

**OS MERCADOS FINANCEIROS
NA PERSPECTIVA DE
UM "MAGO DAS FINANÇAS"**

A alquimia das finanças. Lendo a mente do mercado, de *George Soros*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1996, 361 pp.

Marcos Antonio Macedo Cintra

O megainvestidor George Soros tornou-se mundialmente famoso em 1992, quando ganhou US\$ 1 bilhão numa corrida especulativa contra o Banco da Inglaterra, provocando a desvalorização da libra esterlina e sua saída do Mecanismo Cambial Europeu. Neste livro, escrito em 1987, Soros defende que os mercados financeiros operam de acordo com um princípio semelhante ao método científico. Vale dizer: tomar uma decisão de investimento financeiro equivale a formular uma hipótese científica e submetê-la ao teste do mercado. A diferença fundamental é que a hipótese subjacente a uma decisão de investimento tem por fim realizar ganhos

de capital e não estabelecer uma generalização universalmente válida. A partir dessa perspectiva, torna-se possível apreender os mercados financeiros como um laboratório para teste de hipóteses, ainda que não sejam estritamente científicas (p. 24). O investimento financeiro é, então, uma espécie de alquimia — daí o título.

O livro está organizado em cinco partes. Na primeira, o autor desenvolve a teoria da reflexividade e sua aplicação aos mercados de ações e monetários e aos ciclos creditícios e regulatórios. Na segunda parte, apresenta a história econômica e financeira contemporânea (1969-87) com base nas hipóteses esboçadas nos capítulos anteriores. Na terceira e melhor parte, temos um experimento em tempo real, fruto de um diário que o investidor manteve entre agosto de 1985 e novembro de 1986, registrando as hipóteses que fundamentaram suas decisões de investimento, isto é, as hipóteses testadas nesse processo de alquimia financeira. O experimento eviden-

(4) Ibidem.

cia com clareza a forma de gestão de um *portfolio* internacional: rápidas mudanças do mercado de ações de empresas norte-americanas e estrangeiras, bem como índices de futuro de ações (Standard & Poor's 500) para títulos dos governos americano, japonês e europeus, ou ainda para *commodities* (petróleo, ouro) e moedas (dólar, iene, marco alemão, libra etc.), dadas as flutuações nas expectativas sobre a evolução dos preços dos diferentes ativos, denominados em distintas moedas. "Na terça-feira, cobri minhas posições a descoberto nos índices de futuro, no petróleo e nas ações bancárias; também vendi algumas de minhas moedas e títulos de curto prazo. Na quarta-feira, depois de passada a primeira onda de cobertura de venda a descoberto, comecei a cobrir minhas posições vendidas em petróleo. Na quinta-feira, cobri minha posição a descoberto em títulos de futuro. Hoje, vendi a maior parte de minhas moedas" (p. 242). Essas transações em um *portfolio* de ativos plurimonetários são regidas por uma lógica essencialmente especulativa, na medida em que resultam de expectativas de variações das cotações dos títulos ou das moedas.

Na quarta parte, Soros realiza uma avaliação do exercício de alquimia financeira e examina as limitações das ciências sociais. Finalmente, na quinta parte, procura fornecer algumas prescrições para a política econômica, defendendo a constituição de um banco central internacional.

O cerne de sua argumentação é a teoria da reflexividade, ou seja, um esforço para descrever a inter-relação dinâmica dos participantes no processo de tomada de decisões nos mercados financeiros: "Temos uma interação em que a situação e as tendências dos participantes são variáveis dependentes, de modo que uma mudança inicial precipita mudanças adicionais tanto na situação como nas tendências dos participantes. Chamo a essa interação 'reflexividade'" (p. 48).

A partir dessa teoria, faz a crítica ao *mainstream* da ciência econômica, que, a despeito das turbulências ocorridas nos mercados financeiros contemporâneos, continua adotando a hipótese de mercados eficientes: "Nada pode ser mais afastado da realidade do que a hipótese de que os participantes baseiam suas decisões no conhecimento perfeito. As pessoas tentam às apalpadelas antecipar o futuro, com a ajuda de quaisquer indicadores que possam estabelecer. O resultado tende a divergir das expectativas, levando a expectativas e a resulta-

dos que se modificam constantemente. O processo é reflexivo" (p. 51). Discípulo de Popper, o financista adverte as pretensões de donos da verdade dos adeptos do livre-mercado e apresenta a fragilidade dos pressupostos que sustentam as teorias dos mercados livres e competitivos — cujas forças fundamentais moveriam a economia continuamente para o equilíbrio e a estabilidade —, denunciando o caráter reducionista do pensamento econômico dominante.

A explicitação das expectativas sobre o processo de tomada de decisões nos mercados financeiros permite ao autor compreender o modo de funcionamento desses mercados: "o crédito é que importa, não a massa monetária"; "o conceito de equilíbrio geral não tem relevância para o mundo real"; "os mercados financeiros são inerentemente instáveis" (p. 29); "as taxas de câmbio não tendem a nenhum equilíbrio" (p. 83). Ademais, afirma que houve uma transformação na dinâmica dos mercados financeiros contemporâneos: "parece que o ciclo enalhou em 1982" (p. 91) e "o padrão *boom* e baixa tornou-se inadequado à situação corrente. Precisamos de um modelo diferente" (p. 289). Mas, qual?

Soros demonstra como o curso normal do ciclo creditício foi interrompido pela intervenção das autoridades monetárias. É certo que os bancos centrais e os grandes bancos que operam nos mercados monetários institucionalizaram, a partir do segundo pós-guerra, a oferta de linhas de créditos para os setores que cresceram nos movimentos financeiros especulativos. Ou seja, os bancos centrais passaram a sancionar as inovações financeiras, abortando as crises; ao fazê-lo, porém, aumentaram o endividamento geral e/ou a especulação. Gestaram-se, portanto, estruturas financeiras cada vez mais amplas e complexas, sem que houvesse manifestações "clássicas" das crises — vale dizer, uma grande depressão e/ou um colapso financeiro geral. O autor formula, então, a hipótese de que "vivemos num sistema financeiro que tende a se aproximar de um abismo e depois recuar" (p. 288). Trata-se do modelo "ir-para-a-beira-do-abismo", em face da tendência de sobreendividamento dos mercados financeiros e do papel de *lender of last resort* dos bancos centrais.

Nos anos 90, ficou evidente que a dinâmica financeira baseada nos créditos bancários com apoio dos bancos centrais foi substituída, a partir de 1982, pelas "finanças liberalizadas e mundializadas", mobilizadas por meio dos mercados de capitais. No

sistema creditício, o relevante era a manutenção dos fluxos pelos bancos comerciais e centrais, e nos mercados de capitais, a permanente avaliação dos estoques, sendo o ajuste obtido com a variação dos preços dos ativos. Assim, os mercados de capitais tendem a descarregar sobre os agentes privados o risco da inadimplência ou da iliquidez. Essa forma de gestão da riqueza é, portanto, intrinsecamente deflacionária: as tensões de iliquidez ou de inadimplência tendem a ser "solucionadas" pela queda de preços dos instrumentos financeiros. O risco de quebra do sistema financeiro torna-se mais relacionado ao comportamento do preço dos ativos do que a corridas bancárias. Estas foram praticamente eliminadas pela introdução dos seguros de depósitos. É no comportamento e na dinâmica dos mercados de títulos em si que residem os problemas.

A estabilidade dos mercados de títulos depende em grande parte da diversidade de opiniões dos agentes. A crescente concentração dos recursos em fundos de investimento e o desenvolvimento de sistemas de informação tendem a diminuir a diversidade de expectativas, levando ao que se poderia chamar de "risco de convergência" de opiniões, eliminando o pressuposto que daria certa estabilidade ao mercado. Com a convergência de opiniões, os preços podem sofrer bruscas modificações, o que aumenta a possibilidade de crises financeiras quando ocorrem desvalorizações acentuadas no valor dos ativos das instituições. Com a internacionalização dos mercados, essas crises tendem a se propagar entre os diferentes sistemas financeiros e cambiais.

Devemos ressaltar que os bancos centrais estão estendendo suas funções de *lender of last resort* para as instituições que operam nos mercados de capitais, o que possibilitou absorver o *crash* da Bolsa de Valores de Nova York em 1987, o colapso do mercado de *junk bonds* em 1989 e do mercado de bônus em 1994, os surtos imobiliários e bursáteis no Japão e a desvalorização dos "tesobônus" mexicanos no final de 1994. Porém, os bancos centrais não têm poder ativo de reorganizar esses mercados, podendo apenas atuar de forma passiva, como *lender of last resort*, para abortar as crises e protelar a solução dos problemas. Consequentemente, observamos um processo oscilatório de inflação e deflação dos preços dos ativos. Diante da impotência dos bancos centrais, a discussão se circunscreve à abertura dos sistemas de controle de risco das instituições financeiras aos supervisores e à transparência nas transações.

Ademais, a gestão dos estoques de ativos fica submetida a uma grande vulnerabilidade das taxas de juros às expectativas de inflação, a fim de manter um retorno real positivo. A taxa de inflação constitui uma ameaça permanente de desvalorização da massa de riqueza financeira. Isso estabelece um viés deflacionário às políticas macroeconômicas para evitar ataques especulativos contra as moedas. As taxas de juros devem permanecer baixas para possibilitar a digestão dos processos especulativos e de sobreendividamento nos ciclos de negócios cada vez mais curtos. Assim, no sistema de gestão dos estoques de ativos reduz-se enormemente a possibilidade de políticas de crédito discricionárias.

Finalmente, nesse mercado de capitais o financiamento da acumulação produtiva torna-se mais seletivo, amplificando a heterogeneidade: as empresas que não dispõem de uma boa classificação de risco são excluídas ou devem pagar prêmios de risco muito elevados. Por sua vez, o financiamento da inovação tecnológica torna-se mais problemático, em função do maior risco e do menor ciclo de produto. Exacerba-se, portanto, a busca de um rendimento financeiro mínimo de curto prazo. "A instabilidade dos mercados financeiros fornece um poderoso desestímulo à formação de capital fixo em todo o mundo" (p. 239).

Soros antevê com clareza todos esses elementos e suas implicações, porém não consegue articular num modelo lógico a totalidade do padrão de financiamento que estava se delineando no momento da escrita, a despeito de operar os novos mercados e instrumentos. Para articular as transformações na natureza dos novos ciclos financeiros, como esboçado acima, ele precisaria abandonar a hipótese implícita de uma deflação de dívidas e ativos, como ocorreu na crise de 1929, e privilegiar a dinâmica específica dos mercados de capitais. "Uma série de circunstâncias atuais (sistema de taxas de câmbio, déficits orçamentários e mesmo um mercado bursátil altista) até certo ponto semelhantes levaram ao colapso tanto do crédito como do comércio internacional nos anos 30" (p. 174), mas que foi abortado pelo Acordo do Plaza de 1985, que promoveu o *soft landing* do dólar e a redução orquestrada das taxas de juros com o Japão e a Alemanha.

Do nosso ponto de vista, a dinâmica dos mercados financeiros plurimonetários integrados e com elevado grau de alavancagem se caracteriza por uma instabilidade estrutural, permeada por

LIVROS

turbulências altistas e baixistas, que levam a flutuações de perfis mutáveis e a uma tensão permanente entre expansão e estagnação econômica, mas não a grandes depressões e *crashes* financeiros generalizados nos moldes do capitalismo anterior a 1929. Isso não significa que não haverá mais crises financeiras, mas que desapareceu "o velho ciclo do comércio", como afirmou Hicks em *A market theory of money* (Oxford: University Press, 1989).

De qualquer forma, a leitura do livro torna-se obrigatória para aqueles que pretendem compreender o complexo mundo das finanças internacionais, a gestão dos *portfolios dos* investidores institucionais,

além dos interesses privados envolvidos, que começam a sobrepujar os governos nacionais — suas moedas, seus bancos centrais, políticas de desenvolvimento etc. "O problema é que os governos têm muito menos espaço para agir do que em geral para embarcar em políticas anticíclicas. Isso é particularmente verdade em relação aos Estados Unidos, que estão limitados pela necessidade de manter a confiança dos investidores estrangeiros" (p. 239).

Marcos Antonio Macedo Cintra é doutorando em Economia pelo Instituto de Economia da Unicamp e pesquisador do Instituto de Economia do Setor Público da Fundap.