

# Volcker e a solidez da promessa brasileira

O ex-presidente do Fed, que enfrentou a crise da dívida latino-americana, visitará o Brasil, que hoje vê como uma esperança concreta

Getulio Bittencourt  
de Nova York

**P**aul A. Volcker tornou-se uma legenda no mundo financeiro dos EUA e do mundo, como presidente do Federal Reserve Board (Fed, o banco central dos EUA) entre 1979 e 1987. Nesse período, coube a ele negociar a crise financeira internacional iniciada com a moratória unilateral declarada pelo México em 1982, e que transformaria os anos 80 na década perdida para a América Latina — uma crise cujas origens podem ser traçadas até o segundo choque nos preços internacionais do petróleo em 1979.

Como sua carreira começou na década de 1950, Volcker testemunhou tanto o pico do poder econômico dos EUA no pós-guerra, quanto o que parecia ser a sua decadência com as crises do petróleo e a fulminante ascensão econômica do Japão nas décadas de 1970 e 1980, antes da queda do Muro de Berlim e do colapso da opção socialista na ex-União Soviética. O triunfo do capitalismo o encontrou como presidente do conselho do J. D. Wolfensohn & Co., banco de investimentos fundado pelo atual presidente do Banco Mundial (Bird), James Wolfensohn.

O banco de investimentos acaba de ser adquirido pelo Bankers Trust, que convidou Volcker para um posto na diretoria. Seu escritório é o último a manter-se no prédio da Lexington Avenue, o mesmo onde se renegociou toda a dívida externa do Brasil e da América Latina. Foi lá que este homem enorme, de se arreverar mais fala tranquila, concedeu esta entrevista de um hora, para discutir a situação das economias dos EUA e do Brasil, um pouco de história e o valor da força das moedas.

O Real brasileiro, fruto de um plano que ele admira, é um dos temas centrais. Afinal, Volcker desembarca no Brasil nesta quinta-feira para examiná-lo de perto, e fazer uma conferência na quinta à noite para um grupo selecionado de presidentes de empresas brasileiras, a convite de um dos maiores incorporadores imobiliários dos EUA, o Tishman-Speyer, atual controladora do Rockefeller Center em Nova York, que inaugura seu primeiro prédio em São Paulo.

A seguir, a entrevista com Paul Volcker:

**Gazeta Mercantil** - Vamos começar por seu recente comentário a respeito da Bolsa de Valores de Nova York, que deixou muita gente preocupada pelo mundo afora. O senhor realmente acredita que os otimistas com o mercado acionário fizeram longe demais nos EUA?

**Paul Volcker** - O comentário que fiz foi apenas uma observação sobre o que prefiro descrever como perspectiva de longo prazo. Sou agora mais velho que a maioria das pessoas que trabalha no mercado, e fico preocupado com essas pessoas de 35 a 40 anos, que só viram o mercado acionário subir ao longo de toda a sua carreira profissional. Acho que os últimos quinze anos testemunharam o clima mais favorável para investimentos da história dos EUA, sustentado por um período tão longo. O retorno médio das ações tem sido algo em torno de 15% a 16%, muito alto numa perspectiva histórica. E me preocupa que as pessoas comecem a pensar que isso é normal, e que vai continuar assim para sempre. Eu creio que não pode continuar assim para sempre, e as pessoas não devem ter expectativas tão altas.

**GZM** - O senhor, então, se alinha mais com os pessimistas?

**Volcker** - Não, porque o que eu disse não significa que inexistem razões para que os preços das ações nos EUA estejam relativamente altos. Agora, olhando para trás com uma perspectiva histórica, penso que é razoável dizer que esses preços eram relativamente baixos no começo da década de 1980. O preço das ações americanas estava em 1982 basicamente no mesmo nível de vinte anos antes. O que é outra coisa interessante para lembrar: passamos por um período de duas décadas em que o preço das ações não mudou muito, e depois entramos neste grande ajuste atual. Eu apenas acho que você não pode extrapolar a alta atual, indefinidamente, para o futuro.

**GZM** - As extrapolações se baseiam nos indicadores da economia americana, não é?

**Volcker** - Sim, e o pano de fundo da economia americana, como você sabe, tem sido bastante favorável.

Mudamos de ações com preços extraordinariamente baixos, para ações com preços que se pode argumentar altos, refletindo uma mudança profunda na situação inflacionária. Nós tivemos nos EUA um longo período de expansão econômica — estamos tecnicamente agora no sétimo ano consecutivo. Tivemos uma expansão anterior em 1982, e a recessão entre aquela expansão e esta de agora foi muito superficial. Com isso, praticamente tivemos 15 anos de expansão continuada. E o mais notável, historicamente, é que tivemos todo esse crescimento sem que a inflação estivesse alta; de fato, a inflação agora está abaixo do que quando a expansão começou. Há gente inclusive argumentando que a corrente inflação de 2% a 3% é exagerada pelos índices convencionais. Eu pessoalmente gostaria de ver uma taxa de inflação menor, mas é impressionante a ausência de tendência para sua alta após tantos anos de crescimento econômico. Esta é parte da razão pela qual os mercados internacionais estão tão otimistas. Claramente, é também parte da razão pela qual são razoavelmente boas as perspectivas de que a expansão atual seja sustentável.

**GZM** - Então o senhor acredita que a atual expansão é sustentável?

**Volcker** - Sim. A expansão está acontecendo por um prazo longo, mas, o que é muito inusitado, depois de todo esse tempo, não vejo sinais claros de uma reversão rápida.

**GZM** - Alguns presidentes — entre eles o Brasil, Fernando Henrique Cardoso — acreditam que o livre fluxo internacional de capitais é hoje o desafio mais importante para o poder dos governos mundiais. É certamente diferente da situação que o senhor testemunhou como presidente do Fed, porque a velocidade de aceleração muito destoamento, não lhe parece?

**Volcker** - Há algumas

semelhanças e algumas diferenças. Tive um grande problema quando presidi o FED, que está discutido neste livro (é aponta para uma cópia de "Changing Fortunes", seu livro de 1992 com Toyo Giohten, lançado no Brasil há três anos): a crise da dívida da América Latina. O formato era um pouco diferente, porque o financiamento tomou a forma de empréstimos bancários. A maioria esmagadora dos recursos envolvidos tinha essa origem. Mas alguns dos sintomas são os mesmos. Havia diversos tipos de preocupações, como as relacionadas com a crise do petróleo, que se abateu sobre a Venezuela e o México num primeiro momento, e depois espalhou-se pela América Latina quase toda. O estusiasmo, obviamente, tinha ido longe demais. Apesar disso, todo mundo sentia-se confortável, porque novos empréstimos serviam para pagar os empréstimos anteriores, e apoiam os crescimento econômico. Então os déficits de contas correntes se tornaram muito grandes e muito persistentes, até que num dado momento aconteceu a crise. Foi uma crise generalizada pela América Latina, se você se recorda.

**GZM** - Sim. Em seu livro, o senhor nota que apenas Colômbia e Uruguai escaparam, e mesmo assim chamuscados.

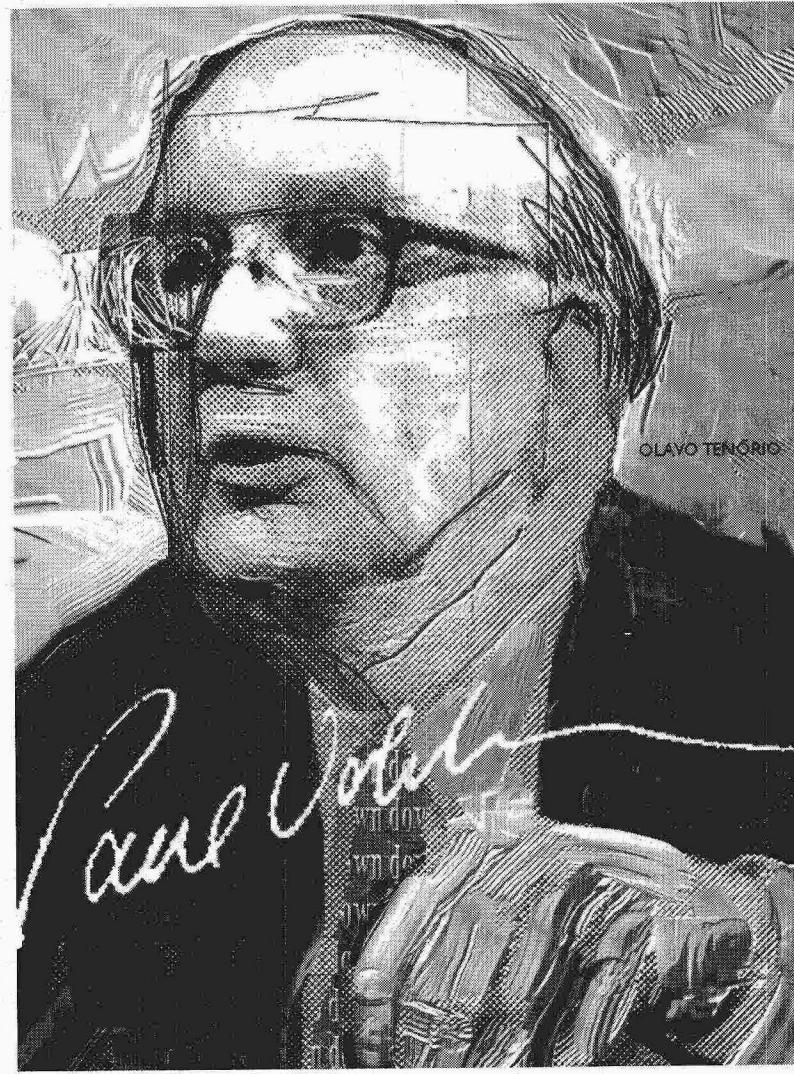
**Volcker** - O que me parece diferente no mercado internacional de capitais hoje é que o dinheiro circula por canais diferentes. Os bancos, devido à experiência anterior, não são emprestadores agressivos — embora isso esteja mudando mais recentemente. Outros canais se desenvolveram domesticamente, nos EUA e na Europa, com a ascensão dos fundos mútuos.

**GZM** - O senhor se refere também a transações com títulos de renda fixa ou variável, como euro-bônus, bônus Yankee e ADR (recibos de depósito americano)?

**Volcker** - Sim. Existe muito mais investimento internacional de portfólio atualmente. O financiamento internacional já não se deve tanto a empréstimos bancários. E o dinheiro do investimento de portfólio pode ser ainda mais volátil que empréstimos bancários. Isso acrescenta um novo ingrediente de volatilidade. Mas eu acho sobretudo que aqui existe uma espécie de dilema para os mercados emergentes e para o mundo em geral.

**GZM** - Qual é o dilema?

**Volcker** - Os mercados têm se impressionado muito com alguns ajustes. O sistema capitalista de mercado prevalece pelo mundo afora, as pes-



soas não têm mais a mesma fé nos controles da propriedade social. Portanto, os fundamentos da política mudaram. E esta mudança está sendo considerada muito construtiva. Mas aí existe algum perigo. Quando os mercados olham para um país e dizem que ele adotou medidas fundamen-

**Acho** mentalmente corretas, e portanto tornou-se um bom lugar para se investir, muito dinheiro vai para lá, o que gera enormes dilemas para a política econômica. O cenário

tende a fortalecer o câmbio da moeda local, pode produzir uma explosão de consumo, os déficits da balança de pagamentos se tornam grandes, pode haver especulação no mercado com muita atividade financeira — como aconteceu mais recentemente na Tailândia. Então alguma coisa acontece, os investidores ficam nervosos, pensam que a alta daquele mercado acabou, e param de colocar dinheiro lá. Quando deixam de investir, isso cria um problema, então eles tiram o dinheiro, e você tem uma crise.

**GZM** - Como é que se opera uma situação dessas?

**Volcker** - Parece-me que parte do problema é que, num país realmente grande como os Estados Unidos, o Japão ou a Europa como um todo, a economia doméstica ainda é maior do que esses fluxos internacionais de recursos. E você pode absorver muitos empréstimos feitos ou tomados, dependendo do lado em que esteja, sem criar problemas de difícil administração doméstica. Mas quando você é um país de escala menor, como a Tailândia, ou ainda menor, então uma quantidade relativamente pequena de dinheiro, em relação ao tamanho dos mercados internacionais de capitais, pode ser grande demais para este ou aquele país em particular.

**GZM** - Onde o senhor coloca o Brasil nessa escala?

**Volcker** - O Brasil, naturalmente, está numa posição mais favorável, porque tem uma economia de maior porte, e por isso está um pouco menos vulnerável às mudanças súbitas — mas ainda é vulnerável, como qualquer país de seu tamanho. O Brasil não tem sido tão agressivo em abrir completamente sua economia como alguns outros países, mas está se movendo nessa direção. Está encaminhando um forte programa de privatização agora, e liberou o comércio exterior. São mudanças construtivas, mas ainda não está tão aberto como alguns outros países. Tenho notado com particular interesse que o Brasil mantém alguns controles, através de taxação, sobre o influxo de capitais de portfólio. Isso pode proteger o país de alguns excessos fortes. Existem dúvidas sobre quão eficientes esses controles podem ser ao longo do tempo, mas suspeito que têm alguma influência para moderar a exposição brasileira a algumas viradas do mercado. O melhor tipo de capital para se receber, claro, é o investimento direto, e este vem crescendo muito rapidamente no Brasil — em parte, mas não inteiramente, devido ao programa de privatização.

**GZM** - Qual é o dilema?

**Volcker** - Os mercados têm se impressionado muito com alguns ajustes. O sistema capitalista de mercado prevalece pelo mundo afora, as pes-

tos, o senhor se interessou por negócios na América Latina e no Brasil?

**Volcker** - Estou num período de transição agora. Acabamos de vender o banco de investimentos J. D. Wolfensohn & Co. para o Bankers Trust. Não estou mais profissionalmente envolvido da mesma forma que antes como presidente do conselho do J. D. Wolfensohn. Sou um diretor do Bankers Trust, mas não administrador mais a companhia. Enquanto fiz isso, me interessei em expandir os negócios na América Latina o quanto possível. Nossa companhia era pequena, como a nossa fatia do negócio, concentrada no campo de fusões e aquisições. Esse é um campo que está se expandindo na América Latina, por causa da privatização, da reestruturação de grupos, da eliminação de restrições à participação do capital estrangeiro. O Brasil não esteve na linha de frente desse processo, mas agora está recuperando o tempo perdido. Como o Brasil é o maior País da região, e tem a maior base industrial, é o que oferece mais oportunidades no meu tipo de negócio.

**GZM** - O senhor faz uma observação um pouco amarga sobre o Brasil, ao recordar a crise da dívida externa da América Latina em seu livro, quando diz que era muito difícil lidar com o ministro da Fazenda do governo Sarney, Dillon Funaro, que declarou a moratória em fevereiro de 1988.

**Volcker** - Ele era particularmente difícil.

**GZM** - Em outra parte do livro, o senhor observa que mais que a capacidade de pagar, importante era a vontade de pagar a dívida entre os governantes. No caso do Brasil, a seu ver, havia incapacidade ou falta de vontade de pagar a dívida?

**Volcker** - O Brasil tem um problema que talvez não seja agudo agora, que é da poupança privada não ser grande o suficiente para cobrir o déficit governamental, um déficit de fato maior do que deveria ser. Esses dois fatores conjugados, se você continuar com déficits de contas correntes, levam a uma exposição externa. Esse setor portanto ainda requer uma palavra de cautela, e requer algum esforço, a despeito do sucesso geral do Plano Real, que merece grande admiração.

**GZM** - Em seu livro, o senhor é bem mais cauteloso a respeito do Brasil, e ressalta mais os progressos do México e do Chile, e a improvável mas firme virada da Argentina. Mas o livro foi escrito no começo desta década, antes do Plano Real. Esta é a sua visão atualizada do País, a de que ainda tem alguns problemas mas está numa situação bem melhor?

**Volcker** - Sim. Eu sempre acreditei, como os brasileiros, que o Brasil tem mais potencial que outros países da América Latina. É uma economia grande, que tem pessoas muito capazes, um senso real de energia, empresários e muitos recursos. Pode não ser tão favoravelmente colocado como no antigo ditado popular ("Deus é brasileiro"), que pode ser um pouco exagerado, mas sem dúvida é a maior e deve ser a economia mais forte da América Latina. Tem também problemas políticos e fraquezas, que têm impedido esse potencial de se realizar. O Brasil teve uma história triste na década de 1980 e no começo desse, mas o Plano Real tem oferecido uma promessa concreta. O País teve vários planos de estabilização antes do Real, e eu acompanhei alguns deles no Fed, mas o atual já está no terceiro ano de vigência e continua efetivo. Não apenas efetivo, como entra agora num estágio muito promissor refletido nas privatizações, que são muito importantes porque ajudam a edificar algumas das reformas, ajudam a torná-las permanentes.

**GZM** - O senhor sempre foi um defensor da moeda forte. Quando presidente do Fed, também me pergunto se poderia ter opinião diferente, porque seu trabalho era defender a moeda contra a inflação.

**Volcker** - Bancos centrais gos-

tam de moedas fortes. "Eles pensaram que a ameaça de não pagar a dívida seria útil na renegociação" — quanto da política. Observado por mim, do lado de fora, o Brasil sempre teve muita gente talentosa. Muitos ministros da Fazenda talentosos, muitos presidentes do Banco Central talentosos. O problema tem sido o de continuidade. No México, você teve muito mais continuidade.

**GZM** - O negociador da dívida mexicana foi praticamente o mesmo durante a década de 1980.

**Volcker** - Mesmo quando as pessoas não eram as mesmas, a direção geral da política econômica mexicana era a mesma. Salinas, Aspe, Guria, De La Madrid, Silva Herzog, qualquer que fosse o nome, ao longo do tempo, havia uma continuidade básica no México.

**GZM** - Em sua carreira mais recente como banqueiro de investimen-

tos, o senhor se interessou por negócios na América Latina e no Brasil?

**Volcker** - Sou um profissional de transição agora. Acabamos de vender o banco de investimentos J. D. Wolfensohn & Co. para o Bankers Trust. Não estou mais profissionalmente envolvido da mesma forma que antes como presidente do conselho do J. D. Wolfensohn. Sou um diretor do Bankers Trust, mas não administrador mais a companhia. Enquanto fiz isso, me interessei em expandir os negócios na América Latina o quanto possível.

**GZM** - O senhor visita o Brasil, neste semana, a convite do importante incorporador imobiliário americano Tishman-Speyer. Qual é a sua expectativa?

**Volcker** - É sintomático que o Brasil atraia, neste momento, o interesse de um dos maiores incorporadores imobiliários dos EUA, que no passado nunca esteve — tanto quanto eu sei — no País e na região. Estou mudando meu escritório pessoal para o Rockefeller Center, que essa firma controla hoje. Eu estive envolvido com o Rockefeller Center e com a sua venda, porque participava do trust da família Rockefeller.

**GZM** - O senhor então testemunhou primeiro a venda do controle do conjunto para os japoneses, e depois de volta para uma empresa americana.

**Volcker** - Digamos que fiquei satisfeito de ver o controle do Rockefeller Center colocado nas mãos de um sócio responsável... Não gostaria de ver o conjunto vendido para algum especulador imobiliário, ou algo parecido.

**GZM** - Quando o senhor presidiu o Federal Reserve Bank, os EUA estavam vivendo um momento de tensão e pessimismo. A impressão que tínhamos na década de 1980 era de que o Japão estava crescendo tão rápido que logo ia ultrapassar os EUA. Agora, isso mudou, porque o Japão mostrou que é composto por seres humanos, que também vive ciclos, e passa há anos por uma recessão. O que aconteceu?

**Volcker** - É interessante que você diga isso, porque penso sobre o assunto frequentemente. Há dez anos, os japoneses pensavam que estavam no topo do mundo, os EUA se sentindo perturbados. Os japoneses pareciam quase arrogantes, me parece que é justo dizer. Agora a situação quase se inverteu. Dezenas de quinze anos atrás, todos os americanos admiravam as realizações industriais dos japoneses: a harmonia, o relacionamento que tinham nas indústrias, entregas pontuais, pleno emprego. Hoje os EUA se mostram capazes de fazer essas coisas.

**GZM** - Quais são os principais temas, a seu ver, para os executivos de bancos centrais no mundo de hoje?

**Volcker** - Este é um período glorioso para os bancos centrais. Nunca antes foram tão importantes, pelo menos aos olhos do público, e nunca fizeram tanta independência. É um período maravilhoso, e talvez isso tenha o lado negativo, comum nos seres humanos, de produzir muita vaidade. Mas acho importante ter um banco central independente. As coisas que devem preocupar os dirigentes de bancos centrais são as mesmas de sempre: as que devem preocupá-los mesmo: uma certa disciplina na impressão do dinheiro e controle da inflação. Voltando ao que falamos no começo, bancos centrais gostam de moedas fortes, embora não se deva exagerar. O desafio que enfrentam é o da volatilidade do dinheiro circulando pelo mundo, que é maior quanto menor seja a economia do país.

**GZM** - Não temos todas as respostas para esse problema. Eu acredito que a criação do Euro é uma boa ideia para a Europa, em parte porque ajuda a reduzir a volatilidade das moedas dentro da Europa. Ainda que não elimine a volatilidade de moedas entre ela e o resto do mundo, será uma importante fonte de problemas a menos.