

Notas: o novo sistema financeiro internacional na visão de Alan Greenspan*

*Roberto Marcantonio***

Há cerca de 30 anos, vem se evidenciando um conjunto relevante de mudanças no âmbito das relações econômicas internacionais. O esgotamento gradual das regras do acordo de Bretton Woods terminou por impor, a partir de 1971, o fim do sistema monetário internacional que vigorara desde a segunda metade da década de 40. No período subsequente àquele ano, as nações industrializadas tomaram a dianteira para ampliar a liberdade do comércio externo e, também, a movimentação de capitais estrangeiros; tais fatos passaram a definir novos padrões de liberdade comercial e financeira, que se impuseram, gradualmente, às economias em desenvolvimento como um dos pré-requisitos para atrair investimentos forâneos. Também cabe lembrar que o desenvolvimento tecnológico reforçou a tendência de redução dos custos das comunicações e do transporte de mercadorias, trazendo significativas conseqüências para as relações entre as nações.

Em grande parte como decorrência dos fatos referidos, o crescimento do comércio mundial acelerou, postando-se bem acima das taxas de expansão do produto global; esse crescimento foi impulsionado, igualmente, pela busca dos ganhos de escala, que se tornaram acessíveis aos participantes dos mais amplos mercados internacionais. Dado este último aspecto, tal participação foi confirmada, mais do que antes, como um fator relevante da lucratividade, do crescimento e da sobrevivência das grandes empresas; a competição entre estas passou a impulsionar, inclusive, o aumento das importações-exportações de componentes, que, por suas qualidades e preços, se evidenciam os mais competitivos em escala mundial. Considerando-se o conjunto das circunstâncias referidas, vislumbram-se algumas das gigantescas forças propulsoras da integração produtiva global, materializada através do acelerado crescimento do comércio externo e dos investimentos internacionais. De outro lado, de forma ainda mais intensa, assistiu-se à integração internacional e ao crescimento dos

* As citações em português dos pronunciamentos de Alan Greenspan foram traduzidas dos originais em inglês pelo autor destas notas.

** Economista da FEE.

mercados financeiros, graças à liberalização dos fluxos de capital e às comunicações instantâneas e de baixíssimo custo. Igualmente é importante lembrar que, no período pós-Bretton Woods, as taxas de crescimento das economias desenvolvidas e em desenvolvimento diminuíram de forma expressiva, salvo poucas exceções.

Irma Adelman, Economista da Universidade da Califórnia, investigou as taxas de crescimento de diferentes conjuntos de países, em diferentes períodos. Dentre as constatações de sua pesquisa, interessa destacar a extraordinária expansão econômica, durante a vigência de Bretton Woods, e a diminuição desse ímpeto expansivo, no período posterior. O conjunto dos países integrantes da Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), composto pelas economias desenvolvidas, entre 1919 e 1940, alcançou crescimento médio anual do Produto Interno Bruto *per capita* de 1,9%. Para representar os anos de vigência do acordo Bretton Woods, Adelman definiu o período de 1950 a 1973¹, para o qual constatou o crescimento médio *per capita* de 4,9%; entre 1973 e 1981, a taxa caiu para 1,3 %. No período Bretton Woods (1950-1973), o crescimento *per capita* dos países em desenvolvimento foi de 3,3% ao ano, enquanto o crescimento do PIB atingiu a taxa de 5,5% anual, próxima à da OCDE, de 5,9%. As taxas médias do crescimento do PIB *per capita* dos principais países industrializados e dos em desenvolvimento, entre 1973 e 1990, foram de, respectivamente, 2,5% e -0,1%. Irma Adelman qualifica o período Bretton Woods como uma “Era de Ouro do Desenvolvimento Econômico (...) uma era de crescimento econômico sustentado sem precedentes nos países desenvolvidos e em desenvolvimento” (Davidson, 1966, p. 12).

Está fora dos propósitos destas notas examinar as complexas causas históricas da diminuição do crescimento econômico mundial no já longo período posterior a Bretton Woods. O assunto é polêmico, e o debate em torno do mesmo persistirá. Contudo um dos temas desse debate deve ser mencionado aqui, qual seja, o referente às causas da instabilidade dos fluxos internacionais

¹ De fato, Bretton Woods foi assinado em 1944, passando a enfrentar dificuldades de sustentação desde os últimos anos da década de 60, em vista dos desequilíbrios externos dos Estados Unidos e, pelo mesmo motivo, das dificuldades desse país para manter o compromisso da conversibilidade do dólar em ouro. Em 1971, tais dificuldades obrigaram o Governo Nixon a decretar a extinção da conversibilidade; extinguiram-se, pois, condições materiais e institucionais decisivas para a sustentação das regras cambiais do acordo, o que o abalou de forma permanente. Diante das previsões sombrias acerca das possíveis conseqüências do fim da conversibilidade do dólar, o G-10 esforçou-se, em 1971, para estabelecer novas regras de variação cambial e, assim, assegurar um ambiente de estabilidade internacional. Contudo a adoção do regime de câmbio flutuante pela Inglaterra, em 1972, e demais economias desenvolvidas, em 1973, constitui o evento que, em definitivo, eliminou outra característica essencial de Bretton Woods, marcando o encerramento do seu processo de extinção.

de recursos. Para ressaltar a importância desse debate, é necessário, antes, apontar os efeitos da instabilidade referida. No caso de uma economia com regime de câmbio flutuante, esses efeitos se traduzem em instabilidade, também, das taxas de câmbio e juros; a flutuação ampla das taxas de câmbio implica, seguidamente, impactos inflacionários e, sempre, mudança dos preços relativos domésticos e dos preços domésticos face aos preços internacionais. Por tudo isso, há uma relação entre a magnitude de uma contração dos fluxos de recursos para determinada economia e, de outro lado, o grau de confiança dos agentes econômicos, que, frente a uma retração significativa, tenderá a se deteriorar, causando proporcionais adiamentos das decisões de investir e desaceleração do crescimento. A desaceleração do crescimento, se mais significativa, dissemina-se, primeiro, para os países que concentram suas exportações na(s) economia(s) inicialmente atingida(s). Pelos mesmos fatos, uma das virtudes exigidas de um sistema financeiro internacional é a de que possa contribuir para a estabilidade internacional.

O debate acerca das causas da instabilidade financeira internacional é considerado, aqui, através do enfoque de duas linhas conceituais antagônicas, que, parece correto dizer, são representativas da divisão mais essencial reinante entre os economistas. Significa dizer que esta abordagem é sumária e bastante esquemática; serve, entretanto, ao que interessa. O primeiro grupo adota conceitos de John Maynard Keynes e vê a instabilidade dos fluxos internacionais de recursos aumentada — danosamente, para o ritmo de crescimento mundial — pela liberdade de movimentação concedida ao *hot money*, ou seja, aos capitais especulativos, de curto prazo de aplicação. Esses capitais, é um fato reconhecido, se deslocam de uma economia para outra, com rapidez e em montantes expressivos, em busca de ganhos imediatos propiciados pelas diferenciais das taxas de juros, pela oscilação das taxas de câmbio ou pelos mercados de ações.

Para os economistas seguidores do pensamento de Keynes ou nele inspirados, todas as decisões e ações econômicas motivadas por rendimentos futuros esperados são marcadas, forçosamente, pela interferência de fatores especulativos. Ou seja, dado que o futuro é absolutamente incerto, as referidas ações são orientadas ou condicionadas por expectativas de eventos vindouros, que ninguém pode garantir a confirmação. A formação dessas expectativas é determinada, de um lado, pela projeção dos fatos passados e presentes para o futuro e, de outro lado, por estados psicológicos coletivos, propensos a oscilar, ampla e abruptamente. Portanto, as expectativas oscilam da mesma forma, podendo passar do otimismo mais extremo ao pessimismo, em decorrência de mudanças reais ou imaginárias, enquanto o movimento em sentido contrário é mais árduo e demorado. Como as decisões de investir refletem o grau de (des)confiança com que é antevisto o futuro, os níveis dos investimentos e das

atividades gerais da economia resultam igualmente instáveis. Pode-se dizer que tudo é ou se torna instável.

Contudo parece ser necessário marcar a diferença existente entre a instabilidade que emerge — se assim se pode dizer — dos empreendimentos que mobilizam recursos reais e as atividades financeiras eminentemente especulativas que lidam com aplicações de alta liquidez. No primeiro caso, a instabilidade gera-se “na margem”, ou seja, na decisão de realizar ou adiar novos investimentos. Os empreendimentos já realizados ou em fase adiantada de realização apresentam um alto custo de desistência; assim, mesmo quando as expectativas de rendimentos sofrem corrosão ou não se confirmam, o empresário terá de perseverar em sua iniciativa como, usando palavras de Keynes, “(...) qualquer homem saudável luta para defender sua vida”. Frente a esses empreendimentos, as atividades financeiras especulativas evidenciam um grau de instabilidade muito mais elevado, por dois motivos. Primeiro, porque as “posições” dos agentes podem ser liquidadas a qualquer momento e, segundo, porque persistir nas mesmas, quando o mercado assume expectativas mais pessimistas, seria incorrer em prejuízos certos e amplos. O conjunto das circunstâncias até aqui referidas propiciariam, nos mercados financeiros, comportamentos marcados pelo “instinto de manada” ou, para ser mais claro, pela irracionalidade. Os fluxos financeiros especulativos tanto podem se movimentar “para cima”, movidos por um otimismo descabido que se auto-alimenta, como “para baixo”, impulsionados pelo pânico. As circunstâncias ora tipificadas retratariam, conforme a linha de entendimento enfocada, os mercados internacionais de *hot money*, ressaltando sua elevada parcela de responsabilidade pela instabilidade financeira internacional, que, desde 1994, evidenciou freqüência, intensidade e capacidade de disseminação preocupantes.

Dentre os oponentes dos entendimentos acima expostos, serão referidos nestas notas os economistas adeptos da teoria das expectativas racionais. Apenas para contrapor, interessa dizer que rejeitam o conceito de incerteza acerca do futuro e a instabilidade dos mercados nos termos derivados do mesmo. Na teoria referida, os agentes econômicos agem de acordo com expectativas plenamente informadas. Todos os aspectos nacionais e internacionais, referentes às economias ou às políticas econômicas, passados e presentes, que interferem na evolução das variáveis de seu interesse são objeto de sua análise e conhecimento. Dessa maneira, os agentes podem estabelecer previsões estatisticamente confiáveis ou, no mínimo, sem erros persistentes. Isso vale para toda a atividade econômica e, obviamente, para os mercados de ações e cambiais. Surto de instabilidade são vistos como causados por erros na condução da política econômica. No caso específico da instabilidade no mercado de câmbio — ou dos fluxos de financiamentos para determinada economia —, uma das causas possíveis é o desalinhamento da taxa de câmbio. Dessa forma, a insta-

bilidade que ocorre corrige a política econômica, a taxa cambial e, se for necessário, outras variáveis macroeconômicas. Nessas circunstâncias, a ação especulativa do *hot money*, perfeitamente informada, teria um efeito macroeconômico corretivo.

O objetivo destas notas consiste em, com base na leitura de dois pronunciamentos de Alan Greenspan, o Presidente do Federal Reserve System (FED), o Banco Central norte-americano, examinar seus entendimentos e posicionamentos acerca de várias facetas do que o mesmo denomina o novo sistema financeiro internacional. A importância de buscar conhecer esses aspectos é evidente. Contudo, para instigar o leitor, cabe colocar uma questão: como pode o homem que advertiu contra a “exuberância irracional” do valor das ações no mercado norte-americano ser um dos principais promotores do sistema financeiro internacional, que dá plena liberdade de movimentação ao *hot money*?

Alan Greenspan: riscos, virtudes e perspectivas do novo sistema financeiro internacional

Os riscos

Para comodidade do leitor, o nome de Alan Greenspan será referido doravante apenas por AG. No que segue, tenta-se esboçar sua visão do sistema financeiro internacional, o que inclui as causas de instabilidade e de crises financeiras nacionais e internacionais, além das providências que propõe para diminuir sua frequência. A fonte das informações são dois de seus pronunciamentos, intitulados **Crescimento e Flexibilidade: Lições Vindas da Ásia**, de 02 de dezembro de 1997, e **Existe uma Nova Economia?**, de 04 de setembro de 1998. O primeiro ocorreu em plena crise do Sudeste Asiático, e o segundo, cerca de um mês depois da moratória da Rússia. Salvo melhor juízo, não se verificam evidências de que os posicionamentos de AG acerca das questões abordadas tenham sofrido alterações substanciais; os pronunciamentos escolhidos trazem o benefício de coincidirem com duas crises de conseqüências globais, em que o governo norte-americano, dada sua liderança econômica mundial, se viu instado a explicitar seu posicionamento sobre aqueles graves fatos e, também, sobre as medidas que propõe para prevenir sua recorrência freqüente.

Em alguns aspectos específicos, os pronunciamentos de AG evidenciam identificação orgânica, ainda que fortemente ambígua, com alguns conceitos de John Maynard Keynes. Poder-se-ia dizer que, pressionado e alarmado por eventos preocupantes, o Presidente do FED é o keynesiano que, em dezembro de 1995, advertiu contra a “exuberância irracional”, como a admitir a necessidade

de prevenir contra o *crash* financeiro e seus efeitos dramáticos; frente à percepção dos efeitos internacionais da moratória russa, em um dos pronunciamentos aqui examinados, voltou a adotar retórica de mesma inspiração. Porém, para efeitos práticos, na defesa do novo sistema financeiro internacional, retomou uma posição alinhada à teoria das expectativas racionais. No que segue, procuraram-se evidenciar essas características, que parecem ser — cabe não precipitar o julgamento a partir de tão rápido exame — “as duas faces de uma mesma moeda”. Antes, contudo, convém referir os efeitos prováveis de um *crash* efetivo do mercado bursátil dos Estados Unidos, que se constitui em importantíssima fonte de financiamento do consumo e dos investimentos daquela economia. Dessa forma, ficam evidenciados os motivos dos temores já referidos de AG.

Para cumprir o anunciado, cabe citar passagens de um texto do Economista André Lara Resende sobre o livro **Exuberância Irracional**, de Robert Shiller, professor da Universidade de Yale, onde afirma:

“Houve quatro grandes altas da Bolsa americana nos últimos cem anos. Nas três primeiras, os picos foram em 1901, em 1929 e em 1966. Tudo indica que a grande alta deste final de século teve início no início deste ano [1999]. (...) Shiller mostra que depois das grandes altas sempre se seguiu um longo período de baixa. As grandes quedas, que dão início à reversão da alta, por serem espetaculares, é que ficam na memória, mas o período de baixa que se segue é longo e, talvez, mais penoso. Em 1920, quase vinte anos depois, a Bolsa estava a um terço do pico atingido em 1901. Só em dezembro de 1958 o índice voltou aos níveis do pico de 1929. (...) O mercado só voltou aos níveis de 1966 em 1992” (Resende, 1998, p. 24).

Mais adiante, Lara Resende chama atenção para outros aspectos relevantes:

“A alta irracional dos preços das ações cria condições de acesso a capital extraordinariamente barato para as companhias. (...) O capital excessivamente barato induz a despesas e a investimentos cuja taxa de retorno é socialmente injustificada. Quando a bolha especulativa reverte, o capital se torna escasso e não há como financiar nem mesmo os investimentos de alto retorno” (Ibid. p. 25).

Sublinhando: se as taxas de retorno se tornam injustificáveis, a alta trás implícita a desvalorização; se a desvalorização, duradouramente, torna escassos os financiamentos mesmo para empreendimentos de alto retorno, oferece um entrave persistente à retomada da economia.

Ficaria uma impressão equivocada da opinião exposta por Resende, caso não fosse citado o que segue.

“E o que esperar? Uma nova grande depressão como dos anos 30? Muito provavelmente não. Muito se avançou na compreensão da política econômica desde aquela época. (...) não se repetiria o grave equívoco da época (...) Isso não significa que uma queda brusca e prolongada não venha a causar sérias dificuldades para os Estados Unidos como para as demais economias do mundo, mais do que nunca, interdependentes.” (Ibid.).

AG, claramente, adota o conceito de incerteza e admite a possibilidade de instabilidade dos mercados, em ambos os casos, nos termos propostos por Keynes, em certas passagens de seus pronunciamentos e para fins específicos.

Ao definir o conceito de incerteza, AG parece utilizar, inclusive, as concepções de Joseph Schumpeter.

“A economia norte-americana, como todas as economias capitalistas avançadas, está continuamente no processo que Joseph Schumpeter (...) denominou de ‘destruição criativa’. Os equipamentos produtivos, os processos de produção, as finanças, a estrutura do mercado de trabalho e todo o conjunto de instituições privadas que compõem uma economia de mercado está sempre num estado de fluxo, na maioria dos casos evoluindo para sistemas mais eficientes. (...) O estoque de capital — a planta e os equipamentos que facilitam nossa produção de bens e serviços — podem ser vistos, exagerando apenas um pouco, como continuamente sendo demolidos e reconstruídos.” (Greenspan, 1998, p. 2).

Completa, em outra passagem, dizendo: “(...) toda a economia de mercado (...) está sempre em um estado de fluxo, e a produtividade percebida está sempre sujeita a graus de incerteza que se relacionam inevitavelmente com as tentativas de prever rendas futuras” (Ibid. p. 4).

Interpretando estas últimas palavras: se não é possível prever rendas futuras, a avaliação do valor dos ativos realizada pelo mercado, na atualidade, baseia-se em meras expectativas e não na certeza de rendimentos futuros. Para não deixar dúvidas:

“(...) a história demonstra que aquele grau de confiança [acerca do futuro] está sujeito a grandes variações. A maior parte dessa variação resulta da absoluta dificuldade em fazer julgamentos acerca do futuro e, desta forma, empreendimentos para o porvir. Ocasionalmente, essa dificuldade leva a avaliações menos disciplinadas, que desenvolvem a volatilidade dos preços e, em alguns casos, ao que nós chamamos bolhas de mercado (...)” (Ibid.).

Especialmente estas últimas palavras de AG explicitam, além da adoção do conceito de incerteza, suas conseqüências lógicas, ou seja, a instabilidade dos mercados *à la* Keynes. Para reforçar o último aspecto, convém citar, novamente, o pronunciamento de setembro de 1998:

"Claramente, a história de grandes mudanças na confiança dos investidores (...), por motivos racionais e outros, aconselha precaução no corrente contexto. Temos reaprendido nas semanas recentes que, exatamente como um mercado de ações altista sente-se persistente e seguro, enquanto a economia e a Bolsa de ações se movem para frente, da mesma forma pode sentir, quando os mercados se contraem, que a recuperação é inconcebível. Ambos, é claro, estão errados. Por causa da dificuldade de imaginar que um reversão é inimaginável, quando tais emoções dominam, períodos de euforia e angústia tendem a se auto-alimentar" (Ibid. p. 8).

Virtudes e futuro do sistema financeiro internacional

Em **Crescimento e Flexibilidade**, AG, claramente, confronta os custos verificados e potenciais do novo sistema financeiro internacional com suas virtudes. Sabe-se que os custos verificados se materializaram nos efeitos negativos que as recorrentes crises financeiras internacionais impuseram ao crescimento mundial e, especialmente, aos países em desenvolvimento; os riscos dos custos potenciais já foram considerados. Resta apontar, segundo AG, as virtudes do novo sistema financeiro internacional e seu futuro provável.

AG destaca que o desenvolvimento tecnológico das comunicações tem reduzido e continuará reduzindo os custos do sistema financeiro internacional para procurar e para explorar diferenças entre as taxas de risco e, também, entre as taxas de retorno ao redor do mundo. Ocorre, igualmente, um processo persistente de inovações em termos de "instrumentos" financeiros mais aptos para impulsionar a mesma tendência de redução dos riscos e a elevação da rentabilidade das aplicações. Dessa forma, produzindo, utilizando e ofertando informações mais apuradas, o sistema estaria contribuindo para aperfeiçoar os mercados e, por causa disso, para melhorar, como já foi dito, a alocação do capital e a eficiência da economia global. Em vista desse fato, um sofisticado sistema financeiro, sempre conforme AG, vem viabilizando a rápida expansão do comércio internacional e a elevação do padrão de vida através do mundo.

O cotejo entre os custos e os benefícios do sistema financeiro internacional levam AG a fazer ampla defesa do mesmo. Para se ser breve e claro, bas-

ta dizer que as virtudes que identifica no sistema são extensivas ao *hot money*. Diz:

“Um sistema financeiro internacional perseguirá anormalidades nos alinhamentos da política econômica e das taxas de câmbio e as corrigirá. (...) Para os fazedores da política econômica, naqueles países em que a moeda não está apropriadamente alinhada, as saídas de capital são seguidamente vistas como ataques de especuladores. Não há dúvidas, têm ocorrido tais tentativas, ocasionalmente. Mas os especuladores raramente têm sucesso em mover uma taxa de câmbio se ela está firmemente enraizada numa política consistente e nas estruturas de custo. Mais seguidamente, especuladores forçam as moedas, através da arbitragem, a um alinhamento mais próximo aos valores fundamentais do mercado para o benefício da economia e do sistema financeiro internacionais (...) Costumamos descrever o capital volátil como *hot money*. Mas logo reconhecemos que não era o dinheiro que estava quente, mas o lugar donde ele estava correndo” (Greenspan, 1997, p. 7).

AG afirma que o rápido crescimento do sistema deve continuar no futuro. Baseia essa convicção no que chama de “viés doméstico”, que consiste na preferência da maioria dos detentores de recursos para investirem em sua própria economia, por temerem fazê-lo numa economia pouco conhecida ou pelo desconhecimento das oportunidades. Como exemplo do “viés doméstico”, informa que os investimentos estrangeiros representam, em média, menos de 10% dos portfólios norte-americanos; a Inglaterra, diz, por razões de tradição, é a exceção à regra, com cerca de um terço do valor dos portfólios.

“A menos que restrições governamentais inibam a expansão de produtos financeiros sempre mais sofisticados, que possibilitam poupadores de uma parte do mundo a reduzirem seus riscos através de investimentos em outra parte do mundo, o viés doméstico continuará a diminuir, e o tamanho do sistema financeiro internacional continuará a crescer a um ritmo expressivo. É essa completa diversificação e, por isso, diminuição do risco que um sistema financeiro internacional efetivo oferece. Ele facilita o sempre mais eficiente funcionamento do sistema econômico global e, dessa forma, é um colaborador maior para a elevação dos padrões de vida através do mundo.” (Ibid. p. 9).

Crises financeiras: causas e medidas preventivas

O presidente do FED aponta as diferentes causas das crises financeiras e, de acordo com a natureza das mesmas, as medidas específicas para pre-

veni-las. O leitor já terá entendido que nenhuma das medidas visa alterar o sistema financeiro internacional ou restringir os fluxos de capital. Antes, tratam de gerar ambiente mais propício à sua estabilidade e à sua continuidade de expansão e sofisticação.

Uma dessas causas das crises financeiras — os processos de valorização irracional de ativos, as chamadas bolhas de mercado — já foi comentada anteriormente e destacado o reconhecimento de AG acerca dos riscos inerentes à mesma. A natureza das demais causas referidas por AG permite classificá-las em dois grupos: no primeiro, estão a política macroeconômica inconsistente, a interferência estatal na alocação dos investimentos e, finalmente, a presença direta do Estado na produção de bens e serviços; a segunda categoria refere-se aos “elos fracos” da estrutura do sistema financeiro internacional, propensos ao rompimento que desencadeia os processos críticos. Ambas as circunstâncias tenderiam a determinar a ruptura da confiança na economia, sem a qual a normal continuidade dos negócios financeiros não subsiste. Cabe entender sobre alguns dos aspectos citados.

A consistência da política macroeconômica é apontada como uma condição necessária, ainda que não suficiente, para manter a confiança dos investidores no futuro da economia e, assim, evitar contração dos fluxos de recursos externos e crises financeiras; o tema é apenas aludido nos pronunciamentos examinados. De outra parte, AG levanta argumentos contra a política industrial ou a interferência estatal na alocação dos recursos. De acordo com aqueles argumentos, apenas nos primeiros estágios de um processo de desenvolvimento nacional as políticas industriais podem surtir efeitos positivos. Contudo, quando as economias atingem estágio mais avançado de desenvolvimento e sofisticação, a intervenção estatal termina por causar excesso de capacidade de oferta, em algumas atividades produtivas e escassez em outras, face, é claro, às demandas interna e externa. AG não detalha as conseqüências dessas circunstâncias. Entretanto é evidente que o excesso de capacidade produtiva, na medida em que se verifica, implica menor lucratividade, desestímulo aos investimentos e menor atração de recursos estrangeiros. De outro lado, é fácil perceber, logicamente, que o tipo de escassez de capacidade produtiva doméstica aludida por AG implica um aumento das importações que não ocorreria, não fosse o equívoco mencionado. Em suma, a economia aumenta suas despesas externas e diminui sua capacidade de atração de recursos estrangeiros. Levando a lógica adiante, resulta uma economia menos eficiente, ou seja, com taxas de crescimento aquém de suas possibilidades reais; esta última circunstância se constitui em uma limitação adicional de atração de financiamentos estrangeiros. Quanto à participação direta do Estado na produção, ela é, sempre conforme AG, menos eficiente do que a ação das empresas privadas porque não logra a flexibilidade exigida pelas rápidas mudanças do mercado. As conclu-

sões óbvias a que chega são de que a política macroeconômica consistente, a não-interferência estatal na alocação dos recursos e a não-participação direta do Estado na produção fazem parte da receita para prevenir as crises financeiras.

A segunda categoria de causas das crises financeiras examinadas por AG é referida pelo mesmo como as “conexões mais fracas” do sistema financeiro. Afirma: “Um sistema financeiro, como todas as estruturas, é tão forte quanto suas conexões mais fracas” (Greenspan, 1997, p. 10).

AG assevera que, exceto os bancos, o sistema financeiro internacional passou por um processo satisfatório de fortalecimento nas últimas décadas, inclusive nas economias em desenvolvimento. O fato é visto como resultado de ações de política econômica e, também, de crises passadas, que levaram as instituições financeiras à reestruturação. Os bancos, conforme seu diagnóstico, são instituições extremamente “alavancadas”, financiadas, em parte, por créditos interbancários e, por isso, propensas a crises de confiança que rapidamente se espalham. Avalia, ainda, que, de acordo com as aparências, na maior parte dos países desenvolvidos, os bancos estariam razoavelmente sólidos, exceção feita ao Japão, que, contudo, viria evidenciando sinais de estar solucionando seus problemas. Entretanto, num expressivo número de economias emergentes, a situação do sistema bancário é vista como precária. No caso das citadas economias, diz AG, práticas equivocadas de gestão bancária resultam numa alta incidência de créditos de difícil recebimento e financiados por capital inadequado, deixando os bancos vulneráveis ao declínio do valor das garantias e ao mau desempenho dos devedores.

Para o presidente do FED, entre os países em desenvolvimento, o aspecto mais problemático relacionado aos bancos tem resultado da elevada prevalência de empréstimos motivados por critérios de política industrial. Essa circunstância causa, quase sempre, empreendimentos não lucrativos e o não-pagamento dos empréstimos. A última circunstância aumenta a propensão dos bancos às crises de confiança, que, dado o intenso uso de créditos interbancários, rapidamente se espalhariam. Em muitos desses casos, continua, as dívidas não pagas são assumidas pelos governos; quando denominadas em moeda nacional, seguidamente, essa ação governamental é financiada com emissão causadora de aumento da inflação; contudo, freqüentemente, são denominadas em moeda estrangeira, e, então, o governo depara-se com dificuldades adicionais para obter o financiamento requerido. As soluções propostas para os problemas mencionados neste parágrafo suprimem as políticas industriais e, além disso, rejeitam os empréstimos alheios às determinações do mercado e aos critérios da boa gestão bancária. Quanto ao último aspecto, AG entende que os Bancos Centrais devem compelir os bancos à gestão saudável através da regulamentação e da supervisão.

Sejam as causas das crises financeiras relacionadas à inconsistência da política macroeconômica e à ação indevida do Estado na economia, sejam relacionadas à quebra de confiança nas instituições do sistema financeiro nacional, o país portador desses “defeitos” estará bastante inclinado a ser “contagiado” pelo abalo sísmico ao desencadear-se um processo de forte instabilidade internacional. Esse fato, lembra AG, foi evidenciado durante as crises ocorridas na década de 90. Diante dessa evidência, conclui que o novo sistema internacional se tornou inclemente com as economias portadoras de fatores de risco; pelo mesmo fato, é do interesse de cada país eliminar a presença desses fatores.

O sistema financeiro internacional experimentou, desde 1994, três crises, que diminuíram o ritmo de crescimento mundial. Antes e depois desses eventos, muitos economistas formularam propostas de naturezas variadas para diminuir a frequência e a intensidade dos mesmos ou evitá-los. AG preocupa-se em dar respostas a apenas dois tipos de propostas: primeiro, às voltadas a moderar, através de medidas tópicas, a veloz movimentação do *hot money*; segundo, às que pretendem que o ritmo de modernização do sistema financeiro internacional deve ser contido. O presidente do FED argumenta contra os dois tipos de propostas. No ataque às proposições tópicas — dentre as quais, muito provavelmente, está a famosa taxa sugerida por James Tobin —, afirma que o desenvolvimento tecnológico tornou muito mais difícil do que era há meio século atrás estabelecer controles sobre o capital; por isso, as tentativas de caráter pontual seriam facilmente contornadas. Pelo mesmo motivo, ter-se-ia tornado necessário largo controle governamental para, significativamente, segundo diz, “diminuir a eficiência do sistema”. Entretanto AG entende que controles amplos não poderiam ser adotados sem causar enorme dilaceração — convém transcrever a palavra inglesa *disruption* —, além de diminuição do ritmo de expansão de longo prazo.

Para concluir

Ao apontar a “exuberância irracional” da valorização das ações negociadas no mercado norte-americano, AG, além de alertar sobre os riscos para a economia mundial inerentes ao fato, posicionou-se, no âmbito do debate referido na parte introdutória destas notas, travado entre economistas. Parece não restar dúvidas de que os opositores, a quem fustigou com a famosa advertência, são os que vêem as cotações de mercado das ações como expressão de expectativas, plena e inequivocamente informadas acerca do mundo real ou, mais especificamente, acerca das circunstâncias materiais condicionantes dos rendimentos futuros que beneficiarão os proprietários das ações. Nesses termos, não há lugar para a incerteza acerca do futuro, e, por isso, os riscos de uma reversão

dramática da valorização dos índices das Bolsas de Valores estariam fora de questão. Provavelmente, menos para investir contra essas convicções e mais para prevenir contra o comportamento dos agentes que as mesmas incentivam — inclusive, o comportamento do governo na formulação da política econômica —, AG tenha alinhado argumentos inspirados em Keynes; para melhor sustentar esses argumentos, teceu análises mais “rentes ao chão”. Neste último sentido, procura sustentar que, para que os preços das ações então vigentes nos Estados Unidos fossem confirmados como racionais, seria necessária a ocorrência de um conjunto de eventos pouco provável no futuro: a produtividade da economia teria de continuar a crescer expressivamente, como nos anos precedentes, e as projeções de elevadas taxas de crescimento dos rendimentos para os “próximos três ou cinco anos” teriam de ser confirmadas. Adiciona:

“Isso implicaria um permanente aumento da participação dos lucros na renda nacional, a partir de um nível que já é elevado para os padrões históricos. No passado, tais condições conduziram a pressões no mercado de trabalho que frustraram o crescimento posterior dos lucros” (Greenspan, 1998, p. 7).

Tornou-se ocioso dizer que AG é enfático ao tratar das possibilidades de uma bolha especulativa no mercado de ações *yankee* e, de resto, em qualquer outra economia nacional. Contudo evidencia-se uma nítida contradição entre o crítico da “exuberância irracional” e o irredutível defensor do novo sistema financeiro internacional. Ou seja, esta última posição parece reduzir a primeira a quase um mero exercício de retórica. Entretanto cabe cautela acerca dessa impressão, posto que, aqui, ela emerge do exame de um material de pesquisa ainda bastante ralo, os dois mencionados pronunciamentos de AG; essas deficiências serão sanadas pela continuidade desta investigação. Por enquanto, o mais acertado é dizer que não foi possível vislumbrar a razão prática da famosa advertência contra a irracionalidade dos agentes econômicos ou do mercado, posto que, de acordo com seu próprio autor, apenas caberia aperfeiçoar o sistema financeiro e o ambiente macroeconômico em que o mesmo se faz presente.

É necessário dizer que o aparente paradoxo apontado acima não é evento raro, principalmente em **Existe uma Nova Economia?**. De fato, as considerações de AG parecem adquirir, seguida e ostensivamente, um caráter não conclusivo ou ambíguo. É como se o presidente do FED desejasse deixar claro que, sob seu ponto de vista, não é possível chegar a uma convicção conclusiva. Não há que ver nisso uma deficiência, e, talvez, seja uma virtude. Relata-se que, sobre um único assunto, Keynes era capaz de manter duas opiniões, no mesmo momento. Entende-se que tal indefinição revela, de fato, a percepção de que nossas mais caras convicções acerca da economia sempre podem repousar sobre supostos equivocados. Tal percepção daria, quem sabe, permissão a AG

para ser o entusiasmado admirador do sistema financeiro, sem restrições sequer ao *hot money*, que, simultaneamente, teme as conseqüências graves de uma ruptura do mesmo. Esse temor comunicado em alta voz ao *establishment* americano e mundial teria, supostamente, o propósito de persuadir para prevenir contra essa ruptura; aliás, como sucedeu com a redução das taxas de juros das principais economias, concertado pelo presidente do Banco Central estadunidense, em 1998. A citação que segue motivou, em parte, os comentários deste parágrafo e, além disso, ajuda a elucidar melhor o pensamento do AG.

“Eu não declaro que todo o comportamento de mercado é uma resposta racional às mudanças do mundo real. Contudo a maior parte precisa ser. Pois, caso contrário, os ambientes econômicos relativamente estáveis que se evidenciaram entre os principais países industrializados através de gerações não seriam possíveis.” (Greenspan, 1998, p. 4).

Que o comportamento do mercado seja, preponderantemente, racional é uma condição imprescindível às convicções liberais de AG, fartamente apontadas anteriormente. No entanto, na citação, mais uma vez fica claro que há lugar para os comportamentos irracionais e suas conseqüências. O próprio comportamento do sistema financeiro está marcado por essa duplicidade. Por isso, promove o desenvolvimento e o crescimento econômico, ao mesmo tempo em que implica ameaças. Para encerrar, uma última citação.

“A rápida integração dos sistemas financeiros nacionais tem promovido o crescimento do comércio e a elevação dos padrões de vida ao redor do mundo. Também tem forçado a revisão da saúde e da viabilidade do nossos florescentes sistemas financeiros. Deveríamos acolher com contentamento essas pressões, ainda que elas imponham desafios para todos nós. O resultado é compensador.” (Greenspan, 1997, p. 16).

Bibliografia

DAVIDSON, Paul. Especulação cambial e moeda internacional: Tobin versus Keynes. **Economia e Sociedade**, Campinas: Instituto de Economia n. 7, p. 3-27, dez. 1996.

GREENSPAN, Alan. Crescimento e flexibilidade: lições vindas da Ásia. Nova York. 2 dez. 1997. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1977/19971202.htm>

GREENSPAN, Alan. Existe uma nova economia? Berkeley, Cal., Universidade da Califórnia. 4 set. 1998. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1998/199804.htm>

KEYNES, John Maynard. **Teoria geral do emprego, da moeda e dos juros**. São Paulo: Atlas, 1982.

RESENDE, André Lara. Por que Greenspan tem razão. **Revista República**, São Paulo, S.P.: D'Avila, 1998.