

# O “instável” Sistema Financeiro Internacional

*Sergio Francisco Dias<sup>1</sup>*

## **Introdução**

Os defensores de uma ordem internacional baseada na globalização destacam o fato de que um sistema financeiro global traz benefícios para a alocação de recursos, para a eficiência da intermediação financeira e para a promoção do crescimento. Porém, as crises financeiras da década de 90 mostraram o lado perverso da globalização financeira, com impactos negativos sobre o desempenho das economias atingidas. Os episódios de turbulência e crise financeira foram os seguintes: crise no Sistema Monetário Europeu em 1992, as crises financeiras do México e da Argentina em 1995, a crise da Ásia em 1997, a crise da moratória russa em 1998 e, recentemente, a crise cambial brasileira que culminou com a desvalorização e com a livre flutuação da moeda, a partir de janeiro de 1999.

A proposta deste artigo é demonstrar que o mercado financeiro internacional é inerentemente instável, examinando as razões que levaram à emergência de severas crises e de intensa volatilidade do Sistema Financeiro Internacional durante a década de 90.

Algumas considerações são oportunas de serem feitas neste momento: primeiro, a abertura comercial e a eliminação dos controles de fluxos de capitais levou a uma completa exposição dos mercados financeiros domésticos aos “caprichos” e “exageros” do mercado financeiro internacional. Segundo, a progressiva liberalização deu origem a um tipo de capitalismo mais instável e com menor dinamismo econômico, se comparado com o período do pós-guerra. Por

---

(1) Graduando – 4º ano. (UNICAMP. Instituto de Economia).

último, as crises passaram a ter origem no mercado financeiro, dirigindo-se, depois, para as atividades produtivas.<sup>2</sup> Este último ponto é importante para constatarmos a predominância dos mercados financeiros em relação à órbita produtiva, porém uma discussão detalhada desta questão está fora das pretensões deste artigo.

A seção 1 deste artigo apresenta e descreve um cenário propício à formação de bolha de ativos<sup>3</sup> e seus desdobramentos. A seção 2 explica, sinteticamente, como se desenvolve uma crise de contágio. O item seguinte faz uma descrição e uma análise da atuação dos diferentes tipos de investidores em um mercado financeiro global. Na parte 4, é demonstrado que os diferentes regimes cambiais são incapazes de proteger os países da instabilidade dos fluxos de capitais. Finalizando, sugere-se que o atual debate sobre as mazelas do Sistema Financeiro Internacional é restrito e insuficiente.

## **1 Formação de bolhas especulativas**

A globalização tem a característica de uma ordem econômica na qual são eliminadas as restrições à mobilidade dos capitais.<sup>4</sup> O resultado é um aumento das transações cambiais em diferentes moedas e dos fluxos brutos de capitais internacionais.

Os mercados financeiros desenvolveram mecanismos de funcionamento compatíveis com essa nova configuração. São eles: profundidade, liquidez e mobilidade. A profundidade garante um mercado secundário para a negociação dos ativos. A liquidez e a mobilidade, por sua vez, permitem uma livre movimentação entre diferentes ativos e segmentos de mercado.

---

(2) Esta postulação é defendida por vários autores, entre eles: Carneiro (1999); Coutinho & Belluzzo (1996) e Braga (1997)

(3) O conceito de bolha de ativos implica em um processo de realimentação altista dos preços dos ativos, descolando-se dos valores reais dos ativos.

(4) Estamos tratando da abertura financeira, mas a globalização também propõe a abertura comercial.

É importante notar que os fluxos de capitais estão desvinculados das necessidades do balanço de transações correntes, por isso, estão assumindo cada vez mais um caráter especulativo.

Dentro deste contexto, nos últimos anos, foram vários os ataques especulativos contra paridades cambiais<sup>5</sup> e deflações abruptas de preços dos ativos. Não são raros os episódios que seguem a seguinte lógica: primeiro, surge uma onda especulativa altista, seguida de uma ruptura do estado de convenções, sobre o qual se apoiava a alta do preços, culminando em uma acentuada deflação de ativos, que haviam ficado sobrevalorizados. Além disso, caso a deflação de ativos seja muito brusca, poderá ocasionar uma ruptura na cadeia de pagamentos, causando uma crise de liquidez sistêmica. Quanto maior o número de agentes importantes afetados, maior a probabilidade de vir a ocorrer este tipo de crise.

Assim, a deflação de ativos seguida de uma crise de liquidez sistêmica, obriga as autoridades monetárias a intervirem para evitar a queda e conter a crise de liquidez. Porém, isso cria um outro problema, pois os bancos poderão arriscar-se ainda mais, dado o fato de que contaram com o socorro das autoridades. O envolvimento dos Bancos Centrais dá credibilidade e diminui a probabilidade de uma crise sistêmica, entretanto, cria o problema do *moral hazard*<sup>6</sup> devido a uma redução da aversão ao risco. Portanto, seria necessário um mecanismo de punição aos bancos ajudados, com o propósito de atenuar o risco moral e desestimular as ações especulativas por parte destes.

Somando-se a isso, informações assimétricas em mercados de crédito fazem aparecer a fragilidade financeira, uma vez que conduzem à subestimação do risco e a um sobreendividamento. Os valores dos ativos são apreciados quando a expansão do crédito é superior à da produção. Sucessivamente, a valorização dos ativos estimula um maior fornecimento de crédito (usando os ativos como garantia). Aqui está a gênese da falta de prudência dos bancos, que ficam com sua visão encoberta pelos ganhos de capitais produzidos pela referida

---

(5) Temos as crise do México e da Ásia como exemplo de ataques contra a paridade cambial.

(6) Risco moral

valorização. E desse modo, forma-se a bolha de ativos. Quando se dá a reversão, segue-se uma crise de deflação de ativos e dívidas e a fragilidade financeira acaba ficando visível, pois as garantias patrimoniais são depreciadas.

## **2 Quais são os mecanismos de transmissão das crises no Sistema Financeiro Internacional**

Outro problema que confere instabilidade ao sistema é o que os economistas chamam de crise de contágio. Esse tipo de crise acontece em função dos operadores globais terem de vender ativos em outros mercados, devido a queda na bolsa de um mercado específico. Isso acaba gerando rodadas sucessivas de vendas, facilitadas pela elevada mobilidade internacional dos fluxos de capitais, que acabam por criar, eventualmente, deflações em outros mercados. Os países que mais sofrem com a instabilidade do Sistema Financeiro Internacional são os países dependentes dos capitais externos, pois seus mercados sofrem de uma instabilidade potencial, devido à dependência de capital externo, que pode se tornar insustentável.

Podem ser identificados vários problemas quanto aos fluxos de capitais em direção aos países emergentes: acumulação excessiva de reservas, valorização cambial, deterioração dos balanços bancários e aumento da volatilidade dos mercados locais. Todas essas características fazem com que os fluxos para esses países tenham um potencial desestabilizador ampliado. Por isso, mais propensos à crise.

Vamos agora observar o potencial de contágio de algumas crises da década de 90.

A América Latina, após o (rápido) “efeito tequila” da crise mexicana, observou uma forte entrada de investimentos diretos, principalmente nos setores bancário e financeiro. Portanto, nesta etapa, a propagação dos efeitos da crise não teve conseqüências duradouras. Pelo menos, até outra crise, a da Ásia.

É interessante notar que a turbulência financeira que se originou na Tailândia em 1997, é mais problemática que a mexicana, em razão do seu alcance e da sua gravidade. Rapidamente, pelos mecanismos descritos acima, a crise expande-se para os países asiáticos. Depois, difunde-se para a América Latina e Europa Oriental provocando crises monetário-cambiais. Novamente, então, dá-se uma reversão dos fluxos de capitais dos países da periferia.

Entretanto, o marco que pode ser considerado o ápice do processo de contágio das crises monetário-cambiais é a moratória russa. Isso por que, pela primeira vez, a crise atinge o núcleo do sistema. Neste momento, os investidores percebem que o emprestador de última instância<sup>7</sup> seria insuficiente para cobrir as perdas. Portanto, o resultado foi uma reversão ainda maior nos fluxos de capitais para os mercados emergentes e um fuga intensa para a qualidade.

### **3 Diferentes formas de atuação dos investidores e sua contribuição à instabilidade**

É importante diferenciar os investidores diretos dos investidores de carteira ou de porta-fólio.<sup>8</sup> O primeiro grupo não exerce um papel perturbador na economia e sua atuação é, quase sempre, bem vinda.<sup>9</sup> O segundo grupo já é mais

---

(7) Neste caso, o emprestador de última instância são os Bancos Centrais dos países atingidos pela turbulência do Sistema Financeiro Internacional.

(8) São investidores que aplicam seu dinheiro em diversos ativos vendidos nos mercados financeiros, entre eles: Ações, Bônus, *Commercial Paper* e *Notes*; Bônus são títulos de dívida emitidos por empresas e comercializadas diretamente no exterior, quase sempre denominada em dólar americano; *Commercial Paper* são títulos que definem uma obrigação direta do emissor em relação ao portador do papel. O prazo de resgate é de 270 dias nos Estados Unidos e de um ano na Europa e podem ser feitos sem a intermediação de instituições financeiras; *Notes* são notas com juros fixos ou variável estabelecido no cupom. Normalmente, são vendidos com desconto em relação ao valor de face. Assim, a rentabilidade efetiva do papel acumula o desconto mais o juro em relação ao valor de face.

(9) Kregel (1996) e Carneiro (1999) defendem a tese de que o investimento direto externo (IDE) não é o fluxo de maior estabilidade. Pelo fato de o IDE possuir menos liquidez, este tipo de investimento apresenta um maior grau de negociabilidade dos papéis das empresas nos mercados locais. Somando-se a isso, os investidores podem realizar operações de hedge para o IDE, também criando pressão sobre o mercado cambial.

complexo e, portanto, torna-se necessário dividi-lo em investidores institucionais,<sup>10</sup> que gerenciam dinheiro de terceiros; hedge,<sup>11</sup> que são extremamente alavancados,<sup>12</sup> e os investidores individuais.

Os investidores institucionais procedem, em sua maioria, conforme a direção tomada pelo mercado, seguindo a média de opinião de todos os aplicadores. Desse modo, avaliam o desempenho em termos relativos, o que os leva a ter um comportamento de “manada”, ou seja, seguem a tendência do mercado. Assim, são responsáveis pela permanência excessiva no período de alta, acentuando a inflação de ativos que precede a depressão e são importantes no prolongamento da crise.

Os hedges atuam de forma semelhante, porém se diferenciam por se preocuparem mais com o desempenho absoluto e, por isso, é possível que a participação dos mesmos esteja mais ligada com a antecipação de uma mudança de tendência.

Os investidores individuais e as demais pessoas participantes dos mercados financeiros, os quais agem com o instinto puramente especulativo, têm a “mania” de acreditar que a subida de preços irá permanecer. Se não bastasse, acham que possuem a capacidade de prever quando o mercado irá desabar para que possam sair antes e escapar da derrocada. Esse tipo de raciocínio colabora com a inflação de ativos.

---

(10) Os investidores institucionais são instituições que gerenciam profissionalmente pequenas poupanças individuais e que recorrem ao mercado internacional para diversificar sua carteira de títulos ou porta-fólios. Os mais importantes são os fundos de pensão, companhias de seguro e fundos mútuos.

(11) Quando é feita uma operação de *hedging*, busca-se assumir uma posição em dois ou mais títulos negativamente correlacionados (assumir posições contrárias) para reduzir o risco.

(12) A expansão dos mercados de derivativos financeiros permitiu a realização de operações de cobertura de riscos sobre a mais variada gama de ativos. Com isso, criou-se um mercado ideal para a ação dos especuladores, ao permitir acesso fácil e direto aos mecanismos de alavancagem.

## 5 O funcionamento dos diferentes regimes cambiais diante da instabilidade do Sistema Financeiro Internacional

A proposição defendida nesta seção é que os regimes cambiais adotados pelos países não oferecem proteção contra o comportamento instável dos fluxos de capitais.

No regime de câmbio flexível,<sup>13</sup> o comportamento de “manada” torna as taxas cambiais intrinsecamente instáveis; e com efeitos cumulativos, uma vez que este tipo de comportamento é cada vez mais regular. Além disso, este regime apresenta uma clara assimetria entre o período de boom e *crash*, pois as cotações caem mais rapidamente do que sobem. Por último, é importante prestar atenção aos efeitos provocados pela combinação de taxas de câmbio flexíveis com taxas de juros flutuante. Este arranjo permite ganhos de curto prazo na especulação com moedas e taxas de juros, intensificando os fluxos de capitais especulativos.

No outro extremo, os regimes cambiais fixos<sup>14</sup> são potencialmente perigosos, dado que os colapsos podem ter efeitos catastróficos, além da alta probabilidade de ocorrência de ataques contra a moeda. Caso venha a ocorrer, por algum motivo, uma desconfiança dos agentes quanto à sustentabilidade da taxa de câmbio, é bem provável que se desenvolva uma típica crise de Balanço de Pagamentos. Essa situação é marcada por uma intensa queima de reservas e elevação da taxa de juros doméstica a níveis superiores à taxa externa, para conter a fuga de capitais. O próximo passo, inevitavelmente, seria a desvalorização da moeda, em um montante superior ao planejado. Esta trajetória acaba por provocar sérios efeitos contracionistas sobre a demanda interna e possíveis pressões inflacionárias.

---

(13) A taxa de câmbio flutuante é determinada no mercado cambial, sem intervenção do Banco Central. Entretanto, na prática, o que se verifica é uma flutuação suja, pois os Bancos Centrais intervêm discricionariamente e continuam a manter reservas.

(14) Taxa de câmbio entre as moedas de dois ou mais países, fixada em determinado nível e ajustada raramente. Uma alternativa ao uso de uma taxa de câmbio fixa é a adoção de bandas cambiais. O governo define um piso e um teto e deixa flutuar dentro desta margem, intervindo quando as cotações atingem o ponto máximo ou mínimo.

Uma saída encontrada por alguns países foi adotar o *currency board*.<sup>15</sup> Porém, os custos sociais associados à manutenção desse regime podem se tornar proibitivos, devido ao fato de não existirem limites à alta taxa de juros. Recentemente, com a desvalorização da moeda brasileira, a moeda argentina viu-se relativamente valorizada, situação à qual, o *currency board*<sup>16</sup> não ofereceu saída.<sup>17</sup> Outro problema é como alterar o regime cambial, caso o *currency* deixe de funcionar. Em nome da confiança, este sistema é, normalmente, regido por leis e mudanças, provavelmente, levaram tempo para serem efetivadas.<sup>18</sup> Neste tempo, é bem provável que ocorra uma corrida contra a moeda.

## Conclusão

Todas essas características suscitam a necessidade de tornar mais estáveis os mercados financeiros e, de alguma maneira, criar mecanismos que garantam a preservação da estabilidade. O debate atual sobre a crise financeira está centrado:

- na necessidade de uma supervisão bancária eficiente, pois as instituições financeiras desempenham um papel primordial na intermediação dos fluxos internacionais de capital. A causa central da fragilidade das instituições financeiras é a extrema volatilidade macroeconômica, a qual pode alterar rapidamente a relação entre o valor dos ativos e dos passivos e,

---

(15) A autoridade emissora anuncia uma taxa de câmbio em relação a uma moeda estrangeira e, a essa taxa, realiza as operações de troca de moeda doméstica pela moeda estrangeira adotada. Assim, a moeda emitida é totalmente lastreada por reservas estrangeiras. Os países que adotaram esse regime cambial foram: a Argentina e Hong Kong, com o dólar americano; as colônias francesas na África, com o franco francês; e a Estônia e a Bulgária, com o marco alemão

(16) Para uma análise mais detalhada sobre o por que de a Argentina ter adotado o *currency*, leia Neffa (1996).

(17) Atualmente, há um consenso entre economistas que o regime de convertibilidade argentino se desgastou e faz mal ao país. Porém, quanto a solução, não há unanimidade nas opiniões. Alguns defendem a desvalorização e a adoção de um regime cambial de taxas flexíveis, semelhante ao brasileiro. Outros defendem a dolarização pura e simples, adotando o dólar como moeda corrente. Uma proposta intermediária seria a desvalorização com dolarização da economia.

(18) Uma alternativa seria a abolição do *currency board* de um dia para o outro, ferindo as leis. A consequência imediata seria o questionamento de todos os demais *currency boards*.

- na disponibilidade de informações adequadas e precisas.<sup>19</sup> O crescimento do volume das transações internacionais, sob um sistema de mobilidade de capitais, faz crescer a necessidade de informações.<sup>20</sup>

Dessa maneira, acredita-se que, com informação perfeita, os mercados funcionarão eficientemente. Isso é muito pouco, é preciso ampliar o foco do debate. Apenas essas medidas não conseguirão dar estabilidade ao Sistema Financeiro Internacional, mesmo por que elas podem ser inócuas. É bem provável que os agentes ignorem as informações disponíveis, tomando as decisões baseadas em outras expectativas. Dessa maneira, não fica garantido um funcionamento mais sólido do Sistema Financeiro Internacional.

Uma coisa é certa: os mercados são instáveis e precisam de supervisão e regulamentação. Caso não consigamos ampliar o horizonte para além da doutrina predominante, teremos que nos acostumar com eventuais turbulências e crises do Sistema Financeiro Internacional, juntamente com a criação e propagação de efeitos perversos sobre a órbita produtiva dos países, particularmente danosas aos países periféricos.

## **Bibliografia**

- AGLIETTA, M. Lidando com o risco sistêmico. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 11, dez. 1998.
- BRAGA, J. C. A financeirização global (O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo). In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L. *Poder e dinheiro*. Uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.
- CARNEIRO, R. Globalização financeira e inserção periférica. *Economia e Sociedade*, n. 13, dez. 1999.
- COSTA, F. N. *Economia monetária e financeira: uma abordagem pluralista*. Campinas: Makron Books, 1998. cap. 15.

---

(19) Estas informações tem que partir tanto dos tomadores como dos emprestadores, seja no setor privado ou público.

(20) De fato, na crise do México, muitos investidores argumentaram que a escassez de informações sobre a redução das reservas cambiais mexicanas fez com que eles retardassem o reconhecimento dos problemas do país.

- COUTINHO, L. G., BELUZZO, L. G. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globais. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, dez. 1996.
- \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 11, dez. 1998.
- VAN’T DACK, J. Administrando um sistema financeiro crescentemente global. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 11, dez. 1998.
- FARHI, M. Derivativos financeiros: *hedge*, especulação e arbitragem. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13, dez. 1999.
- GAZETA Mercantil (vários anos).
- KREGEL, J. *East Asia is not México*: the difference between balance of payments crisis and debt deflation. Genève: UNCTAD, 1998. (Mimeogr.).
- KRUGMAN, P., OBSTFELD, M. *Economia internacional – teoria e política*. São Paulo: Makron Books, 1999. cap. 17 e 19.
- NEFFA, J. Balance de las políticas liberales: la experiencia argentina reciente (1989/1994). *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, dez. 1996.
- ROSS, S., WESTERFIELD, R., JAFFE, J. *Administração financeira*. Corporate finance. São Paulo: Atlas, 1995.
- SOROS, G. *A crise do capitalismo*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1998.