse total era de US\$ 1,65 trilhões;

- em 1986, o estoque global dos principais derivativos - *swaps*, opções e futuros envolvendo as taxas de juros e/ou moedas - era de US\$ 1,1 trilhão. Em 1991, esse valor era de \$6.9 trilhões.

- o giro - *turnover* - diário de moeda estrangeira, incluindo derivativos, em 1991, era de US\$ 900 bilhões;

- entre 1980 e 1990, o volume mundial de transações de ações através das fronteiras se elevou em 28% ao ano, de US\$120 bilhões para US\$1,4 trilhões anuais.

Diante da evidência de que as finanças nos anos 80 tornaram-se efetivamente globais, surge uma série de questões fundamentais a serem respondidas:

- como essa nova economia mundial funciona?

- como a integração internacional dos mercados de capitais influencia as taxas de juros, os orçamentos dos governos e outros aspectos de política econômica?

- em que medida o poder dessas finanças globais pode desestabilizar economias nacionais?

- os reguladores serão capazes de reagir às mudanças e encarar esse novo regime?

- se não forem, seria adequado retroceder no tempo e desfazer o processo, se fosse possível?

As respostas a essas perguntas dependem do conhecimento das forças que geraram esse novo mundo das finanças. Um ponto importante é o de que as mudanças em questão ocorreram de modo extremamente rápido, com conseqüências muitas vezes perigosas. Outro ponto é que, de fato, não há como retroceder.

A diferença entre os sistemas financeiros dos países desenvolvidos ainda é muito bem destacada - Japão, EUA, Alemanha e Inglaterra têm estruturas bastante particulares. Essa aparência de diversidade tem-se tornado superficial devido à globalização. Mas mesmo no início dos anos 70 os sistemas tinham muito em comum - as mudanças que se seguiram foram também muito parecidas em todos eles.

No passado, as finanças domésticas dos principais países tinham características comuns, que podem ser resumidas da seguinte forma:

- *o mercado para serviços financeiros era dividido em segmentos*. Essa característica decorria ou da tradição ou da imposição do governo (EUA). A visão por trás disto era dar mais segurança e previsibilidade a um sistema sujeito a instabilidades através de regras de “*quem pode fazer o quê e onde pode fazê-lo*”.

- em face do poder monopolístico decorrente da segmentação, era fundamental o exercício de um *controle pelos reguladores*. Esse controle envolvia: i) determinação de preços - taxas de juros; ii) restrições quantitativas - controles de crédito. Reclamações não existiam, uma vez que não se podia admitir que ocupantes privilegiados de segmentos pudessem fazer o que quisessem;

- como em sistemas controlados os preços não são bons veículos de informações, era necessário que, dentro dos segmentos, houvesse o desenvolvimento de uma cultura de “*relacionamento*” entre os fornecedores de serviços e seus emprestadores e tomadores. O custo de eficiência econômica dos controles e do mercado segmentado poderiam ser então reduzidos. Em troca, havia a segurança do sistema;

- os governos ainda garantiam *proteção contra competição estrangeira*. De fato, controles de crédito e de preços seriam muito mais difíceis se poupadores e tomadores tivessem acesso a fornecedores estrangeiros, menos regulados. Lucros seguros eram o retorno para a aceitação dos controles. A proteção era a base do acordo entre governo e fornecedores de serviços financeiros em todo o mundo.

A partir dos anos 70 e, mais rapidamente, nos anos 80, a organização das finanças baseadas nos princípios de *segmentação, controles, relacionamento e proteção* ruiu. De fato, os segmentos foram invadidos por novos participantes, controles domésticos foram eliminados ou drasticamente reduzidos, a cultura de relacionamento deu lugar à securitização e a outros mecanismos financeiros baseados em preços. Surge, então, uma questão fundamental: que forças levaram a essas mudanças e à expansão das finanças globalizadas?

Respostas óbvias, mas não necessariamente corretas seriam *desregulamentação e redução dos controles aos fluxos de capitais*. Sob essa visão, as mudanças foram orientadas pelos governos para revogar a ordem financeira vigente. Orientações pró-mercado e liberalizantes, em moda nos anos 80, foram as iniciadoras do processo.

Esta versão é muito simplista. Na realidade, a desregulamentação pode ser vista como consequência e não exatamente como causa do processo. Em sistemas onde a regulamentação distorce preços, criando oportunidades de lucro, as regras são de uma maneira ou de outra burladas. A desregulamentação é freqüentemente um reconhecimento de que as regras não mais funcionam.

Na base do processo está a interdependência entre *comércio, finanças internacionais, inovações e desregulamentação*, da seguinte forma:

i) quando o comércio se expande, elevam-se os fluxos de capitais a ele associados. Por outro lado, mercados mais desenvolvidos para o capital internacional facilitam o comércio pelo melhor acesso ao crédito por exportadores e importadores. Há, portanto, um efeito multiplicador entre finanças e comércio;

ii) as oportunidades de lucro criadas pela regulamentação levaram a inovações no sentido de expandir as finanças *offshore*. Ex: EUROMARKETS. As inovações tendem a expandir as finanças internacionais. Com esse crescimento, aumenta a competição com bancos domésticos, levando a posteriores inovações. Funciona, assim, um segundo efeito multiplicador;

iii) os regulamentadores, inicialmente, tentam resistir ao processo, mas em geral, nessa área eles atuam com atraso, devido ao fato de o dinheiro ser muito arisco. Um terceiro multiplicador atua contra os regulamentadores. Instituições financeiras de países com regulamentação mais forte passam a sofrer competição desvantajosa e fazem lobby pela desregulamentação. A expansão das finanças, do comércio e das inovações ainda gera maneiras mais eficientes de fugir aos controles. Nos dois sentidos a expansão das finanças provoca a desregulamentação, que, evidentemente, provoca a expansão, fechando o círculo.

Esse foi o mecanismo básico que desmoronou o esquema anterior. As condições macroeconômicas dos anos 80, entretanto, aceleraram substancialmente esse processo:

i) a política do primeiro governo Reagan combinou política fiscal frouxa com política monetária apertada, gerando elevação de taxas de juros e apreciação do dólar. Isto levou à geração de um forte déficit em conta-corrente para os EUA, e pelas mesmas razões, elevados superávits para Japão e Alemanha. Esta elevação de desequilíbrios na conta-corrente entre as três maiores economias provocou correspondente elevação dos fluxos de capitais entre essas economias;

ii) as flutuações bruscas do dólar ao longo da década elevaram a necessidade de proteção contra a volatilidade das taxas de câmbio induzindo rápidas inovações no sentido de melhorar o gerenciamento dos riscos financeiros e cambiais;

iii) a elevação das taxas de juros e da volatilidade financeira no período elevou os ganhos com a evasão da regulamentação doméstica.

Um forte fator de estímulo ao processo foi o desenvolvimento da tecnologia, em particular dos computadores e sistemas de comunicação - possibilidade de transações financeiras 24 horas p/dia em um mercado verdadeiramente global. Isto levou ainda a um rápido declínio da cultura de “relacionamento”, uma vez que as informações podiam ser rapidamente processadas.

Finalmente, o fator político também contribuiu para a aceleração do processo, na medida em que tanto nos EUA, como na Inglaterra, assumiram governos menos intervencionistas, a favor da desregulamentação;

Todos esses fatores combinados terminaram por forçar medidas semelhantes em outros países, de orientações políticas até mesmo muito menos liberais.

A globalização das finanças, se inevitável, é motivo de grande preocupação para os regulamentadores. Em particular, há um claro balanço entre custos e benefícios. Os benefícios são uma maior eficiência na alocação de recursos, maior flexibilidade e maior competição. Os custos são a maior instabilidade econômica e a perda de controle das políticas macroeconômicas. Aparentemente, os mercados estão suficientemente integrados para propagar os custos mas não tão integrados para distribuir os benefícios.

Surge a questão de se as mudanças reduziram ou elevaram o risco de uma crise econômica. Permanecem ainda muitas dúvidas sobre a forma de se conduzir políticas econômicas consistentes com a globalização das finanças, em particular de como evitar uma crise financeira que possa ser transmitida internacionalmente. A rapidez das inovações tende a elevar ainda mais a distância entre regulamentadores e a realidade. O grande desafio é compatibilizar eficiência com estabilidade.

3. EFEITOS DA GLOBALIZAÇÃO DAS FINANÇAS NA CONDUÇÃO DA POLÍTICA ECONÔMICA

As recentes crises financeiras internacionais despertaram grande desconfiança sobre os efeitos do rápido desenvolvimento dos mercados financeiros nas economias domésticas do mundo desenvolvido. Alega-se que a moeda eletrônica e os mercados de títulos acumularam excessivo poder e que a soberania econômica nacional está sendo erodida pelos massivos fluxos internacionais de capitais, deixando os governos impotentes para defender os interesses econômicos de seus países.

Com efeito, a crise do sistema de taxas de câmbio europeu, em 1992 e 1993, exemplificou como governos e bancos centrais podem ficar ao sabor dos grandes especuladores de moeda. Similarmente, o *crash* no mercado de títulos dos países industriais em 1994, a recente crise cambial do México e a forte queda do dólar no início de 1995 demonstram como um mercado financeiro globalizado pode afetar negativamente a países cujas políticas sejam consideradas inadequadas. Posteriormente, as crises da Ásia e da Rússia confirmaram o poder dos movimentos especulativos sobre economias em desenvolvimento.

De fato, nas últimas duas décadas os mercados financeiros domésticos abriram-se para criar um massivo mercado de capitais globalizado, muito além do controle de qualquer governo. O comportamento desse imenso volume de capital é capaz de fazer a diferença entre o sucesso e o fracasso de uma determinada política econômica. Tal realidade tornou-se, de certa forma, assustadora para alguns analistas, que acusam os mercados financeiros de serem insensíveis aos

fundamentos econômicos e indiferentes a qualquer preocupação social, apesar de terem o poder de influenciar o nível de emprego e diferentes tipos de políticas sociais. Pior ainda, esta influência não seria exercida por governos democraticamente eleitos, mas apenas determinada por especuladores egoístas e irracionais, interessados puramente na realização de gigantescos lucros. Estes receios têm gerado demandas por soluções que permitam aos governos eliminar o excessivo poder dos mercados financeiros.

Se olharmos, no entanto, para o que ocorria há vinte e cinco anos atrás, podemos verificar o impressionante volume de instrumentos de política disponíveis para os governos interferirem em suas economias, através de impostos, gastos públicos, taxas de juros, controles de crédito, taxas de câmbio, controles de capitais e políticas de renda. Por sua vez, as mudanças decorrentes da liberalização dos fluxos internacionais de capitais, da desregulamentação dos mercados financeiros domésticos, da tecnologia de computadores e telecomunicações e das rápidas inovações financeiras, provocaram um enorme crescimento da dimensão e da força dos mercados financeiros - a partir de 1980, o estoque total de ativos financeiros cresceu duas vezes e meia mais rápido do que o PIB dos países industriais. Tudo isto não extinguiu, mas enfraqueceu substancialmente os antigos instrumentos de intervenção governamental.

Os benefícios oriundos da liberalização financeira são óbvios. Um mercado de capitais livre assegura que as poupanças sejam direcionadas para os investimentos mais produtivos, sem preocupação com fronteiras nacionais. O capital pode fluir dos países desenvolvidos mais ricos em recursos para economias emergentes mais ricas em oportunidades. A elevação da competição criou um sistema financeiro mais eficiente, oferecendo melhores oportunidades para os poupadores assim como menores custos para os tomadores. Novos instrumentos financeiros como os derivativos - futuros, opções e *swaps* - auxiliaram as empresas a administrar mais efetivamente o risco financeiro. Tudo isto deveria significar maiores investimentos e crescimento no longo prazo.

Ocorre que, em economia, não há *free-lunch*. Os benefícios são sempre acompanhados de custos, que neste caso, são refletidos pelo enfraquecimento dos instrumentos tradicionais de intervenção dos governos, tanto em termos das escolhas de políticas disponíveis como da efetividade das armas de que podem dispor. Houve, a rigor, um deslocamento de poder dos formuladores de política para os mercados financeiros, despertando algumas preocupações, que têm-se tornado bastante populares:

i) os mercados de câmbio e de títulos podem sobrepujar as políticas monetária e fiscal, deixando os governos impotentes para influenciar taxas de câmbio e taxas de juros. Neste caso, os mercados financeiros tornam-se juizes e júris da formulação de política econômica. Se, por exemplo, os mercados não gostarem de um corte nas taxas de juros, poderão reagir pela elevação do retorno de longo prazo dos títulos;

ii) bancos centrais e governos são normalmente acusados de se esforçar demasiadamente para agradar os mercados financeiros, ao invés de priorizar objetivos econômicos e sociais de longo prazo, que poderiam beneficiar seus países. Assim, políticas de acomodação às expectativas de inflação, por exemplo, podem causar excessiva deflação nas economias;

iii) a liberalização financeira global e a vasta gama de novos instrumentos financeiros são acusados de reduzir a efetividade dos instrumentos de política monetária e fiscal, de tal forma que mudanças nas taxas de juros de captação de empréstimos pelos governos têm um pequeno impacto na economia. Isto ainda inclui a expansão da moeda eletrônica, que pode causar perda de controle da oferta de moeda pelos bancos centrais e o crescente uso de derivativos, que permite às empresas isolarem-se das mudanças nas taxas de juros;

iv) a liberalização e as inovações tornaram os mercados muito mais voláteis, assim como mais vulneráveis a crises financeiras, com preocupantes implicações para a estabilidade econômica.

A questão crucial, portanto, é se os mercados financeiros tornaram-se demasiadamente poderosos. Mais ainda, se existem instrumentos efetivos para que os governos possam submeter os mercados, através de métodos como uma maior coordenação internacional de políticas, a imposição de controles de capital ou de impostos de transação. Estas questões não têm resposta precisa, mas a evidência demonstra que os governos têm conseguido administrar de certa forma este poder do mercado. Mais ainda, que a perda de força dos governos diante dos mercados tem contribuído para encorajar políticas mais consistentes e melhor desempenho econômico, uma vez que as possibilidades de reações incontroladas tendem a punir muito mais severamente os erros de política.

Há, obviamente, bastante controvérsia sobre o tema. O poder dos governos sobre suas economias tem sido tradicionalmente baseado em sua habilidade para tributar, emitir moeda e tomar recursos no mercado. Um mercado de capitais liberalizado e globalizado tende a limitar abusos nestas três funções. Se um governo decide hoje tributar demasiadamente os negócios, as empresas simplesmente deslocam sua produção para outro lugar. Se um governo toma emprestado de maneira imprudente, ou permite o surgimento de um surto inflacionário, investidores procurarão refúgio em outras moedas. Neste sentido, mercados financeiros globais tanto acentuam os erros de política, elevando a instabilidade gerada inicialmente, como recompensam generosamente as políticas econômicas consistentes, deixando, sem dúvida, um enorme espaço para a atuação dos governos.

Neste ponto, surge uma outra questão crucial, que é a de como garantir que os mercados liberalizados estimulem melhores políticas macroeconômicas, ou, em outras palavras, como determinar do que dependeria a qualificação dos mercados para serem juizes do desempenho econômico de uma determinada política. A resposta para isto está diretamente ligada a quão bem funcionam os mercados, aspecto cuja compreensão decorre do entendimento de como se formam as decisões em um ambiente de mercados financeiros globalizados.

Há diversas percepções do que influencia o comportamento do mercado financeiro nestas condições. Uma visão mais caricatural entende que os mercados de câmbio e de títulos são cassinos irracionais envolvidos em um vendaval de especulação. Neste sentido “o mercado” seria uma conspiração de indivíduos ricos, coordenados por um único cérebro, desconectado do mundo real. Esta visão é particularmente útil em momentos de crise, em que se identificam responsáveis por grandes jogadas especulativas ou fraudes, em uma tentativa de demonstrar a fragilidade do sistema.

De fato, os mercados financeiros refletem a percepção de risco e retorno de milhões de investidores individuais, fundos de pensão, bancos, fundos de *hedge*, indivíduos ricos e homens de negócio tentando levantar dinheiro, ou mesmo compradores de casa-própria e aposentados procurando descobrir maneiras de investir seus poucos recursos. Neste sentido, um mercado global de capitais nada mais é do que um mecanismo de formação de preço dos capitais e de alocação aos seus usos mais produtivos. Os mercados agem recolhendo e processando informação, funcionando como um espelho para a situação econômica, que é a real imagem do espelho, não dependendo deste para que possa existir. Quebrar o espelho, portanto, não muda o que ele reflete. Realmente, na grande maioria dos casos, as oscilações fortes nos preços, como a queda do dólar ou a crise mexicana, tinham como pano de fundo desequilíbrios econômicos e erros de política.

Evidentemente, isto não quer dizer que os mercados estejam sempre certos. Se, no longo prazo, eles podem se mover racionalmente, o nível e o tempo de suas reações podem muitas vezes estar desalinhados. Os mercados financeiros exercem sua disciplina de maneira errática, podendo ser vagarosos para punir os culpados, mas corrigir seu rumo abruptamente, com conseqüências freqüentemente dolorosas. Em outras situações o mercado pode emitir sinais confusos, que acabam

por estimular os governos a adotarem políticas inadequadas. Neste ambiente de crescente incerteza pode-se esperar que muitas crises ainda virão a ocorrer entre os mercados globais e os governos nacionais.

A forma de lidar com o problema dos excessos do mercado não parece ser a de buscar enquadrar o mercado dentro de limites estreitos, como no passado. Este tipo de medida tende a ser mais contraproducente para a economia do que benéfico. De fato, a realidade da globalização exige que os governos repensem sua forma de conduzir a política econômica, evitando desestabilizar as expectativas do mercado e assegurando que estes sejam melhor informados. O grande desafio é ajudar os mercados de capitais globalizados a tornarem-se mais efetivos em sua função de estímulo ao bom comportamento. Certamente, isto deverá limitar o que os políticos podem prometer aos eleitores, mas, no longo prazo, os verdadeiros vitoriosos não serão os mercados financeiros, mas as empresas, trabalhadores, poupadores e pensionistas.

As conseqüências decorrentes de uma maior integração entre os mercados financeiros, no entanto, estão longe de ser totalmente compreendidas. Ao contrário, os mercados de capitais não estarão ainda completamente integrados por décadas e a diversificação internacional de *portfolio* é um processo bastante recente. Há um grande espaço para a elevação dos fluxos de poupanças através das fronteiras, na medida em que as economias emergentes abram seus mercados financeiros e os riscos desses novos mercados passem a ser melhor compreendidos. Tudo isto leva a crer que a evolução para um mercado de capitais global deverá aumentar seu poder. Na proporção em que os mercados financeiros cresçam em relação ao tamanho da economia real e as ligações entre os mercados se aprofundem, estes mercados cada vez mais funcionarão como um único mercado na avaliação dos riscos., o que significa, em última análise, que os retornos de títulos governamentais com riscos equivalentes deverão convergir. Se tal fato ocorrer, o mercado de capitais terá um papel cada vez mais importante na determinação das taxas de câmbio e de juros, afetando substancialmente as políticas monetária e fiscal domésticas. Como ficarão, então, os formuladores e administradores da política econômica?

4. INTEGRAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA

A compreensão dos efeitos da integração global e das inovações financeiras na perda de efetividade da política monetária envolvem duas preocupações básicas:

- i) os governos podem perder poder para determinar as taxas de juros, porque os fluxos internacionais de capitais podem dominar os movimentos monetários domésticos;
- ii) alterações nas taxas de juros podem ter efeitos na economia muito menores e muito mais demorados do que antes.

Estas preocupações se misturam com dois outros conceitos, não muito bem compreendidos, relacionados ao que a política monetária pode ou não fazer. Primeiramente, afirma-se que, com a livre mobilidade internacional de capitais, os governos têm de escolher entre uma política de taxas de câmbio ou entre uma política monetária independente. Tal fato é verdadeiro, se for adotada uma taxa de câmbio fixa. Neste caso os governos, de fato, perdem a capacidade de controlar a moeda, porque as taxas de juros internas terão que se alinhar com as externas. Um exemplo deste caso é o que ocorreu na União Européia em 1992, quando os países que tentaram manter sua moeda fixada ao marco alemão foram os que mais reclamaram da perda de soberania monetária para os mercados financeiros. Com taxas de câmbio flexíveis, no entanto, há possibilidade dos governos

manterem políticas monetárias independentes, mesmo com livre mobilidade de capitais, desde que estejam dispostos a deixar seu câmbio flutuar livremente, abdicando deste controle. Tal é o caso da Inglaterra, que hoje tem mais autonomia monetária do que tinha sob o sistema de Bretton Woods.

Em segundo lugar, acredita-se que exista um *trade-off* de longo prazo entre inflação e desemprego, e que a política monetária pode ser usada para reduzir o desemprego e aumentar o crescimento econômico, às custas de uma inflação um pouco maior. Esta relação só é válida no curto-prazo, por períodos curtos. Uma política monetária frouxa, que pode estimular o crescimento inicialmente, termina por desfazer-se na forma de uma aceleração da inflação. Assim, muitos economistas recomendam que a política monetária deve concentrar-se na estabilidade de preços, porque esta provê o ambiente adequado para o investimento e o crescimento econômico.

O entendimento das limitações sobre o que a política monetária pode realmente fazer, em qualquer situação, levanta a questão de se é realmente verdadeiro que a globalização financeira e as inovações a tornam menos efetiva. As preocupações relacionadas a se os bancos centrais podem fixar taxas de juros ou se as taxas de juros podem afetar a inflação e a renda não são tão fundamentadas, se for observado o comportamento dos principais bancos centrais, como o Federal Reserve e o Bundensbank. O ponto crucial está em que o trabalho dos banqueiros centrais certamente tornou-se muito mais difícil.

Com efeito, a desregulamentação financeira e as inovações tornaram muito mais complicada a mensuração da moeda. A liberalização financeira afeta a demanda por moeda, alterando as relações tradicionais entre oferta de moeda e inflação. Na medida em que as pessoas movimentam suas poupanças entre diferentes instrumentos, diferentes medidas de moeda implicam diferentes sinais para os formuladores de política econômica. Isto significa que os bancos centrais não mais podem estabelecer suas políticas simplesmente olhando para o comportamento da moeda, mas devem levar em conta um espectro muito mais abrangente de indicadores financeiros e exercer muito mais sua capacidade de julgamento.

Outra dificuldade que surge é que a desregulamentação encorajou o crescimento de novas instituições e novos instrumentos financeiros, reduzindo o tamanho do setor bancário, tradicionalmente o canal pelo qual se executa a política monetária. O crescimento da securitização - que permite às empresas obterem recursos diretamente no mercado - reduziu a participação dos bancos na oferta de crédito de curto e médio-prazos direcionados aos negócios. Essa tendência pode ainda avançar muito, com a evolução da moeda eletrônica - *smart cards* e *E-cash* - que se move através de redes de computadores, fora do alcance dos bancos centrais. Isto gera um receio de que os bancos centrais possam perder inteiramente o controle sobre as taxas de juros de curto prazo.

Esse receio não tem muito fundamento porque, como os bancos centrais exercem o monopólio do controle sobre a criação de moeda e das reservas bancárias, eles podem afetar o preço dessas reservas através de alterações na oferta de fundos, via operações de *open-market*. Assim, enquanto os bancos necessitarem de reservas e os bancos centrais mantiverem seu monopólio, eles ainda reterão o controle sobre as taxas de juros de curto-prazo. Entretanto, não há como negar que o encolhimento do setor bancário e a existência de uma relação mais elástica entre as reservas bancárias e a moeda tornam mais difícil para os bancos centrais a tarefa de influenciar os fluxos de crédito através de operações de mercado aberto.

A desregulamentação dos mercados financeiros também alterou a maneira como a política monetária funciona. Antes da desregulamentação, os bancos centrais podiam controlar diretamente os empréstimos bancários através de controles de crédito e impor tetos para as taxas de juros, tornando a política monetária muito mais precisa do que é hoje. A eliminação dos tetos de taxas de juros tornou a política monetária uma tarefa muito menos exata. Atualmente, os bancos centrais têm que

se apoiar apenas em suas taxas de juros para influenciar o nível de demanda da economia. Isto implica que há necessidade de uma maior elevação das taxas para se obter um dado impacto no dispêndio. Por outro lado, a abertura das economias transformou as taxas de câmbio um canal muito mais importante para a política monetária. Se uma elevação nas taxas de juros implicar uma elevação da taxa de câmbio, isto reforçará o efeito da política monetária, embora os resultados possam ser um tanto imprevisíveis.

Os impactos das taxas de juros na economia também podem ter sido reduzidos a partir do maior uso de derivativos, como futuros, opções e *swaps*. Estes instrumentos, geralmente ligados às taxas de juros, permitem que as empresas isolem-se das oscilações das taxas de juros e das moedas. De fato, o uso de derivativos pode reduzir a sensibilidade individual das empresas às flutuações nas taxas de juros. Mas o que realmente acontece é que o risco da taxa de juros se redistribui ao longo da economia. Se alguém pretende reduzir seu risco, precisa achar alguém que queira comprá-lo. Além disso, embora os derivativos possam isolar os riscos de oscilações nas taxas de juros para um empréstimo determinado, eles não alteram o custo marginal de novos empréstimos - isto é, as taxas de juros do mercado - que são, em última análise, os parâmetros para novas decisões de investimento. Assim, o uso de derivativos pode atrasar o impacto econômico das taxas de juros no período contratual, mas não podem eliminá-lo.

Isto posto, os derivativos podem tornar a política monetária mais difícil e menos previsível, mas não podem impedi-la de funcionar. Pelo contrário, eles dão aos bancos centrais uma série de novos indicadores com os quais é possível se inferir o sentimento do mercado. Devido à alta liquidez do mercado de derivativos, eles são capazes de oferecer melhores informações do que os mercados de dinheiro vivo. Os mercados futuros fornecem importantes *insights* das expectativas do mercado quanto a taxas de juros e taxas de câmbio futuras e os mercados de opções refletem as visões dos investidores quanto às incertezas. Os principais bancos centrais do mundo utilizam hoje estes mercados para suas análises diárias das expectativas de diversas variáveis relevantes.

Enfim, o efeito das inovações financeiras e da desregulamentação foi o de fazer com que o impacto de mudanças nas taxas de juros sejam menos previsíveis do que eram anteriormente, aumentando a margem de erro. A rigor, no entanto, a política monetária nunca foi um simples problema de causa e efeito. As defasagens de seus efeitos sempre foram variáveis e, freqüentemente, longas.

Mesmo com a política monetária sendo efetiva, os governos perderam autonomia na determinação das taxas de juros de longo prazo. Isto porque há grande número de investidores mantendo encaixes de suas moedas, em particular os detentores de títulos. Assim, os efeitos de uma mudança na política monetária sobre os retornos de longo prazo dos títulos depende da forma como o mercado analisa seu impacto na economia. Se, por exemplo, um banco central tenta afrouxar a política monetária, enquanto as expectativas de inflação estão ascendendo, esta tentativa será em parte neutralizada por uma elevação nas taxas de juros de longo prazo. Em última análise, os bancos centrais, hoje, têm que conduzir a política monetária buscando influenciar as expectativas.

Em um país de economia estável, as taxas de juros de longo prazo são formadas, a grosso modo, pelo retorno real do título, a expectativa de inflação e um prêmio de risco. Se o mercado suspeita de que um governo está sendo imprudente quanto a políticas monetárias ou anti-inflacionárias, os retornos de longo prazo dos títulos deverão se elevar. Isto, primeiramente, tem o efeito de criar um aperto automático da política (no Japão, Estados Unidos, França e Alemanha, 60% ou mais das dívidas privadas estão ligadas a taxas de juros de longo prazo). Em segundo lugar, isto gera uma pressão para a elevação das taxas de juros de curto prazo, antes do que se esperava inicialmente. Nos Estados Unidos, em 1993, a elevação das taxas de juros de longo prazo gerou uma desaceleração da economia antes que a política de elevação gradual das taxas de juros de curto-prazo do FED pudesse fazê-lo.

Esta dependência dos bancos centrais em relação aos mercados tem gerado inúmeras críticas quanto à obsessão destas instituições com o mercado de títulos. De fato, os banqueiros centrais têm de prestar atenção aos mercados financeiros, em parte porque a política monetária funciona através dos preços dos ativos, mas também porque os mercados de títulos carregam informações sobre as expectativas futuras e ajudam as autoridades monetárias a decidir qual política é mais apropriada.

Em suma, há hoje maiores dificuldades para as autoridades monetárias implantarem políticas inflacionárias, mas, por outro lado, os mercados liberalizados aumentaram o poder dos bancos centrais comprometidos com o combate à inflação. De fato, a inefetividade das políticas monetárias tem menos causa nos mercados financeiros e muito mais em políticas fiscais inadequadas.

5. GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E POLÍTICA FISCAL

Em uma economia fechada, se um governo eleva seu déficit orçamentário ele terá que pagar maiores taxas de juros para persuadir investidores domésticos a adquirirem mais títulos. Uma vez que os governos tenham acesso às poupanças internacionais, eles poderão tomar emprestado mais barato, porque mesmo uma elevação pequena das taxas de juros irá atrair imediatamente um maior volume de fundos do exterior. Assim, os custos domésticos do endividamento se reduzem. Não é por coincidência que as dívidas públicas dos países industriais elevaram-se fortemente, assim como subiram as taxas reais de juros nas últimas duas décadas, com a progressiva integração dos mercados de capitais. Desde 1974, a dívida pública líquida total dos países da OECD elevou-se de 15% para 40% do PIB.

Contraditoriamente, apesar de os economistas falarem na rígida disciplina dos mercados globalizados, estes mercados, na realidade, encorajaram os governos a uma maior irresponsabilidade fiscal. Tal é o caso dos Estados Unidos nos anos 80, ao financiar enormes déficits com poupanças externas para evitar os custos internos do processo, ou seja, maior inflação. Entretanto, a evidência atual demonstra que, muitas vezes, quando se inverte a percepção do mercado, este passa a demandar maiores prêmios para compensar os riscos de inadimplência ou de inflações mais elevadas.

A globalização criou também uma outra restrição à capacidade de os governos elevarem impostos, particularmente sobre os negócios. Empresas multinacionais com estratégias de investimento globais podem rapidamente deslocar sua produção para países com regimes tributários mais atraentes. Assim, se um governo pretende reduzir seus déficits orçamentários, ele terá que atuar mais sobre os gastos públicos.

Este processo levanta uma questão: os governos perderam seu poder de realizar políticas fiscais compensatórias? Na realidade, o efeito de uma política fiscal expansionista dependerá de como as pessoas encaram a sustentabilidade dessa política. O impacto no produto está relacionado ao efeito desse estímulo nos retornos dos títulos. Se a dívida pública de um país já é elevada e crescente, mesmo um aumento modesto no endividamento pode levar a uma rápida elevação dos juros, diminuindo o efeito daquele estímulo inicial sobre a demanda.

O ponto fundamental, portanto, é a credibilidade. Mesmos as políticas de estabilização automática, caracterizadas por um comportamento expansionista nas recessões e vice-versa no crescimento, bastante utilizadas para reduzir os efeitos dos ciclos econômicos, podem não funcionar se os mercados financeiros não acreditarem na possibilidade de reversão da elevação dos déficits no próximo ciclo. Assim, eles demandarão maiores taxas de juros. Países como o Canadá e a Itália viram-

se obrigados apertar sua política fiscal, anulando os estabilizadores automáticos, por causa das preocupações do mercado com suas dívidas crescentes. Esta é uma situação em que uma redução do déficit pode até ser expansionista, se os mercados financeiros realmente acreditarem que os cortes orçamentários serão feitos, porque os detentores de títulos demandarão um prêmio de risco menor do governo. Esta experiência foi identificada na Dinamarca e na Irlanda nos anos 80.

O tamanho ideal para a dívida pública é uma coisa que ninguém consegue identificar. Nos principais países industriais, há hoje um certo desconforto quanto ao estoque de dívida, quando se levam em conta as futuras obrigações relacionadas a pensões do sistema previdenciário estatal, à medida em que a população envelhece. De qualquer maneira, o enfraquecimento da política fiscal está mais ligado a uma perda de credibilidade dos governos do que, necessariamente, aos operadores dos mercados de títulos.

6. MECANISMOS DE INTERVENÇÃO

As constantes instabilidades a que estão sujeitos os mercados não têm causas claramente identificáveis em uma primeira análise. Entretanto, muitos dos casos recentes de instabilidade financeira foram gerados por desequilíbrios macroeconômicos, distorções microeconômicas nos mercados financeiros - como subsídios a tomadores favorecidos politicamente - e supervisão governamental inadequada dos mercados financeiros. A evidência demonstra que as grandes flutuações nos mercados financeiros são, geralmente, os sintomas, não as causas, dos problemas econômicos. Apesar disso, os mercados de câmbio muitas vezes apresentam alta volatilidade e grandes desalinhamentos. Uma questão relevante é saber se existem formas de intervenção governamental para que os mercados funcionem melhor.

Muitos economistas acreditam que sim. Há, basicamente, três tipos de orientações para buscar melhorar o funcionamento do mercado: *intervenção nas taxas de câmbio, coordenação internacional de políticas e controle de capitais*. As intervenções cambiais partem do princípio de que os governos deveriam interferir mais nos mercados de moedas para reduzir a volatilidade e prevenir os desalinhamentos. Há, inclusive, sugestões para que o FMI crie um fundo de intervenção para ajudar governos a resistir a ataques especulativos.

As intervenções cambiais podem ser de duas formas: A primeira delas, onde se permite que seja afetada a oferta de moeda, é denominada “não esterilizada” e tende a alterar a taxa de juros, não dando aos governos nenhum controle monetário adicional. O segundo tipo, denominado “esterilizada”, ocorre quando as alterações na oferta de moeda são contrabalançadas por operações de mercado aberto, realizadas pelo banco central. Neste caso, como a oferta de moeda não se altera, os efeitos sobre a taxa de câmbio tendem a não ser permanentes. Apesar disso, muitos economistas consideram que este tipo de intervenção, em certas circunstâncias, pode ser uma arma poderosa.

Atualmente, a maioria das intervenções são do tipo esterilizado. Os economistas têm-se tornado mais convencidos de que as intervenções esterilizadas são mais potentes do que convencionalmente se imaginava. Em agosto de 1995, uma intervenção conjunta de vários bancos centrais ajudou a manter a cotação do dólar por um período. Mesmo assim, este tipo de instrumento é normalmente utilizado em última instância, quando as moedas atingem níveis extremos. As intervenções funcionam bem porque mandam sinais oficiais ao mercado das futuras taxas de câmbio e intenções de política monetária, estimulando os operadores a modificarem suas expectativas. Isto é particularmente verdadeiro em situações de desorganização do mercado e na existência de bolhas

especulativas. Ocorre que nenhuma intervenção poderá funcionar se os fundamentos econômicos estiverem errados. A rigor, uma intervenção cambial não pode controlar o mercado por muito tempo, a não ser que seja reforçada por mudanças na política monetária. Se os mercados interpretarem a intervenção como uma forma de protelar uma elevação nas taxas de juros, é mais provável que ela enfraqueça a moeda, ao invés de reforçá-la.

A segunda forma de atuação mais adotada é a coordenação internacional de políticas. Este recurso foi muito popular na década de oitenta, mas não se mostrou muito eficaz. A rigor, a cooperação internacional no campo monetário é uma coisa boa, mas difícil de sustentar. Em geral, há grandes entraves políticos, porque os governos não desejam subordinar suas políticas econômicas nacionais a metas internacionais. Algum acordo em relação a mudanças nas taxas de juros ainda é possível, mas no que tange a políticas fiscais, é quase inviável. Não é de se espantar que os dois maiores tumultos cambiais dos últimos tempos foram nos Estados Unidos dos anos 80 e na Alemanha pós-unificação, ambos com fundamentos nas políticas fiscais daqueles países.

Outra dificuldade é que ninguém pode precisar qual deveria ser o nível “correto” das paridades cambiais. Não há razão pela qual os governos sejam melhores juizes nesta questão do que os próprios mercados. Assim, mesmo que houvesse a possibilidade de as três maiores economias entrarem em acordo sobre suas políticas cambiais, para manter suas moedas no interior de bandas de variação, estas ainda estariam sujeitas a ataques especulativos, à medida em que as taxas se aproximassem dos limites da banda. A rigor, em um mundo com alta mobilidade de capitais, não existe situação confortável entre taxas de câmbio flutuantes e taxas de câmbio permanentemente fixas. Os sistemas de bandas tendem a ser instáveis, como demonstrou o colapso do sistema de taxas variáveis dentro de limites estabelecidos pelo sistema cambial europeu, em 1992 e 1993, mesmo com os países envolvidos estando comprometidos com políticas monetárias consistentes com suas taxas de câmbio. Os sistemas de câmbio fixo dos Tigres Asiáticos desmoronaram-se após a seqüência de ataques especulativos, em 1997.

Nestes casos, os ataques especulativos não se iniciam por desequilíbrios nos fundamentos econômicos, como normalmente ocorre, mas porque os mercados acreditam que o ataque causará um afrouxamento da política monetária e se provam certos, em um esquema de profecias auto-realizáveis. No caso do colapso europeu, os especuladores, na realidade, estavam reagindo a divergências macroeconômicas provocadas pela elevação de taxas de juros requerida pelo Bundesbank, para controlar a inflação potencial gerada pela reunificação alemã. Como o resto da Europa estava em recessão e com alto nível de desemprego, o mercado apostou que os compromissos de elevação das taxas de juros não seriam mantidos por França e Inglaterra, e forçaram um ataque, que acabou se tornando auto-realizável, isto é, gerando o efeito esperado que motivou o ataque. Uma conclusão a que é possível chegar, após uma análise dos diversos episódios de ataques especulativos, é que a maior mobilidade de capitais gerada pela globalização aumenta o espaço para ataques auto-realizáveis sobre moedas, como se comprovou com a Tailândia e a Indonésia anos mais tarde.

Esta maior fragilidade, já observada a partir do colapso do sistema de bandas europeu, motivou iniciativas no sentido de que os governos retomassem instrumentos de controles de capitais para desencorajar os especuladores. Com as inovações financeiras e os modernos meios de comunicação, restrições como as que se utilizava no passado, entretanto, são virtualmente impossíveis de se implementar. Os defensores dos controles de capitais têm algo mais sofisticado em mente. Ao invés de tentar banir a especulação, com proibições de empréstimos para estrangeiros ou de que indivíduos possam ter ativos e contas bancárias em moedas estrangeiras, imaginam-se formas de elevar o custo de especular.

O principal instrumento é um imposto que seria implantado a uma alíquota baixa - 0,5%, por exemplo - sobre todas as transações com moeda estrangeira. Isto, em tese, desincentivaria a especulação e os mercados se focalizariam nos fundamentos econômicos de longo-prazo. Um dos maiores defensores desta idéia de um imposto de transação é o governo francês. Sob o ponto de vista econômico, no entanto, poucos consideram um instrumento como este desejável, assim como muitos não acreditam que possa vir a funcionar. O maior problema é que, se não for adotada esta solução com uma abrangência mundial, os mercados integrados, tradicionalmente inovadores, teriam muitas formas de evitar o tributo.

Além disso, sua função de estabilizar as moedas é duvidosa. Com o desincentivo às transações, a liquidez do mercado seria reduzida, podendo levar a uma maior volatilidade. A eficiência dos mercados financeiros também seria afetada, elevando o custo de capital. O tributo desincentivaria os fluxos especulativos, mas também os movimentos de capitais considerados positivos para a economia, como os créditos comerciais e as operações de *hedging* associadas ao comércio e aos investimentos diretos.

Há, no entanto, espaço para os controles de capitais em alguns países em desenvolvimento, com o objetivo de moderar os influxos de capitais de curto prazo. Esses movimentos, quando exagerados, podem causar grandes problemas para as economias emergentes, elevando as taxas de câmbio a níveis não competitivos ou dando combustível para a inflação, seja pela elevação da oferta de moeda, seja pela pressão no endividamento público. Entretanto, as recomendações são de que os controles sejam temporários, mesmo porque eles perdem a efetividade ao longo do tempo. Nos países desenvolvidos, a evidência demonstra que tais controles não funcionam, particularmente para o bloqueio da saída de capitais. Portugal, Espanha e Irlanda não foram capazes de evitar a desvalorização de suas moedas, mesmo com a adoção destes controles. O mesmo pode-se dizer da Malásia, com a centralização cambial adotada após a crise dos países asiáticos.

A conclusão é que nenhum destes instrumentos de intervenção parece ser efetivo para os fins aos quais se propõe. Outro ponto importante é que as crises financeiras, na grande maioria dos casos, refletem desequilíbrios macroeconômicos. Se os ajustes necessários são protelados por meio desses mecanismos de intervenção, mais cedo ou mais tarde a correção do mercado virá, muitas vezes sob formas bem mais dolorosas. Há grande espaço também para uma atuação no sentido de estimular maior transparência de informações e controles de risco. Um arcabouço regulatório e de supervisão dos mercados financeiros bem engendrado, portanto, é fundamental para estimular um melhor funcionamento do sistema, mas seu bom desempenho também dependerá da consistência das políticas econômicas adotadas.

7. OPÇÕES DE POLÍTICA

A evidência da ineficiência dos mecanismos de intervenção tradicionais não deixa aos governos um papel secundário em relação aos mercados financeiros. Se a influência direta tende a ser problemática, há muito que fazer no que tange a uma influência indireta exercida através de mecanismos de transmissão de informações. De fato, a informação é o elo perdido entre os mercados financeiros e os governos. Sem boas informações sobre metas econômicas, instrumentos de política e desempenho macroeconômico, as decisões ficam distorcidas, e há maior possibilidade de surtos de pânico e reações bruscas, baseadas em boatos ou vazamentos.

Um exemplo recente foi o caso do México. Muitos analistas estavam desorientados quanto às informações no segundo semestre de 1994, por conta dos grandes atrasos nas publicações de dados. Esse desconhecimento fez com que a correção do mercado fosse muito mais violenta do que se a real situação fosse conhecida mais cedo. Daqui por diante, episódios semelhantes de atrasos gerarão efeitos diferentes do que no passado, porque os mercados sempre aprendem rápido.

Publicação de informações, no entanto, é só parte do problema. A política econômica também deve ser o mais transparente e previsível possível. Se o nível de incerteza já é grande, os governos devem evitar estimulá-lo ainda mais. O ponto crucial é evitar confusão quanto aos objetivos de política do governo. As metas em relação à inflação e aos gastos públicos devem estar claras, mas não somente por promessas de comportamento. A sociedade, assim como os mercados, precisa de mais do que isto. É necessário haver formas de consolidar a credibilidade das políticas e de conquistar a confiança do mercado associadas a mecanismos institucionais que possam determinar as políticas monetária e fiscal, incentivando os formuladores de políticas a tomar decisões prudentes punindo-os quando não cumprirem suas promessas.

Uma forma comum de convencer os mercados financeiros de que o governo pretende manter a inflação controlada é tornar o banco central independente das influências políticas, dando ao banco um mandato para perseguir a estabilidade de preços, preferencialmente com uma meta explícita de inflação. As características particulares de cada esquema variam de país a país, de acordo com suas peculiaridades institucionais e políticas. O importante é que o mecanismo desenvolvido possa trazer credibilidade à política monetária do governo.

Transparência no processo de tomada de decisão da política monetária também é importante. Os bancos centrais devem evitar formas misteriosas e secretas de se relacionar com o mercado. No novo ambiente, os bancos centrais devem comunicar-se claramente, para influenciar as expectativas. Muitos países já aderiram a este procedimento, inclusive publicando as reuniões de suas principais comissões. No FED são também publicamente anunciadas todas as decisões de alterações de taxas dos fundos federais.

O nível de independência dos bancos centrais varia muito entre os países. Em vários deles ainda há conflito entre os objetivos constitucionais da instituição, como o FED, por exemplo, que é constitucionalmente obrigado a buscar tanto o pleno emprego como a estabilidade de preços, que são metas normalmente conflitantes. O Banco da Inglaterra tem louváveis procedimentos de transparência e boa comunicação com o mercado, mas não é independente, estando suas decisões subordinadas à vontade do primeiro-ministro inglês, que nem sempre atende às recomendações da instituição.

No campo fiscal, no entanto, a coisa é muito mais complicada. Regras rígidas de comportamento orçamentário não são factíveis e são ineficazes sob o ponto de vista econômico. Os impactos políticos e sociais de uma política fiscal rígida são sempre empecilhos para uma adequação de política às metas de estabilidade, problema que aflige a inúmeros países desenvolvidos, pressionados por seu endividamento e pelas perspectivas de crescimento dessas dívidas, principalmente pela contabilização de despesas futuras, especialmente as previdenciárias.

Ainda assim, há experiências no sentido de estimular institucionalmente um comportamento mais disciplinado neste campo. Primeiramente, através do desenvolvimento de uma contabilidade financeira pública mais transparente e apropriada, incluindo mesmo a obrigatoriedade de auditoria privada, para evitar os truques orçamentários tradicionais que escondem despesas. Outro ponto é a definição de metas de endividamento explícitas, para o curto e o longo prazos. Uma

outra experiência é a de exigir maior abertura de informações, permitindo inspeções do Congresso, do público e do mercado financeiro. A idéia por trás de todos esses mecanismos é a de buscar elevar os custos da irresponsabilidade fiscal.

Todos esses mecanismos de intervenção, contudo, mostraram-se ineficazes quando da ocorrência da crise da Ásia e conseqüentes desdobramentos com a Rússia e o Brasil, ameaçando, pela primeira vez de maneira efetiva, a nova ordem econômica globalizada. É o que veremos a seguir.

8. AS CRISES RECENTES

A partir de 1997, o mundo submergiu por mais de dois anos em uma seqüência de crises, em que países vinham caindo como peças de dominó. Inicialmente, foi a Tailândia, ainda no primeiro semestre de 1997, passando para a Indonésia, a Coréia do Sul e Hong Kong. Depois de uma pausa, atingiu de cheio a Rússia e, finalmente, o Brasil. Embora estes tenham sido os epicentros, os efeitos da crise foram sentidos em todo o mundo, incluindo a segunda maior economia do planeta, o Japão. Apesar de poder-se distinguir períodos mais agudos, sua origem e natureza são claras: a fragilidade econômica e institucional de países despreparados para a abertura ao fluxo de capitais externos. Em suma, a enxurrada de capitais externos, assim como criou os sonhos, também os destruiu.

Mais do que buscar vilões para a crise, é preciso compreender sua natureza, tarefa que ainda cria muitas divergências entre especialistas. As causas são tantas e estão tão interligadas que lançam dúvidas sobre todas as teorias apresentadas.

Alguns atribuem a crise ao capitalismo clientelista e à fraquezas fundamentais dos países asiáticos. Outros apontam para a volatilidade dos fluxos de capital internacional e de todo o sistema econômico global. Outros, ainda, dizem que os culpados são os Estados Unidos e o Fundo Monetário Internacional, ou então a venalidade e a incompetência dos governos da Rússia, Indonésia ou de outros países. Ainda cabe muita discussão entre os economistas sobre quais fatores levaram à crise foram inevitáveis, quais foram substanciais e quais foram superficiais. Além disso, há uma impressão crescente de que não exista nenhuma boa resposta à vista e que talvez a crise seja o preço do desenvolvimento econômico.

A crescente prosperidade que se tem visto no mundo parece ter tornado irrefreável a tendência de aumento progressivo no fluxo de capitais entre os países. Algumas das principais causas da crise parecem ser, de fato, a própria natureza humana. O fator psicológico vem aumentando o seu grau de importância na explicação para a velocidade de propagação das crises, em uma espécie de “sentimento de manada” que varre os mercados com otimismo ou pessimismo exagerados.

Neste contexto, o papel dos reguladores parece secundário. Em momentos de insanidade há pouco o que se possa fazer. De maneira geral, os regulamentadores do mercado estão sempre defasados das inovações e os movimentos de defesa nas ondas pessimistas se tornam não somente imprevisíveis, como irrefreáveis.

O fato é que, mesmo após a crise, a recuperação dos países asiáticos parece também ter sido mais rápida, ainda que a um alto custo no curto prazo. Alguns diriam que estes são percalços naturais do sistema econômico e que a crise purifica e renova as energias da economia, preparando-a para novo salto. Qualquer que seja a explicação, fica a dúvida sobre se haverá final feliz ao cabo de cada crise e sobre o que poderá acontecer se esta também se propagar pelas economias dos chamados países desenvolvidos.

Outra constatação assustadora é a de que ainda não existem mecanismos para conter o desastre. Os governos dos países desenvolvidos não captaram os sinais da catástrofe e a intervenção dos organismos internacionais se mostrou canhestra. Uma atuação preventiva parece incompatível com o espírito que move o mercado, a busca do lucro a riscos calculados. De fato, sempre haverá quem se atraia para boas oportunidades, correndo maiores riscos. A dificuldade reside no fato de que qualquer indício de risco acima do calculado assusta os investidores, que tendem a agir freneticamente. Neste contexto, o papel dos organismos internacionais, que seria o de dar garantias ao mercado sobre o país em questão, já não mais pode ser exercido e a única solução passa a ser a injeção de recursos públicos, já que ninguém mais pode ser convencido a colaborar. Na ordem natural das coisas, quando os ricos sofrem prejuízo, os pobres perdem o emprego.

A ação preventiva regulatória, que impediria a ação imprudente das instituições financeiras que acabam “alavancando” demasiadamente os recursos financeiros, sem respaldo na economia real, criando as denominadas “bolhas”, acaba esbarrando nas dificuldades de fiscalização e monitoração, no conflito de interesses e na inexistência de organismos que possam interferir, de fato, na soberania econômica das nações. A visão simplista de tentar reverter a globalização, fechar fronteiras, proibir operações com derivativos, tributar as transações financeiras, entre outras, pode ter o efeito de elevar ainda mais a instabilidade, prejudicando, novamente, as nações menos desenvolvidas.

9. CONCLUSÃO

As transformações sofridas nos mercados financeiros nas últimas décadas realmente criaram uma nova realidade para os condutores de política econômica. As políticas monetária e fiscal tornaram-se mais difíceis de administrar, mas, na realidade, sempre o foram. O campo para atuação governamental ainda é muito grande no que tange aos fundamentos econômicos, à remoção de obstáculos estruturais e à definição de mecanismos institucionais que reduzam distorções.

Isto torna muito mais importante a discussão da regulamentação do sistema financeiro. Deve haver a consciência, no entanto, de que os fenômenos que ocorrem internacionalmente são irreversíveis e geram grandes preocupações nas nações mais desenvolvidas e preparadas para enfrentar os novos desafios que se lhes afiguram. Não há como encarar o problema ao sabor de situações meramente conjunturais e casuísticas, uma vez que a definição de mecanismos institucionais que elevem a credibilidade é peça fundamental para o bom funcionamento da economia, assim como, ao contrário, um sistema em que as interferências são constantes e não previsíveis, ao sabor das vontades circunstanciais, pode trazer sérios entraves ao desenvolvimento.

É muito importante ressaltar que a maior e mais importante tarefa cabe sempre aos governos, e é a de estabelecer políticas econômicas consistentes. A experiência internacional demonstra que as crises financeiras, que podem ter um fundo na regulamentação inadequada, muitas vezes são geradas por desequilíbrios provocados por decisões erradas ou tentativas de protelar os ajustes necessários, para atenuar seus impactos políticos. Certamente, isto depende da maturidade política da nação, mas tem ocorrido com frequência em sociedades consideradas mais desenvolvidas. O fato é que um arcabouço institucional e regulatório, por si só, não pode ter a pretensão de ser o responsável

pelo bom funcionamento dos mercados financeiros. Ademais, com as inovações e os meios tecnológicos em constante evolução, os reguladores estarão sempre indo a reboque na busca de uma melhor compreensão dos novos efeitos e conseqüências dessas alterações, para poder estabelecer regras que desestimulem as distorções.

Neste contexto, a prevenção das crises parece estar ligada mais a uma compreensão da natureza do problema do que em uma cruzada contra os mecanismos da economia moderna ou contra a globalização. A fragilidade das economias, nos dias de hoje, é difícil de ser escondida ou mitigada. Cabe aos Governos e a seus Congressos o bom senso de evitar que interesses menores possam pôr em risco o equilíbrio de suas economias, já que a ação racional e fria do mercado costuma ser pouco condescendente.