

Especulação e instabilidade na globalização financeira

Otaviano Canuto e Mariano Francisco Laplane

Professores e Coordenadores das Comissões de Pós-Graduação e Graduação do Instituto de Economia da UNICAMP.

Introdução

A evolução da economia mundial a partir dos anos 80 tem sido marcada pelos resultados dos processos de liberalização financeira concretizados nos principais países. Ainda que com traços específicos em cada um dos casos, houve introdução acelerada de inovações financeiras, acompanhada de uma intensificação na atividade de seus mercados de ativos. Ao mesmo tempo, uma explosão nos volumes de transações cambiais foi a contraface da operação do sistema financeiro global permitido pela liberalização.

Maior instabilidade financeira também caracterizou tal processo, tanto na forma de volatilidade nos preços dos ativos quanto na de ocorrência de crises em mercados de títulos e de câmbio. Em termos do número de crises isoladas ou com possibilidade de notável repercussão econômica, desde os anos 30 não se tinha registro similar.

Entre os economistas há duas linhas básicas de interpretação de tal instabilidade. De um lado, há aqueles que enfatizam o escopo ampliado das atividades especulativas e a submissão dos instrumentos de política econômica à operação livre dos mercados financeiros. De outro, argumenta-se que a turbulência corresponde a uma transição de aprendizado, ou, ainda, que ela se origina de orientações equivocadas de política econômica, nada havendo de intrinsecamente instável nas finanças globais.

O presente artigo tem como objeto tal debate sobre a natureza e os efeitos da especulação e da instabilidade financeira no contexto atual das economias avançadas. Na primeira seção faz-se uma breve recuperação de alguns aspectos centrais da globalização financeira. Na segunda, busca-se localizar as matrizes teóricas das visões polarmente opostas quanto à estabilidade dos mercados financeiros e ao papel da especulação. Assim, tenta-se inicialmente mostrar como um enfoque wal-

rasiano-com-expectativas-rationais leva à visão de ausência de instabilidade intrínseca nas finanças globais. Em seguida, sugerimos o "modelo heurístico" de Keynes como um guia superior para a abordagem às questões correntes de especulação e instabilidade financeira, ainda que exigindo adaptações no nível analítico para dar conta da nova realidade histórica.

Dentro do próprio campo keynesiano, um ponto adicional é enfatizado ao longo do artigo – a necessidade de maior consideração das interações entre a esfera monetário-financeira e a dinâmica do lado produtivo. Enquanto as implicações da especulação e da instabilidade financeira sobre a dinâmica das firmas, dos setores produtivos e dos agregados reais são freqüentemente tratados na literatura, o mesmo não se pode dizer quanto à direção oposta. A terceira seção chama atenção para alguns aspectos da interação real-financeira no atual cenário internacional que ilustram a utilidade de um enfoque no qual leva-se em conta a dupla direção de efeitos.

A globalização financeira

A liberalização financeira nas principais economias avançadas e periféricas ensejou a constituição de um megamercado financeiro mundial, ou seja, o funcionamento de um mercado unificado de dinheiro e ativos não-monetários em escala global. O volume diário de transações cambiais se expandiu a uma taxa de 30% a.a. nos anos 80, alcançando a cifra de US\$ 1 trilhão em 1992, sem que se pudesse associar tal explosão a fluxos comerciais de bens e serviços e de investimentos produtivos. Estima-se que cerca de 15% das transações cambiais dizem respeito a comércio de bens e serviços e investimentos em ativos de longo prazo, e 85% correspondem a operações de especulação, cobertura de risco e investimento em carteira de curto prazo (Guttman, 1994:500n). O fato é que, enquanto o somatório dos déficits em conta

corrente em nível mundial se estabilizou em torno de US\$ 300 bilhões anuais desde meados da década de 80 (Plihon, 1995:2), a expansão frenética das operações cambiais refletiu uma crescente "interpenetração patrimonial" entre países (Coutinho, 1992), não apenas em termos de ativos de longo prazo, mas também de ativos líquidos.

Decerto que os avanços tecnológicos nas atividades de processamento e transmissão de informações, suscitando uma revolução nas comunicações, tornaram comercializáveis (*tradable*) alguns serviços anteriormente locais e facilitaram os movimentos de dinheiro (Kurtzman, 1995). Também se sabe que uma parcela dos fluxos de capital na segunda metade dos anos 80 correspondeu a uma onda de fusões, aquisições e *joint ventures* trans-fronteiras nacionais que acompanhou o processo de "globalização concorrencial" com "regionalização internacionalizada" de processos produtivos e mercados no período (Canuto, 1994:139-52). Contudo, o dinamismo da globalização financeira esteve vinculado às transformações financeiras nas economias centrais, particularmente no caso dos Estados Unidos.

Ao longo dos anos 80, títulos negociáveis em mercados secundários constituíram-se na principal forma de captação de recursos por agentes privados, em detrimento das operações tradicionais de crédito bancário (Braga, 1993; Baer, 1993). Tal "securitização" (ou "titularização") envolveu, inclusive, a transformação de ativos preexistentes das instituições financeiras em instrumentos negociáveis. A securitização implica relações de débito-crédito diretas entre tomador e aplicador de recursos, envolvendo os intermediários financeiros na organização das operações, subscrição, guarda e comercialização dos títulos, e não mais na intermediação de seus próprios títulos ("desintermediação").

Ao lado das ações e dos títulos governamentais, os certificados de depósito bancário negociáveis (desde o início dos anos 60), os *commercial papers* (a partir dos anos 70), bem como outros títulos de curto e médio prazos emitidos diretamente pelos tomadores de recursos, vieram juntar-se à crescente massa de *securities*. A desregulamentação foi permitindo uma crescente circulação de *junk bonds*, títulos hipotecários (*mortgage-based securities*) e outros (Guttman, 1994). A securitização tendeu a borrar as linhas

demarcatórias entre aplicações em valores mobiliários e as operações de crédito tradicionais, tanto do ponto de vista dos aplicadores, quanto dos intermediários financeiros (Bourguinat, 1989; Braga, 1993), movimento para o qual contribuiu a fragilidade dos grandes bancos comerciais norte-americanos na primeira metade dos anos 80 (Baer, 1993:cap.2).

As "inovações financeiras", cuja implementação foi facilitada pela desregulamentação dos sistemas financeiros nas economias avançadas, não se circunscreveram à proliferação de títulos negociáveis, incluindo também contratos vinculados a tais títulos (os "derivativos"), que por sua vez também podem vir a ser negociados em mercados próprios:²

- *swaps*, contratos que prevêm a possibilidade de mudança no referencial financeiro (taxas de juros, de câmbio ou de ambos);

- opções, contratos cujo tempo de vigência facultam ao detentor o direito (não-obrigação) de vender ou comprar bens ou títulos especificados a um certo preço. As opções "européias" podem ser exercidas apenas no vencimento, enquanto as "americanas" são possíveis a qualquer momento (Plihon, 1991); e

- futuros, contratos de compra/venda a preços e datas futuras estipuladas, que se distinguem dos contratos *forward* por serem negociáveis em mercados organizados. Aos mercados futuros de mercadorias já existentes desde o século passado agregaram-se os mercados futuros de câmbio e de juros, e até mesmo de índices de bolsa (Kurtzman, 1995). Os "mercados futuros de ativos financeiros, em sua maioria, determinam que as liquidações no vencimento sejam realizadas por diferença em relação à cotação à vista do ativo em questão" (Farhi, 1995:2).

Tais derivativos oferecem cobertura de "risco de preço" (câmbio, juros, preços de títulos ou movimento médio de mercados) dos ativos subjacentes para *hedgers*, ou seja, para agentes em busca dessa cobertura – em troca de um prêmio, no caso de *swaps* e opções. Na improbabilidade de perfeita simetria entre as necessidades de cobertura entre *hedgers*, a transferência de risco supõe sua recepção por agentes que "fazem o mercado" (*market-makers*) – responsáveis pelas compras ou vendas residuais quando necessárias – e/ou que avaliam favoravelmente assumir tal risco (especuladores).

O florescimento dos derivativos e a securitização se auto-reforçaram, mas os primeiros é que têm recebido atenção crescente. Seus mecanismos de operação implicam forte capacidade de alavancagem, e não por acaso os especuladores são estimados como responsáveis por 75% de suas transações: posições especulativas com imobilização apenas de 3%, como depósitos de garantia, podem ser tomadas em alguns mercados futuros, bem como opções na proporção de 1:10 (Plihon, 1995:5).³ Os *swaps* constituem verdadeiras correias de transmissão entre os diversos mercados de ativos (bolsas, câmbio, títulos de dívida) (Bourguinat, 1989). Ademais, até recentemente os balanços das instituições financeiras não registravam tais operações com derivativos, o que dificultava ainda mais a percepção adequada de riscos de seus portfólios (na verdade, tais operações compuseram um dos mecanismos para escapar do monitoramento das autoridades monetárias).

As transformações financeiras envolveram também a expansão e a emergência internacional de "investidores institucionais" (fundos de pensão e fundos mútuos), com sua atribuição de gerir conjuntos de portfólios. Esses investidores, além de outras instituições financeiras não-bancárias, são responsáveis por operações de "engenharia financeira" com seqüências volumosas e complexas de transferências de fundos e emissão de títulos, cruzando mercados intra e entre países (Guttman, 1994). Destacam-se também os "fundos de alto desempenho especializados em operações especulativas", como o Quantum Fund de George Soros – curiosamente chamados de hedge funds (Plihon, 1995:68).

Uma securitização crescentemente abrangente e sua retroalimentação com os mercados de produtos derivativos se expressam necessariamente em maiores volumes de transações financeiras brutas por unidade de PIB. Da mesma forma, a "interpenetração patrimonial" entre países e correspondentes operações com derivativos implicam maior volume bruto de transações monetário-financeiras por volume de transações correntes nos balanços de pagamentos. Esta evolução foi ainda impulsionada pelas necessidades líquidas de financiamento apresentadas pela economia norte-americana nos anos 80: os "déficits gêmeos" (público e externo em conta corrente), responsáveis pela mudança da posição patrimonial

líquida do país de maior credor para maior devedor (Tavares, 1992). Acompanhando o boom do período Reagan-Bush, a razão dívida do setor privado não-financeiro/PNB nos Estados Unidos subiu de 130 em 1981 para aproximadamente 180 em 1990 (Dornbusch, 1991:117).

Vale ressaltar também a instabilidade nos mercados financeiros (ativos líquidos, títulos negociáveis de médio e longo prazo, mercados de câmbio) ao longo deste período de liberalização e globalização financeira. A própria demanda por crescente flexibilização dos instrumentos financeiros disponíveis, bem como por novos instrumentos pelos quais se pudesse suavizar o risco de crédito e transferir o risco de preço, havia sido estimulada pelas flutuações cambiais e de juros que marcaram os anos anteriores à liberalização financeira (Baer, 1993). No entanto, verificou-se uma volatilidade ainda maior nos preços dos ativos monetários e financeiros na era das finanças globais.

Verificou-se não apenas a presença de variâncias maiores, mas principalmente de variâncias fortemente oscilantes no tempo. Mais que isso, booms e cracks em mercados localizados ou com potencial de repercussão tornaram-se mais freqüentes, configurando como que "bolhas" infladas e posteriormente estouradas: a valorização do dólar no início dos anos 80 e o posterior risco de "aterissagem forçada" (*hard landing*); expansão e posterior crash da bolsa em Nova York em 1987; crescimento e posterior colapso em 1989 do mercado de junk bonds nos Estados Unidos; surtos imobiliários e bursáteis no Japão e na Suécia, desdobrando-se em crises em outros mercados de ativos; as falências das savings and loans institutions norte-americanas; os ataques especulativos de 1992-93 dentro do Sistema Monetário Europeu; fluxos maciços de capital de curto prazo para o México nos anos 90 e seu refluxo ao final de 1994; etc. (Krugman, 1991; Aglietta, 1995; Plihon, 1995). Quer se possa apontar políticas econômicas insustentáveis na raiz de alguns casos, quer "bolhas especulativas" de curto fôlego em outros, parecem indiscutível o fato de que as finanças passaram a exibir comportamentos mais explosivos diante de desequilíbrios nos mercados de onde eram, em última instância, derivadas.

Um último ponto nesta seção diz respeito a um aparente movimento, manifesto no período, de homogeneização relativa entre porções nacionais

do sistema financeiro global e entre grandes firmas no cenário internacional (Braga, 1993). De um lado, os sistemas financeiros baseados no crédito da Alemanha, Japão, França e América Latina passaram, ainda que com temporalidades e profundidades diferenciadas, a conter maior presença de títulos negociáveis e seus derivativos, o que tenderia a modificar suas estruturas em direção a um padrão global. De outro, assim como as instituições financeiras bancárias e não-bancárias reduziram suas diferenças em termos de áreas de atuação competitiva, os maiores grupos empresariais em nível global estariam convergindo para estruturas de ativos não mais separáveis por sua natureza produtiva ou financeira (esta questão será retomada mais adiante).

Os aspectos da globalização financeira aqui delineados suscitam, entre outras, as seguintes questões: sob que formas e em que medida os mercados "reais" (produtos e fatores produtivos) influenciam a dinâmica financeira global e são por ela afetados? A instabilidade dos mercados financeiros e cambial se autocontém (como, aparentemente, na experiência norte-americana de crescimento econômico após o crack da bolsa de Nova York de 1987)? Qual a natureza de tal instabilidade, e o lugar da atividade especulativa, nas finanças globais? Na seção que se segue, tentaremos, após revisitar os temas da especulação e da instabilidade financeira na teoria econômica, esboçar algumas das possíveis respostas a essas questões.

Especulação e instabilidade financeira na teoria econômica

O que é especulação

A definição clássica de especulação, abundantemente citada, vem de Kaldor (1939): a atividade de compra (ou venda) de mercadorias tendo em vista a revenda (ou recompra) em uma data posterior, quando o motivo de tal ação é a antecipação de uma mudança nos preços em vigor e não uma vantagem resultante de seu uso, ou uma transformação ou uma transferência de um mercado a outro. Essa definição permite distinguir analiticamente a especulação da arbitragem, tomando-se esta como a busca de usufruto de oportunidades lucrativas decorrentes de diferenças insustentáveis entre preços vigentes. Especulação e arbitragem dizem respeito a bens (riqueza

existente) ou ativos (direitos de propriedade sobre riquezas existentes ou futuras), com a diferença de que a especulação envolve valores esperados em momentos temporais distintos.

A atividade empresarial abrange a transformação ou transferência física de bens, apresentando também um caráter temporal e a formação de expectativas. Ainda que os bens que integram o portfólio de unidades empresariais possam ser objeto tanto de atividade empresarial quanto de atividade especulativa, a distinção é relevante no que diz respeito à existência de determinantes (motivos e resultados) próprios a cada uma dessas atividades. Como as operações concretas de investimento incorporam simultaneamente cálculos empresariais e especulativos, sua compreensão exige considerar esta dupla dimensão.

Diferenciam-se os ativos instrumentais (itens específicos de portfólio que dão suporte à atividade empresarial de produção de bens e serviços) dos ativos financeiros (direitos de propriedade sobre rendas auferidas por conjuntos de portfólios que compreendem os primeiros) e dos derivativos destes. Sua negociabilidade depende da existência de mercados organizados próprios e sua posse definitiva objetiva auferir os fluxos de rendimentos líquidos esperados do ativo, fluxos cujo valor presente (temporalmente descontado) corresponde ao "valor fundamental" deste (no caso dos derivativos, algum prêmio baseado no risco de preço concernente).

Ativos financeiros, inclusive aqueles que funcionam como instrumentos monetários, envolvem riscos de preço, ou de mercado, e de crédito, ou de inadimplência (default), associados tanto ao portfólio específico que lhes subjaz, quanto à moeda nacional a que se reportam (risco de inflação e/ou câmbio, risco de moratória externa, etc.). No caso dos mercados organizados em que as operações se encerram sem a necessidade de envolvimento de estoques de mercadorias ou ativos financeiros específicos, há os riscos vinculados aos market-makers.

Nas transações dos mercados de ativos pode-se encontrar cinco tipos de atividades: em cada um dos lados das transações, além da aquisição definitiva e da atividade própria aos market-makers (ambas quando se aplicam), pode-se ter a

arbitragem, a cobertura de riscos (hedge) e a especulação. A especulação e o hedge são atividades de natureza oposta: enquanto a primeira objetiva constituir uma posição credora (devedora) em um ativo cujo preço se espera subir (cair), o segundo "zera" posições ou faculta tal possibilidade. Por mais que os mesmos operadores realizem diferentes atividades e que uma mesma operação possa vir a ter seu significado alterado para quem a realiza, a distinção analítica se justifica pela diferença de motivos. A alternativa de identificar como especulação toda atividade voltada para o futuro retira-lhe qualquer significado por estender em demasia o conceito.

Expectativas racionais e mercados financeiros eficientes

A compreensão da dinâmica dos mercados financeiros, ou seja, das decisões dos operadores e de sua interação ao longo do tempo, depende dos "modelos heurísticos" teóricos adotados. Seguindo a agenda proposta por Vercelli (1991) para a comparação entre os modelos heurísticos na teoria econômica, diferentes tratamentos da dinâmica dos mercados financeiros – e dos mercados em geral – decorrerão de divergências de postulados no tocante às posições de equilíbrio e desequilíbrio, à estabilidade ou instabilidade dinâmica no ajustamento ao equilíbrio, à estabilidade ou instabilidade estrutural (parâmetros do modelo), à previsibilidade dos mercados e à racionalidade decisória dos agentes. Modelos heurísticos compreendem postulados coerentes ou compatíveis quanto a estes pontos.

Uma das referências principais para o tratamento dos mercados financeiros corresponde a uma aplicação do modelo heurístico dos novos-clássicos, descrito por Vercelli (1991) a partir dos trabalhos de Robert Lucas. Como se sabe, os novos-clássicos tomam como suposto a operação contínua do mecanismo alocativo walrasiano de equilíbrio geral, agregando-lhe os supostos de formação de expectativas e de racionalidade decisória dos agentes que são necessários a tal operação no tempo; vale dizer, expectativas racionais e homogeneidade de comportamento maximizador de funções-objetivo. "A essência da expectativa racional é encontrar os mecanismos expectacionais que são consistentes com a 'teoria'" (Chick, 1990:182).

O equilíbrio geral walrasiano, isto é, a ausência de excessos de oferta e de demanda, eliminados mediante ajustamentos de preços, corresponde necessariamente a uma situação na qual as decisões estão sendo consideradas ótimas por parte de cada um dos agentes. Em sua versão novo-clássica moderna, "o conceito é aplicado a processos estocásticos, os quais permitem um tipo adicional de dinâmica exógena induzida por choques aleatórios", o que "é compatível com um dado 'equilíbrio' concebido como um processo estocástico estacionário" (Vercelli, 1991:16). Expectativas racionais equivalem a dizer que os agentes fazem o melhor que podem com as informações disponíveis, o que significa a ausência de erros sistemáticos de previsão (ex ante): apenas choques aleatórios imprevisíveis e não-correlacionados serialmente podem impedir a previsão perfeita dos eventos. Na medida em que o equilíbrio geral é "reificado" – ou seja, em que se projetam na realidade as características de equilíbrio das estruturas lógicas e formais (Vercelli, 1991:18) – como única posição teoricamente inteligível, uma vez que os agentes são racionais no sentido descrito, supõe-se que cada um dos agentes apreende o modelo real de funcionamento dos mercados e sabe que os demais também o fazem.

No tocante à dinâmica de ajustamentos em relação a mudanças paramétricas, ou seja, de transição entre distintos equilíbrios estáticos ou processos estocásticos estacionários, é necessário supor estabilidade como propriedade do equilíbrio final e rapidez na convergência em direção a este. Caso contrário, "o comportamento dinâmico em desequilíbrio não mais poderia ser considerado transitório e, mesmo que os equilíbrios fossem estáveis, a estática comparativa faria pouco sentido se a convergência em direção ao equilíbrio, após uma mudança em um ou mais parâmetros, não fosse suficientemente rápida para justificar o suposto de que o sistema estaria suficientemente próximo ao equilíbrio antes que ocorresse outra alteração paramétrica" (Vercelli, 1991:32).

Além disso, não pode haver dependência em relação à trajetória (path-dependence) ou "histerese", senão a dinâmica ao longo do desequilíbrio modifica a própria estrutura dos parâmetros: o *tatönnement* walrasiano eliminava a possibilidade de realização de transações fora do equilíbrio geral

porque, nesse caso, a distribuição de dotações de recursos produtivos entre os agentes e, por conseguinte, o conjunto de possíveis equilíbrios mudaria ao longo do processo. Até mesmo quando não há histerese, mas há multiplicidade de equilíbrios, colocam-se problemas quanto à previsibilidade do destino final na transição entre equilíbrios.

Por sua vez, a instabilidade estrutural é reduzida aos distúrbios originados de fora do modelo e que são respondidos pelos agentes de um modo racional tal que o equilíbrio é sempre restaurado.⁴ Ciclos de negócios monetários (a partir de movimentos erráticos da política monetária) ou reais são associados aos choques exógenos ao sistema.

O atributo de "eficiência" dos mercados financeiros e cambiais se aplica quando "os mercados organizam as informações de modo tal que todos os dados pertinentes para antecipar o futuro são colocados à disposição, sob condições idênticas, para todos os operadores" (Aglietta, 1995:23). O preço formado pelo mercado incorpora instantaneamente todas as informações disponíveis e as expectativas dos operadores. A aplicação do modelo heurístico novo-clássico aos mercados financeiros e cambiais corresponde a incorporar uma hipótese de eficiência dos mercados financeiros ao equilíbrio geral, com concorrência perfeita e expectativas racionais.

Para cada um dos ativos financeiros, o "valor fundamental" subjetivamente atribuído pelos agentes coincide com o valor objetivo, e este é determinado pelos rendimentos líquidos dos ativos instrumentais correspondentes nos mercados de fatores e produtos na situação de equilíbrio geral da economia. No mercado cambial, por sua vez, as taxas de câmbio esperadas coincidem com as efetivas – ressalvados os erros estocásticos –, quer sejam aplicáveis os modelos de "paridade de poder de compra" das moedas e/ou de "paridade de taxas de juros", quer alguma variante do modelo de escolha de portfólio de Tobin como referências teóricas para o ajustamento de taxas de câmbio (Plihon, 1991). De qualquer forma, a estabilidade dinâmica e o caráter relativamente inofensivo da eventual instabilidade estrutural nos mercados reais se refletem automaticamente em atributos semelhantes nos mercados financeiros.⁵

A aplicação do modelo heurístico novo-clássico aos mercados financeiros traz implicações desconcertantes: não existem estratégias de ganho,

sendo impossível a qualquer operador esperar obter um rendimento superior ao do mercado. O mercado é imbatível. Tanto faz a boa gestão de uma empresa quanto o efeito de atividades das manchas solares, visto que os preços acompanham ambos (Aglietta, 1995:24). A especulação e o *hedge* se reportam a possibilidades de erro estocástico, não sendo a primeira decorrente de opiniões subjetivas que tenham base sistemática e sejam divergentes em relação ao mercado (ou seja, a especulação é "irracional").⁶

Além disso, conforme apontado por Grossman & Stiglitz (1980), não existe razão lógica para que os agentes incorram em custos com a obtenção e processamento de informações, já que estes exigiriam um benefício de lucros extraordinários para justificá-los, e fica-se sem saber como é que os preços conseguem refletir os "valores fundamentais".⁷ Aplica-se também o "paradoxo da informação" formulado por Arrow no tocante ao investimento em tecnologia, segundo o qual a avaliação adequada da informação a ser comprada supõe às vezes o próprio domínio da informação. Da mesma forma, nos mercados puramente especulativos em que a aquisição definitiva não se aplica, não existe razão para a existência de comércio (Tirole, 1982) e a própria existência concreta destes mercados é "irracional".

Esses e outros paradoxos em que incorre um modelo heurístico de equilíbrio puro – apontados por Vercelli (1991; 1994) – decorrem da justaposição de um modelo de economia de escambo a uma economia de mercado plenamente desenvolvida, na qual o tempo, a mudança e a moeda são introduzidos de maneira *ad hoc*. Conforme reconhecido por Hahn (1983:cap.1), um dos maiores expoentes da axiomática walrasiana, o modelo "mais desenvolvido" da teoria econômica não tem lugar para a moeda: mesmo que haja um papel de meio de circulação, nenhuma razão pode ser apontada para que uma mercadoria em particular seja constituída em moeda. Nos mercados de ativos, incorporados no escambo com choques aleatórios, não há lugar racional para especulação, visto que diferenças duráveis entre os preços de mercado dos ativos e seus valores fundamentais só podem aparecer como resultado de comportamentos irracionais dos operadores.

Nos anos 80, fizeram sucesso as tentativas formais de compatibilização entre, de um lado,

"bolhas" de afastamento entre preços vigentes e valores fundamentais e, do outro, as hipóteses de eficiência dos mercados e de expectativas racionais, nos modelos de "bolhas racionais" (Flood & Garber, 1980; Blanchard, 1979). Nestes modelos, "os mercados financeiros dão lugar a fenômenos de autovalidação" e "algumas opiniões *a priori* podem se tornar validadas *ex post* pelo jogo das arbitragens financeiras – mesmo sem relação com os *fundamentals* da economia" (Órlean, 1989:46). Por exemplo, na estilização geral oferecida por Bourguinat (1989), para o caso de uma ação negociável:

- expectativas racionais implicam que a taxa esperada de rendimento com a compra do ativo, levando em conta todas as informações disponíveis, seja igual à taxa de juros sem risco, ou seja:

$$(1) \quad E[P_{t+1} | I_t] - P_t + x_t = r \cdot P_t, \text{ onde:}$$

P são os preços no tempo t e $t + 1$

x são os dividendos

r é a taxa de juros sem risco

I é o conjunto de informações disponíveis (supondo-se memória perfeita, ou seja, I_t I_{t+1})

o valor fundamental (f_t) é o valor atual da soma de dividendos esperados:

$$(2) \quad f_t = \sum_{m=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^m} \cdot E[x_{t+m} | I_t], \text{ com}$$

e a solução geral da equação (1) é:

$$(3) \quad P_t = f_t + b_t$$

desde que a condição de eficiência de mercado seja respeitada não apenas quando o preço do ativo equivale ao valor fundamental, mas também quando aumentado por b (uma bolha). Se b é diferente de zero, o "descolamento" entre os preços do ativo e os valores fundamentais calculados pode se elevar ao longo do tempo, ao menos em expectativa, visto que $m < 1$, sem conflito com as hipóteses de eficiência dos mercados (simetria nos acessos a informações e sua expressão nos preços) e de expectativas racionais (o rendimento esperado de um ativo sujeito a uma bolha especulativa é igual ao do ativo que não está sujeito). Os modelos compreendem bolhas puramente determinísticas, puramente estocásticas ou com componentes determinísticos e aleatórios (Cooletaz & Goulaouen, 1989:69).

Tais modelos atraíram atenção por fornecerem uma tentativa de defesa das expectativas racionais e da eficiência dos mercados financeiros diante das inegáveis perturbações observadas nos mercados financeiros e cambiais nos anos 80. A presença das bolhas incorpora afastamentos entre preços de ativos e seus valores fundamentais, por períodos não-curtos e a taxas crescentes, com preços associados positivamente a sua própria taxa de variação e, a cada momento, a expectativas que se auto-realizam (*self-fulfilling*) a despeito dos desvios em relação aos níveis de equilíbrio (Bourguinat, 1989:183; Plihon, 1991).

Contudo, esses modelos se defrontam com restrições formais que reduzem sua aplicação ao mundo real; entre outras: b não pode ser negativo, caso contrário o preço do ativo alcançaria valores negativos; bolhas racionais que explodem não podem se repetir; bolhas não podem existir no caso de ativos que tenham substitutos perfeitos disponíveis em quantidades ilimitadas a um dado preço; etc. (Bourguinat, 1989:183). Particularmente no caso dos mercados cambiais, tais restrições são decisivas: uma bolha de valorização em uma moeda supõe bolhas de desvalorização ($b < 0$) em pelo menos outra; a globalização financeira aumenta a substitubilidade entre moedas; a divergência entre valores fundamentais (digamos, paridades de poder de compra) implica oportunidades de arbitragem entre bens e ativos crescentemente inexploradas (p.184).

A principal deficiência da teoria das bolhas racionais está no fato de que, para além da inclusão dos resultados formais, nada tem a dizer sobre a emergência das bolhas. Também a explosão da bolha é explicada apenas formalmente.⁸ Além disso, os determinantes da bolha (b) são tomados como independentes daqueles do valor fundamental (f) e as bolhas surgem e se dissolvem "de modo imprevisível, já que sua evolução não depende de algum parâmetro ligado aos determinantes fundamentais do preço" (Aglietta, 1995:25). A especulação continua um corpo estranho no mundo das expectativas racionais.⁹

Especulação e instabilidade financeira:

Keynes e depois

Uma alternativa em termos de modelo heurístico ao dos novos-clássicos, pondo ênfase nos desequilíbrios, na instabilidade dinâmica e

estrutural e na racionalidade em condições de incerteza, é também delineada por Vercelli (1991; 1994). O autor busca evidenciar a presença de tal modelo heurístico na Teoria geral de Keynes e em elementos da obra de Schumpeter. Por exemplo:

- a instabilidade estrutural associada por Schumpeter à mudança tecnológica endógena, que altera irreversivelmente os parâmetros do *fluxo circular* de caráter walrasiano;

- a estrutura expositiva dos capítulos 1 a 18 da Teoria geral, indo sucessivamente do mercado de trabalho aos mercados de bens, de capital e monetário, vai detonando as defesas do pleno emprego presentes no modelo clássico mediante observação da multiplicidade de equilíbrios em cada um dos mercados e, simultaneamente, fechando a correspondente indeterminação no mercado subsequente, numa exposição em sentido oposto ao da ordem causal (probabilística). Ao final, a análise permanece indeterminada: "para fechar o modelo, temos de saltar da economia política para a política econômica" (Vercelli, 1991:189);

- o modelo baseado no suposto provisório de salários monetários constantes, desenvolvido ao longo dos capítulos 1 a 18 da Teoria geral, é generalizado com salários nominais e preços flexíveis nos capítulos 19 a 21, ressaltando-se a partir daí a instabilidade estrutural de parâmetros e o papel de políticas econômicas alternativas;

- antes da Teoria geral, a atenção de Keynes "esteve voltada para o comportamento em desequilíbrio e suas implicações (inclusive *path-dependence* ou histerese)" (Vercelli, 1991:33n). "Keynes sublinhou ao longo de toda sua vida a importância crucial da instabilidade financeira numa economia monetária. Em seus trabalhos iniciais, até o *Treatise on money*, a instabilidade financeira fora interpretada como a expressão da instabilidade dinâmica do equilíbrio de pleno emprego. Na Teoria geral a atenção foi deslocada para a instabilidade estrutural das posições de equilíbrio" (Vercelli, 1994:15); e • coerentemente com a instabilidade dinâmica e estrutural, a incerteza (grau de não-confiabilidade nas distribuições de probabilidade formuladas subjetivamente pelos agentes) é considerada e induz a comportamentos racionais heterogêneos e cálculos distintos entre os agentes.¹⁰ A flexibilidade intertemporal propiciada pelas formas mais líquidas de riqueza faz destas uma possibilidade de refúgio

perante a incerteza, um elemento central no modelo de emprego, juros e moeda da Teoria geral.

Neste ponto da agenda do modelo heurístico há uma vasta coleção de contribuições de origens distintas, porém convergentes ou compatíveis com esta abordagem de Keynes e em oposição à racionalidade otimizadora suposta no modelo heurístico convencional. "O ponto mais geral detectado pelos principais críticos da racionalidade otimizadora é que ela só seria de fato racional em circunstâncias muito particulares de informação perfeita, relativa simplicidade de cálculo e confiabilidade das expectativas quanto ao futuro" (Possas, 1995:183). Enquanto o modelo heurístico tradicional abstrai a heterogeneidade dos agentes mediante recurso ao agente representativo otimizador, as diferenças de comportamento e de cálculo são aqui um ponto de partida.¹¹

No tocante aos mercados monetários e de ativos financeiros, bem como à sua interação com o investimento (decisões de compra de bens de capital) e os mercados de ativos instrumentais, a abordagem de Keynes na Teoria geral destaca uma profunda diferenciação nos objetivos e nas características da interação dinâmica entre os agentes. A diversidade de cálculos e a especulação cumprem papel central nos mercados monetários e financeiros.¹²

Numa economia monetária plenamente desenvolvida, os mercados de ativos financeiros separam as decisões de poupança e de investimento e as primeiras dizem respeito ao uso de saldos monetários. Keynes separa analiticamente as decisões de portfólio (formas de manutenção da riqueza) das decisões de aquisição de bens de capital: ambas se voltam para diferentes mercados e preços, envolvem objetos, objetivos e, portanto, determinantes distintos. Cumpre observar que a distinção se aplica mesmo em se tratando de decisões interiorizadas no cálculo de um mesmo agente; por exemplo, quando uma firma está decidindo o que fazer com recursos líquidos próprios.

As decisões de investimento produtivo dependem do contraponto entre o preço de demanda (valor fundamental ou valor descontado de rendimentos líquidos esperados) e preço de oferta dos ativos instrumentais. As decisões de portfólio dizem respeito à opção entre reter riqueza

sob a forma de moeda *vis-à-vis* ativos financeiros ou entre estes próprios.

A demanda especulativa por moeda decorre de avaliações subjetivas quanto à evolução entre os preços presentes e futuros dos ativos financeiros (inversamente a taxas de juros) que possam apontar perdas de capital com a compra presente desses ativos. Os ativos monetários se distinguem dos não-monetários por seu vencimento se dar dentro do horizonte temporal daquele cálculo especulativo. A taxa de juros é determinada no mercado monetário, assumindo os patamares necessários para convencer alguns detentores de moeda para fins especulativos a liberar saldos requisitados pela circulação produtiva, dada a liquidez disponível (a taxa de juros é o prêmio pela renúncia da liquidez por um período determinado). A diversidade de opiniões entre os gerentes de portfólio (quanto aos níveis e a estrutura temporal das taxas de juros futuras) é essencial para a correlação negativa entre retenção especulativa de moeda e as taxas de juros vigentes, pois do contrário coloca-se uma descontinuidade: todos simultaneamente acreditam em alta dos juros e retêm saldos monetários especulativos ou apostam na baixa e adquirem ativos.

No mercado de ativos instrumentais, a taxa de juros entra na determinação de seu preço de demanda e "não há relações diretas importantes entre esses mercados (financeiro e real) a não ser a taxa de juros e as concomitantes condições financeiras" (Davidson, 1977:248).¹³ Os ativos diferem em seus prêmios pela liquidez, ou seja, avaliações subjetivas quanto à possibilidade e custos de sua transformação em liquidez, e tais prêmios dependerão da operação de mercados secundários próprios, bem como do grau de incerteza atinente ao cálculo de seu preço. Entre os vários ativos financeiros, por sua vez, inclui-se o cálculo especulativo quanto à evolução de seus preços relativos. Movimentos gerais na economia que levam a variações generalizadas nos graus de incerteza se refletem, na mesma direção, nos prêmios de liquidez, mas seu impacto será diferenciado por tipo de ativo e por cada agente.¹⁴

No capítulo 12 da Teoria geral, Keynes distinguiu, de um lado, as atividades empresariais – prever o rendimento prospectivo de ativos ao longo de sua vida completa – exercidas nos mercados de ativos instrumentais e nas compras definitivas nos

mercados financeiros e, de outro, as atividades especulativas – prever a psicologia do mercado – exercidas nestes últimos. Estabelece claramente a autonomia relativa dos movimentos nos dois tipos de mercado, na medida em que a especulação, a desvinculação dos agentes com os correspondentes negócios reais, a suscetibilidade em relação aos parâmetros de cálculo (instabilidade estrutural), etc. predominem nos mercados financeiros, manifestando em vários momentos a preocupação com efeitos deletérios destes sobre o investimento produtivo.

Acreditamos – com vários outros autores – que o modelo analítico específico da Teoria geral, apesar de datado historicamente em alguns de seus aspectos, contém ainda um modelo heurístico a servir de guia na compreensão da especulação e da instabilidade financeira nos tempos modernos. Por exemplo:

• Conforme mostrado por Minsky (1986); Chick (1986); Guttman (1994) e muitos outros, a evolução institucional dos sistemas monetários não mais permite tratar a oferta monetária como inelástica, dados os papéis cumpridos pelos bancos centrais enquanto emprestadores-em-última-instância diante da criação de moeda através dos empréstimos bancários. O modelo de determinação das taxas de juros a partir da disputa de liquidez entre suas retenções especulativas e circulatórias tem de ser adaptado às novas circunstâncias, incluindo o papel dos bancos centrais na definição dos níveis de taxas de juros (Costa, 1992). Por outro lado, a formulação keynesiana do papel da especulação na determinação das taxas de juros não depende estritamente de ser estabelecida no confronto entre saldos monetários e aplicação em ativos financeiros: "O ponto concernente à demanda especulativa por moeda é o de que existem momentos nos quais fundos que poderiam em princípio ser emprestados ou aplicados em títulos, de modo a levar a taxa de juros para baixo, não o são, devido a compradores em potencial de títulos temerem perdas de capital e deixarem fundos de fora dos mercados de títulos Pode muito bem ser que a margem especulativa tenha se deslocado daquela entre moeda e títulos para outra coisa.O ponto central a reter é o significado mais amplo da demanda especulativa, independentemente de qualquer mudança na forma que tome a especu-

lação. A demanda especulativa quebrou o elo entre poupança e investimento que se seguia à identificação entre poupança e empréstimos" (Chick, 1983:17).

Por mais elástica que seja a oferta da moeda em relação a suas flutuações de demanda, e dependendo da mediação pelos bancos e da validação a preços básicos cobrados pelos bancos centrais, as taxas de rendimento oferecidas por cada ativo financeiro terão de ser, em termos relativos, suficientemente altas para atrair aplicadores receosos de perdas de capital. A especulação permanece entre ativos financeiros, o que mantém a compra e o preço relativo dos títulos associados aos investimentos produtivos em competição com outras formas especulativas de preservação de riqueza – quer sejam estas ouro, imóveis rurais e urbanos, mercadorias, etc., quer, no atual contexto de instabilidade cambial, sejam ativos líquidos para fins de especulação com taxas de câmbio. Qualquer ativo não-reprodutível que possa realizar ganhos na hora da venda em função de elevação de preço, que tenha este preço fortemente dependente da intensidade da demanda e cuja própria demanda seja alimentada por perspectivas de aumento de preço, pode cumprir o papel (Aglietta, 1995:15-6).

A incerteza e a precariedade dos cálculos expectacionais, os diferentes prêmios de liquidez dos ativos, bem como refúgios improdutivos da riqueza, continuam na ordem do dia.

• Ao realçar a instabilidade dos mercados financeiros em função da precariedade dos métodos convencionais de enfrentamento da incerteza em seu caso, Keynes (1983:111-8) mencionou a "elevação percentual no investimento agregado das ações possuídas por pessoas que não têm conhecimento especial das circunstâncias, reais ou esperadas"; a "influência excessiva e mesmo absurda" das flutuações de curto prazo dos lucros sobre o mercado; as modificações violentas da avaliação convencional em decorrência da "psicologia de massa de grande número de indivíduos ignorantes"; bem como o direcionamento das "energias e habilidades do investidor profissional e do especulador", não "para fazer previsões abalizadas a longo prazo, mas para prever mudanças de curto prazo com certa antecedência em relação ao público geral". Popularizou-se inclusive uma versão de Keynes em que as decisões

de portfólio são familiares e partem de especuladores profissionais, enquanto as firmas compram ativos instrumentais mediante emissão de títulos.

Teria este quadro mudado substancialmente com a predominância de investidores institucionais e outras formas profissionais de gestão de portfólios conjuntos, bem como, principalmente, de grandes unidades empresariais que detêm parcelas substantivas de seus portfólios como ativos não-operacionais, conforme mencionado na primeira seção deste trabalho? Acreditamos que não.

O alvo principal das aquisições de ativos naqueles casos continua não sendo o valor fundamental, a não ser nas fusões e *take-overs* por razões de estratégia concorrencial no âmbito de estruturas de mercado em que operem os grupos empresariais e, de qualquer forma, como parte dos ativos operacionais. O distanciamento, em termos de informação e interesse, em relação ao substrato real de cada ativo específico, assim como a lógica de previsão da psicologia dos mercados, permanecem como características das decisões dos gerentes de portfólio.

Por mais que Nestlé, Parmalat, Mitsubishi, Ford e IBM tenham departamentos financeiros concorrendo entre si na busca de ativos financeiros rentáveis, a lógica da concorrência, da busca de informações e das decisões é distinta neste *locus* em relação àquela de seus enfrentamentos nas estruturas de mercado específicas. Mitsubishi e Ford, assim como Nestlé e Parmalat, têm rotinas e buscas empresariais e se deparam com processos seletivos específicos no tocante a seus ativos operacionais, enquanto – em confronto agora com todos os outros grandes blocos de capital – gerenciam especulativamente seus ativos não-operacionais.¹⁵ A lógica decisória e a interação dinâmica dos agentes continuam diferentes nas órbitas produtiva (inclusive de prestação de serviços de intermediação financeira) e financeira, com fatores de agravamento da instabilidade desta, conforme apontado por Keynes.

O caráter especulativo da aplicação financeira e, por conseguinte, a mutabilidade dos parâmetros dos agentes, assim como a mobilidade intrínseca aos fluxos de pagamento, contrastam com a relativa inércia paramétrica do caso das estruturas produtivas e de mercado. Posições líquidas de oferta

buscam se transformar em posições de demanda ou vice-versa, com frequência e facilidade. Da mesma forma, inovações financeiras não envolvem em geral orçamentos equiparáveis aos das inovações produtivas (Guttman, 1994), mas criam assimetrias de aprendizado (Aglietta, 1995).

Shackle (*apud* Chick, 1990:187) apontou o caráter intrinsecamente instável do equilíbrio monetário-financeiro na Teoria geral: se a taxa de juros "é mantida constante pela existência de dois lados com opiniões opostas quanto a seu movimento futuro imediato (*bulls* e *bears*), um ou outro estará errado" e a frustração de sua opinião provocará mudanças posteriores nos parâmetros e na taxa de juros. Entre t e $t+1$, ofertantes podem se tornar demandantes e vice-versa, mesmo esperando a continuidade do patamar de juros.

Órlean (1989) apresenta um modelo instável de mercado financeiro, que dá origem a bolhas especulativas, tendo como base um processo de contágio mimético e homogeneização de expectativas, algo já ressaltado por Keynes (1983) como fonte de instabilização em seu modelo de determinação de taxas de juros, conforme mencionamos. Órlean propõe dois motivos para a racionalidade do mimetismo, ou seja, para que agentes passem a atribuir um peso crescente ao sinal emitido pelo preço vigente no mercado em relação a sua própria avaliação de informações e do preço fundamental: a queda de confiança em seu próprio cálculo (aumento de incerteza) e o risco de que, mesmo estando o agente seguro de seu cálculo quanto a um valor fundamental divergente do mercado, a possibilidade do desvio por período longo lhe imponha adotar preços vigentes como a referência relevante para efeito de realização de ganhos/perdas de capital.

Quanto ao primeiro motivo, Possas (1995:187) argumenta que em situações de incerteza "sabe-se que ninguém conhece o futuro, não há como estar melhor informado". Por outro lado, a essência desses modelos de mimetismo está em destacar as implicações das mudanças de peso no mercado entre os tipos de operadores (com alteração de classe por estes), os quais se reconhecem como diferentes coletores e processadores de informação: operadores finais copiando *traders* no mercado cambial (Plihon, 1991); fundamentalistas e chartistas ou *noise traders* em mercados bursáteis (Plihon, 1995); *market-makers*, seguradores de

portfólio (com seus programas de compra/venda automática) e *noise traders* (Aglietta, 1995). "Um aumento de intensidade da influência cruzada provoca uma instabilidade da demanda agregada (no mercado) sem relação com a volatilidade natural: é totalmente endógena" (Aglietta, 1995:31).

A instabilidade endógena aos mercados financeiros também continua atual. Pode ser disparada ou acentuada por instabilidade e incerteza quanto aos valores fundamentais originadas em outras instâncias. De qualquer modo, como observou Keynes, os mercados financeiros funcionam como caixas de ressonância que amplificam sinais de outras esferas. Esta hipótese é compatível, por exemplo, com a volatilidade maior dos mercados de ações em relação àquela dos determinantes de seus valores fundamentais, observada na realidade, enquanto a hipótese de eficiência dos mercados não o é (Aglietta, 1995:25), a não ser recorrendo ao estratagema formal *ad hoc* das bolhas racionais. Resta agora examinar se o modelo heurístico de Keynes tem algo a dizer sobre a inter-relação entre essa instável órbita financeira e a dimensão produtiva, particularmente através dos mercados de ativos instrumentais.

- Dado que a especulação afeta as taxas de juros defrontadas pelos ofertantes de títulos associados ao investimento produtivo, traz consequências sobre a economia real. "A especulação pode não fazer mal nenhum, enquanto bolhas numa corrente marítima estável de atividade empresarial. A situação é crítica, porém, quando a atividade empresarial se torna a bolha no redemoinho da especulação", afirmou Keynes na Teoria geral. Como entender modernamente essa assertiva?

No modelo heurístico keynesiano, não se parte da hipótese de equilíbrio geral permanente ou de sua reificação. Da mesma forma, como já observamos, se rejeitarmos a suposição de concorrência perfeita e homogeneidade dos agentes, bem como considerarmos as diferenças das dinâmicas concorrenciais nas estruturas de mercado e nos mercados financeiros, teremos dinâmicas produtiva e financeira não necessariamente convergentes em termos de preços e ritmos de atividade, mesmo que o principal atuante nas duas esferas seja um mesmo conjunto de grandes unidades de capital. A autonomia é relativa por causa da troca de efeitos, mas a retroalimentação é diferente nas duas direções.

Apontou-se a maior instabilidade na órbita financeira em relação à produtiva e a suscetibilidade daquela em relação aos sinais emitidos por esta. É a menor instabilidade, em termos relativos, da órbita produtiva que impede uma interação mais explosiva entre ambas. Não apenas porque seus parâmetros tecnológicos e de mercado são menos voláteis, mas também porque os efeitos da especulação e da instabilidade financeira sobre a dinâmica produtiva não são igualmente rápidos:

- uma rentabilidade auto-sustentada em aplicações improdutivas vai prejudicando apenas paulatinamente as condições de financiamento do investimento produtivo, dependendo, de qualquer forma, também do horizonte (tecnológico e de mercado) de oportunidades deste último. Além disso, tal impacto será sempre específico a setores e a firmas; e

- a instabilidade financeira acentuada vai induzindo as firmas produtivas a recorrer a menor alavancagem externa, o que tende a levar a ritmos de investimento mais baixos, mas, paradoxalmente, também a uma menor vulnerabilidade em relação às crises financeiras.¹⁶ Voltaremos à questão na próxima seção.

A conhecida hipótese da instabilidade financeira de Minsky (1982; 1986; 1991) descreve uma bolha macroeconômica onde as dimensões produtiva e financeira interagem, nesse caso numa mesma direção. Ao longo de um período de prosperidade, o prêmio pela liquidez cai em todo o sistema e crescem a alavancagem das empresas e o investimento na economia. Com o suporte dos credores, as firmas vão pouco a pouco adotando posições financeiras mais agressivas e a posição de seu conjunto vai mudando: de cobertas (*hedge*) para especulativas (que necessitam de rolagem de parcela do serviço da dívida) e destas para Ponzi (necessidades de financiamento além do serviço da dívida, situação que se espera reverter no futuro). O dinamismo econômico vai gerando os fluxos de rendimento que sustentam o crescente endividamento empresarial, com cada vez maior vulnerabilidade de sua estrutura a elevações na taxa de juros e/ou a quedas nos lucros brutos. Círculos viciosos cumulativos na direção oposta se instalam a partir de qualquer pequena virada no ritmo de dinamismo econômico, depois que a fragilização financeira alcança níveis elevados.

Nas versões iniciais, Minsky apresentava um

“processo de acelerador-multiplicador sempre em operação: à medida que aumentava o tempo sem uma longa e profunda depressão, o sistema financeiro evoluía e se tornava frágil, de modo que uma virada normal era amplificada por repercussões financeiras” (Minsky, 1991:162n). A convergência das esferas financeira e produtiva, no caso, amplifica a instabilidade (para cima e para baixo) da economia, mas a mudança de sinal, por sobre a estrutura financeira, continua sendo dada pelo ciclo econômico real, quer seja este identificado a um mecanismo de acelerador-multiplicador ou a alguma não-linearidade com o tempo em seu argumento funcional (p.165). Cabe aqui notar que a grande bolha, usada por Minsky para abordar a grande depressão e a dinâmica econômica dos anos pós-guerra, se aplica a largos períodos cíclicos, visto que sua repetição a prazos curtos suscitaria respostas de redução do grau de exposição das firmas – dada a memória viva dos eventos pelos agentes – e por conseguinte o amortecimento das flutuações do investimento. Para o período recente de instabilidade financeira, parece-nos mais profícuo utilizar o modelo heurístico keynesiano na direção anteriormente esboçada.

Um penúltimo ponto a ser abordado nesta seção diz respeito à securitização, ou seja, à comparação entre uma economia na qual o financiamento do investimento é feito por intermediação dos ativos e passivos dos agentes financeiros (digamos, uma economia creditícia) e outra em que o instrumento é um título negociável diretamente associado ao emprego dos recursos (uma economia securitizada). Nas duas economias, as funções bancárias, com seu sistema de compensação e o banco central, cumprem necessariamente as funções monetárias (Aglietta, 1995). Em termos abstratos:

- numa economia securitizada, os ajustes de ganhos/perdas de capital se refletem diretamente nos preços dos ativos e não através de seus efeitos nas estruturas de ativos e passivos dos intermediários. A volatilidade deixa de ser parcialmente acomodada nas médias dos portfólios destes últimos;

- a liquidez dos títulos, do ponto de vista dos aplicadores, também pode em tese ser obtida no caso de uma economia creditícia na qual os intermediários consigam compatibilizar passivos de curto prazo e créditos de longo prazo, até mesmo inclusive mediante uso de sua elasticidade de

crédito para substituir a carência de compradores de títulos de longo prazo não-negociáveis. Contudo, isto exige fortes salvaguardas do banco central, bem como estabilidade de taxas de juros nominais. A implementação de cláusulas de repactuação periódica de juros nos empréstimos, por sua vez, torna insustentáveis os termos dos créditos para os tomadores; e

- uma economia creditícia, para estar à altura de uma economia securitizada, supõe uma estrutura suficientemente concentrada de intermediários financeiros, bem como relações de proximidade entre estes e os tomadores de empréstimos de longo prazo. Uma economia com bancos fragmentados e/ou com relações *arms-length* com seus clientes não poderia lograr isto. Por sua vez, a volatilidade de preços de ativos que acompanha a securitização pode ser atenuada por relações mais estáveis entre emissores e grandes compradores.

Sobre a securitização recente, pode-se dizer que ampliou a volatilidade de preços de ativos financeiros, ao mesmo tempo que, em termos relativos, cobriu a lacuna deixada pelos sistemas bancários (então fragilizados) enquanto supridores de fundos para aplicações de prazos maiores, facilitando até o deslocamento internacional de capital. Criou espaços para a especulação improdutiva através da titularização direta ou indireta de ativos reais não-instrumentais e de ativos baseados em ativos, embora nestes casos a responsabilidade se divida com a desregulamentação. Por outro lado, não necessariamente terá consequências iguais nos diversos espaços nacionais, na medida em que as relações de proximidade ou distanciamento entre compradores e vendedores de títulos poderão manter parcialmente padrões bancos-indústria anteriores (Aglietta, 1995). Também cumpre observar que o encurtamento relativo de prazos acompanhando o financiamento via securitização não é inteiramente endógeno a esta. A instabilidade econômica global, elevando os prêmios pela liquidez, esteve por detrás da securitização: esta substituiu sistemas bancários incapacitados de lidar com a situação, e sua ausência não necessariamente implicaria disponibilidade de financiamento com prazos maiores.

Finalmente, uma palavra sobre os mercados de derivativos e a teoria econômica. No contexto novo-clássico, em que a especulação é irracional, os derivativos só podem existir por razões de cobertura de risco. Assim, tendem a ser vistos como uma

aproximação aos mercados Arrow-Debreu e, portanto, atenuantes da incerteza perante os estados da natureza.¹⁷

Na perspectiva heurística keynesiana, coloca-se a possibilidade de uma falácia da composição semelhante ao paradoxo da poupança. A busca individual de cobertura de riscos não implica apenas o desvio alocativo contínuo de recursos para mercados que se constituem propensos à especulação, mas também a concentração de riscos em seus *market-makers* e especuladores, podendo gerar ondas de choque em outros mercados vinculados (Bourguinat, 1989; Baer, 1993).

Instabilidade cambial-financeira e dinâmica econômica

Na seção anterior mostrou-se que tratamentos teóricos diferentes da dinâmica dos mercados financeiros geram visões opostas quanto à relação entre a instabilidade cambial-financeira e a dinâmica econômica capitalista.

Numa perspectiva novo-clássica, a dinâmica dos mercados financeiros está atrelada à dinâmica dos mercados reais. Embora possam surgir bolhas especulativas e/ou possam intervir mecanismos de propagação¹⁸ capazes de gerar movimentos relativamente autônomos nos mercados cambiais-financeiros, o movimento real da economia limita a dinâmica da órbita financeira. Esta última não tem autonomia; antes, é um reflexo, direto ou indireto, da dinâmica econômica. Num contexto de estabilidade dinâmica, a instabilidade cambial-financeira só pode ser resultado de choques aleatórios exógenos.

Numa perspectiva keynesiana, a dinâmica cambial-financeira tem autonomia relativa em relação ao comportamento dos mercados de ativos reais. Mecanismos de realimentação na formação de expectativas podem amplificar a instabilidade cambial-financeira e contaminar a dinâmica econômica, com consequências potencialmente graves sobre a órbita produtiva.¹⁹

Em síntese, na primeira visão a dinâmica econômica acaba impondo limites à especulação e à instabilidade cambial-financeira. Na segunda, as finanças ganham autonomia e podem afetar o movimento dinâmico da economia.

Na visão keynesiana, as esferas financeira e produtiva têm relativa autonomia. Existe interdependência, mas não subordinação que permita

demarcar com precisão e *a priori* os impactos da dinâmica financeira sobre a órbita produtiva e vice-versa. A autonomia relativa é reflexo dos determinantes próprios das trajetórias da cada esfera. A forma e a intensidade da retroalimentação dos movimentos nos mercados cambiais-financeiros e nos mercados reais dependerão das características das respectivas trajetórias e do contexto institucional/regulatório em circunstâncias históricas determinadas.

A seguir, teceremos algumas considerações sobre a interação entre as dinâmicas financeira e produtiva nas circunstâncias atuais e sobre os condicionantes dos impactos da instabilidade financeira na dinâmica econômica capitalista nos anos 90.

A dinâmica econômica contemporânea e sua capacidade de conter a instabilidade financeira

Nas últimas três décadas, as transformações na esfera produtiva das economias capitalistas desenvolvidas têm tendido mais a agravar do que a limitar a instabilidade financeira.

Os impulsos dinâmicos associados à generalização do padrão industrial nos países desenvolvidos, sob a hegemonia norte-americana, apresentaram sinais claros de esgotamento, na segunda metade dos anos 60. A atividade industrial nos países desenvolvidos experimentou sucessivas retrações e surtos de recuperação até os primeiros anos da década de 80. A expansão do produto industrial foi vigorosa desde 1983 até o final da década. Houve nova desaceleração a partir de 1990 e fraca recuperação a partir de 1992.

A retomada do crescimento industrial nos anos 80 foi resultado da transformação e revitalização progressivas da indústria de transformação nos países desenvolvidos. A percepção de que o dinamismo industrial está atualmente associado à ação de fatores de mudança estrutural – ou de *destruição criadora* das estruturas existentes, nos termos de Schumpeter –, tem contribuído para difundir o uso da expressão Terceira revolução industrial (ou tecnológica) para descrever esse processo (Coutinho:1992).

No plano da base técnico-produtiva, o principal fator de mudança foram as inovações geradas no complexo eletrônico, que removem alguns importantes obstáculos (saturação de mercados, desaceleração do crescimento da produtividade,

pressões salariais e de preços das matérias-primas), que vinham provocando a progressiva perda de dinamismo da eletromecânica desde o final da década de 60. Revitalizada a partir de dentro pelo complexo eletrônico, a eletromecânica transformou-se no núcleo da retomada do crescimento industrial nos países desenvolvidos nos anos 80 (Laplane, 1992:137-43).

No plano das estruturas de mercado, o principal fator de mudança nos anos 80 foi o efeito instabilizador das ofensivas bem-sucedidas das empresas japonesas para conquistar a liderança em importantes oligopólios mundiais da eletromecânica, depois de terem vencido as barreiras à entrada nesses mercados, nos anos 60 e 70. As reações das empresas rivais e as iniciativas japonesas para consolidar as posições conquistadas instabilizaram os oligopólios, estimulando o ritmo de inovação, a realocação da produção e o estabelecimento de alianças estratégicas.

Os fatores de mudança estrutural que alimentaram a revitalização da atividade industrial – a inovação e o acirramento da rivalidade nos principais oligopólios mundiais – foram também responsáveis pela geração de grandes desequilíbrios nas relações comerciais entre os países capitalistas desenvolvidos, desequilíbrios dificilmente superáveis de modo definitivo por simples investimento direto externo entre estes.

A partir dos anos 80, os diversos graus de sucesso na disputa entre as empresas dos países desenvolvidos pelos novos mercados criados pelo progresso técnico na eletromecânica impulsionaram um processo de diferenciação das estruturas industriais desses países.²⁰ O Japão foi claramente o mais bem sucedido, nos anos 80. As empresas japonesas consolidaram sua liderança no complexo eletrônico e na automobilística e ganharam posições na produção de bens de capital seriados. A ocupação dos mercados dos países rivais (principalmente dos Estados Unidos), através de exportações, gerou mega-superávits comerciais. Os Estados Unidos, o Reino Unido e a França ficaram crescentemente restritos ao bom desempenho na indústria aeroespacial e em outros setores ligados aos programas armamentistas, tornando-se deficitários no comércio de equipamentos eletromecânicos. A Alemanha conseguiu manter saldos comerciais positivos graças à especialização na mecânica sofisticada, na automobilística e nos

instrumentos de precisão. A Itália especializou-se em bens de capital seriados pouco sofisticados e conseguiu gerar saldos favoráveis na eletromecânica como um todo (Laplane, 1992).

Os desequilíbrios comerciais existentes entre os países capitalistas desenvolvidos têm determinantes estruturais associados aos distintos graus de eficiência e sustentabilidade (potencial de inovação, de expansão de renda/emprego e de geração de saldos comerciais favoráveis) das trajetórias seguidas pelas estruturas industriais desses países, no processo de diferenciação. Em outras palavras, os desequilíbrios comerciais resultam do acirramento da rivalidade entre os países industrialmente maduros, num contexto em que as oportunidades para a revitalização da atividade industrial estão setorialmente localizadas e envolvem a instabilização das estruturas existentes, tanto no plano da organização dos mercados quanto no da divisão internacional do trabalho (Laplane, 1992:37-9).

Não parece haver mecanismos que garantam a reversão automática dos desequilíbrios. Ao contrário, a experiência dos anos 80 sugere que as trajetórias das estruturas industriais dos países desenvolvidos têm componentes evolutivos, que tendem a amplificar as assimetrias e os desequilíbrios, em virtude do caráter cumulativo da construção de vantagens setoriais, dos encadeamentos tecnológicos e produtivos intersetoriais e das diferenças intersetoriais no potencial de inovação, de crescimento e de acumulação.

Em síntese, a diferenciação das estruturas produtivas dos países desenvolvidos cria desequilíbrios e tensões que tendem a agravar, mais do que a conter, o potencial de instabilidade cambial-financeira internacional. A emergência contínua de desalinhamentos cambiais suscita oportunidade frequentes de especulação.

O aprofundamento da transnacionalização das empresas japonesas que lideram os setores mais dinâmicos, o *catch up* dos produtores norte-americanos e europeus e a interpenetração entre os capitais das grandes potências poderiam contribuir para a redução gradativa das atuais divergências nas trajetórias nacionais e dos desequilíbrios comerciais. Cabe observar, entretanto, que mesmo num cenário favorável deste tipo na esfera produtiva não desapareceria o potencial de instabilidade associado à existência de uma enorme massa de riqueza financeira líquida, herdada do passado

recente, operando em um mercado global.

O estoque de riqueza financeira acumulada assume dimensões significativas se comparado ao estoque de riqueza produtiva (Guttman, 1994) e aos fluxos de investimento em ativos reais. É uma incógnita se as atuais fronteiras de investimento para o aproveitamento do potencial de inovação existente na indústria, na modernização e expansão dos serviços de telecomunicações e na integração dos mercados periféricos da Ásia, da América Latina e do Leste Europeu (Rohatyn, 1994) oferecem oportunidades relevantes para a imobilização de parte dessa riqueza e para diminuir o potencial de instabilidade.

A instabilidade financeira e seu potencial de afetar a dinâmica econômica

A instabilidade cambial-financeira pode, em princípio, afetar a dinâmica econômica por várias vias: mudanças no custo/disponibilidade de crédito comprometem a sustentabilidade das posições patrimoniais das empresas (Minsky, 1986;1991); variações do câmbio afetam custos, margens de lucro e rentabilidade e fragilizam as posições de mercado; expectativas de instabilidade cambial-financeira contaminam a formação de preços via *mark ups* (Tavares & Belluzzo, 1986); aquisições/fusões com fins especulativos podem desarticular grupos econômicos, enfraquecendo encadeamentos produtivos/tecnológicos importantes para alavancar a competitividade; ativos intangíveis, não passíveis de securitização, podem ter dificuldades para obter financiamento (Aglietta, 1995); a fragilidade financeira dos Estados Nacionais compromete sua capacidade de promover atividades produtivas ou de desenvolvimento tecnológico, bem como de socorrer empresas, setores e regiões.

Em síntese, há impactos potencialmente graves da instabilidade cambial-financeira sobre a atividade produtiva. Mercados financeiros globalizados têm o potencial de fazer com que os impactos da instabilidade extrapolem as fronteiras das economias nacionais, contaminando os fluxos internacionais de comércio, de tecnologia e de investimento.

Entretanto, conforme ressaltam Krugman (1991); Summers (1991) e outros, no período recente, nem as crises financeiras (1987, por exemplo), nem as crises cambiais (1992, por

exemplo) têm provocado crises econômicas duradouras e de dimensões internacionais. Os impactos econômicos têm-se concentrado em países, regiões ou setores localizados, sem processos epidêmicos (sem *contagion crises*, segundo Krugman). Nos anos 80, a despeito da instabilidade cambial-financeira, houve retomada do crescimento industrial nas economias desenvolvidas.

Uma explicação para esse paradoxo pode estar na eficácia das intervenções dos governos dos países desenvolvidos (Summers, 1991; Minsky, 1991). Outros fatores devem ser, entretanto, lembrados.

Os impactos da instabilidade cambial-financeira sobre a esfera produtiva são diferenciados, dependendo da situação das empresas/grupos empresariais. Diversos fatores condicionam a fragilidade das empresas em relação à instabilidade: perfil patrimonial (flexibilidade, capacidade de autofinanciamento, etc.); setores de atuação (indústria, finanças, comércio, etc.); grau de globalização produtiva e financeira; vantagens competitivas acumuladas sobre os rivais; alianças estratégicas; suporte governamental.

Desta forma, a fragilidade das empresas/grupos às crises cambiais-financeiras é diferenciada. Nem todas as empresas, nem todos os setores e países são igualmente vulneráveis. Empresas que atuam em setores com potencial de expansão e de investimento e grupos empresariais diversificados e globalizados produtiva e financeiramente encontram maior espaço de manobra em condições críticas que empresas/grupos atuantes em setores maduros ou pouco internacionalizados.

As empresas/grupos econômicos reagem, com ou sem a colaboração dos governos nacionais, à instabilidade cambial-financeira defendendo as posições de mercado que definem o valor de seus ativos produtivos. As empresas japonesas conseguiram neutralizar os efeitos da valorização do iene na segunda metade dos anos 80, mediante redução de margens de lucros, diferenciação de produtos e realocação da produção para os Estados Unidos e para outros países asiáticos.

A percepção, por parte das empresas, do potencial de instabilidade condiciona as estratégias de expansão. No contexto dos anos 80, o encurtamento do ciclo de vida dos produtos, a

flexibilidade das instalações produtivas, a redução de estoques e a agilidade na gestão tornaram-se requisitos à manutenção da rentabilidade e das posições de mercado. Os investimentos produtivos foram canalizados para os setores/mercados que ofereciam oportunidades de expansão compatíveis com o contexto de instabilidade. Houve, assim, um avanço ao longo das trajetórias tecnológicas que ofereciam melhores oportunidades naquele contexto. Conforme visto anteriormente, essas oportunidades concentravam-se na eletromecânica e, em especial, no complexo eletrônico.

Em resumo, embora a instabilidade financeira contamine a acumulação produtiva, seus impactos são condicionados pelas trajetórias tecnológicas e de mercado e tendem a ser diferenciados por empresas/grupos e países.

Conclusão

As considerações que aqui tecemos sobre a relação entre a instabilidade cambial-financeira e a dinâmica capitalista contemporânea nos levam a concluir com Keynes (1983:173) que: "nosso destino é a situação intermediária, não propriamente desesperada e tampouco satisfatória".

A especulação financeira globalizada e a acumulação produtiva podem avançar com relativa autonomia. A instabilidade resultante da primeira não necessariamente inviabiliza a segunda, ainda que implique efeitos deletérios a longo prazo. Os desequilíbrios resultantes da segunda aumentam o potencial de instabilidade cambial-financeira, mas até o presente esta ameaça tem se manifestado de forma contida. Por outro lado, a existência de um mercado financeiro global, com opções de financiamento com prazos, juros e moedas alternativas e que oferece aos credores liquidez e diluição de riscos, potencializa a especulação, uma vez que as fronteiras de acumulação produtiva existentes parecem não ser capazes de imobilizar a massa de riqueza líquida já acumulada.

Bibliografia

- AGLIETTA, M. *Macroéconomie financière*. Paris: La Découverte (Repères), 1995.
- BAER, M. *Ornamento perdido: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.
- BLANCHARD, O. Speculative bubbles, crashes and rational expectations. *Economics Letters*, Amsterdam, n. 3, 1979.
- BOURGUINAT, H. Les structures dissipatives de la finance global. In: _____; ARTUS, P., orgs. *Théorie économique et crises de*

- marchés financiers*. Paris: Economica, 1989. p.179-203.
- BRAGA, J. C. S. A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 2, p.25-57, ago. 1993.
- CANUTO, O. *Brasil e Coréia do Sul: os (des)caminhos da industrialização tardia*. São Paulo: Nobel, 1994.
- _____. Competition and endogenous technological change: an evolutionary model. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 49, n. 1, p.21-33, jan./mar., 1995.
- CHICK, V. A question of relevance: the *general theory* in Keynes's time and ours. *South African Journal of Economics*, Johannesburg, v.51, n.3, 1983. (Republicado em Chick, 1992:1-29)
- _____. The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest. *Économies et Sociétés*, Série MP, Paris, n.3, 1986. (Republicado em Chick, 1992:193-205)
- _____. Some methodological issues in the theory of speculation. In: MOGGRIDGE, D.E., org. *Perspectives on the history of economic thought*. Aldershot: Edward Elgar, 1990. v.4. (Republicado em Chick, 1992:181-92)
- _____. *On money, method and Keynes: selected essays*. London: Macmillan, 1992; New York: St. Martin's Press, 1992.
- COOLETAY, G.; GOULAOUEN, J-P. Les bulles rationnelles: une synthèse de la littérature. In: BOURGUINAT, H.; ARTUS, P., orgs. *Théorie économique et crises de marchés financiers*. Paris: Economica, 1989. p. 67-101.
- COSTA, F.N. *Ensaio de economia monetária*. São Paulo: Biental, 1992.
- COUTINHO, L. A terceira revolução industrial: grandes tendências de mudança. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 1, ago., p.69-87, ago. 1992.
- DAVIDSON, P. *Money and the real world*. 2. ed., London: Macmillan, 1977.
- DORNBUSCH, R. International financial crises. In: FELDSTEIN, M., org. *The risk of economic crises*. Chicago, Ill.: Univ. of Chicago Press, 1991. p.116-23.
- DOSI, G. Sources, procedures and microeconomic effects of innovation. *Journal of Economic Literature*, Nashville, Tenn., v. 26, n. 3, p.1120-71, sept. 1988.
- FARHI, M. *O mercado de derivativos financeiros*. Campinas:UNICAMP/IE, 1995. mimeo. (Apresentado no Seminário dos Docentes do IE-UNICAMP)
- FLOOD, R.; GARBER, P. Market fundamentals versus price level bubbles: a first test. *Journal of Political Economy*, Chicago, Ill., v. 88, n. 4, ago. 1980.
- FRIEDMAN, M. The case for flexible exchange rates. In: _____ *Essays in positive economics*. Chicago, Ill.: Univ. of Chicago Press, 1953. p. 157-203.
- GROSSMAN, S.J.; STIGLITZ, J.E. On the impossibility of informationally efficient markets. *American Economic Review*, Nashville, Tenn., v. 70, p.393-407, 1980.
- GUTTMAN, R. *How credit-money shapes the economy: the United States in a global system*. New York: M.E. Sharpe, 1994.
- HAHN, F. The general equilibrium theory. In: BELL, D.; KRISTOL, I. *The crisis in economic theory*. New York: Basic Books, 1981.
- _____. *Money and inflation*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1983.
- HEINER, R. The origin of predictable behavior. *American Economic Review*, Nashville, Tenn., v. 73, n.4, p.560-95, sept. 1983.
- HICKS, J. *The crisis in keynesian economics*. Oxford: Blackwell, 1974.
- _____. IS-LM: an explanation. *Journal of Post-Keynesian Economics*, Armonk, NY, v.3, n.2, p.139-54, 1981.
- INGRAO, B.; ISRAEL, G. *The invisible hand*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1990.
- KALDOR, N. Speculation and economic stability. *Review of Economic Studies*, Bristol, Eng., n. 1, 1939.
- KEYNES, J.M. *A teoria geral do emprego, dos juros e da moeda*. São Paulo: Abril Cultural, 1983. (Os Economistas)
- KRUGMAN, P. Financial crises in the international economy. In: FELDSTEIN, M., org. *The risk of economic crises*. Chicago, Ill.: Univ. of Chicago Press, 1991. p. 85-109.
- KURTZMAN, J. *A morte do dinheiro: como a economia eletrônica desestabilizou os mercados e criou o caos financeiro*. São Paulo: Atlas, 1995.
- LAPLANE, M. *O complexo eletrônico na dinâmica industrial dos anos 80*. Campinas:UNICAMP/IE, 1992. (Tese de Doutorado)
- MINSKY, H. *Can "it" happen again? essays on instability and finance*. Armonk, NY: Sharpe, 1982.
- _____. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale Univ. Press, 1986.
- _____. The financial instability hypothesis: a clarification. In: FELDSTEIN, M., org. *The risk of economic crises*. Chicago, Ill.: Univ. of Chicago Press, 1991. p.158-66.
- MIRANDA, J.C.R. Incerteza, antecipação e convenção. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 2, p. 81-95, ago. 1993.
- NELSON, R.; WINTER, S. *An evolutionary theory of economic change*. Cambridge, Mass.: Belknap Press of Harvard Univ. Press, 1982.
- ÓRLEAN, A. Comportements mimétiques et diversité des opinions sur les marchés financiers. In: BOURGUINAT, H.; ARTUS, P., orgs. *Théorie économique et crises de marchés financiers*. Paris: Economica, 1989. p. 45-65.
- PLIHON, D. *Les taux de change*. Paris: La Découverte, 1991. (Repères)
- _____. A ascensão das finanças especulativas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.5, 61-78, dez. 1995.
- POSSAS, S. Notas acerca da racionalidade econômica. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.5, 183-90, dez. 1995.
- ROHATYN, F. World capital: the needs and the risks. *New York Review*, New York, jul. 1994.
- SILVA, A.C.M. *Macroeconomia sem equilíbrio: dois ensaios e um livro-texto*. Campinas: UNICAMP/IE, 1994. (Tese de Doutorado)
- SUMMERS, L. Planning for the next financial crisis. In: FELDSTEIN, M., org. *The risk of financial crises*. Chicago, Ill.: Univ. of Chicago Press, 1991. p. 135-58.
- TAVARES, M.C.; BELLUZZO, L.G.M. Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea. In: REGO, J.M., org. *Inflação inercial, teorias sobre inflação e o plano cruzado*. Rio de Janeiro: Paz e

Terra, 1986.

Ajuste e reestruturação nos países centrais: a modernização conservadora. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 1, p.21-67, ago. 1992.

TIROLE, J. On the possibility of speculation under rational expectations. *Econometrica*, Avon, Eng., v.50, p. 1163-81, 1982.

VERCELLI, A. *Methodological foundations of macroeconomics: Keynes and Lucas*. Cambridge, Mass.: Cambridge Univ. Press, 1991.

Por uma macroeconomia não reducionista: uma perspectiva de longo prazo. *Economia e Sociedade*. Campinas, n. 3, p. 3-19, dez. 1994.

Resumo

O objeto deste artigo é o debate sobre a natureza e os efeitos da especulação e da instabilidade financeira no atual cenário da economia internacional. Depois da revisão de alguns dos traços centrais da globalização financeira, discute-se os enfoques das expectativas racionais e pós-keynesiano sobre a especulação e a estabilidade financeira. Ao final, o artigo esboça alguns dos elos entre as esferas produtiva e financeira no presente contexto da economia em nível mundial.

Palavras-chave:

Globalização financeira; Especulação; Instabilidade financeira.

Abstract

This paper addresses the nature and the effects of speculation and financial instability in the current state of the international economy. After reviewing some core features of the globalisation of finance, the authors discuss the rational-expectations and Post Keynesian approaches to speculation and financial stability. Finally, the article outlines some of the links between productive and financial spheres that can be observed in the current economic scenario at the world level.

Key-words:

Financial globalisation; Speculation; Financial instability.

Notas

¹) Artigo apresentado no Seminário dos Docentes do Instituto de Economia da UNICAMP, Campinas, ago. 1995.

²) Veja-se Baer (1993: cap.2) e Farhi (1995).

³) Segundo estimativas do BIS citadas em Plihon (1995:67), o "valor nocional" dos produtos derivativos multiplicou-se por 13 entre 1986 e 1993. Teria alcançado US\$ 35 trilhões (BIS *apud* Farhi, 1995:3). Contudo, Farhi observa que estes valores se referem aos ativos principais subjacentes, por ser impossível "medir efetivamente o custo real de cada derivativo – margem de garantia e ajustes diários de margens para os mercados futuros em bolsas, prêmios pagos para as opções e juros futuros que podem ser flutuantes para os *swaps*." Kurtzman (1995:120-37) descreve alguns algoritmos teoricamente utilizáveis para tais mensurações de valor de opções. A dificuldade para dimensionar os mercados derivativos justifica ainda mais sua atenção.

⁴) Heiner (1983) e Possas (1995) observam que tal tipo de resposta dos agentes está em conflito com as regularidades observadas no mundo real, visto que implicaria freqüente alteração no movimento econômico. Por outro lado, os novos-clássicos podem arguir que uma estabilidade observada pode decorrer de uma

relativa estabilidade da própria estrutura que define os processos estocásticos estacionários.

⁵) Tratando da dinâmica dos mercados financeiros no período recente, Plihon (1995:73) observa que "as variáveis financeiras (taxas de juros e de câmbio) seguem leis de distribuição estatística que negam a hipótese de lei normal postulada pelos métodos tradicionais.as variáveis financeiras não são estacionárias" e "sua volatilidade (ou variância) tomou-se instável, com tendências explosivas.distribuições estatísticas das cotações de títulos e moedas são heterocedásticas (variância não constante) e leptocúrticas". Por mais que técnicas econométricas possam vir a encontrar estacionaridade a partir de transformação desses dados – o que nem sempre encontra sentido econômico – fica o desconforto de que as expectativas racionais supõem que todos os agentes sejam não só economistas, mas também treinados para ler tais dados!

⁶) Na formulação monetarista tradicional de Friedman, na qual os processos de reajustamento em desequilíbrio – falsos equilíbrios por força de expectativas adaptativas – tomavam tempo enquanto os comportamentos se ajustavam, a especulação (antecipação de tendências) cumpria um papel estabilizador, de aceleração do ajustamento – como na defesa do regime cambial de taxas flexíveis em Friedman (1953). Essa função desaparece no modelo novo-clássico, dado o caráter instantâneo do equilíbrio.

⁷) Assim como o *tatōnnement* rumo ao equilíbrio geral walrasiano supõe o leiloeiro para computar quantidades demandadas e ofertadas e gritar os preços para os agentes tomadores de preço, supõe-se aqui *market-makers* que cumprem papel semelhante quanto às informações. Uma das linhas da literatura autodenominada "novo-keynesiana" consiste em manter o suposto de expectativas racionais e introduzir ineficiência e assimetrias informacionais entre os agentes, configurando-se falhas de coordenação pelos mercados e resultados não-ótimos de equilíbrio, em mercados financeiros, de trabalho ou de produtos, na ausência de leiloeiros.

⁸) Nestes modelos, em geral, a probabilidade de explosão aumenta com a divergência entre preços e valor fundamental e a taxa de rendimento esperada tem que subir cada vez mais como compensação do risco de explosão (Bourguinat, 1989).

⁹) Uma amostra de outras tentativas de conciliar expectativas racionais e crises cambiais pode ser encontrada em Krugman (1991:93-4), como os modelos de ataques especulativos racionais a taxas de câmbio fixas ou *crawling pegs* cuja sustentação pelo governo é avaliada como em última instância inviável pelos agentes racionais bem informados, assim como os modelos em que a credibilidade de metas governamentais é endogenamente testada e os resultados de tais testes provocam descontinuidades para cima ou para baixo. Sobre estes últimos, veja-se também Plihon (1995).

¹⁰) Vercelli (1991:72-9) mostra como a oposição entre incerteza e risco posteriormente a Keynes, tomada como a primeira significando *risco não-segurável* ou *inexistência de distribuições de probabilidade*, além de ser corretamente criticável até pelos economistas do *mainstream*, não condiz com a visão de Keynes. O grau de incerteza diz respeito à confiabilidade da distribuição de probabilidade e "em princípio não está correlacionado com