

A dinâmica dos mercados financeiros globais e as contradições da política monetária americana face à globalização financeira

Marcos Antonio Macedo Cintra*

Os Estados Unidos dispõem hoje do mais amplo mercado de capitais em relação a qualquer nação e de investidores altamente sofisticados. Essas características implicam crescente predominância quantitativa e qualitativa da forma financeira do capital sobre as demais. Isto é, constitui-se num “modelo” em que prevalece a lógica financeira de valorização sobre as demais esferas de circulação do capital. A expansão dessa lógica financeira de valorização, característica do mercado de capitais americano, iniciou a montagem de um novo esquema de fluxos financeiros, que sintetiza quatro grandes movimentos. Ou seja, a desregulamentação e a liberalização promoveram a interligação dos diferentes mercados nacionais, conformando um grande mercado global, a institucionalização da poupança financeira, o processo de securitização das dívidas e a expansão dos derivativos financeiros. Noutras palavras, a liberalização monetária e financeira, seguida pela desregulamentação dos mercados financeiros nacionais, pelo processo de securitização e pelos instrumentos derivativos constituíram um espaço financeiro verdadeiramente global, hierarquizado a partir do sistema financeiro americano.

O circuito financeiro que se delineia é expressivamente mais complexo do que os anteriores, mesmo quando nestes se considerava a atuação dos agentes especuladores. Desse circuito participa um maior número de agentes. O agente superavitário deposita os recursos nas empresas de administração de fundos (fundos mútuos, fundos de pensão, fundos de investimentos, *hedge funds*, companhias de seguro, etc.). Estes mantêm em suas carteiras de ativos *securities* diversas (títulos, notas, *commercial papers*, ações) emitidas pelos tomadores

* Doutor em Economia pelo Instituto de Economia da Unicamp, Pesquisador da Diretoria de Economia do Setor Público da Fundação do Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo (Fundap) e Professor na Universidade Ibirapuera.

de recursos, mas também moedas, *commodities*, etc. As emissões de *securities* pelos tomadores (empresas produtivas, Estados soberanos, bancos internacionais ou de países em desenvolvimento) são realizadas através das instituições financeiras, que operam como *broker* (atuam como corretores de títulos e valores mobiliários, geralmente cobrando uma comissão). Os riscos de prazos e de crédito são bancados pelos fundos que compõem suas carteiras de ativos de forma a conseguirem carregar instrumentos de prazos mais longos através de depósitos de diferentes prazos. Além disso, os fundos figuram como emprestadores finais de recursos, enquanto os poupadores são os detentores de quotas destes. Por conseguinte, os riscos de perda do principal acabam pulverizados na malha de cotistas (pensionistas). A institucionalização dos especuladores termina por bancar o risco de preço (oscilações nas taxas de juros, câmbio, inflação, etc.), uma vez que a maioria das *securities* emitidas em diferentes moedas apresenta como características prazos relativamente longos e taxas de juros fixas. Essa atuação é pautada pela utilização dos derivativos financeiros, através dos quais os especuladores fazem trocas de taxas de juros fixas por flutuantes, ou de uma moeda para outra, entre os fundos e os tomadores de recursos (Mendonça, 1994). As Agências de Classificação de Risco (Credit Rating Agencies) são outro grupo de agentes que passa a participar ativamente desse circuito. Sua função é montar parâmetros para a classificação de riscos dos diferentes agentes emissores de *securities*. A remuneração oferecida para cada instrumento lançado nesse mercado é estabelecida a partir dessa classificação.

É essa dinâmica financeira predominante na economia americana, característica dos seus mercados de capitais, que se impõe como paradigma ao resto do mundo, fornecendo a dinâmica da globalização financeira, ancorada nos títulos do Tesouro americano, na dimensão e na sofisticação dos seus mercados de ativos privados (ações, títulos e moedas), nos portfólios diversificados dos investidores institucionais, nas operações cambiais estruturadas com instrumentos derivativos pelos bancos e na atuação das grandes empresas americanas que se transnacionalizaram, levando suas formas de produção e de gestão.

Além disso, a moeda americana prevalece nas operações financeiras internacionais: 70% das transações do mercado de câmbio e 50% das dos mercados primário e secundário de títulos públicos são efetuadas em dólar. Apesar das turbulências e das flutuações cambiais, ou mesmo por causa delas, a presença do dólar em pelo menos uma das pontas das operações de derivativos cambiais (*swaps*, opções e futuro) e arbitragens nos principais mercados de câmbio e de títulos consolida a posição dominante da moeda americana nos

mercados financeiros globalizados. Isso amplia a influência do dólar como referencial financeiro básico da economia internacional. A atratividade, qualitativamente superior, tanto das possibilidades de aplicação como das facilidades de transações do mercado financeiro americano em relação a todos os outros estabeleceu os alicerces de um capitalismo sobrepujado pelas finanças e o lugar ocupado pelos Estados Unidos nesse processo.

Assim, os Estados Unidos, usufruindo seu poder financeiro, impõem a predominância de sua moeda, ao mesmo tempo em que mantêm um déficit elevado e persistente em conta corrente e uma posição devedora externa. Os mercados financeiros parecem dispostos a aceitar, a despeito das flutuações do valor do dólar, que os Estados Unidos exerçam, dentro de limites bastante flexíveis, o privilégio da senhoriação internacional (Belluzzo, 1997). Isso significa que a função de reserva universal de valor exercida pelo dólar decorre, fundamentalmente, das características do mercado financeiro americano e do papel desempenhado pelo Estado americano: simultaneamente, como devedor e como prestador de última instância.

Nesse sentido, o papel contemporâneo exercido pelo dólar como reserva de valor não se circunscreve aos limites de um padrão monetário clássico (Tavares, Melin, 1997). O valor do dólar decorre da capacidade de os Estados Unidos manterem sua dívida pública como título de segurança do sistema financeiro global. A taxa de juros americana, ao servir de referência para o crescimento das transações financeiras globais, induz a denominação das operações de securitização em geral (e, em particular, dos instrumentos de derivativos cambiais) em dólar. Além disso, as transações comerciais das grandes corporações transnacionais e seus preços praticados mundialmente estão denominados em dólar, qualquer que seja a paridade cambial vigente nos diferentes mercados nacionais.

Todo esse processo está progressivamente intrincando a administração das taxas de juros de curto prazo e de câmbio pelo Federal Reserve. No entanto, isso não implica perda absoluta de controle sobre essas variáveis. Desde a “diplomacia do dólar forte”, um controle rigoroso do Federal Reserve e do Tesouro sobre a taxa de juros e de câmbio marcou a evolução das políticas de globalização financeira dos Estados Unidos, “(...) praticando abertamente uma política monetária e cambial violentamente intervencionista” (Helleiner, 1994). Assim, o principal mecanismo de regulação desse sistema de acumulação financeira que se globalizou é a política monetária americana. Vale dizer, a política monetária dos principais países tem uma tendência a se mover de forma interconectada com o Federal Reserve, estabelecendo a direção básica. A interdependência dos sistemas financeiros nacionais num contexto de crescente liberalização

dos movimentos de capitais, com portfólios cada vez mais plurimonetários, implica que uma simples tensão nas taxas dos títulos públicos de 30 anos do Tesouro americano pode abalar toda a estrutura das taxas de juros, e não apenas o segmento dos títulos. Por efeito indireto, afeta o segmento das ações e, através das exigências de margens, o segmento dos futuros de índices, etc. Como afirma a revista **Business Week** (replicado GM, 1997, p.B-20): “(...) afinal, o que acontecer nos mercados dos Estados Unidos dará o tom ao resto do mundo”.

Em suma, a dimensão internacional da política monetária americana decorre da combinação de vários fatores, tais como a hierarquização e a heterogeneidade própria da “mundialização do capital” e o papel desempenhado pelos Estados Unidos, a interconexão dos mercados de títulos privados, ações e moedas e o crescimento da participação de não-residentes no financiamento da dívida pública americana.

Os títulos do Tesouro americano em poder de investidores estrangeiros somaram US\$ 1,23 trilhão no final de 1997 ou quase 36% do estoque em poder do setor privado (US\$ 3,4 trilhões). Os maiores detentores de títulos do Tesouro americano eram o Reino Unido e o Japão, combinando ativos de US\$ 528,9 bilhões, 43% dos títulos mantidos nas carteiras dos investidores estrangeiros¹ (Tabela 1). Destacou-se, ainda, um declínio relativo da participação das instituições financeiras oficiais (Bancos Centrais, BIS, FMI, BIRD, etc.) no estoque da dívida pública americana detida por investidores estrangeiros, de 55,5% em 1996 para 46,7% em dezembro de 1998, e, por conseguinte, uma ampliação da participação dos investidores privados nas compras líquidas de títulos do Tesouro americano.

No final de 1997, o estoque de investimentos estrangeiros em ativos financeiros nos Estados Unidos atingiu US\$ 2,9 trilhões (Tabela 2). Todavia os investidores americanos também procuraram ativos financeiros no Exterior, tais como títulos, ações, moedas, *commodities*, etc., que somavam US\$ 1,4 trilhão no final de 1997. A posição líquida total (incluindo investimentos diretos e de portfólio) tornou-se crescentemente negativa durante a década de 90.

¹ Deve-se salientar que os dados apresentados pelo U. S. Treasury não refletem, necessariamente, a nacionalidade do último detentor do título negociado. Muitos investidores — privados ou oficiais — estrangeiros de títulos públicos americanos podem manter seus títulos em contas fora de seus próprios países, a fim de preservar o sigilo nas suas transações. Seguramente, essa decisão contribui para o grande volume de títulos públicos americanos arrolados no Reino Unido, um grande centro financeiro mundial, bem como nas Antilhas Holandesas, um grande centro financeiro *offshore* (Sobol, 1998, p.4).

Tabela 1

Maiores detentores estrangeiros de títulos do Tesouro
americano — dez./1994-98 e nov./99

(US\$ bilhões)

DISCRIMINAÇÃO	DEZ/94	DEZ/95	DEZ/96	DEZ/97	DEZ/98	NOV/99
Japão	152,6	196,9	263,3	277,6	276,7	313,9
Reino Unido	55,4	88,0	155,0	251,3	264,7	246,1
Alemanha	57,1	56,4	75,2	93,9	95,1	96,2
China	21,1	35,5	47,2	47,9	46,4	50,1
Hong Kong	11,5	16,5	22,6	35,0	44,1	45,3
Países da OPEP	25,1	27,4	43,5	52,4	38,9	44,2
França	14,9	14,5	14,9	13,3	30,0	31,2
Cingapura	22,2	30,0	39,6	35,2	43,1	30,1
Bélgica-Luxemburgo	12,2	11,7	13,0	26,0	31,5	29,1
Formosa	29,3	27,4	35,5	33,2	31,3	27,9
Coréia do Sul	5,6	7,2	9,9	5,2	18,0	25,9
Suíça	34,9	39,4	33,7	28,0	33,7	25,5
Espanha	25,6	17,1	44,1	51,7	41,2	24,5
Canadá	11,0	11,5	11,3	11,5	12,4	19,2
México	9,1	17,6	21,1	19,2	21,0	18,5
Antilhas Holandesas	1,7	25,0	38,0	35,7	21,7	11,6
Taiilândia	12,2	17,0	19,0	12,0	10,5	10,1
Outros (1)	139,2	175,1	198,6	201,4	214,7	208,1
Total	640,7	814,2	1 087,5	1 230,5	1 273,8	1 256,9
Instituições oficiais	412,5	486,1	603,6	599,5	593,5	594,3
Em porcentagem	64,4	59,7	55,5	48,7	46,7	47,3

Memorandum

A - Estoque de títulos públicos negociáveis em mercado	3 126,0	3 307,2	3 459,7	3 456,8	3 355,5	3 280,9
B - Estoque de títulos públicos não nego- ciáveis em mercado	1 643,1	1 657,2	1 857,5	2 038,1	2 249,9	2 485,1
A + B	4 800,2	4 988,7	5 317,2	5 494,9	5 605,4	5 766,0

FONTE: U.S. Department of the Treasury (<http://www.treas.gov>).

NOTA: Inclui títulos negociáveis e não negociáveis de curto e de longo prazo em fim de período.

(1) Inclui estoque de acordos de recompra entre o Federal Reserve Bank of New York com instituições oficiais estrangeiras e multilaterais.

Esses dados mostram por que os Estados Unidos são o epicentro da globalização financeira. A riqueza financeira mundial está extremamente concentrada em títulos denominados na moeda americana, e as decisões do Federal Reserve e do Tesouro são decisivas em seus processos de valorização e desvalorização. Como maior devedor do mundo, os Estados Unidos dependem dos fluxos de financiamento do Exterior e, portanto, da necessidade de garantir a confiança dos investidores nos títulos do Tesouro. Isso implica a manutenção de uma taxa de juros real positiva para evitar a fuga de capitais, fundando o que Chesnais (1996) denominou de um “regime de taxa de juros real positiva”. Inicialmente muito elevadas (entre 12% e 8%, em termos reais, de 1980 a 1984), as taxas de juros foram progressivamente caindo, à medida que o regime de financiamento das demandas públicas e privadas de liquidez nos mercados de capitais foram se estendendo para outros países.

A gestão dos estoques de ativos financeiros fica submetida a uma grande vulnerabilidade das taxas de juros às expectativas de inflação, a fim de manter um retorno real positivo. A taxa de inflação constitui uma ameaça permanente de desvalorização da massa de riqueza financeira. O sistema torna-se intrinsecamente “desinflacionista”: a inflação é um tumor que precisa ser eliminado, estabelecendo um viés deflacionário nas políticas macroeconômicas. Diante dos primeiros sinais de elevação da taxa de crescimento e face à percepção de que os ativos (títulos, ações, imóveis, moedas, etc.) estão sobrevalorizados e que as taxas de juros de longo prazo estão baixas — em relação à taxa de inflação esperada —, os agentes mais ágeis precipitam um movimento de venda, provocando uma espiral baixista nos preços dos títulos, e, conseqüentemente, as taxas de juros de longo prazo se elevam abruptamente. Assim, os mercados emitem sinais para as autoridades monetárias de que consideram adequada uma elevação das taxas de juros de curto prazo.

Dito isso, pode-se deduzir que, durante a crise dos países do Sudeste Asiático (1997) e da Rússia (1998), os mercados financeiros globalizados saíram de um estado de confiança em que predominavam as expectativas “altistas” (*bull*) e ingressaram noutro, em que sobressaíam as avaliações dos “baixistas” (*bear*). Os baixistas têm aversão por títulos (e ações) denominados em moedas fracas e com baixa classificação de risco de crédito e fogem em busca de ativos considerados mais seguros e denominados nas moedas fortes.

Tabela 2

Estoque de investimentos nos Estados Unidos — 1990-97

(US\$ bilhões)

DISCRIMINAÇÃO	1990	1991	1992	1993
Posição líquida	-166,8	-263,1	-454,6	-180,4
Investimento	192,2	158,4	102,4	259,1
Portfólio	-587,0	-602,1	-643,6	-482,0
Outros	53,3	21,4	-60,9	-122,4
Ativo	2 291,7	2 468,3	2 464,2	3 055,3
Investimento	731,7	827,5	798,6	1 027,5
Portfólio	342,3	455,7	515,0	853,5
Outros	1 043,0	1 025,8	1 003,0	1 009,3
Passivo	2 458,6	2 731,5	2 918,8	3 235,7
Investimento	539,6	669,1	696,2	768,4
Portfólio	929,3	1 057,8	1 158,7	1 335,5
Outros	989,7	1 004,5	1 063,9	1 131,7
DISCRIMINAÇÃO	1994	1995	1996	1997
Posição líquida	-233,0	-537,0	-743,7	-1 322,5
Investimento	310,0	301,4	293,4	173,1
Portfólio	-523,8	-815,5	-1 089,0	-1 471,9
Outros	-182,5	-199,0	-108,9	-158,5
Ativo	3 217,4	3 754,3	4 347,1	5 007,1
Investimento	1 067,8	1 307,2	1 517,1	1 793,7
Portfólio	889,7	1 054,4	1 280,2	1 446,3
Outros	1 096,5	1 216,8	1 389,2	1 632,3
Passivo	3 450,4	4 291,4	5 090,8	6 329,6
Investimento	757,8	1 005,7	1 223,7	1 620,5
Portfólio	1 413,5	1 869,8	2 369,1	2 918,2
Outros	1 279,0	1 415,8	1 498,0	1 790,8

FONTE: BALANCE OF PAYMENTS STATISTICS; yearbook (1998). Washington, DC : IMF.

NOTA: Estoque em fim de período.

O processo de fuga de capitais dos países emergentes, desencadeado pela crise dos países do Sudeste Asiático entre julho e novembro de 1997, resultou no aumento significativo da demanda por títulos do Tesouro americano, cuja rentabilidade caiu no mesmo movimento que aumentou a rentabilidade da maior parte da dívida soberana em dólar nos mercados internacionais de capitais. Esse deslocamento dos fluxos de capitais foi acompanhado por uma crescente preocupação com o risco nos mercados americanos, refletindo o temor de que a propagação do contágio pudesse afetar adversamente a economia dos Estados Unidos.

Até meados de 1998, alguns efeitos da crise internacional foram relativamente positivos para os mercados financeiros e para a economia dos Estados Unidos, uma vez que reduziram as taxas de juros de longo prazo. Essa queda das taxas de juros de longo prazo foi acompanhada por escaladas do Índice Dow Jones. Assim, pode-se constatar que a especificidade da dinâmica financeira dos Estados Unidos e, portanto, dos mercados mundiais residia na confluência de forças contraditórias: (a) uma tendência deflacionária nos mercados de bens e serviços; e (b) processos recorrentes de aceleração de preços nos mercados de ativos financeiros e reais com oferta inelástica no curto prazo, como no caso dos imóveis e das ações. A política monetária americana movia-se entre objetivos conflitantes: prevenir uma queda cumulativa dos preços dos bens e evitar que prosperasse a “exuberância irracional” dos mercados, que levaria a um movimento de ascensão nos preços das ações. Alan Greenspan, Presidente do Federal Reserve, no Comitê do Orçamento do Senado, admitiu que a deterioração das economias de vários países “(...) aumentou a possibilidade de que a desaceleração do crescimento da economia americana seria mais do que suficiente para conter a inflação” (FSP, 1998, p.2-4). Foi o suficiente para que os mercados concluíssem que o Federal Reserve poderia baixar as taxas de juros nos Estados Unidos, fortalecendo as Bolsas e ajudando a conter o fluxo de recursos dos mercados emergentes. As Bolsas tiveram altas excepcionais ao redor do mundo.

Contudo a declaração da moratória da dívida externa e o reescalonamento do cronograma de resgate da dívida interna da Rússia no dia 17 de agosto de 1998 aumentaram as tensões nos mercados financeiros globalizados, contaminando os mercados americanos. A redução dos lucros das corporações, confirmada pelos balanços trimestrais, e a pouca disposição generalizada para assumir novos riscos, em meio à grande incerteza reinante em todo o mundo, resultaram na queda dos preços das ações e na elevação das taxas de juros sobre os títulos de baixa classificação de risco de crédito (*junk bonds*). Por sua vez, os bancos começaram a agir com mais cautela, elevando o custo dos empréstimos.

Ademais, dia 23 de setembro de 1998, o Federal Reserve organizou com a elite bancária de Nova Iorque um pacote de US\$ 3,75 bilhões para evitar a queda de um fundo de investimento de risco (*hedge fund*), o Long Term Capital Management (LTCM), o que poderia desencadear um furacão financeiro no mercado de derivativos e “paralisar as finanças globais”. Nas palavras do Presidente do Federal Reserve em depoimento no Comitê Bancário da Câmara de Deputados, justificando a participação do Banco Central americano nessa operação:

“(...) a escala e o âmbito das operações do LTCM, que englobavam muitos mercados, vencimentos e moedas e que freqüentemente dependiam de instrumentos parcialmente comercializados e com preços que não eram cotados de maneira contínua, fez com que fosse excepcionalmente difícil prever as ramificações mais amplas de uma possível tentativa de fechamento precipitado de suas posições” (FSP, 1998, p.2-4).

O LTCM, com US\$ 4 bilhões em capital, tinha ativos de US\$ 120 bilhões e girava apostas, com base em empréstimos e utilizando instrumentos derivativos, que ultrapassavam um valor nocional de US\$ 1,2 trilhão. Abalado pela crise global, sua quebra poderia contribuir para precipitar uma grave crise em todo o sistema financeiro internacional. Uma rede de apoio formada por grandes bancos — Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley Dean Witter, Travelers, UBS, Crédit Suisse, First Boston, Barclays, Deutsche Morgan Grenfell, Chase Manhattan, BT Alex Brown e JP Morgan contribuíram, cada um, com US\$ 300 milhões; Sociétés Générale e Lehman Brothers, com US\$ 125 milhões; e o Paribas e o Crédit Agricole, com US\$ 100 bilhões — e patrocinada pelo Federal Reserve permitiu o resgate. Os proprietários originais conservaram alguma participação acionária na instituição, mas a maior parte do seu valor foi transferida para os credores. Segundo informações da imprensa, as exposições de alguns desses bancos com o fundo eram consideráveis; a título de exemplo, a exposição do Chase Manhattan era da ordem de US\$ 32 bilhões, correspondendo a 2% do total de seus créditos e implicando perdas de US\$ 100 milhões. Acreditava-se que havia outros fundos² e bancos³ movidos pela ávida assunção de riscos extremamente vulneráveis. A exposição dos bancos com instrumentos derivativos, muitos deles fora de balanço, rondava o valor nacional de US\$ 28,2 trilhões (GM, 1998, p.B-6).

² Não se deve esquecer a pouca noticiada falência do Criimi Mae, maior fundo hipotecário dos Estados Unidos, com ramificações em grandes bancos.

³ A exposição dos bancos americanos nos mercados emergentes era substancial. Estimava-se que eles detinham US\$ 73,5 bilhões na América Latina e US\$ 7 bilhões na Rússia. Com a adoção da moratória pelo Governo da Rússia, os bancos americanos já anunciaram perdas e provisões: o BankAmerica apresentou perdas de US\$ 220 milhões, o Bankers Trust perdeu US\$ 350 milhões, o Citicorp reduziu em US\$ 200 milhões seus lucros, depois de pagos os impostos (ou seja, uma perda muito maior antes do imposto), o Republic New York tomou um tombo de US\$ 110 milhões, a Salomon Smith Barney, uma unidade da Travellers que se fundiu com o Citicorp, admitiu perdas de US\$ 360 milhões, o Morgan Stanley Dean Witter perdeu US\$ 110 milhões, o BankBoston perdeu US\$ 30 milhões (Pinto, 1998, p.1-6; FSP, 1998, p.1-11). Finalmente, o BankAmerica anunciou perdas de US\$ 372 milhões em aplicações atribuídas ao *hedge fund* D. E. Shaw (GM, 1998, p.B-6).

Em 29 de setembro de 1998, o Comitê Federal de Mercado Aberto reduziu a *federal funds rate* de 5,5% para 5,25%, as Bolsas ensaiaram uma retomada, mas sem fôlego, esperavam e continuaram demandando uma redução ainda maior das taxas de curto prazo. As taxas de juros de longo prazo (5,09%) permaneceram abaixo das taxas de curto prazo (5,25%) e, na verdade, continuaram caindo, atingindo 4,69% em 05 de outubro de 1998 (o menor rendimento desde abril de 1967). A queda da taxa de juros dos títulos do Tesouro americano de 30 anos exprimia a maior demanda e a conseqüente elevação dos seus preços. A flutuação de preços desses papéis é o indicador mais importante do estado de espírito das finanças desregulamentadas e securitizadas. Esses movimentos respondem às antecipações dos administradores de portfólios e dos bancos acerca da evolução das condições gerais de liquidez dos mercados financeiros, bem como do comportamento esperado dos preços dos diferentes ativos em termos de rentabilidade e risco. Nesse sentido, apreende-se que os investidores estavam buscando segurança e liquidez, mas não rentabilidade, confirmando a hipótese de que os mercados delegavam aos Estados Unidos a capacidade de gerir a crise. Dessa forma, os Estados Unidos continuavam cumprindo um papel fundamental na gestão da mundialização financeira: os títulos da dívida pública americana permaneciam como um refúgio seguro nos momentos em que a confiança dos investidores globais era fragilizada.

Porém a redução no ritmo do crescimento, afetando a rentabilidade das empresas, e a instabilidade nos mercados financeiros americanos configuraram novos problemas para a política monetária americana e, por conseguinte, para os mercados mundiais. A dinâmica financeira encontrava-se na confluência de novas forças contraditórias: (a) uma tendência deflacionária nos mercados de bens e serviços, bem como de desaceleração de preços nos mercados de ativos financeiros; (b) uma ameaça de desvalorização do dólar, face à extrema mobilidade e volatilidade dos fluxos de capitais.

No início de outubro de 1998, as Bolsas americanas já haviam perdido toda a valorização ocorrida durante o ano (em torno de 20%, o que significava uma perda patrimonial de, aproximadamente, US\$ 1,5 trilhão), sinalizando uma “correção” dos preços inflados das ações.⁴ Os fundos de investimento iniciaram um movimento de redução de suas posições em renda variável de maneira geral, diminuindo suas posições percentuais em ações e aumentando as aplicações em títulos de renda fixa (bônus). O receio era de que expectativas “baixistas”

⁴ O declínio dos preços das ações destruiu com quase US\$ 4 trilhões da riqueza financeira mundial em dois meses, o que equivale ao PIB do Japão (Aprofundamento... 1998, p.A-14).

nos mercados financeiros americanos provocassem uma desvalorização do dólar. No início de setembro, enormes massas de capitais, que disputavam ativos denominados em dólar, saíram rapidamente dos Estados Unidos, e o dólar passou a acompanhar o Índice Dow Jones, caindo em relação ao iene e ao marco alemão. Em um único dia (08 de outubro), o dólar perdeu quase 8% do seu valor em relação ao iene, sendo que, em alguns momentos, a sua desvalorização atingiu 14% (a cotação chegou a 112 ienes por dólar, sendo que, em agosto, estava em 147 ienes por dólar).⁵ Na primeira semana de outubro, a desvalorização do dólar em relação ao iene ficou em 13,8%.⁶ Uma desvalorização continuada do dólar poderia acentuar a fuga dos ativos denominados na moeda americana, o que deveria acelerar ainda mais a queda do dólar a partir de rearranjos nos portfólios privados.

Isso impunha novos dilemas à política monetária americana. Para conter as forças deflacionárias nos mercados de bens, de serviços e de ações, seria necessária uma queda mais acentuada das taxas de juros de curto prazo geridas pelo Federal Reserve. Para conter a ameaça de um movimento de saída de capitais dos Estados Unidos, seria necessária a manutenção e/ou a subida das taxas de juros de curto prazo. Isto porque, se os investidores estrangeiros evitassem ampliar a participação dos ativos denominados em dólares em seus portfólios, as taxas de juros de longo prazo dos títulos de 30 anos do Tesouro começariam a subir, exigindo que o Federal Reserve elevasse as taxas de curto prazo.

Todavia a elevação das taxas de juros de curto prazo nos Estados Unidos poderia tornar mais acentuado o processo de redução dos preços dos ativos financeiros, sobretudo nas Bolsas de Valores. Um colapso nos preços desses ativos levaria a economia americana e, por conseguinte, a economia mundial, que já padecia com perspectivas contracionistas, a uma depressão de proporções imprevisíveis face ao caráter cumulativo dos processos de deflação de ativos reais e financeiros.

Naquele momento, caberia ao Federal Reserve monitorar o encolhimento do processo especulativo nos mercados de ativos financeiros ou mergulhar num

⁵ O dólar desvalorizou-se 11% em relação ao marco alemão.

⁶ Os fundos de investimento que estavam operando a descoberto em ienes (captando recursos a uma taxa de juros baixíssima, de 0,25% a.a.) e com contratos futuros em dólares tiveram perdas substanciais, dado que apostavam na contínua desvalorização do iene, e, no entanto, a tendência inverteu-se. De certa forma, os bancos agravaram os problemas porque aumentaram os custos de financiamento, exigindo que as chamadas de margem fossem cumpridas. O *hedge fund* Tiger, que administrava ativos de US\$ 20 bilhões, perdeu cerca de US\$ 1,8 bilhão, associado a esse processo de valorização do iene em relação ao dólar.

crash global. Diante desse dilema, os investidores americanos e estrangeiros clamaram por uma redução ainda maior das taxas de juros nos Estados Unidos, a fim de impedir que o sistema bancário provocasse uma ampla contração do crédito, lançando a economia mundial numa crise de liquidez.

Em decisão inesperada, dia 15 de outubro, o Federal Reserve cortou mais 0,25 ponto percentual na *federal funds rate*, que caiu de 5,25% para 5,0%, bem como na taxa de redesconto, que caiu de 5% para 4,75%, a fim de impedir um agravamento da instabilidade financeira, sobretudo nos Estados Unidos. Essa redução emergencial das taxas de juros americanas refletiu uma preocupação das autoridades monetárias com a higidez do sistema financeiro doméstico. O Federal Reserve, ao anunciar a decisão-surpresa, afirmou que a intranquilidade com o sistema financeiro americano era o fator fundamental da redução nas taxas de juros, principalmente na taxa de redesconto (custo de empréstimos de emergência para instituições financeiras em dificuldade). Essa redução nas taxas de juros permitiria um afrouxamento do crédito bancário, possibilitando a reestruturação patrimonial das empresas e das instituições financeiras.⁷

No entanto, numa economia aberta como a americana, havia o risco de que a redução nas taxas de juros estimulasse a fuga de capitais e intensificasse as pressões sobre o dólar. Nesse caso, a queda da taxa de juros e a expansão monetária perderiam sua eficácia, com os países europeus recebendo grande parte dos capitais voláteis. Assim, a possibilidade de uma desvalorização do dólar e de uma profunda “correção de preços” nas Bolsas de Valores americanas limitavam a capacidade de os Estados Unidos promoverem uma redução acentuada nas taxas de juros para salvar a sua economia e o restante do mundo, dados os riscos de deslocamentos entre os estoques de riqueza denominados em distintas moedas. As antecipações quanto aos diferenciais de juros ou alterações nas taxas de câmbio podem provocar mudanças nos preços dos ativos, da mesma forma que as mudanças nos preços dos ativos podem afetar as taxas de câmbio e as relações entre taxas de juros nas diferentes moedas. Isso significa que mesmo o país dominante, com déficits comerciais crescentes (atingiu US\$ 255,7 bilhões em 1998, cerca de 23% acima dos US\$ 197,9 bilhões em 1997), só pôde beneficiar-se de processos de desvalorização de sua moeda — o dólar — nos momentos em que os preços dos seus ativos financeiros estavam subindo.

⁷ Depois de muitas negociações, finalmente o Congresso americano aprovou o aumento no capital do FMI no valor de US\$ 18 bilhões, o que possibilitará melhores condições de gestão da crise dos países emergentes.

É preciso considerar esses dilemas da política monetária americana para apreender o significado das pequenas reduções da taxa de juros de curto prazo promovidas nas reuniões do Comitê Federal de Mercado Aberto. Para alguns analistas, não haveria outra alternativa para superar a crise do que uma ação coordenada de redução das taxas de juros pelos principais Bancos Centrais, porém a predominância do dólar ampliou a capacidade de os Estados Unidos aplicarem quase unilateralmente a política monetária que mais lhe aprouvesse. Não se deve esquecer que a principal moeda do mundo obedece aos imperativos de um Estado nacional. Base da globalização, o dólar é acima de tudo âncora financeira de um único país. Essa lição já foi ensinada outras vezes, mas parece que a maioria dos governos preferiu esquecê-la. Entre outubro de 1979 e meados de 1982, o Federal Reserve impôs unilateralmente ao resto do mundo um brutal choque de juros. Entre 1985 e 1987, impôs aos principais países industrializados, e sobretudo ao Japão e à Alemanha, um *soft landing* do dólar — uma desvalorização gradual coordenada por Washington, através dos chamados Acordos do Plaza e do Louvre. Entre 1990 e 1992, o Federal Reserve efetuou uma redução das taxas de juros domésticas a fim de possibilitar uma digestão da crise das *Saving & Loans*, das enormes dívidas imobiliárias, do colapso do mercado de *junk bonds*, estes dois últimos envolvendo fortemente os bancos americanos. Entre 1992 e 1995, as Bolsas de Valores americanas apresentaram uma performance sem precedentes de valorização, acompanhando o crescimento da economia e, associada a uma desvalorização “benigna” do dólar, impondo perdas monumentais aos bancos japoneses, que tinham em suas carteiras grande quantidade de ativos denominados em dólar, e, conseqüentemente, uma valorização brutal da moeda japonesa (segundo Endaka). Este último processo se inverteu em 1995, iniciando um movimento de valorização do dólar, com uma persistente “exuberância irracional” das avaliações dos preços das ações nas Bolsas de Valores americanas, somente interrompido por alguns meses, durante a crise da Rússia e do LTCM.

Em meados de novembro de 1998, o Federal Reserve reduziu, pela terceira vez, a taxa de juros de curto prazo em 0,25 ponto percentual, deixando claro aos investidores de todo o mundo que a moeda internacional obedecia, antes de tudo, aos ditames do interesse nacional americano. Isso ficou evidente, também, em um discurso proferido pelo Presidente Clinton, sobre a economia global, perante o Conselho de Relações Exteriores, em Nova Iorque:

“(...) este é o maior desafio financeiro com que o mundo se confronta em meio século. E os Estados Unidos têm a obrigação absolutamente irrefutável de liderar, e de liderar de maneira que seja coerente com novos **valores** (grifo nosso) e, nossa obrigação de assegurar que o

que fazemos ajude a melhorar a vida das pessoas comuns aqui nos Estados Unidos e em todo o mundo” (FSP, 1998b, p.2-8).

Nas reuniões do Comitê Federal de Mercado Aberto, promoveu-se uma redução de 0,75 ponto percentual nas taxas de juros de curto prazo dos Estados Unidos, sinalizando que impedir uma desvalorização dos ativos financeiros denominados em dólar era primordial para o principal Banco Central do mundo. Noutras palavras, uma redução acentuada das taxas de juros nos Estados Unidos poderia deter a deflação nos mercados de bens e serviços, nos mercados emergentes e nas Bolsas de Valores americanas, mas poderia também desencadear uma desvalorização do dólar, sem uma ação coordenada dos principais Bancos Centrais. Optou-se, então, por uma redução marginal de apenas 0,75 ponto percentual.

Os movimentos sucessivos de reduções nas taxas de juros de curto prazo nos Estados Unidos associados com o processo de convergência das taxas de juros dos principais países europeus à taxa de juros da Alemanha (3,3%) promoveram um arrefecimento da crise financeira internacional e da conjuntura deflacionista. As Bolsas de Valores de todo o mundo recuperaram-se, com os índices das Bolsas americanas atingindo níveis recordes. Assim, o Federal Reserve foi capaz de deter uma possível espiral deflacionária, porém aprofundou o processo altista e acentuou as tendências especulativas nos mercados de ativos financeiros, que resultaram na bolha do mercado de tecnologia — National Association of Securities Dealers Automated Quotations System (Nasdaq) —, entre o terceiro trimestre de 1999 e o segundo trimestre de 2000.

Os riscos decorrentes da crise dos países emergentes, iniciada na Tailândia em julho de 1997, foram gradativamente se diluindo. Os países em desenvolvimento foram pouco a pouco iniciando um novo ciclo de endividamento no mercado financeiro internacional. A crise da dívida externa, no início dos anos 80, expulsou os países em desenvolvimento por quase uma década dos mercados internacionais de capitais. Nos anos 90, os cinco países asiáticos mais afetados pela crise financeira e cambial — Tailândia, Coreia, Indonésia, Malásia e Filipinas —, logo voltaram a atrair capitais externos, com as Bolsas apresentando altas expressivas. Os países e as empresas da América Latina também voltaram a captar recursos nos mercados internacionais. Entretanto esse refluxo dos capitais não deveria ser desencadeado por melhorias substantivas nos chamados “fundamentos” dos países emergentes, mas para assegurar elevados ganhos de capital no curto prazo. Os prêmios pagos por títulos de países emergentes significavam oportunidades de ganhos de capitais indisponíveis nos mercados financeiros dos principais países desenvolvidos.

De qualquer forma, coube aos Estados Unidos manter o próprio mecanismo de funcionamento desse sistema financeiro global, que pode ser representado metaforicamente por uma “sanfona”, expandindo e contraindo a liquidez e os fluxos de capitais, de acordo com as percepções de risco, rentabilidade e liquidez. Nesse sentido, ficou evidente que os Estados Unidos deveriam tentar impedir processos de ruptura, tais como a moratória unilateral adotada pelo Governo da Rússia e os controles de capitais impostos pelo Governo da Malásia. Assim, a manutenção do funcionamento do sistema impôs a consolidação de um “empréstimo preventivo” ao Brasil (1998-99), no âmbito do FMI, com apoio do Tesouro dos Estados Unidos.

Enfim, tudo indica que, até o presente momento, a economia globalizada e securitizada foi impulsionada pelos interesses da potência dominante em seu próprio benefício. Nas palavras de Galbraith (1998): “(...) globalização é um termo que nós, os americanos, inventamos para dissimular nossa política de avanço econômico em outros países e para tornar respeitáveis movimentos especulativos de capital”. Porém a turbulência que também atingiu a economia americana em 1997-98 sinalizou a necessidade de se reorganizar o sistema financeiro e monetário internacional, estabelecendo novas regras cambiais, novos mecanismos de manutenção da liquidez internacional e de ajuste dos desequilíbrios nos balanços de pagamentos. O próprio Presidente Clinton, no discurso já citado, advogou a necessidade de reformar a “arquitetura financeira internacional”. Defendeu que, para fortalecer o sistema financeiro mundial,

“(...) precisamos desenvolver políticas que ajudem os países a colherem os benefícios do **livre fluxo de capitais** de uma maneira segura e sustentável. Precisamos adaptar o FMI para que ele possa confrontar os novos tipos de crises financeiras de maneira mais eficaz, minimizando sua frequência, gravidade e custos humanos. Precisamos estudar maneiras de ampliar o **financiamento de emergência** quando os países combatem crises de confiança provocadas pelos problemas financeiros mundiais, e não por seus próprios equívocos em matéria de política econômica. Precisamos encontrar maneiras de aproveitar a **energia dos mercados globais sem condenar o mundo a um ciclo de contínuas crises extremas**. No último meio século, em nossa economia nacional, aprendemos não a eliminar, mas a suavizar e restringir as altas e as quedas. No século XXI, precisamos encontrar maneiras de fazer o mesmo com a economia mundial (grifos nossos)” (FSP, 1998b, p.2-8).

Em suma, os Estados Unidos precisariam aperfeiçoar sua capacidade de reagir perante a emergência financeira e construir um sistema que impedisse,

sempre que possível, crises de natureza cambial e financeira e que amortecessem seus impactos, quando ocorressem, sem alterar de forma substantiva a dinâmica do sistema, fundado nos fluxos de capitais livres e desregulamentados. Nas palavras de Michel Camdessus, ex-Diretor do FMI: "(...) esta crise evidenciou que não há que frear a liberalização de capitais, mas de ordená-la".

Assim, os países precisariam ser capazes de se adequar às normas de um sistema financeiro mundial integrado sem contar com um credor internacional de última instância, mantendo livres os fluxos de capitais, com algum mecanismo "acordado internacionalmente" para tratar de reescalonamentos e moratórias, que ameaçam recorrentemente os países em desenvolvimento. Isso significa que os países precisariam de um sistema bancário fortemente capitalizado, com controles de supervisão prudenciais, rigorosos sistemas de acompanhamento dos passivos e ativos em moeda estrangeira, elevado volume de reservas internacionais, sólida posição fiscal, baixa taxa de inflação e taxa de câmbio com uma margem de flutuação razoavelmente livre, com o sistema financeiro e a política monetária dos Estados Unidos desempenhando o papel de *gendarme* mundial. Significaria, também, a adoção de padrões de conduta "aceitos internacionalmente", que aperfeiçoassem a capacidade internacional de monitorar as políticas macroeconômicas domésticas, sobretudo no que se refere ao sistema financeiro e às políticas monetária, fiscal e cambial (Braga, Cintra, 1999). O Fundo Monetário Internacional (FMI) já criou os Padrões de Disseminação de Dados Especiais, o Código de Boas Práticas em Transparência Fiscal e o Código de Boas Práticas em Política Monetária e Financeira. Aperfeiçoam-se as formas de divulgação no seu boletim na Internet, como o desempenho comparativo dos diferentes países aos padrões preestabelecidos (Práticas dos Países — Relatórios Experimentais na Observância dos Padrões e Normas, ver, <http://www.imf.org>).⁸

A consolidação desses padrões de gestão das relações financeiras internacionais — a chamada nova "arquitetura financeira internacional" — a partir dos Estados Unidos mediante o apoio irrestrito do FMI e de outras instituições multilaterais também foi defendida pelo Tesouro americano. Lawrence Summers, Secretário do Tesouro, apresentou um projeto visando ao enxugamento do número de linhas de crédito do FMI, à diferenciação das funções do Fundo e do Banco Mundial e à definição do Fundo como prestador multilateral na prevenção de crises cambiais e financeiras, em vez de executor de operações emergenciais de salvamento a países atingidos por essas crises. Aparentemente, essas

⁸ O Governo brasileiro assinou, em junho de 2000, a declaração que permite a divulgação dos dados da economia brasileira nos padrões estabelecidos pelo FMI.

propostas contam com o apoio do novo diretor do FMI, Horst Kohler: "(...) é imperioso que o Fundo e a comunidade internacional dêem máxima atenção à prevenção das crises, particularmente através de uma política macroeconômica saudável, da promoção da transparência e da implementação de normas e códigos práticos".

Na verdade, talvez fosse necessária a gestação de instituições globais capazes de articular a coordenação das políticas macroeconômicas e a mobilização de fundos financeiros em escala internacional muito além do que defendem o Presidente Clinton, o Secretário do Tesouro e os Diretores do FMI. Porém esse tipo de decisão raramente se concretiza antes da generalização do caos. Ao longo da História, os líderes mundiais somente tomaram decisões desse vulto após hecatombes militares e financeiras.

Bibliografia

- AGLIETTA, Michel (1998). Lidando com o risco sistêmico. **Economia e Sociedade**, Campinas : Unicamp/IE, n.11, p.1-32.
- √ APROFUNDAMENTO da crise ainda pode ser evitado (1998). **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 8 set., p.A-14. (Publicado The Economist).
- √ ATUAÇÃO recente do Fed é questionada (1998). **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 13 out., p. B-6. (publicado Business Week).
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (1997). Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L., orgs. **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis : Vozes. p.151-193.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga Mello (1995). O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados 'globalizados'. **Economia e Sociedade**, Campinas : Unicamp/IE, n.4, p.11-20.
- BERGER, Allen N., KASHYAP, Anil K., SCALISE, Joseph (1995). The transformation of the U.S. banking industry: what a long, strange trip it's been. **Brookings Papers on Economic Activity**, Washington, DC : Brookings Institution, n.2, p.55-218.
- BORIO, Claudio E. V. (1997). Monetary policy operating procedures in industrial countries. **BIS Working Papers**, Basle : Bank for International Settlements, n.40.

- BRAGA, José Carlos de Souza, CINTRA, Marcos Antonio Macedo (1999). Brazil's participation in the reorganization of international finances. **Studies on International Financial Architecture**, Berlin : Friedrich Ebert Stiftung, n.4. (A versão em português A participação do Brasil na reorganização das finanças internacionais pode ser encontrada no web site da Fundação ILDES, <http://www.fes.org.br>).
- CHESNAIS, François (1994). **La mondialisation du capital**. Paris : Syros, Collection Alternatives Economiques. (Trad. bras.: A mundialização do capital. São Paulo : Xamã, 1996).
- CHESNAIS, François (1996). Mondialisation financière et vulnérabilité systémique. In: ____, org. **La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux**. Paris : Syros. (Trad. bras. A mundialização financeira: gênese, custos e riscos. São Paulo : Xamã, 1999).
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo (1997). **As transformações na estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos: a montagem de um novo regime monetário-financeiro**. Campinas : Unicamp/IE. (Tese de doutoramento).
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo, FARHI, Maryse (1999). O ciclo recente de valorização de ativos na economia americana. **Pesquisa & Debate**, São Paulo : PUC-SP/Departamento de Economia, v.10, n.1, p.137-162.
- COUTINHO, Luciano G., BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (1996). Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Economia e Sociedade**, Campinas: Unicamp/IE, n.7, p.129-154.
- DYMSKI, Gary A. (1998). The Evolution of US bank behavior: five strategies, 1935 to 1998. **Discussion Paper Series**, Riverside : University of California, n.6.
- FARHI, Maryse (1998). **O futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros**. Campinas : Unicamp/IE. (Tese de doutoramento).
- FARHI, Maryse, CINTRA, Marcos Antonio Macedo (2000). Nem *crash* nem estabilidade. **Indicadores Diesp**, São Paulo : Diesp/Fundap, n.77, p.3-5.
- FOLHA DE SÃO PAULO (1998). São Paulo, 24 set., p.2-4.
- FOLHA DE SÃO PAULO (1998a). São Paulo, 2 out., p.2-4.
- FOLHA DE SÃO PAULO (1998b). São Paulo, 15 set., p.2-8.
- GALBRAITH, John Kenneth (1998). Desordem à vista. **Carta Capital**, São Paulo, v.3, n.75, 10 maio, p.34-35.

- GAZETA MERCANTIL (1997). São Paulo, 7 nov. p.B-20. (Texto republicado da Business Week).
- GAZETA MERCANTIL (1998). São Paulo, 21 out., p.B-6. (Publicado Bloomberg News).
- GOODHART, C. A. (1995). Dinâmicas financeiras privadas e o desafio às políticas dos bancos centrais. **Economia e Sociedade**, Campinas : Unicamp/IE, n.4, p.27-52.
- GOODHART, C. A. (1995). Private financial dynamics and the challenge for the policies of the Central Banks. In: BAER, Monica. , org. **Os desafios à reorganização do sistema monetário internacional**. São Paulo : CEBRAP/FUNAG. (Paper apresentado no seminário).
- HELLEINER, Eric (1994). **States and emergence of global finance**. Ithaca : Cornell University.
- MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de (1994). **Inovações financeiras e o papel da autoridade monetária: um estudo a partir da economia americana**. Campinas : Unicamp/IE. (Dissertação de mestrado).
- MIRANDA, José Carlos da Rocha (1997). Dinâmica financeira e política macroeconômica. In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L., orgs. **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis : Vozes. p.243-275.
- PAPEL dos fundos de *hedge* na crise mundial, O (1998). **The Economist**. (Republicado na GM, 21 out., p.B-6).
- PINTO, Celso, (1998). Teste de credibilidade. **Folha de São Paulo**, 8 set., p.1-6.
- RECEIO move o mercado, O (1998). **Folha de São Paulo**, 11 set., p.1-11.
- SOBOL, Dorothy Meadow (1998). Foreign ownership of U.S. Treasury securities: what the data show and do not show. **Current Issues in Economics and Finance**, New York : Federal Reserve of New York, v.4, n.5, May.
- TAVARES, M. da Conceição, MELIN, L. E. (1997). Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L., orgs. **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis : Vozes. p. 55-86.
- VAN'T DACK, Jozef (1998). Administrando um sistema financeiro crescentemente global: um panorama de temas selecionados. **Economia e Sociedade**, Campinas : Unicamp/IE, n.11, p.33-71.

Posfácio

A volatilidade das Bolsas americanas no primeiro semestre de 2000

*Maryse Farhi**

*Marcos Antonio Macedo Cintra***

A partir do início da década de 70, após a ruptura dos acordos de Bretton Woods, uma aguda volatilidade das taxas de câmbio e de juros (reais e nominais) passou a fazer parte do cotidiano dos principais agentes econômicos. Essa elevação da volatilidade atingiu os preços dos demais ativos financeiros, notadamente das ações. Decerto que os preços no mercado de ações sempre foram inerentemente voláteis. Mas o novo contexto financeiro elevou sua volatilidade média¹, uma vez que esses preços passaram a receber influência suplementar das oscilações verificadas nas taxas de câmbio e de juros, bem como a interagir com elas.

A volatilidade acentuada ampliou consideravelmente o leque de incertezas dos agentes econômicos e elevou os riscos embutidos nos compromissos futuros. A possibilidade de transferência dos riscos dos agentes aberta pela criação e pela expansão dos mercados de derivativos financeiros impediu que tais incertezas tivessem consequências paralisantes e/ou inflacionárias. Mas os derivativos financeiros em nada contribuíram para a redução da volatilidade.

Esse ambiente instável tornou imperativa a formação de expectativas por parte dos agentes econômicos sobre a evolução de curto prazo das variáveis financeiras, seja na condução normal de suas atividades econômicas, seja na gestão de seu patrimônio. Expectativas positivas levam a um ciclo de valorização

* Doutora pelo Instituto de Economia da Unicamp e inscrita no Programa de Pós-Doutoramento da Fapesp.

** Doutor pelo Instituto de Economia da Unicamp e Técnico da Fundap/Diesp.

¹ A elevação da volatilidade dos mercados imobiliários e de ações é constatada na análise de seus valores médios. Isso não significa que, em períodos anteriores, não ocorreram episódios de oscilações muito bruscas e acentuadas desses preços, como, por exemplo, entre as duas guerras mundiais. Nesse período, o mercado de ações passou por uma fase de fortes e consecutivas altas antes das drásticas quedas que caracterizaram a crise de 1929.

dos ativos: alta da taxa de câmbio, das ações e dos títulos de renda fixa (o que implica uma redução da taxa de juros neles embutida). Em certas ocasiões, esse ciclo pode se estender até a formação de bolhas especulativas, que se caracterizam por níveis de preços muito mais elevados do que aqueles que podem ser considerados economicamente justificáveis.

O estouro de uma bolha especulativa ou um *crash* bursátil decorre de uma mudança brusca e radical na percepção do conjunto dos agentes. Essa mudança de percepção pode ser resultante de uma conjuntura econômica nacional e localizada ou reflexo de problemas financeiros internacionais. Os ativos que compunham as carteiras dos agentes, porque lhes parecia possuírem um potencial de valorização, passaram a ser considerados caros e arriscados demais. Ao perceberem o engano na avaliação desses ativos, os agentes procuraram vendê-los o mais rápido possível, na ânsia de dirigirem seus capitais para portos mais seguros. Nessas situações, praticamente não há compradores no mercado. A falta de liquidez, típica das situações de pânico, acaba causando uma catastrófica aceleração da queda dos preços.

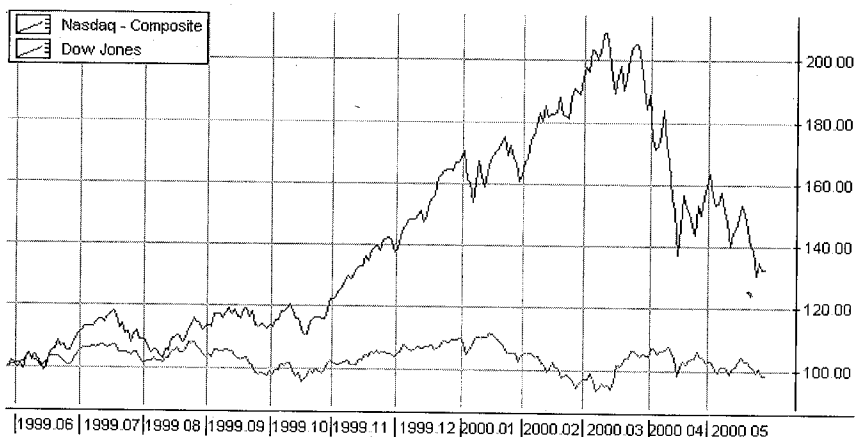
Defende-se a hipótese de que o acentuado aumento da volatilidade nos mercados de ações americanos, a partir do último trimestre de 1999 e durante os cinco primeiros meses de 2000, esteve associado ao processo de inflar e desinflar de uma bolha especulativa nos mercados de ações de empresas de tecnologia (Nasdaq), sem provocar uma ruptura no mercado. Em meados de junho de 1999, o Banco Central americano iniciou um movimento gradual de elevação das taxas de juros de curto prazo. Esse aperto monetário procurava arrefecer o crescimento da economia, cujo ritmo ameaçava desencadear pressões inflacionárias. Os primeiros aumentos da taxa de juros tiveram pouco ou nenhum efeito nos mercados acionários, que prosseguiram e até aceleraram sua ascensão. Mas, a partir do início do ano 2000, os investidores passaram a considerar que as contínuas elevações da taxa de juros justificariam um ajuste nos preços das ações. Esse ajuste ocorreu de forma divergente e assíncrona nos diversos índices de ações americanos. O Gráfico 1 mostra a evolução nos últimos 12 meses dos índices Dow Jones e Nasdaq.

De modo geral, todos os índices tendem a evoluir na mesma direção, mesmo que com intensidade variada. Isto é, quando as expectativas são positivas, os índices sobem, e, quando são negativas, eles caem, embora não oscilem necessariamente na mesma proporção (Gráfico 1). O fato marcante no atual processo de ajuste dos preços das ações é que os diversos índices evoluíram, de forma acentuada, em direções opostas. Num primeiro momento, de janeiro a meados de março de 2000, as ações que compõem os índices Dow Jones e Standard & Poor's 500 (S&P 500), consideradas como representantes da "velha

economia", sofreram acentuadas quedas. O Dow Jones chegou a cair 17,27% em relação ao nível atingido no último pregão de 1999, enquanto o S&P 500 perdia 9,82% de seu valor. No mesmo período, subiram aceleradamente as ações negociadas na Bolsa eletrônica americana Nasdaq, sobretudo as relacionadas à Internet — sejam das empresas que fornecem infra-estrutura para a rede mundial (Cisco System e outras), sejam das empresas que prestam serviços na rede, conhecidas como ações "pontocom" (Amazon.com, por exemplo), mas também as ações de empresas de biotecnologia e telecomunicações. Esses setores compunham a chamada "nova economia". No dia 10 de março, o índice Nasdaq atingia um nível recorde de 5.132,52 pontos, registrando alta de 26,3% desde o início do ano. De meados de março até hoje, o movimento inverteu-se, com os preços das ações da "velha economia" recuperando-se, enquanto os da "nova economia" sofriam grandes quedas. O Gráfico 2 ilustra a amplitude dos movimentos divergentes entre o índice Dow Jones e o índice Nasdaq.

Gráfico 1

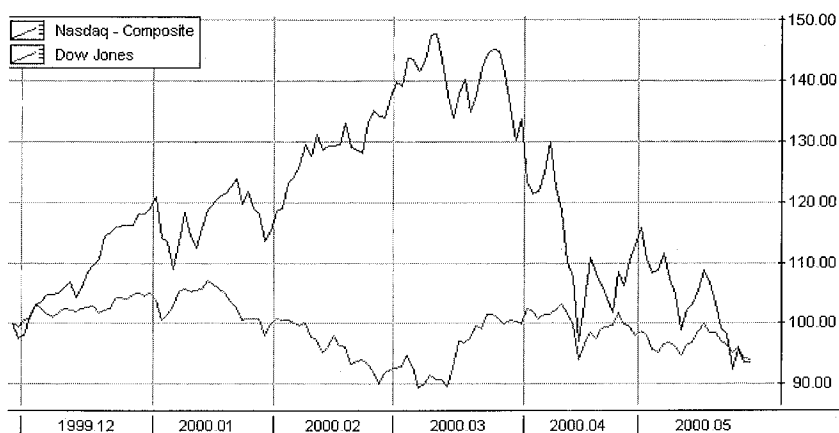
Variação dos índices Dow Jones e Nasdaq — jun./99-mai/00



FONTE: NYSE. New York Stock Exchange.

Gráfico 2

Variação dos índices Dow Jones e Nasdaq — dez./99-26 de maio/00



FONTE: NYSE. New York Stock Exchange.

O primeiro movimento, em que os índices divergiram de forma acentuada, pode ser atribuído ao comportamento de manada dos investidores, que, em massa, venderam ações das empresas da “velha economia”, que supunham ser mais sensíveis às elevações das taxas de juros para adquirirem ações de empresas da área de tecnologia que, segundo suas expectativas, continuariam a se valorizar a despeito da política monetária restritiva. O segundo movimento, com os índices voltando a convergir devido às quedas do Nasdaq e às altas do Dow Jones e do S&P500, decorreu de uma reversão das expectativas quanto ao desempenho relativo de cada um desses setores e da percepção cada vez mais generalizada de que os preços das ações do setor de alta tecnologia não se justificavam.

É importante notar que a liquidez dos mercados de ações se manteve elevada durante todo esse atribulado período, demonstrando a persistente presença de vendedores nos momentos de alta e de compradores nas fases de baixa. A ocorrência desses movimentos divergentes indica ainda que não houve saída líquida de recursos dos mercados de ações, mas rearranjo do perfil de investimentos das carteiras, com acentuadas mudanças dos pesos atribuídos às ações pertencentes aos diferentes setores da economia. Além disso, a moeda americana não sofreu um impacto baixista associado a turbulências nas Bolsas; na verdade, ela se valorizou diante do euro e se manteve relativamente estável diante do iene.

Assim, pode-se identificar a formação de uma inequívoca bolha de ativos no setor de tecnologia: algumas ações chegaram a apresentar relações preço/lucro superiores a 1.000, enquanto outras alcançaram grandes valorizações, apesar de nunca terem apresentado lucros. Essa bolha acentuou-se entre setembro de 1999 e março de 2000. O ajuste de preços, a partir de então, fez com que a bolha perdesse gás. Embora ela persista enquanto tal e possa continuar desinflando, tornou-se mais difícil a configuração de movimentos disruptivos de *crash*, uma vez que a bolha já perdeu muito de seu fôlego. Assistiu-se, portanto, a um rearranjo dos preços relativos e da composição das carteiras, com elevada volatilidade nos preços das ações.

A evolução dos preços das ações continuará extremamente sensível à política do Federal Reserve. Nesse sentido, duas hipóteses são plausíveis. Se a ação de política monetária do Banco Central americano estiver embutida nas expectativas dos investidores e, portanto, nos preços, os mercados podem se estabilizar e até reiniciar um movimento ascendente. Caso contrário, se as expectativas e os preços ainda não considerarem plenamente a elevação nas taxas de juros, o ajuste nos preços das ações poderá continuar. De qualquer forma, parece correto afirmar que os sinais de desaceleração da economia americana, com a redução dos lucros das corporações e dos bancos, confirmada nos balanços do segundo trimestre, resultarão em grande volatilidade nos preços das ações. Porém um *crash* bursátil somente apareceria no horizonte se ocorresse uma aceleração na taxa de inflação tal que o Federal Reserve julgasse necessário provocar um choque de juros.

Abstract

This article shows the dynamics of the US monetary system where capital markets — forced to perform a daily evaluation of assets (foreign exchange, securities, and property) — prevail. It also reveals that this way of managing resources has been forced to the world as a paradigm: financial operations started to occur in a global space, stemming hierarchically from the US financial system, and being made possible by the monetary policies of the hegemonic nation, and imitated by developed and developing countries. Moreover, it describes the dilemma of the US monetary policy in view of its internationalization and domestic interests during the crisis in the Asian Southeast and Russia. In a post face the author describes the dynamics of the valuation and devaluation cycle of financial resources in US stock exchanges from the third quarter 1999 to the second quarter 2000.