

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP**

Paulo Roberto da Silva

**Origem e Desenvolvimento do
Sistema Financeiro Internacional:
do Padrão-ouro à Crise de 2008**

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

SÃO PAULO

2010

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PUC-SP

Paulo Roberto da Silva

**Origem e Desenvolvimento do
Sistema Financeiro Internacional:
do Padrão-ouro à Crise de 2008**

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Economia Política, sob a orientação do Professor Doutor Julio Manuel Pires.

SÃO PAULO

2010

Banca Examinadora

*A todos que direta ou indiretamente
contribuíram nesta empreitada.*

*Para Elaine e meus dois filhos
Patrícia e Henry, adoro vocês.*

AGRADECIMENTOS

Um agradecimento especial ao meu orientador, Prof. Dr. Julio Manuel Pires, pela paciência, por estar sempre disposto a contribuir com sugestões, pela dedicação e por acreditar em mim, obrigado.

A Elaine, minha esposa, pelo incentivo, companheirismo e por ser doída como eu.

A minha filha Patrícia, por ter convivido com meus problemas.

Ao meu pequeno filho Henry, por ter me dado mais motivos para continuar.

A todos os professores do Programa em Economia Política da PUC-SP, por contribuírem para meu aprendizado, obrigado a todos.

Aos professores da banca de qualificação, Dr. Márcio e Dr. César, pelas valiosas sugestões e críticas que contribuíram para melhorar esta pesquisa.

A Sônia, secretária do Programa de Economia, por estar sempre pronta a me ajudar, devo muito esta finalização de minha dissertação a você, obrigado.

Aos meus familiares, minha mãe e meus irmãos.

A Deus, por tudo.

RESUMO

Origem e Desenvolvimento do Sistema Financeiro Internacional: do Padrão-ouro à Crise de 2008

Paulo Roberto da Silva

Esta pesquisa tem como objetivo mostrar a evolução do Sistema Financeiro Internacional, como se constitui o ambiente institucional no início do século XXI e como ocorreu a crise sistêmica de 2008. Para mostrarmos a evolução do Sistema Financeiro Internacional, realizamos um levantamento histórico desde o período do padrão-ouro, passando pelo período entre guerras, pelo sistema de regulação de Bretton Woods que criou o BIRD, responsável pela provisão de créditos destinados à retomada de investimentos e o FMI que seria um organismo regulador para auxiliar países em dificuldades em seus balanços de pagamentos. Mostramos que o Sistema de Bretton Woods representou uma tentativa bem-sucedida de regular o Sistema Financeiro Internacional que garantiu a diversos países quase três décadas de crescimento e estabilidade econômica. Com o fim do Sistema de Bretton Woods, as relações monetárias internacionais passaram a não ser mais governadas por regras ou entendimento envolvendo ajustes cambiais ou criação de liquidez internacional, dessa forma, em 1973, todos os países passaram a adotar o regime de câmbio flexível, ponto de partida para uma instabilidade cambial e monetária. Esta dissertação busca analisar como se comportou o Sistema Financeiro Internacional a partir da desregulamentação ocorrida com o fim de Bretton Woods e qual o seu papel na recente crise sistêmica deflagrada em 2008 nos Estados Unidos. Neste interim, mostramos que essa crise trouxe à tona propostas de economistas, governos e instituições multilaterais com o intuito de promoverem reformas amplas que possam regular o Sistema Financeiro Internacional de forma a atenuar as crises.

Palavras-chave: Sistema Financeiro Internacional, desregulamentação, crise financeira, *subprime*, regulação.

ABSTRACT

Origem e Desenvolvimento do Sistema Financeiro Internacional: do Padrão-ouro à Crise de 2008

Paulo Roberto da Silva

This research has as objective to show the evolution of International the Financial System, as the institucional environment of century XXI consists at the beginning and as the sistêmica crisis of 2008 occurred. To show the evolution of International the Financial System, we realized a historical survey since the period of the standard-gold, passing for the period between wars, the system of regulation of Bretton Woods that created the BIRD, responsible for the provision of credits destined to the retaken one of investments and the FMI that would be a regulating organism to assist countries in difficulties in its rockings of payments. We show that the System of Bretton Woods represented a successful attempt of regulating International the System Financial that almost guaranteed the diverse countries three decades of growth and economic stability. With the end of the System of Bretton Woods, international the monetary relations had more passed not to be governed by rules or agreement involving exchange adjustments or creation of international liquidity, of this form in 1973, all the countries had started to adopt the regimen of flexible exchange, starting point for an exchange and monetary instability. This research searches to analyze as if it held International the Financial System from the occurred deregulation with the end of Bretton Woods and which its paper in the recent deflagrated sistêmica crisis in 2008 in the United States. In this meantime, we show that this crisis brought proposals of economists, multilateral governments and institutions with intention to promote reforms ample that can regulate International the System Financial of form to attenuate the crises.

Key-words: International Financial System, deregulation, financial crisis, *subprime*, regulation.

Sumário

Introdução	12
1. Origens do Sistema Monetário Internacional	16
2. Desenvolvimento do Sistema Monetário Internacional	20
2.1. Padrão-ouro	20
2.2. Período entre guerras	25
2.3. O Sistema de Bretton Woods	32
2.3.1. Funcionamento do Sistema	37
2.4. A Institucionalidade Criada em Bretton Woods	41
2.4.1. Fundo Monetário Internacional (FMI)	41
2.4.2. Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD)	45
2.4.3. Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio (GATT)	48
2.5. Problemas do Sistema de Bretton Woods	50
2.6. O Desenvolvimento dos Eurodólares	56
2.7. O Atual Sistema ou “Não-sistema”	68
2.7.1. Os Anos Dourados do Capitalismo	70
2.7.2. Crise do Capitalismo	72
3. Globalização	79
3.1. Globalização Financeira	80

3.2.	Fragilidade Financeira, contribuição de Minsky	83
3.3.	Crises Financeiras, contribuição de Mishkin	87
3.4.	Crises pós-Bretton Woods em Números	91
4.	Crise Sistêmica de 2008	96
4.1.	Origens da Bolha Financeira	98
4.2.	Crescimento do Mercado Imobiliário nos EUA	102
4.3.	Perdas Financeiras	109
4.4.	Medidas de Contenção da Crise	111
5.	À Guisa de um novo Bretton Woods	116
	Considerações Finais	125
	Bibliografia	129

LISTA DE TABELAS

2.1 – Reservas de ouro em poder de bancos centrais e governos, 1913-1935	28
2.2 – Quotas e votos no FMI em novembro de 2009	43
2.3 – Reservas de ouro e dívidas líquidas dos Estados Unidos em relação ao estrangeiro	53
2.4 – Volume dos “excedentes” anuais da OPEP	63
2.5 – Os dez maiores bancos dos Estados Unidos: Percentagem de rendimentos internacionais nos rendimentos totais (1970-1981)	64
2.6 – Os dez maiores bancos do mundo	65
2.7 – Crescimento dos euromercados	67
2.8 – Taxas de inflação nos principais países industrializados, 1973-1980	74
2.9 – Crescimento econômico e inflação nos principais países industrializados. Taxa média de crescimento anual em % para o conjunto dos países do G-7	75
2.10 – Evolução das taxas de juros reais de longo prazo	77
2.11 – O crescimento do desemprego (em %, da população ativa)	77
4.1 – Impacto da crise em instituições financeiras selecionadas	109
4.2 – Estímulo fiscal e suporte ao sistema financeiro em economias selecionadas (% do PIB)	115

LISTA DE QUADROS

3.1 – Etapas das finanças de mercado mundializadas segundo Chesnais: caracterização geral e medidas de maior destaque	83
3.2 – Esquema estilizado das crises financeiras internacionais, 1929-2008	95
4.1 – Principais medidas adotadas por Bancos Centrais selecionados	113
5.1 – Regulação do mercado financeiro brasileiro comparado com algumas medidas reformistas anunciadas pelo governo americano em 2009	123

LISTA DE GRÁFICOS

2.1 – Número de países adotantes do padrão ouro, 1921-37	26
2.2 – Evolução das reservas oficiais do ouro no período de 1945-1970	52
3.1 – Custo fiscal das crises financeiras	93
4.1 – Evolução do índice de Preços dos Imóveis nos EUA de 1997 a 2008	102
4.2 – Emissão total de novas hipotecas e participação das hipotecas <i>subprime</i> (2001-2006)	103
4.3 – Evolução do percentual de hipotecas <i>subprime</i> securitizadas (2001-2006) ...	104
4.4 – Gastos em construção residencial nos EUA (2001-2008)	105
4.5 – Evolução da Meta da Federal Funds Rate	106
4.6 – Venda de imóveis nos EUA (1999-2008)	107
4.7 – Variação dos preços dos imóveis e da inadimplência e execuções de hipotecas do segmento <i>subprime</i> (1998-2008)	108
4.8 – EUA: Evolução do valor de mercado dos bancos comerciais americanos (em US\$ trilhão)	111

Introdução

Este trabalho tem como objetivo mostrar a evolução do Sistema Financeiro Internacional, como se constitui o ambiente institucional no início do século XXI e como ocorreu a crise sistêmica de 2008.

Para mostrarmos a evolução do Sistema Financeiro Internacional, realizaremos um levantamento histórico desde o período do padrão-ouro, passando pelo período entre guerras, pelo Sistema de regulação de Bretton Woods que criou o BIRD, responsável pela provisão de créditos destinados à retomada de investimentos e o FMI que seria um organismo regulador para auxiliar países em dificuldades em seus balanços de pagamentos.

Sob o padrão-ouro, o regime monetário internacional foi o mais estável em termos de taxas de câmbio, a adesão de um país ao sistema implicava converter sua moeda a uma quantidade pré-definida de ouro. Esse regime manteve-se em funcionamento até julho de 1914, quando, então, foi suspenso, em razão da Primeira Guerra Mundial.

O período entre guerras foi considerado um período de “crise do capitalismo”. Entre 1929 a 1938, a produção industrial, o consumo e o emprego tiveram uma queda muito acentuada que teve como consequência uma grande perda econômica, e um rápido empobrecimento sem precedentes.

Devido aos problemas decorrentes da década de 1930 e anteveendo-se outros maiores ao fim da Segunda Guerra, representantes da Inglaterra e Estados Unidos iniciaram negociações para a criação de instrumentos institucionais capazes de gerar uma nova ordem econômica internacional após o conflito. Essas negociações deram

origem à Conferência de Bretton Woods em 1944. Foi acordado nesta Conferência as bases do novo Sistema Monetário e Financeiro Internacional, conhecido como Sistema de Bretton Woods, através de regras comerciais e planos para a reconstrução de países que tiveram suas economias destruídas pela guerra.

O Sistema de Bretton Woods foi a última tentativa de instituir regras gerais sistêmicas de organização do Sistema Financeiro Internacional. Além de criar instituições multilaterais como o FMI e o BIRD que, até hoje, destacam-se em termos globais, estabeleceu um regime cambial relativamente fixo, que permitia uma previsibilidade nas taxas de câmbio e, conseqüentemente, uma estabilidade nos fluxos comerciais e de capitais. Foi estipulado que o dólar seria o padrão monetário, e sua escolha se deveu ao pressuposto de que apenas um país com grande reserva de ouro e com um comércio internacional superavitário poderia converter sua moeda em ouro.

O fim da Segunda Guerra Mundial exigiu dos Estados Unidos, maior potência mundial, a garantia da expansão da liquidez internacional como forma de sustentar o comércio e o crescimento mundial. No primeiro momento, essa liquidez se deu através do Plano Marshall e por gastos militares e, em seguida, pelo surgimento e expansão do euromercado e dos centros financeiros *off-shore*, como resposta às restrições impostas pelo governo americano aos fluxos de capitais em meados da década de 1960. Esses capitais expatriados possibilitaram a constituição de um mercado financeiro internacional à margem da regulação dos países.

Durante a década de 1960, o volume de dólares que circulava no mundo ampliou-se, de modo que a sua paridade com o ouro ficava cada vez mais difícil de ser sustentada, assim começaram a surgir ataques cambiais especulativos, que virão a destruir o sistema de Bretton Woods. Com o fim do sistema, foi adotado o regime de câmbio flexível em 1973, ponto de partida para uma instabilidade cambial e monetária.

As medidas tomadas a partir de 1979 puseram fim ao controle de capitais com o exterior, abriu-se o mercado de bônus da dívida e outros títulos do tesouro americano para o mercado internacional. A mercadorização dos títulos públicos deu início a uma era de juros reais positivos e de flutuações cambiais, aumento do dólar, com intenção de atrair capital. Esse aumento das taxas de juros americanas contribuiu para a ampliação do déficit público, graças ao aumento do custo financeiro, já a valorização do dólar

afetou negativamente a balança comercial, motivo que condicionou aos norte-americanos a partir de 1982, a necessidade de cobrir déficits nas transações correntes, passando da condição de exportador de capital para importador de capital.

Com as vitórias de Ronald Reagan nos Estados Unidos e Margaret Thatcher na Inglaterra, alterou-se a prioridade da política econômica internacional em favor dos liberais. Juntos decidiram que as instituições dominantes seriam os mercados financeiros e que todas as formas de controle de movimentação de capital financeiro deveriam ser suprimidas.

O sistema financeiro internacional atualmente é caracterizado por uma elevada integração entre os mercados financeiros domésticos, englobando tanto países centrais quanto periféricos. Na medida em que esses mercados se apresentam desregulamentados, a livre movimentação dos fluxos financeiros entre as nações constitui um elemento de instabilidade na economia mundial.

Essa dissertação busca analisar como se comportou o Sistema Financeiro Internacional a partir da desregulamentação ocorrida com o fim de Bretton Woods e qual o seu papel na recente crise sistêmica deflagrada em 2008 nos Estados Unidos. Neste interim, mostraremos que essa crise trouxe à tona propostas de economistas, governos e instituições multilaterais com o intuito de promoverem reformas amplas que possam regular o Sistema Financeiro Internacional de forma a atenuar possíveis crises.

Como referencial teórico, partiremos da hipótese sustentada por Minsky que uma economia capitalista moderna se caracteriza por uma estrutura de relações financeiras que a levam a cada tempo, a uma situação de fragilidade ou vulnerabilidade.

Essa dissertação está dividida em 5 capítulos, mais esta introdução e uma conclusão. No capítulo 1, discutiremos a origem do sistema monetário internacional. No capítulo 2, mostraremos o desenvolvimento do Sistema Monetário Internacional, desde o padrão-ouro até o fim de Bretton Woods. O capítulo 3 apresenta uma síntese da globalização financeira, seus determinantes e uma pequena mostra sobre as principais crises ocorridas pós-Bretton Woods, também discutiremos a teoria de Minsky sobre fragilidade financeira e de Mishkin sobre mecanismos de regulação eficientes. No capítulo 4, descreveremos a crise sistêmica de 2008 e seus desdobramentos, como seus

números, seus contágios e medidas anunciadas por governos e instituições multilaterais com o propósito de conter a crise. Finalmente, no capítulo 5, pretendemos mostrar as propostas de reformulação do sistema monetário internacional, a partir de economistas consagrados, governos e instituições multilaterais. Por fim, seguem algumas conclusões.

1. Origens do Sistema Monetário Internacional

A noção de sistema pressupõe a idéia de organização. Um Sistema Monetário Nacional é a organização das relações monetárias de um país que compreendem o modo como os agentes econômicos utilizam a moeda, a referência nominal da moeda e como ela é criada em função de suas necessidades. Essas necessidades correspondem às três funções tradicionais da moeda, a qual é, ao mesmo tempo, meio de troca, unidade de valor e reserva de valor.

A moeda é a mais antiga representação do dinheiro e por isso é considerada a unidade representativa de valor e aceita como instrumento de troca. É parte integrante da sociedade, controla, interage e participa dela, independentemente da nação.

A utilização da moeda como meio de troca permite a especialização e divisão do trabalho, possibilita também a redução do tempo empregado em transações, viabilizada pela aceitação geral da moeda e a eliminação dos inconvenientes da necessidade da dupla coincidência de desejos de troca, como em economias de escambo.

Já a utilização da moeda como unidade de valor garante a criação de uma unidade padrão de medida à qual todas as mercadorias são convertidas. Tal unidade passa, então, a servir como um denominador comum dos valores de todas as mercadorias.

Por fim, a função da moeda como reserva de valor é dada por sua capacidade relativa de guardar riqueza, ou poder de compra, do momento em que é recebida até o momento em que é gasta, tendo por característica a liquidez absoluta. Dessa forma, o possuidor da moeda não precisa gastá-la imediatamente, podendo guardá-la para uso futuro.

Todo país tem como unidade de valor uma moeda e um Sistema Monetário, normalmente controlado por um Banco Central que exerce um poder de regulamentação da quantidade de meio circulante, custo do dinheiro e disponibilidade de crédito do sistema bancário para financiar as diversas transações diárias. Conforme Solomon (1979, p. 19):

“O controle nacional de dinheiro é importante, pois afeta o volume dos negócios, o poder aquisitivo dos consumidores, as operações de empréstimo e crédito e, portanto, a capacidade de expansão da mercadoria. Demasiado meio circulante e crédito desregrado levam a gastos supérfluos e inflação. Meio circulante demasiado escasso e crédito restrito podem levar a um ritmo lento de negócios e à recessão”.

O Banco Central é uma instituição financeira governamental que atua como o “banco dos bancos” e tem como prioridade a estabilidade da moeda e o controle do crédito num país. Cabe a esta instituição, o monopólio da emissão de papel-moeda, a fiscalização e controle dos demais bancos públicos e privados e a responsabilidade de administrar as reservas nacionais em ouro e moedas estrangeiras.

Todas as relações comerciais entre os países ocorre através dos Bancos Centrais e para que isso aconteça há a necessidade de se estabelecer regras gerais a todos os países. Essas regras basicamente são formadas por um conjunto de normas, práticas e instituições que procuram dar condições para que os países mantenham relações comerciais entre si. Solomon conceitua o Sistema Monetário Internacional como:

“... um conjunto de disposições, normas, práticas e instituições sob as quais são feitos ou recebidos pagamentos em transações efetuadas além das fronteiras nacionais. O ‘sistema’ internacional ocupa-se não só do fornecimento de moeda internacional, mas das relações entre as centenas de moedas dos países, do esquema das relações entre os balanços de pagamentos e a maneira pelas quais as transações são ajustadas e liquidadas”. (1979, p. 19)

Assim, a existência de um Sistema Monetário Internacional pressupõe uma interdependência entre os países, ocasionada pela necessidade que todo país tem por produtos estrangeiros. O comércio é essencial para que haja um Sistema Monetário

Internacional, uma vez que é o comércio que gera a necessidade de conversão entre as moedas e por causa dele se faz necessário a escolha de uma delas para atuar como padrão monetário internacional.

O Sistema Monetário Internacional é constituído de normas que visam regular dois aspectos: a conversão de uma moeda a outra e o padrão monetário adotado. A conversão de uma moeda a outra está associada aos padrões de ajuste das taxas de câmbio, já os padrões monetários são definidos, pela natureza dos ativos de reserva.

A oferta de moeda internacional é um estímulo à competição entre os países, todos querem ter sua moeda como unidade de troca internacional, mas para isso é necessário que sua moeda assegure confiança, credibilidade e o mais importante conversibilidade. Ao país emissor da moeda existe a possibilidade de apropriar-se de ganhos de escala, entretanto, ao manter sua moeda com um “preço determinado como referencial, pressupõe-se a subordinação da política monetária interna do país às necessidades da conversibilidade” (Gonçalves et al, 1998, p. 273).

Para Solomon, a estrutura fornecida pelo Sistema Monetário Internacional afetará diretamente a gestão da interdependência econômica entre os países em seus mais diversos aspectos, tais como a relação entre comércio internacional, produção interna, acesso a produtos importados, emprego e renda. Já na produção as condições do Sistema Monetário Internacional influem diretamente nas decisões de investimento. Conforme Solomon (1979, p. 17):

“As decisões quanto a lançar novo produto para venda interna ou no mercado estrangeiro, ou quanto a inaugurar uma fábrica em país estrangeiro, dependem em parte das expectativas quanto a preços, taxas de câmbio, taxas de juros, e a possível imposição de controles sobre exportações ou importações, ou sobre transferências de capitais”.

Portanto, um Sistema eficiente permite, de um lado, que os produtores se especializem em bens nos quais o país tem vantagem comparativa e, de outro, os poupadores devem buscar em outros países oportunidades rentáveis de investimento. Dessa forma, o Sistema Monetário Internacional tem como objetivo “viabilizar a fluidez das relações econômicas entre países, proporcionando a maximização dos ganhos com o

comércio e os benefícios derivados dos movimentos de capital” (Gonçalves et al, 1998, p. 271).

É fato que mudanças monetárias internacionais afetam todos os indivíduos, por exemplo, quando uma nação muda sua taxa de câmbio, está alterando variáveis que atuam sobre a demanda doméstica por produtos e serviços de outros países, afetando as condições de equilíbrio de outras nações, ou seja, todas as contas do Balanço de Pagamentos são influenciadas pela taxa de câmbio, cujas alterações afetam exportações, importações, entradas de capitais estrangeiros, rentabilidades de aplicações no exterior e volume de reservas.

Assim, mudanças no padrão monetário nacional devem ser feitas em função da escolha de seus parceiros comerciais, pois o Sistema Monetário Internacional é constituído pelos países a partir do que Eichengreen denomina como *externalidades em rede*¹.

“... o esquema monetário internacional que um país prefere adotar será influenciado pelos arranjos adotados em outros países. Na medida em que as decisões de um país, em determinado momento, dependam de decisões tomadas por outros países em períodos precedentes, ele será influenciado pela história. O sistema monetário internacional será *função de trajetória*. Assim, um evento casual como a adoção ‘acidental’ do padrão ouro pela Grã-Bretanha no século XVIII pôde colocar o sistema numa trajetória na qual praticamente o mundo inteiro veio a adotar esse mesmo padrão num prazo de 150 anos”. (Eichengreen, 2002, p. 26)

Em razão do exposto por Eichengreen, deduzimos que, em um determinado momento histórico, um sistema monetário em vigor deve ter gerado vantagem em detrimento de outros e por este motivo foi adotado por um conjunto de países, configurando-o como padrão Monetário Internacional. Portanto, o Sistema Monetário Internacional é a associação de sistemas semelhantes que, indiscutivelmente, têm interesses em comum.

¹ O conceito de *externalidades em rede* significa que a adoção de um sistema monetário internacional, por um país, depende da escolha feita pelos demais países, com os quais mantêm transações comerciais e financeiras (Eichengreen, 2002, p. 26).

2. Desenvolvimento do Sistema Monetário Internacional

Conforme discutido por vários autores², é possível afirmar que o Sistema Monetário Internacional historicamente contou com três modelos diferentes para normalizar o padrão monetário internacional e assegurar a conversibilidade entre as moedas. O primeiro sistema foi o padrão-ouro, o segundo, o Sistema de Bretton Woods e, por último, o terceiro caracterizado como “não-sistema”, caracterizado assim por não haver controle e valores a serem honrados. Segundo Gonçalves et al (1998, p. 307): “O ‘não-sistema’, resultando dessa liberdade, permite maior liberdade de atuação aos agentes em distintos países, ao mesmo tempo em que não dá garantias em relação aos preços (sobretudo taxas de câmbio) futuros”.

2.1. Padrão-ouro

O primeiro padrão monetário internacional, o padrão-ouro, surgiu segundo Eichengreen, por acidente na história. Quando Isaac Newton, em 1717, responsável pela casa da moeda da Grã-Bretanha, fixou para a prata um preço em ouro muito baixo, fazendo sumir de circulação grande parte das moedas de prata (Eichengreen, 2002, p. 29). Isso se deve ao fato de a prata estar subvalorizada nas casas da moeda devido, em parte, à continuada produção de ouro no Brasil que era transportado para a Inglaterra para ser cunhada. Efetivamente a Inglaterra adotou o padrão-ouro em 1774, quando “se aboliu o curso forçado das moedas de prata em transações superiores a 25 libras e, em

² Ver entre outros, Williamson (1989), Gonçalves et al (1998) e Eichengreen (2002).

1821, quando o mesmo se deu com relação a transações de pequena monta” (idem, *ibidem*, p. 35).

Por ser parte de um processo gradativo de aceitação de outros países, não é possível determinar com certeza o período inicial do padrão-ouro, motivo pelo qual alguns autores divergem em relação à data inicial. Para Medeiros & Serrano (1999, p. 121), o período do padrão-ouro começou em 1819 e terminou em 1914. Já para Krugman & Obstfeld (2001, p. 548), o padrão-ouro foi estabelecido entre 1870 a 1914. De acordo com Brunhoff (1998, p. 46), o início do padrão-ouro foi em 1880 e o término em 1914. Outros autores como Gonçalves et al (1998, p. 275) preferem dizer que é mais fácil determinar o fim do padrão-ouro que foi em 1914, véspera da Primeira Guerra Mundial. Portanto, em um ponto todos concordam, o fim do padrão-ouro ocorreu em 1914.

O regime monetário internacional sob o padrão-ouro foi, segundo Brunhoff (1998, p. 46), o mais estável em termos de taxas de câmbio. Nesse período, “a libra esterlina podia ser a unidade contábil internacional no ‘mercado mundial’, sem ser um padrão monetário”. A paridade entre a libra, moeda inglesa, e o ouro era estabelecida oficialmente pelo governo Inglês, assim como era estabelecida pelo Estado a paridade das outras principais moedas.

A adesão de um país ao sistema implicava converter sua moeda a uma quantidade pré-definida de ouro. Sabendo-se que o preço do ouro é determinado pelos mercados internacionais, deduz-se que “um padrão-ouro estabelece uma paridade fixa entre cada moeda e o preço do ouro e, portanto, entre as diversas moedas” (Gonçalves et al, 1998, p. 274). Havia uma única margem de variação permitida aos preços oficiais que se originava dos custos de transporte do ouro entre os Bancos Centrais e era chamada de “os pontos do ouro³” (Williamson, 1989, p. 319). Assim, o sistema resultava em taxas de câmbio fixas entre todas as moedas, tendo como única variação permitida estar dentro da margem dos “pontos do ouro”.

³ Em inglês “Gold-Points”. *Gold-points* significa: limites superior e inferior nas taxas de câmbio entre dois países que participam de um sistema de padrão-ouro. Quando esses limites ou pontos eram atingidos, tornava-se mais rentável transferir o ouro do que comprar divisas estrangeiras.

A adesão de uma série de países ao padrão-ouro, na década de 1870, ocorreu devido, principalmente, à Revolução Industrial com a criação da máquina a vapor que tornara a Grã-Bretanha, que já era uma potência comercial e único país que já adotara o padrão-ouro, à condição de mais importante potência econômica do mundo e no principal prestador externo. “Isso encorajou outros países que pretendiam manter relações comerciais com a Grã-Bretanha e dela importar capitais a seguir seu exemplo” (Eichengreen, 2002, p. 42). Seguindo as “externalidades em rede” positivas da Grã-Bretanha, a Alemanha, segunda maior potência industrial da Europa, adotou o padrão-ouro em 1871, estimulando ainda mais a corrida para a mudança do padrão monetário.

“A transformação foi veloz, conforme seria previsto pelo modelo de externalidades em rede. Dinamarca, Holanda, Noruega, Suécia e os países da União Monetária Latina foram os primeiros a aderir ao padrão ouro. Eram todos países próximos da Alemanha; todos mantinham relações comerciais com os alemães e a decisão da Alemanha afetava sensivelmente o próprio interesse econômico de cada país nesse grupo”. (Eichengreen, 2002, p. 43)

Aos poucos, outras nações seguiram no mesmo caminho, a tal ponto que, entre meados do séc. XIX até a Primeira Guerra Mundial, o Sistema Monetário Internacional era regido pelo padrão-ouro. Como norma, o valor da moeda de cada país era determinado em termos de ouro e sua oferta pelos estoques físicos de ouro. Neste padrão, a configuração da base monetária era determinada da seguinte forma: pelo preço do ouro, em relação à moeda nacional; pela quantidade de ouro estocada no sistema monetário; e pelo controle da quantidade de moeda em circulação em função do estoque de ouro. Dessa forma, somente um aumento no estoque de ouro aumentaria a base monetária e, por sua vez, só por dois motivos: superávit no balanço de pagamentos e aquisição de ouro no sistema interno. “Dado que as autoridades monetárias em cada país estavam sujeitas às mesmas limitações, um dos resultados desse sistema foi uma harmonização efetiva das políticas monetárias” (Gonçalves et al, 1998, p. 275).

Seguindo o modelo clássico do padrão-ouro descrito por David Hume em 1752, o funcionamento do sistema presumia que fossem satisfeitas as seguintes condições:

“... que a economia opere em condições de concorrência perfeita, com preços e salários totalmente flexíveis, pleno emprego de fatores de produção, com a

demanda por moeda sendo total ou predominantemente para fins de transação e a oferta de moeda em função do estoque de ouro”. (Gonçalves et al, 1998, p. 276)

O sistema também presumia a livre movimentação internacional do ouro, com a finalidade de saldar compromissos externos. Essa situação de equilíbrio do balanço de pagamentos foi descrita pelo *modelo de fluxo de moedas metálicas*, identificado por David Hume, no século XVIII, da seguinte forma:

“Hume considerava um mundo no qual circulavam apenas moedas de ouro e onde o papel dos bancos era desprezível. Toda vez que uma mercadoria era exportada, o exportador recebia um pagamento em ouro, que ele levava à casa da moeda para ser cunhado. Toda vez que um importador adquiria mercadorias do exterior, ele fazia o pagamento exportando ouro (...). No caso de um país com um déficit comercial, o segundo conjunto de transações superava o primeiro. Esse país sofria uma perda de ouro, o que desencadeava uma cadeia de eventos autocorretivos. Com menos dinheiro (moedas de ouro) circulando internamente, o país deficitário registrava uma queda nos preços. Com mais dinheiro (moedas de ouro) circulando no exterior, os preços registravam uma elevação no país superavitário. Dessa forma, o fluxo de espécie produzia uma alteração nos preços relativos (daí o nome ‘modelo de fluxo de moedas metálicas’) (...). Com o encarecimento das importações, os residentes no país reduziram suas compras de produtos importados. Por outro lado, os estrangeiros, para quem produtos importados teriam ficado mais baratos, tenderiam a comprar maiores quantidades de produtos importados. Haveria um crescimento nas exportações do país deficitário, e suas importações cairiam, até a eliminação do desequilíbrio comercial”. (Eichengreen, 2002, p. 51)

Nota-se com a exposição de Hume o nascimento de um dos primeiros modelos de equilíbrio geral na teoria econômica, “tratava-se de uma descrição enxuta do *mecanismo de ajuste* do balanço de pagamentos de meados do século XVIII” (Eichengreen, 2002, p. 51).

Em resumo, as regras do padrão-ouro determinavam obrigações de ajustamento e ofereciam um mecanismo para tal. A perda de reserva (ouro) significava uma obrigação de contrair a oferta monetária, já um ganho de ouro conduzia a uma obrigação de expandir a oferta monetária. “... o funcionamento do padrão-ouro foi

idealizado como uma época áurea nas relações monetárias internacionais (...). O ouro serviu de base monetária mundial cuja redistribuição pelos países faria com que alguns se expandissem e outros se contraíssem sem impor qualquer pressão líquida em termos de inflação ou deflação mundial” (Williamson, 1989, p. 319). Entretanto, o sistema não era tão perfeito assim. Triffin observou que “o sistema funcionava relativamente bem para os países centrais só porque eles eram capazes de exportar grande parte do ônus do ajustamento, induzindo variações em seus termos de troca, para os produtores primários da periferia” (Williamson, 1989, p. 319). Neste tema, Eichengreen afirma que “o padrão ouro nunca tinha se estabelecido solidamente fora dos países industrializados, fato atribuído à inexistência das instituições necessárias” (Eichengreen, 2002, p. 79).

No período compreendido entre 1870 a 1890, havia uma predominância de Londres como centro de intermediação financeira. O sistema financeiro inglês solidificava-se com o desenvolvimento dos bancos de depósitos, o que assegurava a Londres o importante papel de prestador do mundo. Conforme De Cecco *apud* Belluzzo (1999, p. 93), “a Inglaterra possuía, então, todos os requisitos para o exercício desta função de ‘financiadora do mundo’: a moeda nacional, a libra, era reputada e mais sólida entre todas e, por isso, mantinha uma sobranceira liderança, enquanto intermediária nas transações mercantis e como instrumento de denominação e liquidação de contratos financeiros”. Entre 1880 a 1914, a Inglaterra passou a financiar os países da periferia, os quais precisavam, constantemente, solicitar empréstimos com o propósito de garantir a conversibilidade de suas moedas, devido, principalmente, a déficits no Balanço de Pagamentos associados a perdas nas relações de trocas e as flutuações temporais no nível de atividades nos grandes centros.

O regime do padrão-ouro manteve-se em funcionamento até julho de 1914, quando, então, foi suspenso, em razão da Primeira Guerra Mundial, que teve como implicação o surgimento de altas taxas de inflação e a desagregação de economias em vários países, como veremos no próximo item.

2.2. Período entre guerras

No decorrer da Primeira Guerra Mundial, muitos países suspenderam a conversibilidade de moedas em ouro, exceto os Estados Unidos. Nesse período, as transações comerciais eram feitas por meio de trocas em termos de papel moeda com base em taxas flutuantes.

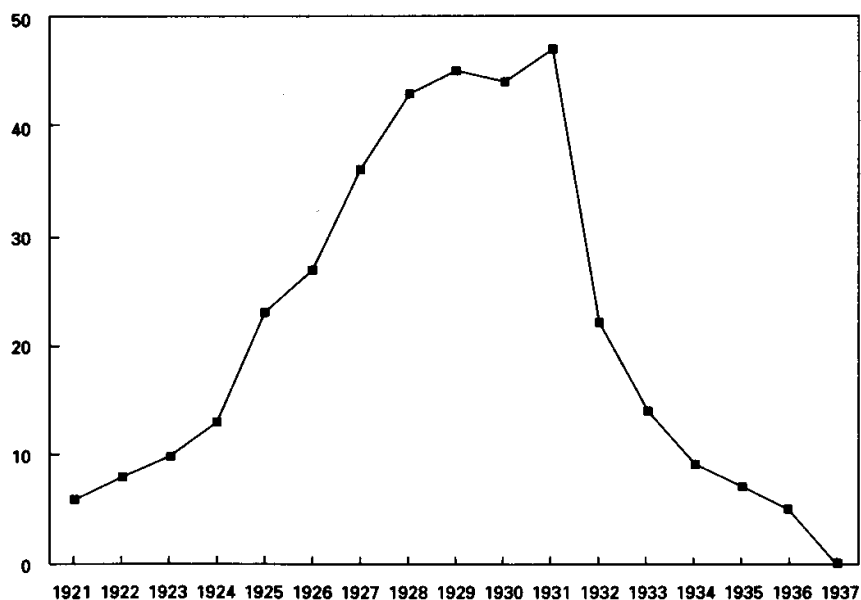
Diante do conflito, os Estados Unidos adotaram uma política de neutralidade como estabelecia sua legislação, a qual não permitia ao país entrar em confrontos fora do continente. Devido a isso, o presidente Wilson manteve, nos primeiros meses da guerra, relações comerciais com todos os países em conflito. Era o sentimento da maioria da sociedade e em parte da elite americana ser possível aos Estados Unidos manter-se distante dos conflitos europeus. Porém, as exportações americanas diretas para a Alemanha e Áustria começaram a minevar, principalmente depois do bloqueio naval imposto pelos governos francês e inglês a esses países. Essa decisão fez as exportações americanas caírem de “US\$ 170 milhões, em 1914, para pouco mais de um milhão, em 1916, embora as exportações para os Aliados tenham aumentado de quase US\$ 825 milhões para mais de três bilhões, no mesmo período” (Teixeira, 1999, p. 173).

Com o decorrer da guerra, a marinha alemã incluiu em seus ataques, navios de países neutros, resultando na morte de civis americanos, provocando reações em favor do rompimento de relações diplomáticas com a Alemanha, o que aconteceu em 1917.

Durante a guerra, o mundo presenciou na maioria dos países um processo inflacionário que tinha como causa/efeito a escassez relativa de estoques de ouro. Segundo Williamson, havia um obstáculo para o ressurgimento do padrão-ouro nos moldes anteriores da Primeira Guerra: “a falta de ouro causada pela inflação dos tempos de guerra, dada a determinação dos Estados Unidos e do Reino Unido de manter e restaurar, respectivamente, suas paridades com o ouro de antes da guerra” (Williamson, 1989, p. 320). Para superar essa escassez de ouro, o Comitê Financeiro da Conferência de Genebra, de 1922, recomendou a adoção mundial do padrão-ouro (Gonçalves et al, 1998, p. 278).

A Conferência de Genebra procurou sanar o problema da escassez de ouro, estimulando todos os países a restringir a sua quantidade no mercado interno e, aos países com pouca projeção mundial, recomendou que mantivessem suas reservas sob a forma de moedas conversíveis em ouro. Esse sistema ficou conhecido como padrão câmbio-ouro, e tinha como principal característica a aceitação tanto do ouro, quanto das moedas conversíveis em ouro como reservas internacionais (Williamson, 1989, p. 320).

Gráfico 2.1: Número de países adotantes do padrão ouro, 1921-37



Fonte: Eichengreen, 2002, p. 78.

Em busca da estabilidade obtida anteriormente à Primeira Guerra, aproximadamente 50 países retornaram ao padrão ouro no período entre as duas guerras mundiais. A Inglaterra, maior potência econômica até então, retornou ao padrão-ouro em 1925, já, em 1931, sofria com desequilíbrios externos, perdendo muito ouro, com conseqüências sobre a liquidez e diminuição no ritmo de atividades internas. Essa perda de dinamismo econômico resultou no afastamento da Inglaterra do padrão-ouro e na desvalorização de sua moeda, a libra esterlina. Essa medida foi adotada aos poucos por outros países, os Estados Unidos, por sua vez, permaneceram no sistema até 1933.

Outros países de peso como a Alemanha e a Itália continuaram com o padrão-ouro, porém impuseram medidas de controle sobre os capitais. A França, Holanda, Bélgica, Suíça e Polônia permaneceram no sistema até 1936 (Gonçalves et al, 1998, p. 278).

No entanto, o retorno ao sistema efetuou-se de maneira desordenada, as paridades estabelecidas encontravam-se fora da realidade, algumas, como a libra, estavam supervalorizadas, enquanto outras achavam-se desvalorizadas. No início de 1925, a libra já estava sendo cotada próxima à paridade de antes da guerra. Mas a relação entre os preços internos e externos da Grã-Bretanha ainda não tinha sido restaurada. Dessa forma a valorização no câmbio, sem um ajuste nos preços tornou os produtos britânicos muito caros, gerando dificuldades aos exportadores.

“A *supervalorização* da libra fez cair a demanda por produtos britânicos, agravando o desemprego. Isso provocou uma drenagem de ouro do Banco da Inglaterra, obrigando-o a elevar as taxas de juro mesmo à custa de provocar uma depressão da economia. O crescimento lento e o desemprego da ordem de dois dígitos que penalizaram a economia britânica no restante da década são comumente atribuídos à decisão de restaurar a paridade do período anterior à guerra”. (Eichengreen, 2002, p. 92)

Tabela 2.1: Reservas de ouro em poder de bancos centrais e governos, 1913-1935
(porcentagem do total)

País	1913	1918	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
Estados Unidos	26,6	39,0	44,4	45,7	44,4	44,3	41,6	37,4	37,8	38,7	35,9	34,0	33,6	37,8	45,1
Inglaterra	3,4	7,7	8,6	8,3	7,8	7,9	7,7	7,5	6,9	6,6	5,2	4,9	7,8	7,3	7,3
França	14,0	9,8	8,2	7,9	7,9	7,7	10,0	12,5	15,8	19,2	23,9	27,3	25,3	25,0	19,6
Alemanha	5,7	7,9	1,3	2,0	3,2	4,7	4,7	6,5	5,3	4,8	2,1	1,6	0,8	0,1	0,1
Argentina	5,3	4,5	5,4	4,9	5,0	4,9	5,5	6,0	4,2	3,8	2,2	2,1	2,0	1,9	2,0
Austrália	0,5	1,5	1,5	1,5	1,8	1,2	1,1	1,1	0,9	0,7	0,5	0,4	a	a	a
Bélgica	1,0	0,7	0,6	0,6	0,6	0,9	1,0	1,3	1,6	1,7	3,1	3,0	3,2	2,7	2,7
Brasil	1,9	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	1,1	1,5	1,5	0,1	n.d.	n.d.	0,1 ^b	0,1 ^b	0,1
Canadá	2,4	1,9	1,5	1,7	1,7	1,7	1,6	1,1	0,8	1,0	0,7	0,7	0,6	0,6	0,8
Índia	2,5	0,9	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4	1,4	1,3	1,2
Itália	5,5	3,0	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	3,1	2,4	1,6
Japão	1,3	3,3	7,0	6,5	6,4	6,1	5,7	5,4	5,3	3,8	2,1	1,8	1,8	1,8	1,9
Holanda	1,2	4,2	2,7	2,3	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	3,2	3,5	3,1	2,6	2,0
Rússia-URSS	16,2	-	0,5	0,8	1,0	0,9	1,0	0,9	1,4	2,3	2,9	3,1	3,5	3,4	3,7
Espanha	1,9	6,3	5,6	5,5	5,5	5,4	5,2	4,9	4,8	4,3	3,8	3,6	3,6	3,4	3,3
Suíça	0,7	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	4,0	4,0	3,2	2,9	2,0
Demais países	9,9	7,8	7,1	6,9	7,4	7,3	7,4	7,3	7,0	6,3	6,4	6,0	6,9	6,7	6,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Eichengreen, 2002, p. 98. ^a Menos de 0,05 de 1%; ^b Bolívia, Brasil, Equador e Guatemala.

O período compreendido entre a Primeira e a Segunda Guerra Mundial foi marcado pela incapacidade dos países, principalmente a Grã-Bretanha, de se restaurar a ordem econômica internacional nos mesmos moldes de antes da Primeira Guerra.

“Não era mais possível contar com nenhum dos fatores que haviam dado sustentação ao padrão ouro no período anterior à guerra (...). Em consequência, o padrão ouro no período entre as guerras, ressuscitado na segunda metade da década de 20, compartilhava poucos dos méritos do funcionamento do sistema antes da guerra. Com a perda da tradicional flexibilidade nos mercados de trabalho e de *commodities*, o novo sistema não era capaz de absorver impactos com facilidade. Uma vez que os governos não tinham como se defender das pressões que reivindicavam estímulos ao crescimento e emprego, o novo regime não tinha credibilidade. Quando o sistema era perturbado, o capital financeiro, que no passado fluía em direções estabilizadoras, agora empreendia fugas, transformando uma perturbação limitada numa crise econômica e política. A queda na atividade econômica de 1929, que se transformou na Grande Depressão, foi exatamente um reflexo desse processo. E ele terminou por vitimar também o próprio padrão ouro”. (Eichengreen, 2002, p. 76)

Além disso, no período entre as guerras, os Estados Unidos assumiram a liderança como potência mundial e principal centro comercial e financeiro do mundo. Esse período foi marcado por desvalorizações cambiais, com freqüentes quedas no comércio internacional, fazendo surgir o nacionalismo econômico, motivado pelo interesse em proteger o mercado interno.

“Uma medida que elevava o bem-estar doméstico é denominada política de empobrecimento do vizinho quando ela beneficia o país doméstico somente porque pioram as condições econômicas no exterior”. (Krugman & Obstfeld, 2001, p. 555)

Com o fim da Primeira Guerra, os Estados Unidos foram um dos países que mais lucraram. Seu custo com a guerra foi relativamente baixo, por outro lado, a guerra favoreceu o desenvolvimento da indústria e da agricultura, promovendo uma situação de pleno emprego, devido à escassez de força de trabalho, que contribuiu para o aumento da produtividade através de incentivos a investimentos intensivos em capital.

Entre 1919 a 1920, o crescimento industrial americano pode ser observado através do comércio, segundo Teixeira (1999, p. 174):

“As exportações experimentaram um crescimento espetacular (principalmente os de alimentos), alcançando, no biênio 1919-20, uma proporção de 11% da renda nacional (o que significa um valor quatro vezes superior à média 1910-1914)”.

Além disso, a política antitruste americana foi posta de lado no pós-guerra, viabilizando as empresas a se transformarem em grandes monopólios. A Primeira Guerra trouxe à tona novas funções ao Estado, organizando a economia, planejando a mobilização de recursos em escala nacional, articulando-se em favor do grande capital. Dentro desse enfoque, Teixeira (1999, p. 175-176) lembra que o país vivenciou, entre 1922 a 1929:

“um dos mais longos e intensos períodos de expansão e prosperidade do século. (...) vale lembrar que os termos de troca se moveram contra os produtos primários, o que beneficiou extremamente a indústria americana, propiciando-lhe matérias-primas e alimentos baratos e acicatando os processos de mecanização da agricultura, de diversificação de áreas e produtos agrícolas e de utilização intensiva de adubos e defensivos químicos. A agricultura acelerou sua transformação em ‘setor industrial’”.

Após a Primeira Guerra, surge uma indústria moderna, com novos produtos, produzidos com novas matérias-primas que possibilitaram a criação de bens duráveis como: automóvel, rádio, geladeira, telefone, cinema, resultando em mudanças no padrão de consumo das famílias. Conforme Teixeira (1999, p. 176):

“As novas indústrias se caracterizavam pelo uso intensivo de métodos de produção em massa, integrando-se, portanto, ao circuito das grandes *corporations*. Seu peso crescente na estrutura industrial do país acarretou ganhos de produtividade global cada vez maiores. Assim é que o produto por trabalhador nos Estados Unidos cresceu 45% entre 1921 e 1929”.

Entretanto, tudo isso veio abaixo com a crise de 1929, que ocasionou em diversos países, desvalorizações cambiais, queda de produção, desemprego e falências de bancos. Conforme Williamson (1989, p. 7):

“O desemprego atingiu níveis sem precedentes de 20 ou 30% ou mais, enquanto os bancos faliam, as dívidas deixavam de ser pagas, os mercados de capitais secavam, o padrão-ouro era abandonado, a desvalorização concorrencial do câmbio tornava-se prática comum e o protecionismo triunfava”.

Após a grande depressão, surge uma mudança crucial nos objetivos da política econômica de todos os países que passaram a se preocupar com a estabilidade interna o que envolvia uma maior participação do Estado. Este, por sua vez, adotava medidas que restringiam as importações de forma a manter a demanda agregada ao mercado interno. Neste contexto, a tarifa Smoot-Hawley imposta pelos Estados Unidos em 1930, impunha restrições de comércio e beneficiava alguns países através de acordos preferenciais. Neste período, vários países reduziram o valor de sua moeda na tentativa de encontrar compradores estrangeiros para a sua produção. Essa prática também foi seguida pelos rivais comerciais, causando distorções entre o dinheiro e o valor das mercadorias, e entre a paridade de uma moeda a outra. Dessa forma, “a contração do comércio mundial, provocada pelas desvalorizações competitivas e pelos aumentos de tarifas, provocou uma onda de desconfiança contra as proclamadas virtudes do livre-comércio e deu origem a práticas de comércio bilateral e à adoção de controles cambiais” (Belluzzo, 1999, p. 98).

Segundo Krugman & Obstfeld (2001, p. 555):

“Todos os países estariam melhores em um mundo com comércio internacional mais livre, uma vez que a cooperação internacional ajudaria cada país a preservar seu equilíbrio externo e a estabilidade financeira sem sacrificar as metas da política interna”.

O período entre guerras é considerado um período de “crise do capitalismo”. Entre 1929 a 1938, a produção industrial, o consumo e o emprego tiveram uma queda muito acentuada que teve como conseqüência uma grande perda econômica, e um rápido empobrecimento sem precedentes (Singer, 1993, p. 40). Nesse sentido, as décadas de 1920 e 1930 revelaram um capitalismo,

“... cada vez mais poderoso em sua capacidade de criar e destruir, de transformar a concorrência em monopólio, de praticar o protecionismo, de

arrasar as moedas nacionais, de causar o desemprego de homens e a paralisação das máquinas. Revelaram também estes anos loucos e trágicos que as sociedades podem reagir à violência cega e desagregadora das leis econômicas com as armas da brutalidade, do voluntarismo político e da impiedosa centralização das decisões”. (Belluzzo, 1995, p. 11)

Assim, as forças políticas importantes que haviam combatido o fascismo sabiam que era fundamental para a sobrevivência da democracia estabelecer mecanismos de controle para o capital da grande empresa e para o capital financeiro, o foco deveria ser no sentido de limitar os poderes privados oriundos do liberalismo reinante, que havia conduzido o mundo capitalista à crise de 29 e à Segunda Guerra Mundial. Conforme Belluzzo (1995, p. 11-12):

“As forças sociais e os homens de poder incumbidos de reconstruir as instituições capitalistas do pós-guerra estavam prenhes desta convicção. Para evitar a repetição do desastre, era necessário, antes de tudo, constituir uma ordem econômica internacional capaz de alentar o desenvolvimento, sem obstáculos, do comércio entre as nações, dentro de regras monetárias que garantissem a confiança na moeda-reserva, o ajustamento não deflacionário do balanço de pagamentos e o abastecimento de liquidez requerido pelas transações em expansão. Tratava-se, portanto, de erigir um ambiente econômico internacional destinado a propiciar um amplo raio de manobra para as políticas nacionais de desenvolvimento, industrialização e progresso social”.

2.3. O Sistema de Bretton Woods

Devido aos problemas decorrentes da década de 1930 e antevendo-se outros maiores ao fim da Segunda Guerra, representantes da Inglaterra e Estados Unidos, iniciaram negociações durante a guerra, com o propósito de criar instrumentos institucionais capazes de gerar uma nova ordem econômica internacional após o conflito. O objetivo dessa reunião era arquitetar um Sistema Monetário Internacional que “... levasse ao pleno emprego e à estabilidade dos preços, embora permitisse que os países obtivessem o equilíbrio externo sem a imposição de restrições ao comércio internacional” (Krugman & Obstfeld, 2001, p. 557).

Em dezembro de 1941, ainda durante a guerra, John Maynard Keynes, representante do governo inglês, e Harry Dexter White, auxiliar do tesouro americano, foram os escolhidos para desenvolverem um novo sistema monetário internacional que culminaria na Conferência de Bretton Woods, em julho de 1944.

Na Conferência do Atlântico⁴, em 1942, as negociações prosseguiram e evidenciaram a rivalidade do velho imperialismo inglês e o emergente norte-americano para definir as novas regras do Sistema Financeiro Internacional. Conforme Lichtensztein & Baer (1987, p. 27):

“Este evento serviu para deixar claro o propósito compartilhado de propugnar por um desenvolvimento econômico mais equilibrado e multilateral, mas também demonstrou as divergências que já separavam as concepções norte-americanas e inglesa, as quais voltariam a emergir com maior força em plena discussão dos planos Keynes e White”.

Para Keynes e White, o desenvolvimento econômico deveria ser compartilhado entre todas as nações e para isso efetivar-se dependia de duas questões básicas:

“a) a liberalização no campo comercial e monetário, na convicção de que a eliminação progressiva de todos os obstáculos às trocas e aos regulamentos conduziria a um mais elevado grau de integração das economias e, conseqüentemente, a um maior desenvolvimento global;

b) o multilateralismo, isto é, a procura de soluções a nível global, de modo a comprometer um largo número de nações, evitando assim – enquanto fosse possível – o recuo dos sistemas produtivos em âmbitos restritos, como é típico dos primeiros contactos autárcicos e bilaterais”. (Bortolani, 1981, p. 11)

Apesar de os fins serem os mesmos, os Planos de Keynes (inglês) e White (americano), em relação à Restruturação do Sistema Monetário Internacional, divergiam

⁴ Os Estados Unidos sentiram que estava na hora de acontecer uma redefinição das bases e metas da economia mundial e que ele tinha todas as condições de liderar e conduzir essa redefinição para que eventos, como aquele de 1929, não voltassem a ocorrer. Diante disso, dão o primeiro passo nessa direção quando participam juntamente com a Inglaterra e outros países da Conferência do Atlântico de Ajuda Mútua, em fevereiro de 1942, na qual foram colocadas as primeiras idéias de uma reestruturação econômica internacional.

em duas questões, a primeira centrou-se na definição do padrão monetário internacional, ou seja, na escolha do meio de pagamento internacional e a forma de regular sua quantidade, a segunda relacionava-se à maneira de realizar os ajustes nos balanços de pagamentos de forma a equilibrar o comércio internacional. Com relação à primeira questão, as sugestões colocadas eram a criação de uma moeda contábil internacional, o “bancor⁵”, proposta por Keynes, ou restabelecer o padrão-ouro como instrumento de reserva internacional, defendido por White. Quanto à segunda questão, ambas propostas, preconizavam a eliminação das restrições e práticas cambiais discriminatórias no comércio internacional, no entanto divergiam sobre os mecanismos de ajuste nos balanços de pagamentos. Segundo a proposta de White, os ajustes só seriam aplicados aos países deficitários, dessa forma os Estados Unidos, país superavitário, não precisariam prestar contas de suas políticas econômicas. Keynes, por sua vez, defendia que os mecanismos de ajuste do balanço de pagamentos fossem globais, isto é, deveriam ser aplicados a todos os países deficitários ou não⁶ (Lichtensztein & Baer, 1987, p. 29-31).

A proposta norte-americana, apresentada por White, tinha como argumentos a criação de instituições supranacionais e a adoção da moeda norte-americana, o dólar, como moeda de curso internacional. Propôs criar uma instituição diferente da câmara de compensações keynesiana. Essa instituição, denominada na época de Fundo de Estabilização, hoje FMI, deveria ter o intuito de assegurar a estabilização das moedas, conceder crédito para países membros deficitários e, por fim, impor ajustes aos países devedores visando reduzir seus déficits (Lichtensztein & Baer, 1987, p. 31).

Ao final da guerra, os norte-americanos foram os grandes vitoriosos não apenas no plano militar, mas principalmente no econômico. Neste ponto, a economia norte-

⁵ A proposta de Keynes tinha como ponto central a criação de um regime de reservas totalmente novo. Seria criada uma moeda contábil internacional, o “bancor”, conversível nas diversas moedas e que seria utilizado, por todas as nações, em todas transações comerciais.

⁶ Para controlar as transações comerciais entre os países, Keynes propôs a criação de uma União Internacional de Compensação, que funcionaria como uma espécie de Banco Central de bancos centrais. “Cada banco central teria uma conta na União Internacional de Compensação em termos de uma nova moeda internacional chamada *bancor*. Os países poderiam acumular saldos de *bancores* depositando ouro ou recebendo *bancores* de países deficitários – que eles seriam, de fato, obrigados a aceitar para o acerto dos déficits. Cada país membro teria direito a um determinado valor de saques sem fundos, relacionado com o volume de seu comércio, o que daria desta forma, uma margem para os países deficitários financiarem seus déficits” (Willianson, 1989, p. 323).

americana estava bem estruturada e era a maior nação credora no pós-guerra. Esses fatos influenciaram no Acordo de Bretton Woods que contemplaram a ascensão dos Estados Unidos como potência hegemônica, e o declínio da Inglaterra que teve como origem os problemas causados pela guerra, além dos danos humanos e materiais, houve perda de reservas e endividamento junto aos Estados Unidos, decorrentes das compras de armamentos e provisões de guerra.

É neste contexto e sob a inspiração dos Estados Unidos em conjunto com a Inglaterra que se realizou, em julho de 1944, na cidade de Bretton Woods, estado de New Hampshire nos Estados Unidos, a Conferência Monetária e Financeira Internacional das Nações Unidas e Associadas, que ficou conhecida como Conferência de Bretton Woods. Esta reunião contou com a presença de 44 países aliados que estavam no conflito e teve por finalidade discutir as propostas de Keynes e White para reestruturar o Sistema Monetário Internacional no pós-guerra.

Nessa reunião, a proposta vencedora foi a americana de White que estabeleceu “um regime de câmbio relativamente fixo, no centro do qual o dólar se tornava, ao mesmo tempo, unidade contábil e padrão monetário, com uma paridade-ouro fixada em 35 dólares a onça” (Brunhoff, 1998, p. 49). O regime de Bretton Woods pretendia regular a política monetária internacional em relação às políticas monetárias nacionais, e tinha como base,

“o compromisso de os vários governos manterem estável o câmbio, ou seja, o valor de sua moeda em relação às demais. A moeda-chave do sistema era o dólar, cujo valor em ouro seria mantido constante pelo governo dos Estados Unidos. Isto significava que o governo americano trocava ouro por dólares a um preço fixo, dando uma garantia aos possuidores de dólares de que o valor (em ouro) de suas reservas jamais cairia. Graças a esta garantia, tanto governos de outros países como particulares puderam manter reservas monetárias em dólares que, ao contrário do ouro, rendiam juros, porque estas reservas eram muitas vezes mantidas sob a forma de Títulos do Tesouro dos EUA”. (Singer, 1993, p. 58).

Ademais, também era permitido aos países membros manterem suas reservas internacionais na forma de ativos em ouro ou em dólares e, caso necessitassem, podiam vender dólares para o Banco Central dos Estados Unidos (FED) em troca de ouro ao

preço oficial. “O sistema era um padrão câmbio-ouro, com o dólar como sua principal moeda de reserva” (Krugman & Obstfeld, 2001, p. 558).

A escolha do dólar como padrão monetário estava baseada no pressuposto de que apenas um país com grande reserva de ouro e com um comércio internacional superavitário poderia converter sua moeda em ouro. Nesse sentido, os Estados Unidos, no pós guerra, apresentavam tais características, tornando o dólar a moeda de reserva no Sistema Financeiro Internacional (Lichtensztein & Baer, 1987, p. 29).

O acordo aprovado na Conferência de Bretton Woods estabeleceu as bases do novo Sistema Monetário e Financeiro Internacional, instituiu regras comerciais e planos para a reconstrução dos países que tiveram suas economias destruídas durante a guerra. Conforme Lavagetti (2004, p. 26-27):

“Os objetivos da proposta institucional, e a sua estruturação, na época, deveriam ter o intuito de preservar a estabilidade econômica internacional, a capacidade de previsão e a presença do setor público no mercado internacional de capitais, sendo responsáveis pela supervisão do comércio, do sistema monetário internacional e o equilíbrio dos balanços de pagamentos dos países membros. Privilegiavam a estabilidade das taxas de câmbio e o levantamento de restrições ao comércio internacional, de modo a favorecer seus investimentos no estrangeiro. Para tanto, os organismos internacionais propostos foram o Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento, BIRD (mais tarde Banco Mundial), o Fundo Monetário Internacional, FMI. O primeiro, como o nome indica, seria responsável pela provisão de créditos destinados à retomada de investimentos e o do crescimento econômico; o segundo como organismo regulador para auxiliar países com dificuldades em seus balanços de pagamentos”

Pela primeira vez na história, surge um sistema regulado por instituições multilaterais baseadas em regras acordadas por todos os países membros, com o fim de normatizar o Sistema Monetário e Financeiro Internacional. Esta situação propiciou um crescimento acelerado do comércio internacional e a constituição de novos acordos e instrumentos que tinham a promessa de facilitar o comércio e diminuir tarifas comerciais, como o Acordo Geral de Tarifas e Comércio (GATT), que surgiu em 1947.

2.3.1. Funcionamento do Sistema

Na Conferência de Bretton Woods, ficou estipulado que as taxas de câmbio deviam ser fixas e, embora um país pudesse alterar sua taxa de câmbio, deveria consultar antes o FMI. A intenção básica dessa medida era a de estabelecer um acordo de pagamentos internacionais que viabilizasse a estabilidade da economia internacional, para tanto, os pagamentos internacionais deveriam evoluir do tipo bilateral para o multilateral. Conforme Gonçalves, o imediato pós-guerra é um exemplo prático da evolução de mecanismos bilaterais de pagamentos para um sistema de pagamentos multilateral.

“No período do imediato pós-guerra havia duas áreas monetárias – a área do dólar e a da libra esterlina –, moedas então utilizadas como meios de pagamento internacional. De fato, o cenário se caracterizava então por um conjunto de acordos bilaterais, pelos quais distintos países aceitavam formas diferenciadas de pagamentos: (1) os débitos com o Reino Unido deveriam ser saldados em libras; (2) alguns países aceitavam libras apenas até um limite pré-definido, a partir do qual os pagamentos deveriam ser feitos em dólares ou em ouro; (3) outros países (como a Suíça) aceitavam apenas pagamentos em ouro”. (Gonçalves et al, 1998, p. 280)

No pós-guerra, os Estados Unidos estavam numa situação privilegiada, pois acumulavam um superávit considerável em relação ao resto do mundo, além disso, só aceitavam pagamentos internacionais se fossem feitos em dólares ou ouro. No entanto, as reservas disponíveis no resto do mundo não eram suficientes para concretizar esses pagamentos, os quais só foram possíveis com recursos associados do Plano Marshall. O propósito desse plano era não só recuperar a economia europeia destruída pela guerra, mas também não permitir a dominação comunista na Europa.

Conforme Solomon, a reconstrução da Europa foi subestimada na Conferência de Bretton Woods, os planejadores não imaginaram as dificuldades que teriam para esse feito. Além disso, não previram o atrito político que se revelaria entre a União Soviética e seus aliados no conflito. “A combinação desses dois fatores – problemas econômicos de recuperação ainda mais difíceis do que se esperava e a divisão do mundo em campos

ideológicos hostis – foi a principal responsável por uma série de medidas especiais pelas quais os Estados Unidos (e também o Canadá) estenderam ajuda financeira direta à Europa Ocidental” (Solomon, 1979, p. 24).

Ao mesmo tempo em que se desenvolveu a Guerra Fria⁷, a estrutura monetária e financeira criada em Bretton Woods, nos seus primeiros dois anos, não conseguiu, por si só, êxitos na reconstrução das economias européias. Neste período, a Europa sucumbia em déficits e necessitava de produtos alimentícios, bens de capital e outras mercadorias produzidas pelos americanos. Conforme Eichengreen (2002, p. 137), “... o déficit comercial europeu consolidado com o resto do mundo subiu para US\$ 5,8 bilhões em 1946 e para US\$ 7,5 bilhões em 1947”. Ciente desse problema e da falta de recursos do FMI e do Banco Mundial, os Estados Unidos resolveram ajudar a Europa por meio de empréstimos que tinham como finalidade financiar os déficits europeus. Essa ajuda financeira chegou por meio do Plano Marshall.

Durante a execução do Plano Marshall, os Estados Unidos enviaram mais recursos para fora do que as instituições de Bretton Woods, FMI e Banco Mundial juntas. “De meados de 1948 até 1952, o Plano Marshall proveu mais de US\$ 12 bilhões em empréstimos e concessões à Europa e ao Japão. Em contraste, o FMI e o Banco Mundial, juntos, gastaram, no mesmo período, menos de US\$ 3 bilhões” (Moffitt, 1985, p. 26). Assim que o Plano Marshall foi acionado, o Sistema Monetário de Bretton Woods entrou em operação.

Para expandir a oferta de moeda internacional, os Estados Unidos recorriam a déficits no seu balanço de pagamentos. Conforme Moffitt (1985, p. 27-28), citando Robert Solomon, o qual estima que os déficits no balanço de pagamentos dos Estados Unidos foram responsáveis por:

⁷ Guerra Fria, confronto ideológico, político, econômico e militar travado entre os vencedores da II Guerra Mundial, que formaram dois blocos internacionais após o fim da guerra: o capitalista – liderado pelos Estados Unidos (EUA) e o socialista – encabeçado pela União Soviética (URSS). De um lado, os EUA garantiram sua hegemonia sobre o Oeste da Europa por meio do Plano Marshall, de 1948, de outro a URSS projetou-se sobre o Leste Europeu, estimulando a instalação do socialismo nos países que havia libertado dos nazistas. Foi uma guerra sem confrontos diretos e que terminou com o fim da União Soviética, em dezembro de 1991, embora seu encerramento já tivesse sido efetivado com a queda do muro de Berlim, em novembro de 1989.

“US\$ 7 bilhões do aumento de US\$ 8,5 bilhões na moeda internacional durante os anos 50. (...) Esses déficits, entre 1949 e 1959, tiveram média anual de US\$ 1,1 bilhão. Por definição, as reservas do resto do mundo cresceram no mesmo montante (...) Portanto, os Estados Unidos assumiram o importante papel de Banco Central do mundo, preenchendo, assim, uma função não especificada nos acordos de Bretton Woods: os Estados Unidos criaram moeda internacional ao expandir suas dívidas líquidas com o resto do mundo”.

O sistema bilateral de pagamentos no pós-guerra, sobretudo a dependência em relação à libra, mostrou-se ineficiente, devido, principalmente, à expansão dos dólares americanos enviados aos países europeus por conta do Plano Marshall. Diante disso, surge em novembro de 1947, um acordo para Compensações Monetárias Multilaterais, que fora criado com o propósito de implementar o Plano Marshall. Entretanto, tal acordo dura pouco, em outubro de 1948 e novamente em julho de 1949, esse mecanismo foi substituído por Acordos para Pagamentos Intra-Europeus, envolvendo todos os países membros da Organização para a Cooperação Econômica Européia.

Em 1950, nasce um novo mecanismo de pagamentos adotado pelos países europeus denominado União Européia de Pagamentos. Com este modelo, os débitos e créditos de cada país europeu poderiam ser saldados através da posição líquida de suas reservas internacionais ao final de cada período. Desta forma, o saldo das diversas transações intra-européias passou a ser mais importante do que a posição bilateral. “Esse mecanismo converteu-se, de fato, em um primeiro sistema multilateral e permitiu a convivência – durante a maior parte da década de 1950 – da área do dólar com a área dominada pela libra” (Gonçalves et al, 1998, p. 280).

Para promover o comércio multilateral, os Artigos do Acordo do FMI exigiam que todos os seus membros tornassem suas moedas conversíveis o mais breve possível. Estados Unidos e Canadá tornaram suas moedas conversíveis em 1945. Vejamos como isso funcionava num exemplo prático: “Isso significava, por exemplo, que um canadense que adquirisse dólares norte-americanos poderia usá-los para fazer compras nos Estados Unidos, poderia vendê-los no mercado de câmbio em troca de dólares canadenses ou poderia vendê-los para o Bank of Canadá, que, por sua vez, tinha o direito de vendê-los para o Federal Reserve (à taxa de câmbio fixa dólar/ouro) em troca de ouro” (Krugman & Obstfeld, 2001, p. 559).

A rigor, o sistema multilateral de pagamentos só passou a existir de fato em 1958, com a adoção, por parte de 13 países europeus, de medidas que permitiram a plena conversibilidade de suas moedas, isto é, os possuidores de uma moeda poderiam adquirir outras moedas através de operações de mercado. Após este período, não apenas as moedas dos diversos países tornaram-se conversíveis entre si, via operação de mercado, como incluía a conversibilidade do dólar em ouro à taxa fixa de US\$ 35 por onça de ouro.

Assim, pela diversidade na composição das divisas, as transações entre moedas nacionais passaram a ocorrer não só via mercado, mas também entre bancos centrais e entre estes com o FMI, que passou a realizar operações de ajuda aos países com problemas deficitários persistentes em seus Balanços de Pagamentos. Nota-se que déficits em conta corrente ocorriam freqüentemente na primeira década do sistema de Bretton Woods, principalmente nos países, cuja economia havia sido desgastada pela guerra. O principal problema desses países era adquirir dólares, moeda internacional, para financiar as compras necessárias dos Estados Unidos, para sua reconstrução, esses anos ficaram conhecidos por período de “escassez de dólares”.

A vigência do sistema de Bretton Woods possibilitou uma onda de prosperidade em todos os países membros. Nesse período, o sistema capitalista evoluiu graças à abundância de crédito disponível para investimentos, principalmente em infra-estrutura e bens de capital. Segundo Moffitt, o período entre 1944 a 1969 pode ser traduzido como o período de maior expansão econômica da história.

“... mais aço, automóveis, navios e bens de consumo foram produzidos que em toda a história da Humanidade. (...) Nos países industrializados ocidentais, a renda per capita cresceu substancialmente, criando sociedades de consumo de massa – uma realidade distinta do espetáculo de homens desesperados, à época da depressão, vendendo maçãs pelas esquinas. Os Estados Unidos beneficiaram-se desproporcionalmente dos arranjos de Bretton Woods e se tornaram a nação mais rica da história do mundo. Em uma geração, Europa e Japão se recuperariam da devastação da guerra para então lutarem contra a supremacia industrial americana. Mesmo alguns países do terceiro mundo – como o Brasil – tirariam vantagem da economia aberta mundial, criada em Bretton Woods, para se tornarem forças industriais. (Moffitt, 1985, p. 14)

2.4. A Institucionalidade Criada em Bretton Woods

2.4.1. Fundo Monetário Internacional (FMI)

Apesar de ter sido criado na Conferência de Bretton Woods, em julho de 1944, o FMI iniciou suas atividades juntamente com o Banco Mundial⁸, em dezembro de 1945, nesta ocasião foi firmado o Convênio Constitutivo (carta orgânica da instituição) com 29 países. Entretanto, suas operações financeiras só iniciaram em março de 1947.

Inicialmente, a principal atribuição do FMI era regular o Sistema Monetário Internacional, que, por meio de regras, fiscalizava e estabelecia uma conduta de cooperação entre todos os seus membros. De acordo com o artigo primeiro, para atingir o objetivo inicial o Fundo foi incumbido de promover a cooperação monetária internacional; facilitar a expansão e o crescimento equilibrado do comércio internacional, contribuindo para a geração de altos níveis de emprego e de renda; promover a estabilidade cambial e eliminar as restrições cambiais que dificultam a expansão do comércio mundial. Além disso, o Fundo deveria disponibilizar recursos aos países membros por um determinado período de tempo e sob adequadas garantias, com o objetivo de colaborar na correção dos desequilíbrios do Balanço de Pagamentos sem que estes precisassem recorrer a medidas que comprometessem o seu desenvolvimento econômico (Lichtensztein, 1987, p. 37-38).

Cabia ao Fundo zelar pela manutenção da estabilidade das taxas de câmbio e na provisão de liquidez, quando necessário. Como regra básica, os países membros deveriam manter suas taxas de câmbio em relação ao dólar norte-americano, variando dentro de uma faixa de +/- 1% em torno dos valores acordados. Variações superiores a 1% obedeciam a duas condições: até 10%, as desvalorizações deveriam ser formalmente comunicadas ao FMI; acima de 10%, era necessária autorização do Fundo. (Gonçalves et al, 1998, p. 281). Este método ficou conhecido como sistema de paridades e oferecia a vantagem de manter estável e previsível o valor das moedas. Somente em uma situação de desequilíbrio fundamental é que seria permitido à nação, após a aprovação do Fundo, alterar a paridade da moeda.

⁸ Inicialmente foi chamado de Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento (BIRD).

“Apesar de a taxa de câmbio de cada país estar fixa, ela poderia ser mudada – desvalorizada ou valorizada em relação ao dólar – se o FMI concordasse que o balanço de pagamentos do país estava em uma situação de ‘desequilíbrio fundamental’. O termo *desequilíbrio fundamental* não foi definido nos Artigos do Acordo, mas a cláusula significava uma cobertura aos países que sofriam mudanças internacionais adversas permanentes na demanda de seus produtos. Sem uma desvalorização, tal país teria mais desemprego e um déficit mais elevado na conta corrente, até que o nível de preços domésticos caísse o suficiente para restabelecer o equilíbrio interno e externo. Por outro lado, uma desvalorização poderia melhorar simultaneamente o nível de emprego e a conta corrente, evitando portanto um ajuste grande e difícil durante o qual as reservas internacionais de qualquer maneira seriam escoadas”. (Krugman & Obstfeld, 2001, p. 559)

Vale lembrar que, em Bretton Woods, o tesouro americano assumiu o compromisso de honrar a conversibilidade em ouro das reservas em dólares dos diversos países. Isto estimulou, por muitos anos, os agentes econômicos internacionais a aceitarem o dólar como uma moeda estável.

Desde sua criação e até 1969, quando foram criados os Direitos Especiais de Saque (DES), cada nação integrante participava com uma quota⁹ que era estabelecida a partir de sua importância econômica e no volume do seu comércio internacional. A quantidade de quotas que um país possuía determinava o seu poder de voto e o limite de empréstimos que poderia contrair do Fundo, caso necessitasse. No início as quotas eram compradas, o país membro deveria pagar 25% em ouro e os outros 75% restantes na sua própria moeda, sob a forma de uma promissória. Dessa forma, quando uma nação apresentava um déficit no balanço de pagamentos, podia recorrer ao Fundo, o qual podia liberar até 25% de sua quota sem nenhuma condicionalidade. A partir desse limite, as autoridades nacionais devem se submeter a um conjunto de medidas, definidas em conjunto com o corpo técnico do FMI (Gonçalves et al, 1998, p. 283).

⁹ Conforme Ratti (2001, p. 263), “Na determinação dessas quotas são levados em consideração diversos dados, tais como: renda nacional, magnitude e flutuação do balanço de pagamentos, reservas em divisas fortes, etc. (...) cada país entrega, para uso dos demais, certa soma de moeda nacional, a qual será utilizada no pagamento de mercadorias e serviços (...) na realidade, essas moedas não são entregues ao Fundo e sim **creditadas** a seu favor”.

Para manter atualizada a participação de cada membro, a cada cinco anos, são realizadas novas análises, nessa oportunidade, técnicos do Fundo avaliam a evolução da economia dos países membros com a intenção de aumentar ou diminuir a sua quantidade de quotas.

Na criação do Fundo, os países membros contribuíram com US\$ 7,6 bilhões, sendo que 30% desse montante partiu dos Estados Unidos. Com a adesão de outras nações, o montante de recursos, em 1998, elevou-se para US\$ 210 bilhões, diante desse valor, a participação dos americanos foi reduzida para aproximadamente 18%. Apesar da menor participação no Fundo, os Estados Unidos ainda era o país que mais contribuía e por isso continuava com a presidência e o poder de veto nas decisões do Fundo (Carvalho & Silva, 2000, p. 126).

Tabela 2.2: Quotas e votos no FMI em novembro de 2009

Países selecionados	Quotas		Votos	
	Milhões de DES	% do total	Número	% do total
Argentina	2,117.1	0.97	21,421	0.97
Brasil	3.036.1	1.40	30,611	1.38
China	8,090.1	3.72	81,151	3.66
França	10,738.5	4.94	107,635	4.85
Alemanha	13,008.2	5.98	130,332	5.88
Índia	4,158.2	1.91	41,832	1.89
Italia	7,055.5	3.24	70,805	3.19
Japan	13,312.8	6.12	133,378	6.02
México	3,152.8	1.45	31,778	1.43
Russia	5,945.4	2.73	59,704	2.69
Arabia Saudita	6,985.5	3.21	70,105	3.16
Espanha	3,048.9	1.40	30,739	1.39
Estados Unidos	37,149.3	17.09	371,743	16.77
Reino Unido	10,738.5	4.94	107,635	4.85
Total geral	217,431.7	100	2,217,033	100

Fonte: www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.htm#top (Acesso em 06/11/2009).

O Fundo desenvolveu vários tipos de instrumentos para empréstimos, ou “*facilities*”, para atender circunstâncias específicas da diversidade dos países membros. Conforme Gonçalves et al (1998, p. 283):

“As linhas básicas de atuação do FMI estão centradas em sete tipos de facilidades de crédito: (a) Acordo *Stand-By* – freqüentemente com duração entre 12 e 24 meses, são destinados a corrigir desequilíbrios no setor externo dos países, e seu desembolso em parcelas é condicionado ao desempenho econômico segundo metas pré-definidas; (b) *Extended Fund Facilities* – créditos de três anos, originalmente programados como fonte de crédito de longo prazo para lidar com desequilíbrios externos; (c) *Structural Adjustment Facility* – criado em março de 1986, destina-se a países de baixa renda com problemas recorrentes de balanço de pagamentos; (d) *Compensatory and Contingency Financing Facility* – mecanismo de crédito criado em 1963 para países (sobretudo exportadores de produtos primários) com dificuldades de balanço de pagamentos derivadas de queda nas relações de troca; (e) *Enhanced Structural Adjustment Facility* – criado em 1988 para apoio à facilidade (c); (f) *Buffer Stock Financing Facility* – criado em 1969 para financiar a amortização de capital; (g) *Oil Facility* – criado em 1974, permite ao FMI receber empréstimos de exportadores de petróleo e emprestá-los a países deficitários”.

Diante da variedade de *facilities* existentes, nota-se como o Fundo vem se moldando desde o início de sua criação para contribuir com a estabilidade do Sistema Financeiro Internacional. Entretanto, para todo o governo que busca obter ajuda financeira, o FMI freqüentemente impõe como condição para liberar o crédito ou renegociar as condições da dívida, a adoção de medidas que restringem a expansão do crédito, restrições do gasto público, desvalorização da moeda corrente, quando é o caso, e redução de programas de assistência. Além disso, também se solicita que o Estado que obteve ajuda siga estritamente normas de austeridade fiscal e monetária, abertura econômica ao setor privado, a remoção completa do protecionismo doméstico e maior confiança no mercado para a equação dos problemas produtivos e distributivos.

Entretanto, tais medidas não são iguais para todos os países, haja visto que o FMI é controlado por pessoas ligadas a empresas financeiras internacionais, políticos norte-americanos e europeus e acadêmicos conservadores que promovem uma diferenciação do tratamento entre países desenvolvidos e subdesenvolvidos. Joseph Stiglitz, um dos principais críticos do FMI defende a tese de que a globalização não é igual para todos e não contribui para a construção de uma ordem econômica mais justa. Prado (2007, p. 563), sintetiza a tese de Stiglitz sobre as diferenças de tratamento dadas pelo FMI aos países membros:

“Para os países em desenvolvimento, recomendam-se políticas econômicas rejeitadas nos países desenvolvidos desde que Herbert Hoover foi presidente dos EUA; para os países avançados, aplicam-se os princípios básicos da macroeconomia keynesiana. Naqueles países, em caso de recessão e desemprego elevado, recomendam-se redução do *deficit* público e a flexibilização do mercado de trabalho; para os últimos, aplicam-se redução de taxas de juros e seguro-desemprego. Para os países em desenvolvimento, recomendam-se a redução das barreiras tarifárias e o corte de subsídios; para os países desenvolvidos, aceitam-se protecionismo em produtos industriais, como têxteis, e subsídios para a agricultura. Portanto, a globalização, que pode ser uma força propulsora de desenvolvimento e da redução das desigualdades internacionais, está sendo corrompida por um comportamento hipócrita que não contribui para a construção de uma ordem econômica mais justa e para um mundo com menos conflitos”.

2.4.2. Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD)

O Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento é uma instituição financeira internacional ligada à ONU e conhecida também como Banco Mundial (World Bank). Foi criado em 1944, na Conferência de Bretton Woods, mas iniciou suas atividades em 1946, mesmo ano em que o Brasil se tornou membro da instituição. Sua sede é em Washington e reunia, em 1980, 139 países e, em 2002, 184 países.

O objetivo inicial do Banco Mundial era financiar os projetos de recuperação econômica dos países afetados pela Segunda Guerra Mundial. No entanto, a guerra havia destruído várias economias, sendo preciso grandes somas para recuperá-las. Como os recursos iniciais do Banco eram inexpressivos, os americanos resolveram financiar a reconstrução da Europa através de empréstimos diretos à Grã-Bretanha em 1946 e, posteriormente, através do Plano Marshall. “Assim, enquanto o Banco Mundial emprestou menos de 800 milhões de dólares até 1954, os créditos e doações norte-americanos amparados pelo Plano Marshall atingiram a cifra de 46,8 bilhões de dólares em igual período (dos quais 26% foram de ajuda militar)” (Lichtensztein & Baer, 1987, p. 140).

O capital do Banco Mundial inicialmente foi constituído por ações subscritas pelos países membros de acordo com a parcela que cada um tem no comércio mundial.

Assim como no FMI, o país que mais contribui para o Banco tem o maior número de votos e, portanto, poder nas decisões sobre a instituição. Inicialmente a composição das ações eram da seguinte forma: “20% no ato da inscrição, sendo 2% em ouro ou dólares e 18% na moeda do próprio país” (Ratti, 2001, p. 273). Os 80% restantes do capital não estava disponível para empréstimos e servia como um fundo de garantia para operações do Banco. No decorrer do tempo, o Banco Mundial reformulou a quantidade de capital subscrito de seus membros. “Em 1959, ao se duplicar o capital subscrito e manter-se o montante integralizado em ouro ou dólares e em moeda nacional, as porcentagens de integralização a esse título reduziram-se a 1% e 9%, respectivamente. Em 1980, ao se ampliar novamente o capital subscrito, apenas 7,5% deste capital passa a ser integralizado (0,75% em ouro ou dólares e 6,75% nas respectivas moedas dos países)” (Lichtensztein & Baer, 1987, p. 150).

No momento da criação do Banco Mundial, os Estados Unidos eram um dos poucos países com grandes reservas em dinheiro, por este motivo a grande maioria dos recursos do Banco partiram dos americanos. O poder de voto dos americanos em 1947 era de 34,2% contra 7,7% da América Latina e Caribe. Quanto à presidência do Banco, cabe assinalar que as negociações feitas na Conferência de Bretton Woods resultaram em um acordo tácito entre os países membros, o qual previa que um cidadão americano ocuparia o cargo de presidente do Banco Mundial e, um europeu, o de Diretor Gerente do FMI, acordo que tem se mantido até os dias atuais. (Lichtensztein & Baer, 1987, p. 158-159).

Até a década de 1950, o Banco Mundial canalizava a maior parte dos seus empréstimos aos países desenvolvidos, após 1968 essa tendência reverteu-se em favor dos países subdesenvolvidos. A crise energética ocorrida no início dos anos 70 produziu desequilíbrios consistentes e contínuos nos balanços de pagamentos desses países, principalmente os não produtores de petróleo, aumentando sua dívida externa, expandindo-se os bancos privados internacionais, gerando tensões políticas. A economia internacional no geral foi afetada pela crise, incidindo tanto a maior parte dos países subdesenvolvidos, quanto a maioria dos países desenvolvidos (Lichtensztein & Baer, 1987, p. 140-143). Diante de tantas mudanças no cenário internacional, coube ao Banco Mundial reformular suas atribuições em prol do desenvolvimento econômico. Até os anos de 1960, o Banco Mundial concentrou suas atividades na provisão de

recursos para o setor público dos países, financiando projetos de infra-estrutura como transporte e energia, posteriormente atendeu também as áreas educacional, de desenvolvimento urbano e agrícola. Na década de 1970, a instituição continua a diversificar seu modo de ação, passando a fornecer recursos financeiros não vinculados a projetos, mas a programas de política econômica. A partir dos anos de 1980, o Banco Mundial passou a fazer empréstimos para ajustes estruturais, destinados a reformas em setores específicos, como liberalização da política comercial externa, mudanças nos preços relativos do setor agrícola, desregulamentação do setor financeiro etc.

Originalmente, o Banco Mundial só podia financiar projetos garantidos por países membros, então pensou-se em criar uma nova instituição que organizasse acordos bilaterais com o capital privado. Dessa maneira, cria-se, em 1956, a Corporação Financeira Internacional (CFI), a qual começou a operar em 1961 e tinha como objetivo: “incentivar o crescimento da inversão diretamente produtiva, tanto nacional como estrangeira, embora também tenha promovido a instalação de instituições financeiras, principalmente públicas, e impulsionando mercados de capitais locais” (Lichtensztein & Baer, 1987, p. 152).

No final da década de 1950, a maioria dos países subdesenvolvidos tinham enormes déficits em seus balanços de pagamentos e por este motivo realizaram uma campanha para reivindicar ao Banco Mundial o acesso a empréstimos com custos menores e maiores prazos para amortização, surge, então, em 1960, a Associação Internacional de Desenvolvimento (AID). Sua criação tinha como objetivo “promover o desenvolvimento econômico, incrementar a produtividade e, desse modo, elevar o nível de vida das regiões menos desenvolvidas” (Ratti, 2001, p. 275).

Em resumo, o Banco Mundial tem desempenhado um papel importante no cenário internacional, devido à evolução da economia internacional, o Banco foi se adequando e desenvolvendo suas próprias funções, ampliando o seu raio de ação. Entretanto, a partir das mudanças ocorridas na década de 1980, época em que Reagan e Thatcher passaram a pregar a ideologia de livre mercado nos EUA e no Reino Unido, as agências multilaterais, FMI e BIRD dissimularam essas novas ideologias, formulando novas regras, e os países que não estivessem de acordo com a nova cartilha, estariam sujeitos as restrições de crédito, conforme Stiglitz (2002, p. 39-40):

“O FMI e o Banco Mundial tornaram-se as novas instituições missionárias, por meio das quais essas idéias eram *impostas* aos relutantes países pobres que, via de regra, precisavam muito de seus empréstimos e concessões. Os ministérios da fazenda das nações mais pobres do mundo estavam dispostos a se converter – se necessário fosse – para obter os recursos, embora a grande maioria dos funcionários desses governos e, mais especificamente, das pessoas nesses países, permanecesse descrente”.

2.4.3. Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio (GATT)

As origens do GATT remontam ao final da Segunda Guerra Mundial e aos esforços dos aliados em reconstruir a economia mundial. Nesta ocasião, um conjunto de países aliados que estavam no conflito se reuniram em julho de 1944, na Conferência de Bretton Woods, com o objetivo de criar um ambiente de cooperação internacional, baseado no estabelecimento de três instituições internacionais, FMI, Banco Mundial e OIC. Caberia ao FMI, a função de regular a política cambial e financiar os países com problemas de balanço de pagamentos e, ao Banco Mundial, prover os capitais necessários para o desenvolvimento econômico. A terceira instituição seria a Organização Internacional do Comércio (OIC), com a função de instrumentalizar e supervisionar a negociação de um novo regime para o comércio mundial. Os esforços iniciais de se criar uma organização internacional para regular o comércio internacional foi frustrada pelo Congresso norte-americano, que via nessa iniciativa o risco de perder sua autonomia. Ao invés da OIC, negociou-se a criação de um acordo, o GATT, que veio a se constituir de fato no foro básico para questões relacionadas à regulamentação do comércio internacional (Gonçalves et al, 1998, p. 284-285).

O GATT é um tratado multilateral de comércio internacional celebrado em Genebra em 1947, tendo por princípio básico a liberalização do comércio. Foi constituído por um código de tarifas e regras negociado em comum acordo entre 23 nações, incluindo o Brasil e os Estados Unidos. Inicialmente o acordo tinha o caráter temporário, posteriormente, em 1950, foi efetivado.

As determinações do GATT estabelecem as regras fundamentais que regulam a política comercial entre os países signatários, são elas: não aumentar as tarifas; não

impor restrições quantitativas (cotas); e, assegurar a condição de “nação mais favorecida” a todos os outros membros do GATT (Williamson, 1989, p. 278). Ficou estabelecido que reduções de tarifas só poderiam ser feitas se já acordadas entre os países, significando que contratos e acordos anteriores deveriam ser obedecidos. Dessa forma, as concessões bilaterais assim alcançadas eram estendidas a todos os signatários pelo uso da cláusula de nação mais favorecida e pela incorporação de todos os acordos individuais a um documento multilateral.

Sobre a regra de nação mais favorecida, Williamson esclarece seu funcionamento com um exemplo: “Se o país U concede ao país V a condição de nação mais favorecida, isso significa que U promete que nenhum outro país Z terá melhores condições de exportar para U. Então, se U reduzir suas tarifas sobre as importações de Z, também terá que reduzir as tarifas sobre as importações de V – caso contrário, V ficaria menos favorecido que Z. A obrigação do GATT é de tratar todos os demais membros como mais favorecidos, ou seja, não discriminar entre eles” (Williamson, 1989, p. 278).

O livre-comércio, como propunha o GATT, favorece a situação privilegiada dos países desenvolvidos por serem altamente industrializados em detrimento dos países subdesenvolvidos. Estes últimos, por sua vez, pleiteiam e, às vezes, conseguem, nas rodadas periódicas de negociações do GATT, modificações que os favoreçam. Conforme Gonçalves et al (1998, p. 58-59):

“Em 49 anos de existência o GATT teve oito rodadas de negociações multilaterais de comércio. A primeira foi em Genebra em 1947, simultaneamente com as negociações sobre a assinatura desse acordo. A segunda foi em Annecy, na França, em 1948. A terceira foi em Torquay, nos anos de 1950-51. A quarta foi novamente em Genebra, em 1955-56 (...). A quinta foi a Rodada Dillon, em 1961-62 (...). A sexta foi a Rodada Kennedy, entre 1964 e 1967 (...). A sétima foi a Rodada Tóquio, entre 1973 e 1979 (...). A oitava e última foi a Rodada Uruguai, que se realizou entre 1986 e 1994”.

A Rodada Uruguai do GATT deu origem à Organização Mundial do Comércio (OMC), que foi estabelecida em 1.º de janeiro de 1995, e suas principais funções eram, segundo Carvalho & Silva (2000, p. 87), “gerenciar os acordos multilaterais de

comércio relacionados a bens, serviços e direitos de propriedade intelectual; administrar o entendimento sobre soluções de controvérsias; servir de fórum para as negociações; supervisionar as políticas comerciais nacionais; e, cooperar com outras organizações internacionais”.

Uma das particularidades do GATT e também da OMC é o interesse dos países desenvolvidos em estabelecerem regras favoráveis à expansão do seu comércio, em detrimento dos países subdesenvolvidos. Sobre esse assunto, Mercadante¹⁰ argumenta que “a maior evidência dessa distorção é o tratamento diferenciado dado aos bens industriais e aos serviços em relação aos produtos agrícolas. Para os bens industriais, em que os maiores exportadores eram os países desenvolvidos, a liberalização do comércio teve grandes avanços. No caso da agricultura, em que predominam os interesses dos países em desenvolvimento, praticamente não foram alteradas as medidas protecionistas existentes, praticadas principalmente pelos Estados Unidos e pela União Européia”.

2.5. Problemas do Sistema de Bretton Woods

Até final dos anos 50, o sistema de Bretton Woods funcionou relativamente bem. As principais moedas européias já eram conversíveis e já não havia escassez de dólares, porém o balanço de pagamentos norte-americano começava a apresentar déficits acentuados e constantes, levantando suspeita sobre a capacidade de manter o valor de sua moeda. Vale lembrar que o dólar, na prática, era a moeda universal, portanto de suma importância para o funcionamento do sistema, com isso os Estados Unidos via-se impossibilitado de proceder a uma desvalorização real de sua moeda.

Nota-se que, em Bretton Woods, o dólar como moeda internacional tinha uma contradição fundamental, pois, se de um lado, os déficits expressivos do balanço de pagamentos americanos estimulavam o sistema injetando-lhe a liquidez necessária, por outro, induzia a desconfiança sobre a estabilidade do valor da moeda. Conforme Carvalho (2004, p. 61), “... o mundo todo precisava de dólares para poder acomodar a expansão do comércio internacional, mas dólares se tornavam disponíveis para outros países quando os Estados Unidos tinham déficits em suas operações externas e pagavam

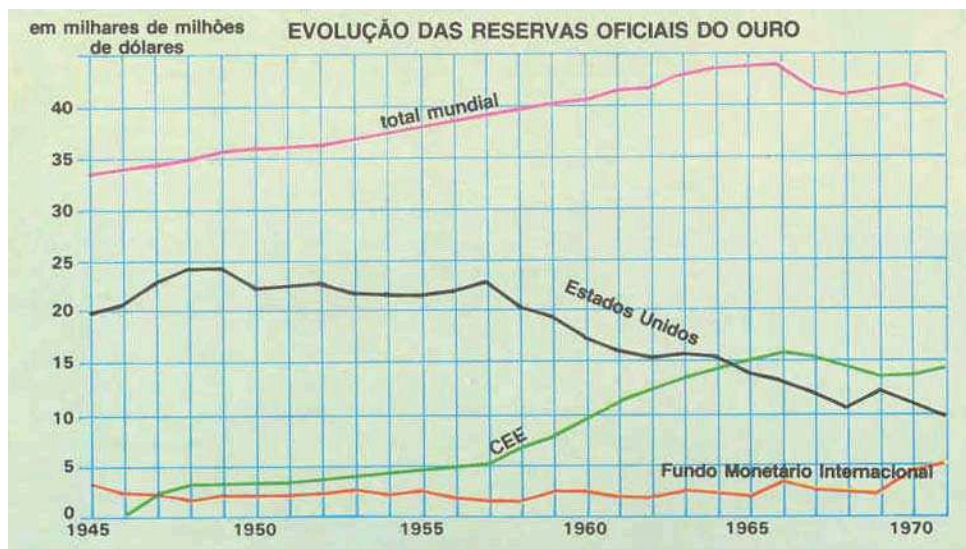
¹⁰ MERCADANTE, Aloizio. 2003. *A Outra Batalha na OMC*. Capturado online em 10/02/07. http://www.mercadante.com.br/artigos/artigo_134.html.

pela diferença, enviando dólares ao exterior, aumentando a liquidez internacional; esse aumento de liquidez, contudo, ao ser gerado por déficits nos pagamentos dos Estados Unidos, contribuía para enfraquecer a confiança no próprio dólar – quanto mais liquidez fosse criada, maior seria a desconfiança no valor da moeda americana”. Essa crise de liquidez associada a uma crise de confiança foi observada pelo economista Robert Triffin e ficou conhecida como o “Dilema de Triffin”. Segundo Williamson (1989, p. 326), não havia uma solução concreta para esse problema, ou os Estados Unidos conseguiam acabar com seu déficit no balanço de pagamentos, levando a uma crise de liquidez com conseqüências no crescimento mundial; ou o déficit continuaria até um ponto em que seria inevitável uma crise de confiança.

Um fato que dever ser ressaltado é que o montante de ouro do Tesouro americano caiu continuamente durante a década de 1950, propiciando resultados negativos à estabilidade do sistema. Em 1960, a quantidade de ouro disponível já era menor que a quantidade de dólares no exterior. Obviamente, diante de tais circunstâncias, uma crise de confiança passou a rondar o sistema de Bretton Woods. Conforme Moffitt (1985, p. 29) “A raiz desse problema estava nos volumosos e crescentes déficits americanos. Na primeira metade dos anos 60, a média anual dos déficits do balanço de pagamentos americano foi de US\$ 742 milhões. De 1965 até 1969, os déficits alcançaram US\$ 3 bilhões ao ano”.

Assim, o mercado passou a vislumbrar a possibilidade de que a abundância de dólares e a queda das reservas de ouro dos Estados Unidos poderiam colocar em risco a credibilidade do dólar que servia de unidade padrão do sistema monetário internacional.

Gráfico 2.2: Evolução das reservas oficiais do ouro no período de 1945-1970



Fonte: SAMUELSON, Paul. *O Sistema Monetário Internacional*. Rio de Janeiro: Biblioteca Salvat de Grandes Temas – Livros GT, 1979, p. 60.

A partir de 1958, os déficits no balanço de pagamentos dos Estados Unidos começaram a crescer, de tal sorte que o volume de dólares em poder de bancos ou governos estrangeiros foi adquirindo grandes proporções. Conforme Samuelson, 1979, p. 71:

“Em 1960, os dólares no exterior ultrapassavam o valor das reservas de ouro dos bancos centrais. Esse fato foi provocado por três fenômenos: primeiro, a saída de dólares dos Estados Unidos; segundo, a venda de ouro por este país diretamente ou através do ‘Pool de Ouro’; terceiro, a procura de conversão de dólares por ouro por parte de vários países, dos quais, dada a publicidade que rodeou a conversão, se destaca a França. Tudo isso fez com que entre 1959 e 1965, os Estados Unidos perdessem mais de 6.000 milhões de dólares em ouro, queda que continuaria até 1971, atingindo suas reservas de ouro nesse ano pouco mais de 10.000 milhões de dólares”.

Tabela 2.3: Reservas de ouro e dívidas líquidas dos Estados Unidos em relação ao estrangeiro (em milhares de milhões de dólares)

Ano	Reservas de ouro	Dívidas em relação ao setor oficial	Dívidas em relação ao setor privado	Total de dívidas líquidas
1959	19,5	10,1	7,6	17,7
1960	17,8	11,1	7,6	18,7
1961	16,9	11,8	8,4	20,2
1962	16,1	12,7	8,4	21,1
1963	15,6	14,4	9,2	23,6
1964	15,5	15,4	11,1	26,5
1965	13,8	15,4	11,5	26,9
1966	13,2	13,7	14,2	27,9
1967	12,1	15,6	15,8	31,4
1968	10,9	12,5	19,4	31,9
1969	11,9	12,0	28,2	40,2
1970	11,1	20,1	21,8	41,9
1971	10,2	47,7	14,4	62,1
1972	10,5	57,6	19,8	77,5

Fonte: SAMUELSON, Paul. *O Sistema Monetário Internacional*. Rio de Janeiro: Biblioteca Salvat de Grandes Temas – Livros GT, 1979, p. 71.

A fragilidade do Sistema de Bretton Woods pode ser observada também em outras duas situações: primeiro carecia de uma sistemática apropriada de ajuste dos balanços de pagamentos que fosse conveniente não só para o país deficitário mas para todo o sistema monetário internacional; segundo, o sistema não conseguia controlar todas as transações internacionais, o que levou a movimentos vultuosos de capital em desequilíbrio (Solomon, 1979, p. 47-48).

Durante a década de 60, a despeito dos Estados Unidos apresentarem superávits na balança comercial e em contas correntes, a saída de capitais levava a déficits persistentes no balanço de pagamentos americano. Até 1967, os bancos centrais dos países desenvolvidos acumulavam reservas em dólares para absorver o fluxo de capitais que deixava os Estados Unidos (Kilsztajn, 1989, p. 92).

Além disso, a pujância americana estava em queda, devido à perda de controle sobre o seu balanço de pagamentos. Isso ocorreu por duas razões principais, primeiro, na metade da década de 1960, a Europa e o Japão já reconstruídos economicamente emergiram com indústrias competitivas, disputando a supremacia industrial americana. A segunda razão foi a guerra do Vietnã, que além de contribuir com um processo inflacionário, adicionou bilhões ao déficit americano, o qual teve que ser financiado através de emissão de moeda (Moffitt, 1985, p. 29-30).

Como reflexo disso, o dólar passou a sofrer contínuas especulações de governos estrangeiros que procuravam trocar seus dólares por ouro. Com isso, o estoque de ouro entrou em queda livre e o lastro do dólar em ouro já não podia mais ser honrado. Alia-se a isto o fato de que a inflação americana encarecia o produto interno e dificultava o comércio com outros países. Em Bretton Woods, o privilégio dado aos americanos possibilitou a transferência da inflação à Europa e ao Japão. Isso ocorreu devido aos constantes déficits no balanço de pagamentos dos Estados Unidos que eram financiados através da emissão de dólares, que por sua vez serviam como moeda corrente do mundo.

“Quando os Estados Unidos se recusaram a eliminar os déficits de seu balanço de pagamentos, as decisões monetárias de Bretton Woods transformaram-se em crescente passivo para os europeus e japoneses. A inflação nos Estados Unidos causou a redução do poder aquisitivo do dólar e, portanto, do valor das reservas européias de moedas estrangeiras – basicamente dólares. Ainda sob o regime de taxas de câmbio relativamente fixas, os europeus e japoneses eram obrigados a intervir em seus mercados para comprar dólares sempre que especuladores entravam nesses mercados vendendo a moeda americana. O meio para a compra de dólares era a emissão de mais marcos, ienes ou francos. Na medida em que isso resultou em políticas monetárias excessivamente expansionistas, a situação pendente do dólar tornou-se um veículo a exportar a inflação americana para a Europa”. (Moffitt, 1985, p. 31)

Diante desses problemas, a sobrevivência do Sistema de Bretton Woods dependia da cooperação internacional, assim no início de 1961, quando a proporção entre os montantes de dólares e ouro fora dos Estados Unidos tinham subido a patamares que colocavam em risco a paridade da moeda, elevando o preço do ouro, formou-se o Fundo Comum do Ouro que tinha como objetivo montar um sistema multinacional que servisse de alicerce para sustentar o dólar.

“Em primeiro lugar, o Tesouro e o Federal Reserve Bank de Nova Iorque convenceram autoridades monetárias estrangeiras a estabelecer um fundo comum de ouro com o intuito de manter o preço do ouro em US\$ 35. Quando os especuladores começassem a vender dólares e a comprar ouro, o Fundo Comum de Ouro venderia o precioso metal para satisfazer a maior demanda. Com a atenuação da demanda especulativa, o Fundo reabasteceria sua provisão de ouro. Em segundo lugar, o Tesouro vendeu ‘títulos de Roosa’, com valores de moedas estrangeiras, que permitiam a governos estrangeiros reduzir suas reservas em dólar”. (Moffitt, 1985, p. 32)

Essa cooperação internacional apenas aliviou o problema, na medida em que não atuou sobre as causas do desajuste do sistema, os quais são, desequilíbrios constantes e contínuos na balança de pagamentos americana e a ampliação dos fluxos de capitais especulativos, ou seja, apesar da eminente desvalorização do dólar, o sistema se mantinha porque os países do Fundo Comum do Ouro conseguiram compensar superávits e déficits nos balanços de pagamentos através do mercado de euromonedas, transformando o dólar em moeda aceita apenas como reserva. O Fundo Comum do Ouro perdurou até 1968, quando foi estabelecido um mercado duplo, com o fim de evitar o esgotamento das reservas do tesouro americano. “(...) para transações entre bancos centrais persistia a paridade de US\$ 35 por onça; para as demais transações, o mercado passaria a determinar as cotações” (Gonçalves et al, 1998, p. 289).

Diante desses problemas, novas discussões surgem na década de 1960 a respeito de uma reforma monetária que pudesse resolver de vez a liquidez do sistema. Já em 1967, na reunião anual do Fundo Monetário Internacional, no Rio de Janeiro, foi proposta a criação dos Direitos Especiais de Saques (DES¹¹), que se constituíram como meios para atender às necessidades de criação de liquidez internacional. A intenção era aliviar as pressões sobre o dólar sem que se promovessem grandes mudanças no sistema de Bretton Woods. Os DES seriam ativos de reserva internacional distribuídos aos países membros do FMI na proporção de sua contribuição inicial ao Fundo. Essas alocações de DES seriam usadas pelos países membros para estabelecer equilíbrios nos

¹¹ O DES se assemelha a unidade de moeda internacional chamada ‘bancor’, que Keynes havia proposto como uma base para a ordenação monetária do pós-guerra no início dos anos 40. Originalmente o valor dos DES foi definido em termos de ouro, com a mesma paridade do dólar, ou seja, cada unidade de DES equivalia a 35 onças de ouro.

balanços de pagamentos internacionais, servindo, assim, como moeda de reserva adicional ao lado do ouro e das moedas chave.

Entretanto, essas medidas não foram suficientes para manter o sistema de Bretton Woods que se debilitava devido ao excesso de dólares em poder dos bancos centrais estrangeiros, aliado às baixas reservas em ouro americano. Uma solução possível seria a desvalorização do dólar, o que na prática valorizaria as moedas do resto do mundo gerando aumento de competitividade para os Estados Unidos, fato esse que não era aceito por nenhum país.

Diante disso, o presidente norte-americano, Richard Nixon, em 15 de agosto de 1971, adotou um conjunto de medidas que compreendia: a suspensão da conversibilidade do dólar em ouro, anunciando que o país não venderia mais ouro para os bancos centrais estrangeiros por dólares; imposição de um imposto de 10% sobre as importações americanas, com o fim de forçar os parceiros comerciais dos Estados Unidos a valorizarem suas moedas em relação ao dólar; e redução de incentivos fiscais à aquisição de bens de capital produzidos internamente (Krugman & Obstfeld, 2001, p. 571).

2.6. O Desenvolvimento dos Eurodólares

O eurodólar originou-se nos depósitos em dólares, marcos e outras moedas fortes e conversíveis, feitos fora do país de origem. Segundo Lavagetti (2004, p. 40-41), a utilização de moeda estrangeira teve como antecedente a hiperinflação alemã de 1919-1923, quando a depreciação do marco originou a procura por dólares e libras como forma de proteger o valor aquisitivo da moeda. Entretanto sua principal característica, qual seja, a de moeda expatriada, só se consolidou entre o final dos anos 1940 e início dos anos 1950. Neste período, os países do bloco socialista temendo embargos de seus haveres pelos norte-americanos, e, ao mesmo tempo, necessitando manter reservas em dólares para seus compromissos externos, depositaram em bancos europeus suas receitas de exportação em dólares, iniciando um ciclo de expansão desse mercado. Em 1949, foi a vez do Governo Popular da China, que também temendo confiscos por parte dos norte-americanos efetuou um grande depósito em dólares junto à Banque

Commerciale pour l'Europe du Nord, um banco soviético sediado em Paris, e de endereço telegráfico eurobank, que aliás inspirou os economistas a usarem o termo eurodólares, por serem depósitos em dólares fora dos Estados Unidos. Essa prática foi seguida por diversos países socialistas, que passaram a disponibilizar suas receitas de exportação a esses depósitos em bancos estrangeiros, precavendo-se de riscos de confisco e de garantias para seus compromissos externos. Com a adesão de bancos e operadores de países ocidentais esse mercado se disseminou aumentando o poder de financiamento e empréstimos por parte do setor bancário, que podiam investir esse dinheiro expatriado da forma que achavam melhor, pois não seguiam restrições ou regulamentações dos seus países de origem.

O montante dos primeiros eurodólares não chamaram muita atenção, aliás esses depósitos eram insignificantes em relação a necessidade do mercado internacional, por isso bancos e banqueiros eram discretos em sua divulgação. Porém no final da década de 1950, o volume de eurodólares já excedia as necessidades de procura por produtos norte-americanos no comércio internacional, induzindo o mercado de empréstimos em eurodólares. Conforme Paul Einzig apud Saul (1991, p. 33-34):

“Durante anos, uma notável conspiração de silêncio manteve o mercado de eurodólares escondido dos economistas e de outros leitores da imprensa financeira (...) e quando passei a investigá-lo nos círculos bancários londrinos, vários banqueiros pediram-me encarecidamente que não escrevesse sobre o assunto”.

Londres tornou-se a principal praça desse mercado, por ter um sistema bancário eficiente e contar com tradição e perícia nas áreas de câmbio e de negócios internacionais. Segundo Lavagetti (2004, p. 42),

“No final dos anos de 1950, o mercado de eurodólares passou por forte expansão, sendo que suas operações triplicaram em volume de negócios no ano de 1959 e voltaram a duplicar-se em 1960, empurradas pelo surto de prosperidade européia e pelo crescimento e ampliação das operações das empresas multinacionais norte-americanas”.

Ainda segundo Lavagetti, um fator decisivo que intensificou a proliferação de operações financeiras no exterior foi o Tratado de Roma, em 1958, precursor ao

Mercado Europeu, que conferiu as 12 moedas européias pertencentes ao Acordo a conversibilidade ao dólar, e que passaram a ser aceitas internacionalmente. Conforme Lavagetti (2004, p. 42), “A conversibilidade das diversas moedas nacionais, e a possibilidade de virem a ser escrituralmente depositadas em praças no exterior, deu origem a uma grande reserva monetária em disponibilidade no mercado internacional”.

Os governos dos países onde operavam esses mercados, eram tolerantes em relação ao FED norte-americano, uma vez que os fluxos financeiros oriundos das exportações de capital eram contabilizados em seus balanços de pagamentos sob a forma de juros, dividendos e royalties. Entretanto, os bancos centrais europeus temiam que o processo de empréstimos e reempréstimos poderia multiplicar-se sem controle e vir a provocar crises financeiras. “Os riscos se tornariam crescentes à medida que as instituições financeiras nesses mercados não contassem com um ‘emprestador de última instância’, pelo menos ao modo em que estavam estruturados os mercados financeiros, com seus recursos e operações circunscritas aos mercados internos, na arquitetura engendrada em Bretton Woods” (Lavagetti, 2004, p. 43).

Entre 1963 e 1966, o governo norte-americano procurou estabelecer limites sobre os fluxos financeiros oriundos dos euromercados, tinham como maior problema o atrativo oferecido pelo mercado financeiro internacional que ofereciam empréstimos e financiamentos a taxas de juros mais favoráveis que as praticadas nos EUA. Segundo Lavagetti (2004, p. 43),

“Em 1963... foi lançado, pelo governo Kennedy, o ‘Imposto de Equalização de Juros’, que tornou mais cara a tomada de empréstimos no exterior para os bancos dos EUA. Embora a medida visasse a defesa dos termos de Bretton Woods, estabelecendo controles sobre fluxos de capitais externos, seus resultados práticos acabaram apontando em direção contrária, encorajando a tomada de empréstimos nos euromercados, inclusive por parte dos grandes bancos norte-americanos, Citibank, Bank of America, Chase e outros. Estes, no exterior conseguiram contornar com mais facilidade as restrições legais existentes em seu país. Em 1966, novas restrições sobre a taxa de juros nos EUA, desta vez no governo Johnson, igualmente referendaram esta tendência dos bancos americanos buscarem no exterior mais operações, emprestando e prestando serviços a seus clientes multinacionais”.

Diante da expansão dos negócios com eurodólares em Londres, e nas principais praças financeiras na década de 1960, novos mercados “off-shore¹²” começaram a surgir, dessa forma, além de Londres, Luxemburgo e Suíça, somaram-se, Hong Kong, Singapura, Bahamas, Ilha Grande Caymã e algumas ilhas do Caribe. Esses centros desregulamentados tinham como propósito a livre circulação dos eurodólares e para isso usavam como atrativos:

“1. Legislação bancária permissiva à circulação de capitais estrangeiros; 2. Sigilo bancário absoluto; 3. Regulamentação mínima para entrada e saída de fundos; 4. Impostos baixos; 5. Separação entre fluxos financeiros internacionais e o sistema financeiro local; 6. Estabilidade financeira e banco central efetivo; 7. Localização conveniente em termos de fuso horário” (Lavagetti, 2004, p. 44).

Com a expansão das praças que operam os euromercados, a concorrência entre os operadores inovou com a criação de novos modos operandi, surge aí os “eurobonds”, títulos isentos de tributação lançados por grandes bancos e empresas, operação essa que possibilitou às grandes empresas e corporações uma nova forma de captação de recursos, transformando-se em um dos principais instrumentos de financiamento nos mercados financeiros internacionais. Segundo Lavagetti (2004, p. 44-45) e Saul (1991, p. 34), o primeiro lançamento registrado desse tipo de título ocorreu em 1957, em Zurique, pela companhia petrolífera belga Petrofina, no valor de US\$ 5 milhões e, em 1963, negociou-se em Londres US\$ 15 milhões em títulos para financiar projetos rodoviários italianos, constituindo-se a maior operação até então.

Com o crescimento do volume de recursos financeiros e de operações nos euromercados, em empréstimos e negociação de títulos, surge em 1969, em Londres, uma nova modalidade de gestão financeira, consórcios de bancos¹³, que priorizavam

¹² Segundo Lavagetti (2004, p. 67), a expressão “off-shore” é utilizada para designar os abrigos fiscais onde são aplicadas alíquotas mínimas ou nulas às transações entre não residentes.

¹³ Segundo Saul (1991, p. 34-35): “uma nova figura surgiu na cena das operações bancárias internacionais durante essa década, o Banco de Consórcio Multinacional. Ele porporcionava aos grandes bancos americanos a vantagem de usufruírem da habilidade com o mercado e da perícia dos funcionários dos seus sócios; para os pequenos bancos, tratava-se de um modo de entrar no jogo monetário internacional. Para os bancos europeus, era mais uma questão de unir-se aos ‘invasores’, do que de combatê-los. O primeiro Banco de Consórcio Multinacional foi o Midland and International Bank, Ltd., o MIBL,

grandes empréstimos como o ocorrido ao Irã do Xá Reza Pavlevi de U\$ 80 milhões em 1969. Ainda neste ano, um consórcio bancário composto de 22 bancos concede um empréstimo de U\$ 200 milhões ao Banco da Itália, que enfreva uma crise econômica e fuga de capitais, operação essa que estabelecia um spread de 0,75% cima da taxa de juros de Londres, a Libor, que era revisada a cada seis meses de acordo com o mercado (Lavagetti, 2004, p. 45).

A expansão dos mercados de eurodólares, e a busca por mercados mais brandos que permitissem a livre movimentação de suas operações, ia contra os parâmetros estabelecidos em Bretton Woods, principalmente no que diz respeito aos controles de fluxos internacionais de capitais, nas palavras do presidente do Citibank, Walter Wriston:

“As fronteiras nacionais não são mais defensáveis contra a invasão de idéias ou dados financeiros. Os mercados de eurodólares constituem um exemplo perfeito disto. Ninguém os projetou, ninguém os autorizou e ninguém os controlou. Foram gerados pelos controles, criados pela tecnologia (comunicações) e hoje são refugiados, se quiserem, de tentativas nacionais de alocar crédito e capital por motivos que pouco ou nada tem a ver com finanças e economia” (Walter Wriston apud Lavagetti, 2004, p. 46).

A partir do final dos anos de 1960, os euromercados foram reforçados com uma grande quantidade de recursos provenientes do excesso de dólares gerados pelos déficits que o balanço de pagamentos norte-americano passou a ostentar.

Em 1971, o Governo Nixon decreta a inconvertibilidade do dólar pelo ouro, que se configura numa onda especulativa nos principais euromercados, com fortes valorizações no setores imobiliário e nos mercados de ações. Neste interim, os operadores dos euromercados criam outras modalidades de negócios com o fim de valorizar seus grandes volumes de recursos, conforme Lavagetti (2004, p. 47):

“A expansão mais agressiva dos negócios nos euromercados causaria a proliferação de ‘bancos de 2ª linha’, bancos de menor porte, mas bastante ‘agressivos’ em suas operações, notadamente nos mercados domésticos da

formado em 1964 pelos bancos Midland Bank, Toronto Dominion Bank e Commercial Bank of Australia. No início da década de setenta, já havia mais de sessenta BCMs funcionando”.

Inglaterra e dos EUA, enquanto os grandes bancos, por seu turno, passaram a especializar-se em operações de empréstimos no exterior, principalmente para os países do terceiro mundo. Aqueles tomadores mais promissores deste grupo foram cortejados por vários bancos internacionais, que lhes ofereciam empréstimos e serviços. Alguns destes países, principalmente aqueles cujas economias apresentavam altas taxas de crescimento, passaram a ser avaliados como ‘bom risco’, na medida que tinham, como contrapartida aos empréstimos, atividades econômicas em expansão e receitas cambiais crescentes”.

Saul (1991, p. 37), acrescenta que em meados dos anos de 1970 ocorreram outras duas inovações, que foram a criação de transferências interbancárias e empréstimos interbancários:

“Transferências interbancárias: os bancos transferem recursos para suas sucursais no exterior e aí realizam as operações de financiamento, fugindo, assim, aos impostos. Esta prática constitui uma expansão da base potencial dos eurodólares. Os próprios americanos estão, dessa maneira, incrementando o euromercado e alavancando-o rumo à maturidade.

Empréstimos interbancários: um banco toma empréstimo em outro e coloca esses recursos numa conta de eurodólares. Expande-se, assim, também, a base dos eurodólares”.

Desta forma, temos o que Saul chama de pirâmide de crédito, em que os bancos ficam vinculados uns aos outros, problemas e quebra de um banco podem significar um colapso de grandes proporções nos mercados financeiros internacionais. Entretanto suponha-se que exista uma certa maturidade nesse relacionamento interbancário, apesar da vulnerabilidade existente nessa relação, acredita-se que essa relação solidifica o sistema.

Podemos definir o mercado interbancário, como um meio para prover mais empréstimos a empresas, governos e auxiliar os bancos na captação de fundos destinados à manutenção de suas carteiras de empréstimos. A dependência de créditos, seja para financiamento de empresas ou saldar dívidas de governos impõe a possibilidade de que sempre haja recursos disponíveis a um certo preço, isso se viabiliza graças ao sistema de taxas de juros flutuantes, ajustadas periodicamente em função da

Libor (London Inter-Bank Offered Rate), taxa de juros referenciada pela taxa de manutenção dos depósitos de três ou de seis meses na praça de Londres, sendo que essas taxas variam de nome e forma, de acordo com os grandes centros financeiros que operam no mercado. Na prática, o operador do eurobanco pode oferecer um empréstimo a um valor superior ao que conseguiria via empréstimo interbancário e concomitantemente procurar os recursos para realizá-lo, ou seja empresta o que não tem lucrando com isso.

Nos anos de 1970, os euromercados tiveram uma injeção ainda maior de recursos. Três eventos marcaram de forma relevante essa década: o fim do sistema de Bretton Woods, a ascensão da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) e a consolidação dos paraísos fiscais.

Como vimos, a década de 1970 foi marcada por pressões especulativas, revertendo-se a partir de 1973, com o primeiro “choque do petróleo” cujos preços subiram muito deteriorando as contas externas de vários países importadores de petróleo. Essa reversão de expectativas nos mercados financeiros, segundo Lavagetti (2004, p. 47-48):

“(...) provocou forte queda nos preços dos mercados imobiliários e de ações, colocando em risco as instituições bancárias, principalmente as de menor porte. Esta situação foi agravada pelo endurecimento do crédito adotado pelos formuladores de política econômica dos principais países industrializados, revertendo a até então adotada política de juros baixos e crédito barato. O resultado foi a quebra de bancos menores, os supracitados ‘bancos de segunda linha’, nos mercados londrino e norte-americano. Estas quebras só não se generalizaram devido à intervenção dos bancos centrais, como o Banco da Inglaterra que, em 1974, formou um consórcio de bancos e levantou US\$ 3 bilhões para salvar 26 bancos de 2ª linha, evitando assim a generalização da crise”.

A partir de 1974, o mercado internacional começa a dar passos para a superação da crise de 1973, período em que começam a ser depositados os dólares obtidos pelos países produtores de petróleo no euromercado. A essa entrada de recursos se dá o nome de petrodólares, receita obtida através da elevação dos preços do petróleo. Tal injeção de recursos representa para os euromercados um patamar extraordinário de volumes

financeiros disponíveis para as instituições financeiras. Neste interim, uma nova expressão foi incorporada ao jargão das finanças internacionais, trata-se da reciclagem de petrodólares, utilizada para designar o seu processo de depósito e reempréstimo.

Tabela 2.4: Volume dos “excedentes” anuais da OPEP

Anos	US\$ bilhões
1973	7
1974	68
1975	85
1976	40
1977	30
1978	2
1979	68
1980	114
Total	414

Fonte: Howard M. Wachtel. Os mandarins do dinheiro. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1988 apud Saul (1991, p. 43).

Para os bancos, os petrodólares representaram um problema novo, as multinacionais não tinham capacidade para absorvê-los, e estava em curso uma recessão mundial, diante disso, os bancos resolveram financiar países subdesenvolvidos sob a forma de empréstimos diretos aos governos ou aos bancos centrais, ou ainda, a instituições de desenvolvimento garantidas pelo Estado. Para a América Latina, ainda sob os efeitos negativos da crise do aumento do petróleo, os petrodólares reciclados serviram para financiar seus projetos de industrialização ainda em processo. Devido ao choque do petróleo e a necessidade de vultuosos volumes de capitais externos para financiar a industrialização e pagar as contas externas, a América Latina se viu num ciclo de endividamento vultuoso.

Diante de tantos recursos disponíveis para financiamento e empréstimos os bancos supranacionais, na ânsia de empurrar logo essa vultuosa fortuna recém-adquirida, trataram de empurrar o dinheiro como podiam aos países subdesenvolvidos. Wachtel apud Saul (1991, p. 45) apresenta um depoimento de uma analista de crédito da época:

“Como analista de crédito interno, fui ensinado a obter, para cada empréstimo, uma garantia razoável sob a forma de bens, a não ser que os meios e a integridade do mutuário fossem impecáveis. Mas, quando passei a encarregado de empréstimos internacionais, disseram-me que esquecesse tudo isso e arranjasse um conjunto qualquer de motivos que satisfizesse a matriz, ainda que os empréstimos fossem tecnicamente ‘não segurados’.”

E, nas palavras de Wachtel apud Saul (1991, p. 45): “Uma vez que o desempenho do analista era ‘julgado pelo número de empréstimos que conseguia empurrar’ e não pela capacidade creditícia dos devedores, não admira que os bancos supranacionais tenham feito aos PMDs (*países menos desenvolvidos*) tantos empréstimos que hoje não podem ser amortizados (grifo nosso)”.

Para Moffitt (1984, p. 93), a expansão bancária ocorrida na década de 1970 reduziu as margens de lucros sobre os empréstimos de primeira linha e como alternativa: “Os bancos, por isso, saíram em busca de novos clientes a quem emprestar. Para muitos, a solução foi voltar a uma antiga prática bancária – a de financiar governos”.

Tabela 2.5: Os dez maiores bancos dos Estados Unidos: Percentagem de rendimentos internacionais nos rendimentos totais (1970-1981)

Bancos	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Citicorp	58,0	43,0	54,0	60,0	62,0	70,6	72,4	82,2	71,9	64,7	62,1	57,1
Chase Manhattan	22,0	29,0	34,0	39,0	47,0	64,5	78,0	64,9	53,3	46,9	49,1	55,7
Bank of America Corp.	15,0	19,0	21,0	24,0	29,0	54,7	46,7	43,0	34,4	37,5	43,9	55,0
Manufacturers Hanover Corp.	13,0	24,0	29,0	36,0	47,2	49,1	59,3	60,2	51,2	48,8	49,1	46,8
J.P. Morgan & Co., Inc.	25,0	28,9	35,0	45,9	45,0	60,2	46,1	47,9	50,8	52,2	57,6	62,7
Chemical N.Y. Corp.	10,0	17,0	14,2	18,5	34,0	41,6	41,1	38,8	42,0	31,7	38,4	34,3
Bankers Trust N.Y. Corp.	14,5	19,1	31,0	40,0	52,0	58,6	60,4	82,8	67,9	51,5	57,5	60,0
First Chicago Corp.	2,0	7,0	11,0	12,0	3,0	34,0	17,0	20,7	16,0	3,5	-	19,7
Continental Illinois Corp.	0,2	3,0	17,0	20,0	4,0	13,4	23,0	16,7	17,8	16,5	28,1	28,1
Security Pacific Corp.	0,4	2,0	5,0	12,0	16,0	12,0	6,9	11,2	16,6	11,0	12,9	25,4
Total	17,5	23,8	29,3	35,6	39,6	52,5	50,8	50,8	45,5	42,3	46,0	48,0

Fonte: Salomon Brothers apud Saul (1991, p. 50).

A tabela acima mostra que os rendimentos auferidos pelos bancos norte-americanos, entre 1970 e 1981 foram significativos. Constatou-se que em 1981, cinco dos dez maiores bancos dos EUA conseguiram mais de 50 por cento dos seus rendimentos totais de suas operações no exterior. Segundo Saul (1991, p. 51):

“Os dados apresentados são muito expressivos, e pode-se dizer que essa participação foi a ‘salvação’ de tais bancos, porque em termos de mercado interno a situação não foi absolutamente favorável, nesse período. Enquanto os lucros no exterior cresciam 33 por cento ao ano, as operações domésticas estavam estagnadas. Deste modo, eles tornaram-se literalmente dependentes de seus lucros no exterior (...) Ao final da década de setenta, a participação desses bancos americanos no resto do mundo declinou; passou de 45 por cento, em 1974, a 33 por cento, em 1980-81. Isto deveu-se ao fato de que bancos supranacionais de outros países também se expandiram na Europa e no Japão, ali consolidando posições, principalmente os japoneses”.

Surpreendentemente, em 1989, dos dez maiores bancos do mundo figuram nove japoneses, como mostra a Tabela, a seguir.

Tabela 2.6: Os dez maiores bancos do mundo (valores em US\$ bilhões)

Bancos	País	Ativos	Depósitos
1. Dai-Ichi Kanoyo Bank	Japão	379,3	283,2
2. Sumitomo	Japão	363,2	268,0
3. Fuji-Bank	Japão	360,5	258,6
4. Mitsubishi	Japão	349,0	251,1
5. Sanwa Bank	Japão	330,7	246,6
6. Indus. Bank of Japan	Japão	272,9	216,6
7. Norinchukin Bank	Japão	235,9	214,3
8. Tokai Bank	Japão	227,6	172,1
9. Mitsui Bank	Japão	211,4	152,7
10. Crédit Agricole	França	210,6	167,1

Fonte: Fortune e Folha de S. Paulo (02.11.89) apud Saul (1991, p. 53).

Uma das características da década de 1990 é a globalização da atividade bancária, em que diversos bancos lançam-se para fora de seus países em direção aos

centros financeiros internacionais. Denomina-se atividade bancária *offshore*, termo usado para descrever os negócios que os escritórios internacionais dos bancos conduzem fora de seus países de origem. Segundo Krugman & Obstfeld (2001, p. 667), os bancos podem conduzir seus negócios internacionais por meio de qualquer um dos três tipos de instituições seguintes:

- “1. Uma *agência* localizada no exterior, que organiza os fundos de empréstimos e de transferências, mas não aceita depósitos.
2. Um banco *subsidiário* localizado no exterior. Um subsidiário de um banco estrangeiro difere de um banco local apenas porque o banco estrangeiro detém o controle. Os subsidiários estão sujeitos às regulamentações do país de origem do banco.
3. Uma *filial* estrangeira, que é simplesmente um escritório do banco em outro país. As filiais fazem os mesmos negócios dos bancos locais e estão normalmente sujeitas às regulamentações locais e dos países de origem. Porém, quase sempre as filiais podem ter vantagens por causa das diferenças das regulamentações entre as fronteiras.”

O crescimento rápido da atividade bancária *offshore* e da negociação de divisas foi motivado graças ao crescimento do comércio internacional e a natureza crescentemente multinacional da atividade das empresas. Segundo Krugman & Obstfeld (2001, p. 667):

“As empresas norte-americanas envolvidas no comércio internacional, por exemplo, necessitam de serviços financeiros internacionais, e os bancos norte-americanos têm expandido naturalmente seus negócios internos com essas firmas em áreas estrangeiras. Ao oferecer compensação mais rápida para os pagamentos e a flexibilidade e confiança estabelecidas em negociações anteriores, os bancos dos Estados Unidos competem com os bancos estrangeiros que também poderiam servir aos clientes norte-americanos”.

Tabela 2.7: Crescimento dos euromercados (em bilhões de dólares)

Ano	Dimensão bruta	Dimensão Líquida	Eurodólares em porcentagem (bruta)	Massa monetária dos EUA (M2)
1973	315	160	74	861
1974	395	220	76	908
1975	485	255	78	1.023
1976	595	320	80	1.164
1977	740	390	76	1.287
1978	950	495	74	1.389
1979	1.235	590	72	1.500
1980	1.525	730	75	1.633
1981	1.954	1.018	79	1.796
1982	2.168	1.152	80	1.954
1983	2.278	1.237	81	2.185
1984	2.386	1.277	82	2.363
1985	2.846	1.480	75	2.563
1986	3.683	1.833	72	2.808
1987	4.509	2.221	66	2.901
1988 (março)	4.561	2.227	67	2.966
Taxa média (%)	20,6	20,3	-	9,1

Fontes: Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets e Economic Report of the President* (1989), e Levich (1990). (Chesnais, 1996, p. 253).

Segundo Chesnais (1996, p. 253), “Em 1952, o mercado de eurodólares movimentava aproximadamente 2 bilhões de dólares; em 1960, em valores líquidos, ainda não ultrapassava 4,5 bilhões”. De acordo com a tabela acima, podemos ver que este valor às vésperas da alta no preço do petróleo em 1973, sobe para US\$ 160 bilhões, dobrando em 1976 e crescendo continuamente chegando a impressionante marca de US\$ 1.018 trilhão em 1981. Já no início da década de 1990, Krugman & Obstfeld (2001, p. 668), acrescenta que,

“(…) o tamanho do mercado de euromoedas estava em torno de US\$ 8 trilhões. Esse número é o saldo total de exigibilidades em depósitos bancários denominados em moedas estrangeiras. Aproximadamente 60% daqueles depósitos eram mantidos por instituições privadas não bancárias ou por instituições monetárias oficiais, principalmente bancos centrais. O restante eram depósitos interbancários, mantidos por outros bancos. O componente de eurodólares no mercado é o maior. Aproximadamente 45% do mercado de euromoedas é denominado em dólares”.

2.7. O Atual Sistema ou “Não-sistema”

A partir do pronunciamento de Nixon, em 1971, teve início uma série de negociações destinadas a reconstruir o Sistema Monetário Internacional. A primeira das negociações foi realizada no Instituto Smithsonian, em Washington, em dezembro de 1971 e ocorreu no âmbito do G-10 (as dez principais moedas do mundo). O objetivo da reunião era: restaurar o equilíbrio do sistema, promovendo ajustes de taxas de câmbio em bases multilaterais que foram brevemente simuladas por técnicos do FMI e OCDE; comprometimento de eliminação de sobretaxas de importações pelos Estados Unidos em troca de uma valorização das outras nove moedas, o que significou na prática uma desvalorização do dólar; e ampliação dos limites de flutuações cambiais estabelecidas em Bretton Woods, que era de 1% e passou para 2,25%, elevando o preço do dólar de US\$ 35/onça para US\$ 38/onça.

Contudo, esta nova faixa de variação das taxas de câmbio era um problema para os países europeus que aceitaram o acordo até dezembro de 1972, quando então os países membros da Comunidade Econômica Européia (CEE) decidiram que,

“... em vista do fim da paridade-ouro do dólar e da desconfiança crescente em relação ao Acordo Smithsonian – manter a paridade de suas moedas variando em limites inferiores (+/- 2,25 por cento) aos limites estabelecidos pelo Acordo Smithsonian para as variações das diversas moedas em relação ao dólar (+/- 4,5 por cento). Essa medida levou a uma flutuação coordenada das moedas européias, que se tornou conhecida como ‘a serpente européia’” (Gonçalves et al, 1998, p. 295).

A preocupação dos países da CEE era de reduzir a margem de variação de suas moedas para evitar desequilíbrios em suas transações. Em 24 de abril de 1972, surge a serpente europeia que estabelecia que: as intervenções dos bancos centrais deviam ser feitas nas margens; nos confrontos da flutuação conjunta devia-se usar moedas comuns; na regularização das dívidas externas, quando não se disponha de moeda dos países credores, deve-se fazer-se com recurso às suas reservas, transferindo quotas de ouro, de DES e de dólares, conforme as proporções em que estes componentes estão presentes em suas reservas (Bortolani, 1981, p. 44-45).

Em 1972, a Inglaterra passou a apresentar sinais de desequilíbrio em suas contas correntes, levando ao desligamento de sua moeda, a libra esterlina, da serpente europeia e do Acordo Smithsonian. A partir desse momento, a libra adotava o câmbio flutuante, em que o valor era estabelecido pelo mercado. Essas medidas foram adotadas por outras moedas na percepção de que o dólar poderia voltar a ser desvalorizado, ao mesmo tempo em que percebiam que Alemanha e Japão, países superavitários, acumulavam reservas desproporcionalmente ao seu equilíbrio. Essas expectativas foram concretizadas em 1973, “quando os países membros da Comunidade Econômica Europeia passaram a adotar uma flutuação conjunta, enquanto Canadá, Japão e Suíça seguiram adotando regimes de taxas flexíveis” (Gonçalves et al, 1998, p. 293).

Neste contexto, em fevereiro de 1973, ocorre um ataque especulativo sobre o dólar e o mercado de câmbio é suspenso até que os americanos e seus principais parceiros comerciais negociassem medidas de apoio ao dólar. Nesta ocasião foi decidido uma desvalorização de 10% do dólar, mas a cada reabertura do mercado de câmbio surgia uma nova especulação. Em 1 de março de 1973, os bancos centrais europeus compram US\$ 3,6 bilhões para evitar apreciação de sua moedas condicionando a suspensão do mercado de câmbio até 19 de março, quando reabriu, as moedas do Japão e de vários países europeus flutuavam em relação ao dólar (Krugman & Obstfeld, 2001, p. 572).

O fim do Sistema de Bretton Woods se caracteriza pela expressão “não-sistema” e se refere ao fato de que as relações monetárias internacionais não são mais governadas por regras ou entendimento envolvendo ajustes cambiais ou criação de liquidez internacional para prover ajuda a países com dificuldades em suas contas correntes. “O

‘não-sistema’ resultante dessa liberalidade permite maior liberdade de atuação aos agentes em distintos países, ao mesmo tempo em que não dá garantias em relação aos preços (sobretudo taxas de câmbio) futuros” (Gonçalves et al, 1998, p. 307).

2.7.1. Os Anos Dourados do Capitalismo

No período entre 1945 a 1970, sob os Acordos de Bretton Woods, o capitalismo vivenciou a mais longa prosperidade de sua história. Em todas as economias capitalistas desenvolvidas ou não, a produção cresceu continuamente sob o pleno emprego. Esse crescimento foi estimulado por uma redistribuição da renda favorável aos trabalhadores e pela criação de novos produtos de consumo. A redistribuição da renda, “resultou de um novo equilíbrio de forças entre capital e trabalho. Com a derrota do nazi-fascismo na guerra, houve um fortalecimento, em todos os países adiantados, das forças democráticas e populares e mais particularmente dos sindicatos, que se tornaram capazes de conquistar aumentos salariais mais ou menos proporcionais ao aumento da produtividade do trabalho” (Singer, 1993, p. 54). Em vários países capitalistas a redistribuição de renda também ocorreu via gastos públicos em saúde, educação e previdência social.

“A acumulação do capital foi mantida em nível elevado pela expansão tanto do consumo privado como do gasto público. Esta feliz conjunção foi possibilitada por extensa e variada inovação tecnológica, que frutificou em diversificada gama de novos produtos e em intensa mudança de processos produtivos, que ocasionaram grande aumento da produtividade do trabalho. O crescimento da produtividade permitiu conciliar elevação de salários, de receita tributária e de lucros, compatibilizando expansão do consumo privado, do dispêndio público e da acumulação de capital (Singer, 1993, p. 55).

Os países industrializados tiveram um crescimento rápido e duradouro entre o pós-guerra até o início dos anos 1970. Plihon explica essa prosperidade econômica através de três aspectos:

“a relação salarial ‘fordista’, que se traduziu por uma rápida e regular evolução dos salários, com base num compromisso capital-trabalho que

organizou a divisão dos ganhos de produtividade provenientes da organização científica do trabalho; as políticas de estabilização macroeconômica, de inspiração keynesiana, destinadas a assegurar uma progressão regular da demanda direcionada às empresas; os sistemas financeiros administrados, que viabilizaram o financiamento da acumulação do capital por endividamento bancário a taxas de juros baixas e controladas pelas autoridades monetárias” (Plihon, 1999, p. 98).

Neste período, o sistema capitalista se desenvolveu graças à abundância de crédito disponível para os investimentos na maioria dos países capitalistas. Foi um período em que o Estado investiu, principalmente, em infra-estrutura para atender as demandas das classes operárias e das empresas, implementando serviços de energia, transportes e comunicações. Neste período, o Estado apoiava os investimentos através de créditos a juros baixos, subsídios e fomento público de atividades consideradas prioritárias ao desenvolvimento da nação. A política de gastos públicos permitiu a expansão do capital e das empresas multinacionais, sendo um dos fatores que explicam a ausência de crises e depressões neste período.

“Os aumentos generosos de salários, proporcionais ao crescimento da produtividade do trabalho, levaram a uma expansão perene da demanda de consumo, enquanto as políticas estatais de apoio à acumulação expandiam a demanda pelos meios de produção. A intensa inovação tecnológica acarretou amplo obsolescimento do equipamento já instalado, acelerando a renovação do capital fixo e impedindo a aparição de um ciclo de reposição do mesmo” (Singer, 1993, p. 56).

A fase do bom funcionamento da regulação fordista ocorreu no período entre o fim da Segunda Guerra Mundial até o término do sistema de Bretton Woods. Neste período, “as relações políticas entre as classes sociais e o grau de efetiva soberania que os governos possuem asseguram o respeito das multinacionais a certas convenções e formas de relacionamento correspondente à relação salarial ‘fordista’, bem com sua colaboração visando a certos objetivos de política econômica nacional” (Chesnais, 1996, p. 298).

2.7.2. Crise do Capitalismo

A prosperidade do pós-guerra começou a ser interrompida a partir do final dos anos 1960, pela redução das taxas de lucro empresariais nos países industrializados, devido, em parte, à queda na produtividade do trabalho causada pelas revoluções sociais e a ascensão do poder dos sindicatos num contexto de pleno emprego.

“Esta diminuição está ligada à crescente insatisfação com as condições de trabalho, por parte de um operariado recrutado não mais das lavras de imigrantes rurais (...) mas dos que terminam cursos de nível médio e não se conformam facilmente com a execução de tarefas repetitivas e maçantes, ainda que bem pagas. Além disso, o aumento da produtividade tinha sido obtido, em boa parte, pela intensificação do ritmo do trabalho, tornando-o mais extenuante. (...) as tentativas de continuar aumentando a produtividade por essa via passava a encontrar crescente resistência, que tornava a forma de aumentos das faltas ao serviço, de contínuas mudanças de emprego e de ondas de greves ‘selvagens’, isto é, não autorizadas pelos sindicatos. As empresas e as direções sindicais tentavam apaziguar os trabalhadores, concedendo-lhes melhorias salariais, mas sem grande êxito. Os salários passaram a crescer mais do que a produtividade do trabalho, acarretando elevação dos custos de produção e portanto reduzindo os lucros” (Singer, 1993, p. 56-57).

Diante dessa diminuição de lucros, só restava às empresas reagir de duas formas: aumentando os preços dos produtos ou transferindo suas linhas de produção para países em desenvolvimento com alguma base industrial, mas cuja mão-de-obra ainda era barata e disciplinada como na época o Brasil, México, Coréia do Sul, Taiwan etc. (Singer, 1993, p. 57). Ocorre que ambas as reações eram negativas sobre a balança comercial dos países industrializados, sobretudo dos americanos que contavam com salários muito altos tornando seus produtos caros. Com isso, suas exportações foram caindo, ao passo que aumentava a importação de mercadorias produzidas em outros países, inclusive por multinacionais americanas.

Neste contexto, o baixo custo de produção em outros países viabilizou a expansão das multinacionais americanas em prejuízo do trabalhador nacional. No entanto, os Estados Unidos tentou evitar esta tendência, colocando barreiras à

exportação de capital, mas isso não evitou a fuga de capitais. As multinacionais contornaram as barreiras governamentais, depositando as receitas de suas subsidiárias no exterior no chamado “euromercado”, um mercado internacional de capitais livre de regulamentação. Dessa forma, o capitalista, tornado multinacional, encontrou no euromercado uma forma de driblar à ação governamental, quando não lhe é interessante (Singer, 1993, p. 58-59).

Dessa forma, a impossibilidade de segurar os capitais das multinacionais, aliado ao baixo lucro empresarial e a elevação dos salários fizeram com que os preços dos produtos internos se elevassem aumentando a inflação.

Em outubro de 1973, inicia-se uma crise do petróleo devido à guerra entre Israel e os países árabes gerando aumentos no preço do barril desse produto. Esses aumentos foram patrocinados pela Organização dos Países Exportadores de Pétroleo (OPEP) que decidiram quadruplicar o preço do barril que era de US\$ 3, antes da guerra passando para US\$ 12 em março de 1974. Como resultado, esse aumento levou à ocorrência de grandes déficits comerciais nos países importadores de petróleo e, superávits nos países exportadores (Krugman & Obstfeld, 2001, p. 591). Esse desequilíbrio gerou uma recessão em vários países industrializados e a constituição de um aumento de liquidez nos bancos centrais europeus como fruto da entrada de petrodólares.

Diante desses aumentos, os preços dos derivados do petróleo e os custos das indústrias usuárias desses produtos se elevaram, aumentando a inflação em muitos países dependentes do petróleo. Além disso, as pressões inflacionárias mundiais desde o final dos anos 60 favoreceram o processo de ajuste dos salários com conseqüências no aumento do preços das mercadorias e, por conseguinte mais inflação.

Tabela 2.8: Taxas de inflação nos principais países industrializados, 1973-1980 (% ao ano)

País	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Estados Unidos	6,2	11,1	9,1	5,7	6,5	7,6	11,3	13,5
Inglaterra	9,2	16,0	24,2	16,5	15,8	8,3	13,4	18,0
Canadá	7,6	10,9	10,8	7,5	8,0	8,9	9,2	10,2
França	7,3	13,7	11,8	9,6	9,4	9,1	10,8	13,6
Alemanha	6,9	7,0	6,0	4,5	3,7	2,7	4,1	5,5
Itália	10,8	19,1	17,0	16,8	17,0	12,1	14,8	21,2
Japão	11,7	24,5	11,8	9,3	8,1	3,8	3,6	8,0

Fonte: Organization for Economic Cooperation and Development. *Economic Outlook: Historical Statistics, 1960-1986*. Paris: OECD, 1987. Os valores são aumentos percentuais anuais do índice de preços médio ao consumidor sobre o índice de preços médio ao consumidor do ano anterior (Krugman & Obstfeld, 2001, p. 592).

Entre 1974-1975, a economia mundial conviveu com uma combinação de estagnação da produção e inflação elevada que foi intitulado como estagflação. A estagflação foi o resultado de dois fatores: “aumentos nos preços dos produtos que aumentaram diretamente a inflação enquanto ao mesmo tempo diminuía a demanda e a oferta agregadas; expectativas de inflação futura que comprometiam os salários e outros preços, a despeito da recessão e do desemprego crescente” (Krugman & Obstfeld, 2001, p. 592).

Em 1976, o dólar é depreciado gerando desconfiança nos investidores internacionais quanto ao futuro dessa moeda, tendo em vista a enorme inflação vigente nos Estados Unidos. Para restabelecer a confiança no dólar, Paul A. Volcker, em 1979, é nomeado para a presidência do Federal Reserve Board. Seu objetivo é conter a inflação e valorizar o dólar.

“Em 1979, quando Volcker decretou a ‘nova supremacia’ do dólar, o sistema monetário e financeiro internacional foi posto de cabeça para baixo. Submetido a ‘tratamento de choque’, o dólar, que estava em processo de desvalorização acelerada, começou a valorizar-se. E os Estados Unidos mergulharam em sua maior crise econômica do pós-guerra. A crise dos

Estados Unidos transformou-se, então, numa crise econômica internacional. Elevadas taxas reais de juros e a queda nos preços das *commodities*, por sua vez, detonaram a crise das dívidas. O dólar continuou a valorizar-se e a inflação começou a ceder” (Kilsztajn, 1989, p. 98).

Alia-se a isto o fato de que, em 1979, há uma suspensão das exportações do petróleo do Irã devido a queda do Xá (líder) deste país. Isso levou a um novo aumento dos preços do petróleo internacional subindo de US\$ 13 o barril, em 1978, para aproximadamente US\$ 32 em 1980 (Krugman & Obstfeld, 2001, p. 594). Com isso, todos os países dependentes do petróleo tiveram acentuadas as taxas de inflação juntamente com uma redução de crescimento.

Tabela 2.9: Crescimento econômico e inflação nos principais países industrializados.

Taxa média de crescimento anual em % para o conjunto dos países do G-7^a

	1970-1979	1980-1989	1990-1995
Crescimento do PIB	3,6	2,8	2,0
Alta dos preços ^b	10,7	5,1	3,3

^a Estados Unidos, Japão, Alemanha, França, Itália, Reino Unido, Canadá.

^b Deflatores do consumo familiar.

Fonte: Contas nacionais da OCDE. (Plihon, 1999, p. 100)

Com a vitória de Ronald Reagan nos Estados Unidos e Margaret Thatcher na Inglaterra, altera-se a prioridade da política econômica internacional em favor dos liberais. Juntos decidem que as instituições dominantes seriam os mercados financeiros e que todas as formas de controle de movimentação de capital financeiro deveriam ser suprimidas.

“As medidas tomadas a partir de 1979 acabaram com o controle dos movimentos de capitais em relação ao exterior (entradas e saídas), ou seja, liberalizaram, melhor dizendo, escancararam os sistemas financeiros nacionais” (Chesnais, 1996, p. 258).

Desta forma, o ano de 1979 marca uma guinada determinante nas instituições criadas em Bretton Woods. Liderados pelos Estados Unidos, o grupo dos cinco países mais industrializados do mundo (G5) reunidos em Tóquio, elegem o combate à inflação como prioridade das políticas econômicas nacionais. A partir de então, monetarismo e liberalismo substituem as práticas de política de inspiração keynesiana, a qual é ancorada no pleno emprego e na estabilidade dos preços (Plihon, 1999, p. 99-100).

Em nome da estabilidade monetária, a relação salarial “fordista¹⁴”, foi trocada por um modo de regulação salarial concorrencial. Tal medida ajudou no processo de desinflação, principalmente nos Estados Unidos, Grã-Bretanha e França. Entretanto, o abandono das políticas macroeconômicas de inspiração keynesiana e da relação salarial fordista teve importantes repercussões sobre a dinâmica das economias capitalistas. “Em particular, o abandono das políticas públicas de estabilização e das políticas de altas salariais regulares e gerais reduziu a previsibilidade da demanda direcionada às empresas. As empresas e os assalariados encontraram-se em um contexto de incerteza crescente quanto aos seus rendimentos futuros. Isso resultou na instabilidade do investimento e do crescimento” (Plihon, 1999, p. 101).

Nota-se que as políticas restritivas adotadas por vários países alcançaram seu principal objetivo, que era reduzir a inflação e conter a alta dos preços ao consumidor. Conforme a Tabela 2.9, nos países do G-7, a inflação anual passou de 10,7%, na década de 1970/1979, para apenas 3,3% em 1980/1995. Porém, em detrimento a redução da inflação, o acirramento das políticas monetárias desencadeou um aumento brutal das taxas de juros nominais em todos os países do mundo (ver Tabela 2.10). “Isso resultou em altas taxas de juros reais, que se mantiveram em níveis recordes desde o início dos anos 80” (Plihon, 1999, p. 101).

¹⁴ Compromisso do capital-trabalho em regular a evolução salarial de acordo com ganhos de produtividade provenientes da organização científica do trabalho (Plihon, 1999, p. 98).

Tabela 2.10: Evolução das taxas de juros reais de longo prazo (taxas anuais médias, em %)

	1960-69	1970-79	1980-89	1990	1991	1992	1993	1994
França	1,5	-0,5	6,8	8,2	7,1	7,6	5,2	5,7
Estados Unidos	1,1	-0,3	6,5	5,8	5,7	5,0	3,4	3,9
Alemanha	2,5	3,2	4,9	3,3	4,6	5,6	4,5	4,7
Itália	0,4	-6,1	5,3	9,1	8,8	10,6	8,4	7,2
Reino Unido	1,7	-3,0	5,8	7,5	6,7	6,9	5,1	5,6
Japão	1,2	-0,1	5,2	5,4	5,4	4,7	3,7	3,8
Média do G-7	0,8	-0,5	6,0	6,2	6,1	5,9	4,3	4,6

Definição: taxa de juros reais *ex post*, obtida em função da diferença entre as taxas de juros de longo prazo sobre os títulos públicos e as antecipações da inflação *ex post*, medidas pela inflação observada *a posteriori*, sobre os dois anos seguintes. Fonte: OCDE, estatísticas financeiras (Plihon, 1999, p. 102).

A evolução das taxas de juros foi acompanhada por uma acentuada queda no crescimento econômico nos países industrializados. Como visto na Tabela 2.9, a taxa de crescimento média anual do PIB, passou de +3,6%, durante a década de 1970, para +2,8%, na década de 1980, para somente +2,0% em 1990/1995. Essa desaceleração da economia teve como consequência o aumento do número de desempregados que foi maior na Comunidade Européia, onde as políticas econômicas foram as mais restritivas.

Tabela 2.11: O crescimento do desemprego (em %, da população ativa)

	1970-1979	1980-1989	1990-1995
Europa dos 15	3,7	8,8	9,5
Estados Unidos	6,2	7,3	6,4
Japão	1,7	2,5	2,5

Fonte: *Communautés Européennes* (Plihon, 1999, p. 102).

Observa-se na Tabela 2.11, que entre os países industrializados, os países membros da CEE tiveram as maiores taxas de desemprego, seguidos do Estados Unidos e Japão. A média de desemprego dos países da CEE passou de 3,7% na década de 70, para 8,8% na década de 80 e 9,5% no período de 1990-1995.

A elevação das taxas de juros, se por um lado, ajudou a reduzir a inflação, por outro, aumentou a dívida pública nos países industrializados. A média das taxas de juros reais aplicadas aos países do G-7, entre 1980-1989 era de 6%, valor bem superior às taxas de crescimento deste período que foi de 2,8%, significando que os encargos de juros sobre a dívida pública cresceram mais que as receitas.

A década de 80 é marcada pela deterioração das finanças públicas nos grandes países industrializados. “O déficit médio dos países do G-7 passou de -2,1% do PIB, durante a década de 1970, para -3,6%, em 1990/95, e, conseqüentemente, o peso da dívida pública também cresceu fortemente, para atingir 64,3% do PIB, em média, em 1990/95” (Plihon, 1999, p. 103).

Desde meados da década de 1970, o aumento da dívida pública passou a ser uma constante na economia americana, e, posteriormente em muitos outros países. Nos Estados Unidos, a soma das dívidas públicas, das empresas e das famílias (crédito ao consumidor, *leasing* etc) passaram de US\$ 1,9 trilhão em 1970 para US\$ 4 trilhões em 1978. Sendo um dos motivos do desenvolvimento dos euromercados, precursor dos mercados financeiros atuais. Para Chesnais (1996, p. 251),

“Os euromercados internacionalizaram a economia de endividamento, verdadeiro câncer da economia mundial. Sua formação é o primeiro passo, sem dúvida o mais decisivo, de um processo que colocou, primeiro os países do Terceiro Mundo, e hoje o sistema mundial como tal, à mercê do capital rentista”.

3. Globalização

A globalização pode ser definida como uma fase específica da economia em que as atividades das empresas, os fluxos comerciais e o sistema financeiro adquirem um caráter mundial, isso tudo se reflete na forma como o sistema econômico é conduzido atualmente. O capitalismo contemporâneo tem como característica imanente a intensa circulação do capital, no qual há uma livre movimentação dos mercados de bens, de serviços e principalmente de capitais.

Faz-se necessário frisar que a globalização não é apenas uma consequência de uma nova forma de produzir, ou seja, ela não pode ser vista apenas como algo implementado naturalmente pelo sistema capitalista. A globalização reflete um processo de transformações ocorridas na base de grandes potências, não se tratando de um processo oriundo apenas do progresso técnico ou da evolução competitiva dos mercados. Na verdade a globalização tem uma origem mais complexa, pois envolve inúmeras dimensões econômicas e não-econômicas, ela é consequência de mudanças política, cultural e econômica que surgem a partir de decisões de grandes empresas, dos bancos mundiais, e de poucos governos nacionais.

Entretanto, para alguns autores, a globalização é uma forma que o grande capital encontrou para ampliar o espaço das transnacionais, especialmente nos países da periferia, bem como uma maneira de reduzir os espaços de soberania desses Estados Nacionais. Reforçando esses argumentos, Souza cita uma frase conhecida de John Kenneth Galbraith sobre a globalização e complementa com um pronunciamento do ex-secretário de Estado dos Estados Unidos, Henry Kissinger. Diz Galbraith:

“Globalização é um termo que nós, americanos, inventamos para dissimular nossa política de avanço econômico em outros países e para tornar

respeitáveis os movimentos especulativos do capital”. E completa Kissinger: “O desafio básico do que se chama de globalização é na verdade outro nome para a posição dominante dos Estados Unidos”. (Souza, 2001, p. 121)

3.1. Globalização Financeira

A globalização financeira é um processo que está ligado à internacionalização da produção. Os agentes financeiros, que nos países centrais já estavam ligados aos trustes e cartéis, seguiram o caminho das corporações transnacionais em busca de valorização além das fronteiras nacionais. Internacionalizaram suas atividades, facilitadas pelo fato de que as corporações produtivas necessitavam de instituições financeiras sólidas que fossem flexíveis para atuar em escala mundial.

O sistema financeiro internacional atualmente é caracterizado por uma elevada integração entre os mercados financeiros domésticos, englobando tanto países centrais quanto periféricos. Na medida em que esses mercados se apresentem desregulamentados, a livre movimentação dos fluxos financeiros entre as nações constitui um elemento de instabilidade na economia mundial. Esse quadro sugestivo das finanças mundiais resultou de um longo processo de desenvolvimento, cujo início se deve às modificações ocorridas no sistema financeiro americano ao longo dos anos de 1960.

Chesnais (1998, p. 23-31) distingue três etapas do processo de mudanças ocorridas no sistema financeiro mundial. A primeira etapa (1960-1979), caracterizou-se pela coexistência de sistemas monetários nacionais fechados com uma internacionalização financeira limitada, na medida em que se restringia aos mercados de eurodólares.

O fim da Segunda Guerra Mundial exigiu dos Estados Unidos, maior potência mundial, a garantia da expansão da liquidez internacional como forma de sustentar o comércio e o crescimento mundial. No primeiro momento, essa liquidez se deu através do Plano Marshall e por gastos militares e, em seguida, pelo surgimento e expansão do euromercado e dos centros financeiros *off-shore*, como resposta às restrições impostas pelo governo americano aos fluxos de capitais em meados da década de 1960. Esses capitais expatriados possibilitaram a constituição de um mercado financeiro

internacional à margem da regulação dos países. O euromercado coexistiu, neste período, com sistemas monetários e financeiros nacionais fechados e regulamentados.

Durante a década de 1960, o volume de dólares que circulava no mundo ampliou-se, de modo que a sua paridade com o ouro ficava cada vez mais difícil de ser sustentada, assim começaram a surgir ataques cambiais especulativos, que virão a destruir o sistema de Bretton Woods. Com o fim do sistema, foi adotado o regime de câmbio flexível em 1973, ponto de partida para uma instabilidade cambial e monetária. Verifica-se neste período uma maior movimentação dos capitais de curto prazo entre os países, isso se deve em consequência da crise do padrão de acumulação vigente no pós-guerra que inibia em parte a valorização do capital produtivo. Podemos dizer que o mercado cambial foi o precursor do processo de desregulamentação pós Bretton Woods (Chesnais, 1998, p. 25).

Outros fatores que originaram a expansão dos euromercados foram os baixos juros americanos que incentivaram o deslocamento dos fluxos de capitais dos EUA, principalmente para a Europa, e a reciclagem dos petrodólares que deu origem aos empréstimos aos governos do Terceiro Mundo, sobretudo para a América Latina.

Surgiu nesse período o mercado de derivativos sobre moeda, tendo como objetivo realizar a cobertura cambial sobre a volatilidade das cotações, mecanismo também desenvolvido para as taxas de juros.

A segunda etapa (1980-1985) foi marcada pela implementação nos EUA das políticas de desregulamentação e liberalização financeira, pelo processo de securitização da dívida pública e pela gênese das finanças diretas, que vieram a ser adotadas nos anos seguintes por outros países centrais.

As medidas tomadas a partir de 1979 puseram fim ao controle de capitais com o exterior, abriu-se o mercado de títulos da dívida e outros títulos do tesouro americano para o mercado internacional. A mercadorização dos títulos públicos deu início a uma era de juros reais positivos e de flutuações cambiais, aumento do dólar, com intenção de atrair capital. Esse aumento das taxas de juros americanas contribuiu para a ampliação do déficit público, graças ao aumento do custo financeiro, já a valorização do dólar afetou negativamente a balança comercial, motivo que condicionou aos norte-

americanos a partir de 1982, a necessidade de cobrir déficits nas transações correntes, passando da condição de exportador de capital para importador de capital. Houve grande crescimento da dívida pública americana, cujo serviço da dívida passou de 12,7% em 1980 para 20,1% em 1990 (Chesnais, 1998, p. 27-28). Os mercados de títulos públicos tornaram-se importantes componentes dos mercados financeiros mundiais, atraindo cerca de 30% dos ativos financeiros mundiais em busca de maiores rendimentos.

Com as elevadas taxas de juros, houve encarecimento do crédito, as corporações perceberam que se emitissem títulos de dívidas e os negociassem no mercado internacional poderiam obter crédito mais barato, uma vez que ocorriam à margem do processo de intermediação financeira (Corrêa, 1995).

Outros atores importantes na expansão do mercado de capitais foram os bancos comerciais que, além do aumento progressivo dos investimentos em títulos, passaram a securitizar uma parte significativa de seus empréstimos, principalmente os voltados a países em desenvolvimento, com o objetivo de dividir o risco e aumentar o giro do capital.

Por fim, a terceira etapa (1986-1995) caracterizou-se pela desregulamentação dos mercados acionários dos países centrais e a incorporação das praças financeiras dos países emergentes ao processo de globalização.

Nesse período, ocorreram uma sucessão de crises financeiras, começando pelo *crash* das bolsas de 1987 e pela eclosão em 1989, de uma bolha especulativa nos mercados imobiliários e de securities. Além dessas crises da década de 1980, outras aconteceram na década de 1990, como a crise mexicana em 1994, a crise asiática em 1997, as crises cambiais na Rússia, no Brasil e na Argentina em 1998, e a bolha do ponto.com, em 2001, empresas americanas ligadas à internet. Um fato em comum é que todas essas crises aconteceram depois da abertura e desregulamentação financeira nesses países, além disso todas foram marcadas pelo caráter altamente especulativo, com o preço dos ativos subindo mais do que a lucratividade das empresas.

Quadro 3.1
Etapas das finanças de mercado mundializadas segundo Chesnais:
caracterização geral e medidas de maior destaque

1960-1979	1980-1985	1986-1995
Internacionalização financeira “indireta” de sistemas nacionais fechados. Evolução dos EUA em direção às finanças de mercado.	Passagem simultânea para as finanças de mercado e para a interligação dos sistemas nacionais pela liberalização financeira.	Acentuação da interligação, extensão da arbitragem e incorporação dos “mercados emergentes” do terceiro mundo.
Formação nos EUA de mercados de títulos de crédito. Formação do mercado de eurodólares.	Início do monetarismo nos EUA e Reino Unido.	Abertura e desregulamentação dos mercados de ações.
Desmonte do sistema de Bretton Woods (1966-1971).	Liberalização dos movimentos de capitais.	Explosão das transações sobre os mercados de câmbio.
Passagem aos câmbios flexíveis (1973) e início do crescimento dos mercados de câmbio.	Securitização da dívida pública.	Abertura e desregulamentação dos mercados de matérias-primas e seus derivados.
Expansão dos eurodólares, reciclagem dos petrodólares.	Rápida expansão dos mercados de bônus.	Expansão dos derivativos e dos mercados de bônus.
Internacionalização acelerada dos bancos americanos.	Políticas monetária de atração de investidores estrangeiros.	A partir de 1990, início da abertura e desregulamentação dos mercados de bônus e acionário.
Início do endividamento do terceiro mundo.	Arbitragem internacional sobre os mercados de bônus.	Expansão para além da zona da OCDE do regime das finanças diretas e da securitização da dívida pública.
Surgimento de mercados derivados (futuros e de opções) sobre as moedas e as taxas de juros.	Início da desintermediação da demanda privada de liquidez.	
	Crescimento e internacionalização dos ativos de fundos de pensão e dos <i>mutual funds</i> .	
	Crescimento dos derivativos.	

Fonte: Adaptado de Chesnais (1998, p. 24).

3.2. Fragilidade financeira, contribuição de Minsky

Hyman Philip Minsky (1919-1996), economista norte-americano, pós-keynesiano, defendia que a forma correta de compreender o funcionamento de economias desenvolvidas seria conhecer a sua estrutura financeira e sua inter-relação com o restante da economia, tese que ficou conhecida como o paradigma de Wall Street.

Em síntese, para Minsky, o sistema financeiro seria o responsável pela determinação dos rumos da economia capitalista, quanto ao consumo e a produção estes se resumiriam apenas a fluxos monetários.

A hipótese central sustentada por Minsky é que uma economia capitalista moderna se caracteriza por uma estrutura de relações financeiras que a levam a cada tempo, a uma situação de fragilidade ou vulnerabilidade. Nessa perspectiva, o autor centra seus estudos na análise das relações financeiras. Para Minsky, é durante um período de boom econômico que se criam condições (endógenas) para fragilidade e instabilidade financeiras. Em sua análise, o nível de lucro e o investimento (principalmente ativos de capital), e a necessidade de financiá-lo são vistos como essenciais ao bom funcionamento ou não da economia. Altos crescimentos econômicos não distanciam uma economia de uma crise financeira, pelo contrário, uma economia com altas taxas de investimento e alavancada, tende a se tornar financeiramente frágil. Conforme Minsky, a moeda é criada dentro do sistema, ou seja, é considerada como endógena¹⁵. A questão chave para Minsky ocorre na ligação entre o setor real da economia com o monetário-financeiro, questão que pode instabilizar o sistema. O desempenho de uma economia se relaciona com o sucesso corrente dos devedores em honrarem seus compromissos.

Minsky, através de sua hipótese de instabilidade financeira, quer mostrar que instável é a economia capitalista e não apenas o sistema financeiro. Essa teoria foi um avanço em relação à teoria de Keynes, pois introduziu na análise da instabilidade das economias capitalistas a evolução das condições de financiamento das empresas e o comportamento dos preços dos ativos financeiros em relação ao preço da produção corrente ao longo do ciclo econômico. Para o autor, situações de fragilidade financeira são característicos aos ciclos econômicos do capitalismo que em suas fases descendentes podem levar a crises financeiras, que, por sua vez, são sustentadas pela

¹⁵ No entanto, para Mollo (1988, p. 114), esta endogeneidade é ambígua: “As Autoridades Monetárias podem conter a criação monetária dos bancos através da exigência de reservas, mas as restrições colocadas por estas podem ser contrabalançadas pelas inovações financeiras. As Autoridades Monetárias não podem então controlar a criação monetária decorrente das inovações financeiras, mas podem abortar as crises financeiras ampliando a liquidez da economia. As Autoridades Monetárias podem controlar a criação monetária pelo sistema bancário, mas são levadas a não fazê-lo e, ao contrário, a sancionar a criação monetária pelos bancos, ou devem aceitar a crise financeira”.

expansão de créditos bancários. Num contexto de crescimento econômico e/ou de expectativas otimistas, essas instituições financeiras tendem a expandir os empréstimos sem uma avaliação adequada dos riscos, sancionando a demanda creditícia das empresas e das famílias. No período de boom da economia, restringir crédito é tarefa difícil para as autoridades monetárias, pois os bancos procuraram burlar, mediante inovações financeiras. Outro estimulante para o crédito é o fato de a elevação dos preços dos ativos financeiros serem maior do que os ativos instrumentais. Somente quando há reversão cíclica é que os agentes financeiros passam a restringir o crédito, e o fazem temendo riscos de inadimplência e de redução dos valores dos ativos (Cunha e Prates, 1999, p.10).

Para Minsky, a atividade bancária consiste em financiar, criar e quitar dívidas, criar e destruir dinheiro de crédito, com o objetivo de obter lucro. Segundo Corazza (1995, p. 101),

“A economia capitalista é, então, uma economia que funciona na base da criação de dívidas que precisam ser pagas, de um dinheiro que precisa ser validado pelo processo produtivo. O papel instabilizador dos bancos decorre do fato de que eles não são meros intermediários financeiros, mas verdadeiras corporações capitalistas, sedentas de lucros. Quando emitem dívidas ou criam dinheiro, para financiar as atividades empresariais, não visam o financiamento em si mesmo, mas ganhar dinheiro, fazer lucros financiando e emitindo dinheiro de papel”.

Quanto ao grau de vulnerabilidade, Minsky distinguiu três posturas financeiras distintas para firmas, famílias e governo, que são *hedge*, *speculative* e *Ponzi*. Elas se diferenciam pela relação entre suas rendas esperadas e seus compromissos de pagamento de dívida. Como renda podemos dizer que a primeira fonte de renda para as famílias é salário, para as firmas é lucro-bruto, para governo é impostos e para as instituições financeiras é fluxo de caixa dos contratos a vencer. Evidentemente, para todas as unidades, é possível adicionar renda vendendo ativos ou adquirindo por meio de empréstimos.

Unidades financeiras *hedge* possuem renda suficiente para cumprir todas as suas obrigações contratuais no presente e futuro, principal e juros do financiamento. Essas unidades, estando adimplentes com seus compromissos, são constantemente induzidas por banqueiros a aumentar o volume de suas dívidas, o que poderá conduzi-las à postura *speculative*.

Unidades de finanças *speculative* são unidades que conseguem cumprir apenas seus compromissos de pagamento na conta de rendimentos sobre suas obrigações, no entanto não conseguem pagar o principal e juros da dívida. Uma solução para essas unidades é rolar a dívida com seus credores, pagando apenas o limite de sua capacidade. Nesses acordos é suposto ser este um estado transitório de incapacidade de pagamento integral, mas que no longo prazo será revertido, de forma a tornar-se unidade *hedge*. Por outro lado, essas unidades estão sujeitas ao risco de tornarem-se unidades *ponzi*, no caso de elevação da taxa de juros e por conseguinte aumento dos seus compromissos financeiros acima de sua renda.

Unidades *Ponzi*, nessa postura, a renda auferida de suas operações são menores que os compromissos financeiros assumidos (principal + juros), fazendo com que sejam incapazes de amortizar a dívida, que seguirá em uma trajetória crescente. Uma saída possível para essas unidades seria vender ativos para fazer caixa e diminuir dívidas ou negociar com credores o alongamento dos débitos. Assim como as unidades *speculative*, as unidades *Ponzi* são muito sensíveis às mudanças nos mercados financeiros.

Dessa forma, uma economia com predominância da postura *hedge* tende a se manter em equilíbrio, em contraste, quanto maior o peso da postura *speculative* e *Ponzi*, maior a probabilidade dessa economia estar propensa a desequilíbrios. Podemos destacar dois teoremas para a hipótese de instabilidade financeira de Minsky, o primeiro é que a economia tem regimes de financiamento que a tornam estável, e outros que a tornam instável, o segundo teorema diz respeito ao ciclo econômico, ao longo de períodos de prosperidade prolongada, a economia muda sua estrutura financeira dominada por unidades *hedge* para estruturas dominadas pelas unidades envolvidas em finanças *speculative* e *Ponzi*.

Conforme Minsky, a unidade *hedge* é unicamente vulnerável a acontecimentos do mercado de fatores, aumentos de custo ou quedas nas vendas, não sendo afetada diretamente pelas oscilações do mercado financeiro, supondo-se taxas de juros fixas. Por outro lado, as unidades *speculative* e *Ponzi*, além de serem vulneráveis ao desenrolar das operações no mercado, são sensíveis ao desenvolvimento do mercado financeiro, por terem que refinar suas posições são vulneráveis a aumentos da taxa de juros, à redução dos prazos de pagamento e demais mudanças nos mercados. Dessa

forma as unidades dependem dos mercados de produtos e fatores, se for desfavorável, uma unidade *hedge* pode passar a ser *speculative*, esta por sua vez pode passar a ser *Ponzi*, já esta pode ser levada à venda urgente de ativos ou à quebra da unidade. Por outro lado, se as mudanças forem favoráveis, uma unidade *Ponzi* pode vir a ser *speculative* e esta por sua vez pode mudar para *hedge*.

Uma economia composta de numerosas unidades *hedge* apresenta uma situação robusta do ponto de vista financeiro, já uma economia composta de grande quantidade de unidades *speculative* e *Ponzi* possui numerosas estruturas financeiras operando com reduzida margem de segurança, tornando-as sensíveis a alterações desfavoráveis no rumo dos mercados reais e financeiros, caracterizando uma situação de fragilidade financeira nessa economia.

Para Minsky, a moeda é criada dentro do sistema, ou seja, é considerada como endógena, tornando a política monetária ineficaz, entretanto aumentos nas taxas de juros podem deteriorar as posições financeiras dos agentes econômicos. Para o autor, uma contração da demanda agregada compromete a capacidade de pagamento e a solvência das unidades empresariais. O setor público pode atuar através de políticas fiscais contracíclicas e o exercício da função de prestador de última instância, no entanto contribui para ampliar a instabilidade da economia por validar a posição dos agentes que continuam a assumir uma postura mais especulativa a fim de aproveitar as oportunidades de investimentos.

3.3. Crises Financeiras, contribuição de Mishkin

A relação entre mecanismos de regulação ineficientes e crises financeiras é enfatizada por Mishkin (1998), que pretende construir uma teoria geral das crises financeiras fundamentadas na teoria da informação assimétrica. Para o autor, a eficiência alocativa do sistema financeiro passa a ser comprometida quando há assimetria de informações, ou seja, “uma situação na qual uma das partes do contrato financeiro tem informações muito menos precisas do que a outra parte” (p. 2). Essa diferença de informações gera dois tipos de problemas: “(i) a **seleção adversa**, que ocorre antes da transação, e significa que, normalmente, os agentes mais dispostos a

procurar empréstimos são os que tendem a ter um maior risco de crédito; (ii) **moral hazard** (risco moral), que emerge toda a vez que o tomador de crédito sente-se incentivado a investir em projetos de risco elevado, nos quais o sucesso implica um forte retorno para si, e o fracasso uma perda elevada – e desproporcional ao ganho e caso de sucesso – para o prestador” (Cunha e Prates, 1999, p. 5).

Assim, deveria haver uma regra que permitisse aos tomadores e prestadores de crédito obter, informações iguais sobre riscos e retornos esperados de seus investimentos, pois “... minimizar o problema de seleção adversa requer que o prestador deva separar os bons riscos de crédito dos maus... (para) minimizar o problema do *moral hazard*, os prestadores devem impor restrições (ajustes restritivos) sobre os tomadores, de modo que estes não se engajem em comportamentos que tornem menos provável que eles possam pagar os empréstimos...” (Mishkin [1998, p. 2-3], apud Cunha e Prates, 1999, p. 5).

Mishkin (1992, 1998), ao identificar as principais assimetrias informacionais do sistema, procura mostrar que uma quebra nos mercados financeiros pode causar uma queda na atividade econômica agregada: “(a) instabilidade financeira ocorre quando os choques no sistema financeiro interferem com os fluxos de informação, de modo que este sistema não consegue mais executar sua função de canalizar fundos para oportunidades de investimento produtivo. Sem acesso a esses fundos, indivíduos e firmas cortam seus gastos, resultando em contração das atividades econômicas, que às vezes pode ser bem severa” (Mishkin [1998, p. 8], apud Cunha e Prates, 1999, p. 5).

Para Mishkin, uma crise financeira resulta da inabilidade de os mercados financeiros funcionarem eficientemente, levando a uma acentuada contração na atividade econômica. De acordo com o autor, são quatro os fatores que levariam à instabilidade financeira, são eles:

“(i) o aumento da taxa de juros, que estimularia a seleção adversa, na medida em que os investidores com projetos de maior risco seriam exatamente aqueles dispostos a pagar mais pelo crédito – assim, quanto mais elevada a taxa de juros, maior a seleção adversa do crédito, e maior o risco de crescimento na inadimplência; (ii) o aumento da incerteza, que tornaria as informações imprecisas, dificultando a avaliação do risco de crédito e estimulando a seleção adversa; (iii) o efeito da mudança no preço dos ativos

sobre os balanços, que ao comprometer o valor dos colaterais dados pelos tomadores de crédito e o valor presente da sua renda líquida, ampliaria o risco de crédito e, assim, a seleção adversa e o *moral hazard*; (iv) e as crises bancárias, na medida em que uma das funções centrais dos bancos é produzir informações que facilitam a canalização dos recursos para os investimentos – quando há uma deterioração nos balanços dos bancos, especialmente se motivado pela ampliação dos créditos não pagos, tende-se à uma deterioração na qualidade das informações e do crédito, bem como uma contração deste” (Mishkin apud Cunha e Prates, 1999, p. 5-6).

Mishkin, em sua obra sobre globalização financeira (“the next great globalization”), argumenta em termos gerais que as crises resultam de pelo menos um ou dois erros fundamentais de políticas macroeconômicas, um deles a má gestão na liberalização (forma como foi gerida a abertura econômica) e a indisciplina fiscal (que quase sempre se vincula a inflação).

Wolf¹⁶ (2009, p. 37) exemplifica como esses erros fundamentais pode acarretar em grandes problemas econômicos:

“A crise das associações de poupança e empréstimo, nos Estados Unidos, foi um bom exemplo de liberalização interna mal gerenciada. (...) A indisciplina fiscal é causa primordial de dificuldades financeiras, ao menos porque governos insolventes enfrentam a tentação irresistível de forrar seus bancos com dívidas incobráveis: A Argentina, em 2001, foi exemplo notável dessa prática danosa. A indisciplina fiscal é também a principal causa da inflação crônica, que, por sua vez, é o fator que mais contribui para a difusão de transações em moedas estrangeiras (“dolarização” e “euroização”), em lugar da moeda nacional, cada vez mais desvalorizada. Esse mecanismo de defesa, embora compreensível, explica a natureza mortal das crises gêmeas”.

Wolf (2009), analisando a obra de Mishkin, descreve quatro possibilidades que podem levar as economias emergentes às crises gêmeas, são elas: liberalização, formação da crise cambial, crise cambial e, finalmente, crise financeira geral. De uma

¹⁶ Martin Wolf, ex-economista sênior do Banco Mundial de 1974 a 1981, atualmente analista econômico do Financial Times, desde 1987 e professor de economia da Universidade de Nottingham, analisou as crises ocorridas após a liberalização da economia.

forma didática, Wolf (2009, p. 38-39) examina cada uma dessas possibilidades, caracterizando sua eficácia ou não e seus problemas inerentes, segue:

A primeira fase é a da liberalização financeira, a princípio pode insurgir: que as instituições financeiras inexperientes corram riscos por não disporem de informações suficientes de seus devedores; ser a regulamentação ineficaz; ter risco moral gerado pelas garantias do governo; ter crescimento do crédito, devido ao acesso fácil por fundos estrangeiros. Esses péssimos fundamentos podem causar perdas crescentes, que levam a reduções nos níveis de empréstimo; falências de bancos com efeitos de contágio em instituições saudáveis e grandes empresas; contração do crédito bancário; e, finalmente, tolerância regulatória.

Na segunda fase, cria-se as condições rumo à crise cambial, nesta fase, aumentos das taxas de juros externos solapa a qualidade do crédito, reduzindo o caixa das empresas, desacelerando a atividade econômica e o ritmo dos investimentos, gerando maior necessidade de empréstimos. “Nessa conjuntura, os bancos reduzem os empréstimos, mesmo para boas empresas, não mais confiando em que os devedores investirão os recursos com sabedoria. A falência de empresas ou o tumulto político gera mais incertezas ou até pânico. A queda nos preços dos ativos esboroa a solvência até de bons riscos, mormente o setor imobiliário, no qual as empresas assumem dívidas crescentes, lastreadas pelo valor das terras e dos prédios” (Wolf, 2009, p. 38-39).

A terceira fase é a da crise cambial. Nesta fase, especuladores começam a vender a moeda, os emprestadores param de emprestar e os credores de curto prazo recolhem seu dinheiro, há uma nítida parada do crédito. Os governos se deparam com duas escolhas, se aumentarem as taxas de juros para defender a moeda, encarecem o crédito das empresas agravando a crise; se não aumentarem as taxas de juros, a moeda pode sucumbir, prejudicando empresas e bancos com passivos em moeda estrangeira.

Finalmente a quarta fase é a da crise financeira, que é detonada pela crise cambial. Países historicamente insolventes ou com inflação tendem a só conseguir empréstimos de curto prazo e denominados em moeda estrangeira. Em tese, o capital das empresas desses países é pequeno, sendo muito sensíveis ao aumento das taxas de juros, o que em geral faz despencar a moeda nacional manifestando-se em crise. As empresas que produzem para o mercado interno e que por ventura tenham tomado

empréstimos denominados em moeda estrangeira têm dificuldades para saldar suas dívidas e podem quebrar. Ocorre na economia o efeito contágio, a insolvência de algumas empresas contagia outras empresas e bancos, o crédito fica escasso, a inflação galopa à medida que o valor da moeda afunda, a economia entra em recessão.

3.4. Crises Pós-Bretton Woods em Números

De um modo geral, os países emergentes são mais propensos a crises financeiras, principalmente por necessitarem mais de fluxos de capitais externos para sanarem problemas em conta corrente, o que torna suas economias mais sensíveis a oscilações internacionais. Nota-se que é inerente ao sistema capitalista a possibilidade de vir acontecer crises e elas aconteceram em maior escala exatamente no período em que as finanças foram desregulamentadas, Kindleberger apud Wolf (2009, p. 31) sintetiza como tem sido a economia monetária internacional pós Bretton-Woods:

“A interferência que se extrai das mudanças nos preços dos ativos, da volatilidade nos valores da moedas e da frequência e gravidade das crises bancárias, desde meados da década de 1960, é que as lições da história foram esquecidas ou negligenciadas. As últimas décadas sobressaem como as mais tumultuosas da história monetária internacional, em termos de número, escopo e gravidade das crises financeiras. Mais sistemas bancários nacionais colapsaram de lá para cá que em qualquer outro período anterior comparável; as perdas com empréstimos pelos bancos do Japão, da Suécia, da Noruega e da Finlândia, da Tailândia, da Malásia e da Indonésia, do México (duas vezes), do Brasil e da Argentina, variaram de 20% a 50% de seus ativos. Em alguns países, os custos que recaíram sobre os contribuintes com o fornecimento de fundos para cumprir as garantias explícitas ou implícitas dos depósitos chegaram de 15% a 20% dos respectivos PIBs. Tais prejuízos na maioria desses países foram muito maiores do que os dos Estados Unidos durante a Grande Depressão da década de 1930”.

O Banco Mundial, em seu Relatório “*Finance for Growth*”, estimou em 2001 que cento e doze crises bancárias sistêmicas tinham ocorrido em 93 países, entre fins de 1970 e 2000. A Argentina é um dos países que mais conviveram com crises, sendo três crises bancárias em pouco mais de 25 anos, a primeira ocorreu em 1980-1982, a

segunda em 1995 e finalmente a terceira em 2001. Outro estudo feito por dois acadêmicos conhecidos, quais sejam Barry Eichengreen, da Universidade da Califórnia e Michael Bordo, da Rutgers University detectaram entre 1973 e 1997, noventa e cinco crises nas economias de mercados emergentes e outras quarenta e quatro em países desenvolvidos. Os autores detectaram que:

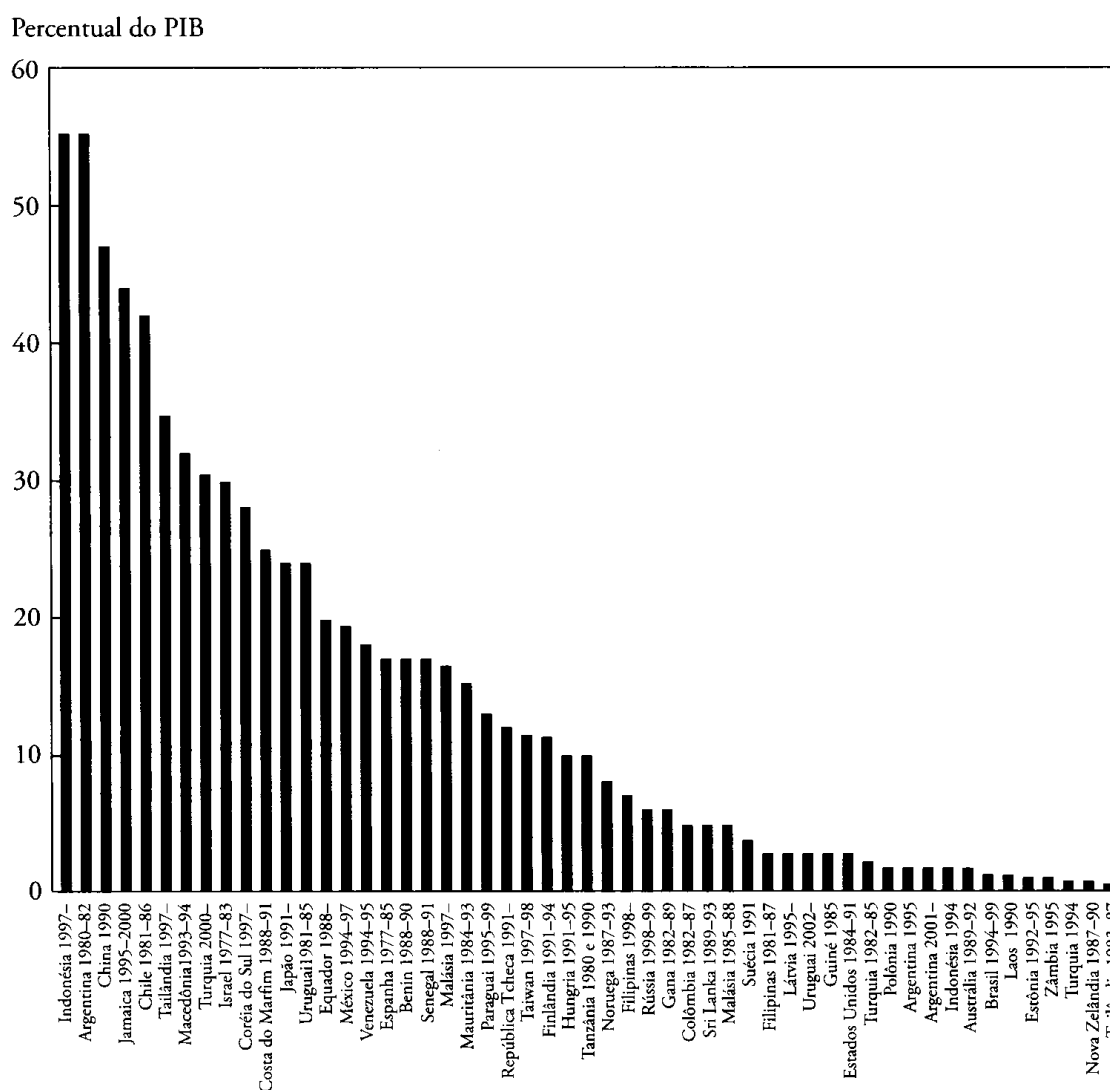
“Dezessete das crises em economias de mercados emergentes foram bancárias; cinqüenta e sete, cambiais e vinte e uma, “crises gêmeas”, ou seja, uma combinação de crises cambiais e bancárias. Nove das crises em países de alta renda foram bancárias, vinte e nove, cambiais e seis, crises gêmeas. Ao todo, foram vinte e seis crises bancárias, oitenta e seis crises cambiais e vinte e sete crises gêmeas no curto período de vinte e quatro anos. Os autores argumentam que, ‘em comparação com a época pré-1914 de globalização financeira, as crises hoje são duas vezes mais freqüentes’, embora também concluem que não são, em geral, mais graves. (...) Entre 1945 e 1971, houve apenas trinta e oito crises ao todo, com apenas sete crises gêmeas. As economias de mercados emergentes não enfrentaram crises bancárias, sofreram dezesseis crises cambiais e apenas uma crise gêmea nesse período. Então, entre 1973 e 1997, houve cento e trinta e nove crises ao todo” (Wolf, 2009, p. 34).

Na citação anterior, podemos ver que as crises aconteceram não somente em países emergentes, mas também em países desenvolvidos. Na década de 1980, os Estados Unidos se confrontaram com a crise das associações de poupança e empréstimo (*savings and loan* – S&L). Na década de 1990, foi a vez do Japão em consequência de sua crise bancária. A grande vantagem dessas duas potências mundiais é que tanto um quanto o outro foram capazes, por conta de sua credibilidade mundial, de gerenciar por conta própria suas crises, dessa forma o efeito contágio foi contornado.

Em Bretton Woods, os sistemas financeiros eram fortemente regulamentados, daí nota-se que neste período, crises financeiras internas eram raras. A primeira crise já nos moldes da liberalização financeira ocorreu no Chile, na década de 1980, que já apresentava alguma semelhança com as crises da década de 1990, segundo Wolf (2009, p. 35), as principais características dessa crise foram: “sistema financeiro não regulado, grande déficit em conta corrente, enorme dívida em moeda estrangeira e, finalmente, taxa de câmbio em forte queda, que forçou a falência de boa parte do altamente endividado setor privado”.

Na praxe as crises bancárias são resolvidas brandamente pelos governos, normalmente os custos das crises são altos e os contribuintes pagam a conta. Conforme Wolf (2009, p. 35-36): “(...) uma das lições da experiência é que os passivos do sistema bancário são, na verdade, dívida pública contingente: o setor bancário privatiza os ganhos e socializa os prejuízos, assim que os prejuízos se tornam bastante grandes para enxugar o patrimônio líquido, e, às vezes, até antes”.

Gráfico 3.1: Custo fiscal das crises financeiras



Fonte: Gerard Caprio e Daniela Klingebiel. “Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises”. World Bank, janeiro de 2003. www.worldbank.org. Extraído de Wolf (2009, p. 36).

Como mostra o Gráfico 3.1., vinte e sete dessas crises foram responsáveis por custos fiscais iguais ou superiores a 10% do PIB. Vemos no gráfico que 13 dessas crises foram responsáveis por um custo de no mínimo 20% do PIB de seus países. As crises mais custosas foram as da Indonésia, em 1997, e da Argentina, na década de 1980, que custaram, cada uma delas, para os contribuintes mais de 55% do PIB.

Nem todas as crises foram dispendiosas, por exemplo, a crise das associações de poupança e empréstimo nos Estados Unidos custou “somente” 3% do PIB. Outro dado importante é que nem todas as crises foram internacionais, muitas foram resolvidas internamente, outras tiveram sua propagação reduzida a poucos países ou mesmo foram contingenciadas por ajuda financeira do FMI e/ou Bird. Evidentemente que os governos não arcam apenas com os custos fiscais das crises, quase sempre, há grandes perdas acumuladas de produção.

Quadro 3.2
Esquema estilizado das crises financeiras internacionais, 1929-2008

Paulo Roberto de Almeida (www.pralmeida.org; pralmeida@mac.com)

<i>Ano</i>	<i>1929</i>	<i>1931-33</i>	<i>1950-60s</i>	<i>1974-75</i>	<i>1982-1987</i>	<i>1995-2001</i>	<i>2008</i>
<i>Países:</i>	Estados Unidos	Europa	Em escala mundial	EUA e mundial	América Latina	Internacional	EUA-Mundial
<i>Processo ou evento associado:</i>	Final da expansão continuada do pós Primeira Guerra	Interrupção da ajuda americana sob forma de empréstimos	Convertibilidade sem coordenação de políticas macroeconômicas	Colapso do sistema de Bretton Woods, aumento dos preços do petróleo	Grandes projetos de desenvolvimento em meio à estagnação dos países avançados	Expansão dos mercados financeiros, capitais especulativos, ataques terroristas	Exacerbação do crédito imobiliário; propagação via derivativos nos demais mercados
<i>Especulação anterior con:</i>	Terra até 1925; ações em bolsa, 1928-29	(Não aplicável)	Câmbio, principais moedas	Ações, obrigações imobiliárias, super-petroleiros	Cartéis de <i>commodities</i> (petróleo), mercados bancários privados	Derivativos financeiros, letras do tesouro denominadas em dólar	Hipotecas subprime, derivativos e ativos financeiros (ações) sobrevalorizados
<i>Expansão monetária a partir:</i>	Ações compradas na margem	Empréstimos dos EUA	(Não aplicável)	Mercado de eurodólares	Reciclagem de petrodólares, euro-mercados	Vários tipos de liquidez, dólar e eurodólar	Instrumentos financeiros, ativos ultralavancados,
<i>Pico especulativo:</i>	Setembro 1929	1929-31	Especulação nos mercados futuros de moedas dos países:	1969	1979-1982	1995-1997	2003-2007 (chocinho do Federal Reserve e das <i>rating agencies</i> ?)
<i>Crise: quebras bancárias, pânico financeiro</i>	Outubro 1929	Áustria, maio 1931; Alemanha, jun. 1931; Grã-Bretanha, set. 1931; Japão, dez. 1931; EUA, março 1933	França, 1958; Canadá, 1962; Itália, 1963; Grã-Bretanha, 1964; França, 1968; EUA, 1973, etc.	1974-1975	Agosto-setembro de 1982: inadimplência do México, insolvência do Brasil, <i>defaults</i> gerais na região	México: dez. 94; Ásia: julho 1997; Rússia: agosto 1998; Brasil: nov. 98-jan. 99; Turquia: jan. 01; Argentina: set. 2001	EUA: segundo semestre de 2007 a setembro-outubro de 2008; disseminação na Europa e Japão em 2008; Mundo?
<i>Empres-tador de última instância:</i>	Operações no mercado aberto do Federal Reserve de NY	Esforços mitigados dos governos dos EUA e da França	Rede de ajuda mútua do BIS (empréstimos entre bancos centrais, GAB)	Rede do BIS, FMI	Pacotes de "ajuda" dos bancos privados, esquemas oficiais (FMI, Baker-Brady)	FMI, G-7, bancos multilaterais, BIS	Bancos centrais dos principais países desenvolvidos e países emergentes
<i>Consequências para o Brasil:</i>	Queda nos mercados externos, perdas com o café, crise e revolução política	Recessão temperada por medidas anticíclicas (queima de café), suspensão de pagamentos, controle de câmbio	Inadimplência ocasional, renegociação das obrigações externas no âmbito do Clube de Paris e bilateralmente	Crédito externo generoso para projetos de desenvolvimento, grande aumento da dívida externa	Insolvência financeira, renegociação com o setor bancário privado, cartas de intenção com o FMI, controle de câmbio, moratória em 1987	Dependência capitais bolateos, juros altos, novos empréstimos e negociação de três acordos pré-ventivos com o FMI (1998, 2001 e 2002)	Redução dos créditos externos; desvalorização cambial com retração de investimentos financeiros, queda nos preços das <i>commodities</i> .

Fonte: Paulo Roberto de Almeida, *Os Primeiros Anos do Século XXI: o Brasil e as relações internacionais contemporâneas* (São Paulo: Paz e Terra, 2001); adaptado de Charles Kindleberger, *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises* (New York: Basic Books, 1978), p. 259; três últimas colunas e última linha elaboradas pelo autor; atualizado em 10.10.2008.

4. Crise Sistêmica de 2008

A internacionalização do sistema financeiro internacional alterou a natureza e os determinantes da dinâmica econômica mundial, assim a relação entre a desregulamentação dos mercados financeiros e as inovações financeiras, tais como securitizações e derivativos, a livre mobilidade de capitais e a volatilidade cambial e de juros são em grande parte responsáveis pelas freqüentes crises de balanço de pagamentos das economias emergentes e pelas crises de liquidez e solvência, como a recente crise financeira de 2008.

Devido à inexistência de regras monetárias-financeiras mundiais, esse processo de globalização financeira, em que os mercados financeiros são totalmente integrados, de tal forma a criar um único mercado mundial de dinheiro e crédito, fragilizam as nações, porque tornam a política macroeconômica insuficiente para conter os colapsos financeiros e cambiais em nível mundial, resultando em crises.

Um dos aspectos mais evidentes da globalização financeira é o fato de que, quanto mais aumentam os negócios especulativos, mais cresce a inovação dos mercados no sentido da valorização do capital. Um dos principais fatores que explica esse processo é a rentabilidade rápida e elevada que as instituições obtêm em seus negócios. Conforme Mollo (2008, p. 8): “É da lógica do capitalismo, para maximizar lucros, buscar crédito, razão pela qual o sistema de crédito se desenvolve tanto e sempre com a acumulação do capital. O crédito potencializa, de fato, a produção, aumentando o ritmo e a escala da acumulação de capital, uma vez que ele antecipa o processo de investimento, a partir de recursos de terceiros. Mas o sistema de crédito permite também o aparecimento e o desenvolvimento do chamado capital fictício, o capital que se valoriza de forma especulativa, sem relação com a produção real. (...)”. Esse processo de descolamento da esfera financeira da produção pelo crédito é inerente ao capitalismo

desregulado, principalmente em economias muito alavancadas. Entretanto, conforme Costa (1993, p. 14-15):

“O processo de financeirização da economia ou instituição do rentismo é uma expressão degenerada da acumulação de capitais e demonstra mais uma vez o parasitismo da burguesia. A ‘valorização’ da riqueza pela via financeira cria uma contradição entre a velocidade de expansão da órbita financeira e o crescimento do setor produtivo. Como sabemos, a defesa da riqueza pela via financeira é uma aventura sem futuro, pois haverá um momento de ruptura dessa valorização artificial, de forma a compatibilizá-la com a economia real, o que deverá trazer dramáticas conseqüências para os especuladores e para a ordem econômica capitalista”.

A recente crise do *subprime*, mercado de financiamento de maior risco, acabou por expressar todas as contradições desse processo. A necessidade de ampliação de escala levou as instituições financeiras a incorporarem em suas operações segmentos de baixa renda (mercado de *subprime*), com taxas de juros variáveis, baixas no início e posteriormente elevadas, que resultou em um processo de estrangulamento financeiro do tomador de crédito, no caso mutuário. A securitização, que a princípio serviria para diluir riscos, na prática serviu para esconder riscos, títulos lastreados em hipotecas eram emitidos por grandes instituições financeiras, sendo tais ativos classificados como grau de investimento por uma agência de rating. Essa classificação sugeriu que esses ativos fossem seguros, o que tornou um ótimo negócio para investidores de todo o mundo. Dessa forma, esses novos instrumentos de capitalização tornaram-se uma praxe comum no mercado de ativos, propagando-se por todos os mercados financeiros mundiais. Gontijo (2008, p. 33) faz uma síntese sobre a propagação da crise financeira atual, para ele, a crise mostrou que

“(…) a dispersão do risco não o reduz do ponto de vista sistêmico, de modo que, num contexto de mercados financeiros liberalizados e, assim, fortemente interconectados, a crise de um mercado necessariamente arrasta consigo o sistema financeiro em seu conjunto. O motivo reside na própria natureza das instituições seguradoras, que obviamente carecem de recursos para sustentar o risco sistêmico, que necessariamente cresce nos períodos de expansão, na medida que as relações de crédito permitem o ‘descolamento’ das condições reais da reprodução, particularmente quando essas instituições operam com elevado grau de alavancagem”.

4.1. Origens da bolha financeira

A recente crise financeira deflagrada em 2008 teve como detonador a bolha hipotecária do mercado imobiliário dos Estados Unidos, que deu os primeiros sinais já no início de 2007, sobretudo no segmento denominado *subprime*. Com o aumento da inadimplência do pagamento de empréstimos baseados neste tipo de modalidade de crédito, ocorreu contração da oferta de crédito imobiliário provocando queda nas vendas e no preço dos imóveis. Essa crise tem alguns componentes interessantes, desde a segunda metade da década de 1990, as famílias americanas vêm consumindo mais do que ganham e poupando cada vez menos, outro fator interessante diz respeito à forma como os Estados Unidos vêm resolvendo os problemas constantes de déficits, sejam externos, públicos e das famílias. Belluzzo (2009, p. 19) verifica que houve dois períodos de expansão do crédito (1994-2000) e (2003-2007), em que empresas e famílias aumentaram substancialmente seus gastos acima dos seus ganhos, evidenciando que o crescimento americano nesse período relatado pode ter sido promovido por elevados déficits do setor privado, devido à expansão do crédito.

Até meados da década de 1990, o mercado tradicional de hipotecas nos Estados Unidos, chamado de *prime*, financiava o setor imobiliário tendo como garantia principal o imóvel. Dessa forma, caso o mutuário não liquidasse a dívida, seu imóvel era retomado pelo financiador. Nesta modalidade de financiamento, o crédito só era aprovado diante de uma análise rigorosa do mutuário, deixando de fora uma boa parte da sociedade que não tinha acesso à moradia própria.

Ao final da década de 1990, o mercado imobiliário foi um dos focos escolhidos pelo governo Clinton para estimular o crescimento da economia, no entanto esse mercado até então era direcionado a um determinado público, pessoas empregadas, com renda suficiente para arcar as prestações e por isso eram aprovados nos financiamentos. Assim, o governo decidiu estimular formas de acesso às camadas mais pobres da população e que não conseguiam financiamentos tradicionais (mercado *prime*). Como havia muitas famílias nessas condições, a idéia era que, permitindo o acesso dessa camada da sociedade a condições financeiras adequadas às suas possibilidades, haveria um crescimento no mercado imobiliário que ajudaria a impulsionar o crescimento da economia, principalmente na geração de empregos na construção civil. A esse

mecanismo de financiamento imobiliário deu-se o nome de *subprime*, ou seja, um mercado para mutuários com baixa qualidade de crédito, piores do que o mercado *prime*.

Diante disso, surgiu um problema como capitalizar recursos suficientes para conceder esses empréstimos, uma vez que já se supunha necessitar de grandes quantias. Pensando nisso, procuraram-se os grandes Fundos de Pensão e os Fundos de Ativos, norte-americanos e internacionais que teriam recursos suficientes para financiar o mercado *subprime*, entretanto ocorre que “(...) esses grandes investidores institucionais só podem aplicar seus recursos em investimentos que contem com a classificação de baixíssimo risco (grau de investimento ou *investment grade*) emitida pelas sociedades de análise de risco” (Ferraz, 2009, p. 23). Tendo em vista que essa modalidade de financiamento, *subprime*, era destinada a mutuários desqualificados para o mercado *prime* tradicional, como transformá-lo em “grau de investimento”?

Para resolver isso, o governo decidiu subsidiar os juros das prestações até o limite da capacidade creditícia dos mutuários, assim haveria crescimento da demanda por imóveis, valorizando os preços dos imóveis dados como garantia aos financiadores, através das hipotecas. Entretanto, o governo norte-americano percebeu que esse subsídio teria um custo muito elevado e procurou uma solução de mercado para isso. Estabeleceu que o contrato de financiamento de 30 anos no máximo contaria com um período inicial (2 a 3 anos), com prestações menores (subsidiadas), sendo que, ao final desse período, permitia-se o refinanciamento do saldo devedor para um novo contrato de 30 anos, também com um período inicial (2 a 3 anos) com juros menores, dessa forma, dependendo das condições financeiras dos mutuários, esses refinanciamentos poderiam ocorrer por muitas vezes. Cabe mencionar que a cada refinanciamento, o saldo devedor era acrescido de juros, o que tornava o valor total da hipoteca refinanciada cada vez maior.

Um detalhe interessante é que muitos mutuários no período de juros subsidiados conseguiam arcar com as prestações, já fora desse período, alguns não, mas podiam refinanciar o saldo devedor, o que tornava o risco de inadimplência muito reduzido. Mas, como esse risco não era totalmente desprezível, as estruturas financeiras criaram um conceito inovador denominado de “pacotes” de financiamento, e que contemplam mutuários com diferentes graus de risco.

Assim, considerando que nem todos os mutuários dentro do mesmo “pacote” iriam descumprir suas obrigações ao mesmo tempo, que o mercado estava em expansão e que sempre haveria a possibilidade de refinanciamento, o risco global de cada estrutura seria limitado, além do que sempre haveria a possibilidade contratual do financiador retomar dos mutuários o imóvel dado como garantia.

Diante disso, as sociedades de classificação de risco concedem o nível de *investment grade* aos pacotes de financiamentos, estimulando os financiamentos *subprime*, “(...) ou financiamentos hipotecários estruturados tipo 27/3 (ou 28/2), onde nos 3 (ou 2) primeiros anos do prazo total de 30 anos pagam-se juros subsidiados (Libor + 2%aa) e no período posterior (27 ou 28 anos) juros de Libor + 6%aa” (Ferraz, 2009, p. 26).

Um outro fator motivador para a expansão do mercado *subprime* foi a política monetária adotada pelo FED no início dos anos 2000, que mantinha a Libor em valores baixíssimos (2%aa), com essa redução, os investidores viram no mercado de financiamentos *subprime*, uma boa opção para investirem, uma vez que implicava prestações mais baixas para os mutuários, melhorando a garantia do retorno. Cria-se, assim, a condição perfeita para a expansão do mercado imobiliário norte-americano, gerando aumento do nível de emprego, renda das famílias e o crescimento da economia do país, condicionado ao aumento do endividamento imobiliário. Os principais agentes responsáveis pelo mercado financeiro imobiliário norte-americano são:

“(i) bancos que se relacionam diretamente com os mutuários (em geral pequenos ou regionais), (ii) bancos maiores que criam as estruturas financeiras e captam investidores interessados em tomar parte das estruturas, (iii) investidores nacionais ou internacionais que se interessam em participar de forma individual ou mesmo através de fundos de investimento especializados, (iv) os mutuários, (v) as construtoras, e também (vi) grandes agentes financeiros (gigantes do setor) e que funcionam de forma semelhante à Caixa Econômica Federal na administração do Sistema Financeiro de Habitação brasileiro. Os maiores desse segmento de grandes agentes financeiros eram as empresas Freddy Mac e Fannie Mae, responsáveis por mais de 50% do mercado de financiamento de residências dos Estados Unidos, e que capitanearam o desenvolvimento do conceito dos pacotes *subprime*”. (Ferraz, 2009, p. 27)

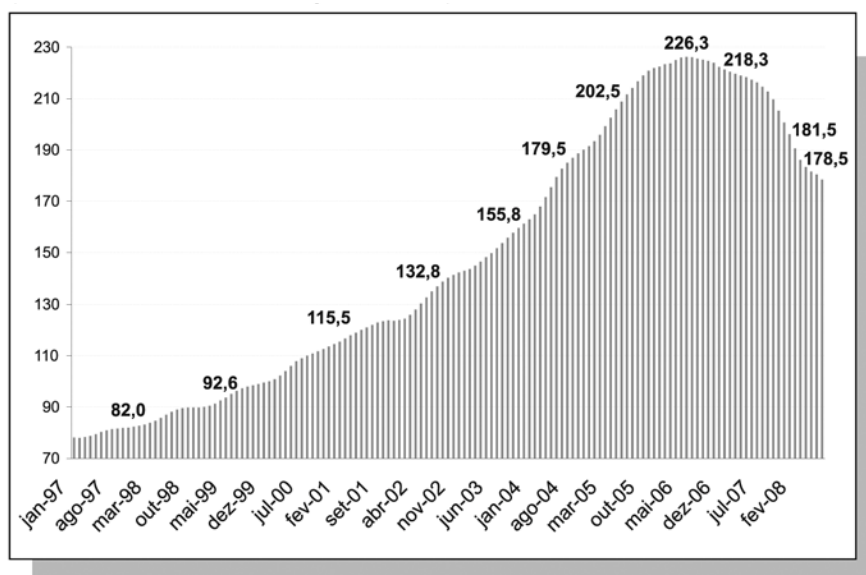
Entretanto, ao final dos juros baixos estabelecidos por contrato de financiamento, muitos mutuários procuraram seus agentes financeiros para refinar suas dívidas, o que era muito bom para os agentes financeiros, porque o refinanciamento gerava multas, valorizando ainda mais o montante embolsado pelas instituições financeiras. Observa-se que o sistema era interessante para o investidor desde que o nível de inadimplência dos mutuários fosse baixo e que o mercado imobiliário continuasse valorizando, no entanto, com a elevação dos juros a partir de 2004, as inadimplências aumentaram muito além do previsto pelos pacotes de financiamentos, hipotecas foram executadas e descobriu-se na economia real que os valores dos imóveis estavam sobrevalorizados e não geravam valor suficiente para remunerar os investidores. “Nesse ambiente de juros bem mais elevados, contínua desvalorização do mercado imobiliário, retornada de um número cada vez maior de casas e desinteresse dos mutuários para aderir a novos financiamentos *subprime*, iniciou-se um contínuo e irreversível processo de ‘derretimento’ do valor dos ativos. Muitos aplicadores (fundos de pensão inclusive) perderam tudo, agravando-se ainda mais as conseqüências da crise imobiliária” (Ferraz, 2009, p. 29-30).

Nesse ambiente desfavorável, os bancos restringiram o crédito necessário ao financiamento de capital de giro das empresas, essas, por sua vez, reduziram seus investimentos e suas despesas, inclusive demitindo trabalhadores, o que gerou redução de consumo e aumento da inadimplência, colocando a economia num círculo vicioso. Esse foi o cenário do primeiro ano da crise, acreditava-se que o FED evitaria a todo custo que essa crise se tornasse sistêmica, entretanto em setembro de 2008 o banco Lehman Brothers, um grande aglomerado bancário dos Estados Unidos, anunciou falência. Ponto de partida para que agentes econômicos de todo o mundo, portadores de diversos ativos financeiros, corresse para se livrar dos ativos ditos “inseguros” por outros que lhe garantissem mais segurança. Essa busca por troca, a qualquer preço, derrubou o valor desses ativos, comprometendo os balanços das empresas e bancos, derrubando o valor das ações e impactando em quedas nos índices das bolsas de todos os mercados mundiais.

4.2. Crescimento do mercado imobiliário nos EUA

Entre 1997 e 2006, os preços dos imóveis no mercado norte-americano se valorizaram de forma contínua, chegando ao ponto de triplicar de valor. Esse processo pode ser descrito, em boa medida, devido ao aumento do crédito imobiliário americano e as taxas de juros relativamente baixas, a partir de 2001. Conforme o Gráfico 4.1, a seguir, o índice de preços dos imóveis nos EUA em janeiro de 1997 estava próximo de 75, já em maio de 2006 esse número chegou a 226,3, ou seja, em 9 anos os preços dos imóveis norte-americanos triplicaram.

Gráfico 4.1
Evolução do índice de Preços dos Imóveis nos EUA de 1997 a 2008
 (Jan. 2000 = 100 – Dados até Agosto de 2008)



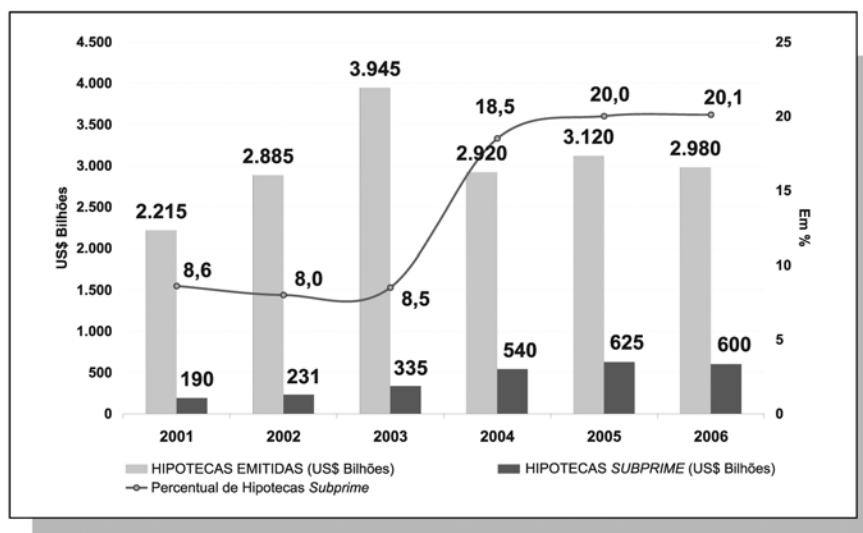
Fonte: S&P/Case-Shiller Home Price Indices.

Fonte: Junior & Filho (2008, p. 135).

Como não deveria ser diferente, a alta dos preços dos imóveis alavancou o mercado de hipotecas, mecanismo de financiamento imobiliário mais importante da economia americana, movimentando entre 2001 e 2006, uma média de US\$ 3 trilhões em novas operações, tendo seu ápice em 2003, atingindo cerca de US\$ 4 trilhões. Desses números, o percentual referente ao hipotecas *subprime*, passou de 8,6% em 2001

para 20,1% em 2006. Em termos de valores, o mercado *subprime* passou de US\$ 190 bilhões em 2001 para US\$ 600 bilhões em 2006 (Gráfico 4.2). Segundo Junior & Filho (2008, p. 135-136), uma explicação plausível para esses números se deve primeiro a inclusão de novos agentes econômicos, que devido às suas condições de crédito consideradas de alto risco não dispunham dos tradicionais financiamentos hipotecários (*mortgage*) disponíveis e por isso passaram a financiar seus imóveis através de créditos *subprimes*. E segundo, tendo em vista que os créditos *subprimes*, eram fornecidos a pessoas que não compravam renda, não trabalhavam e nem mesmo tinham patrimônios, o risco do devedor não pagar a hipoteca era muito grande, por isso havia a necessidade de segurar esses empréstimos, surge, assim, o processo de securitização das hipotecas *subprimes*.

Gráfico 4.2
Emissão total de novas hipotecas e participação das hipotecas *subprime* (2001-2006)



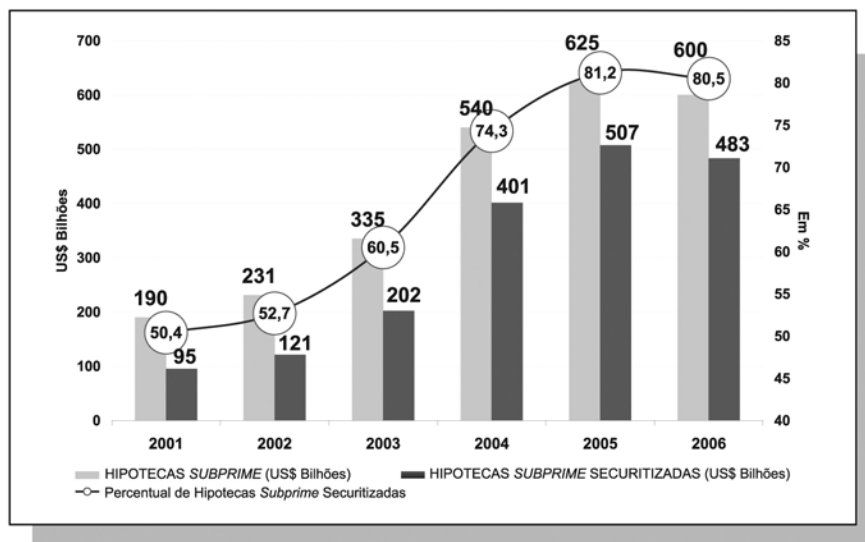
Fonte: Elaboração própria com base em Wray (2007).

Fonte: Junior & Filho (2008, p. 137).

Como podemos observar no Gráfico 4.2, o mercado hipotecário norte-americano parece ter atingido seu auge em 2003, com a emissão de cerca de US\$ 4 trilhões em novas hipotecas. Entretanto, o ciclo imobiliário expansionista continuou até 2006. Entre 2004 a 2006 a expansão de deve a maior relevância do segmento *subprime*, tanto na emissão de novas hipotecas, quanto ao seu processo de securitização (veja Gráfico 4.3).

No Gráfico 4.3, a seguir, observamos o percentual securitizado do total de novas hipotecas *subprime* emitidas no período de 2001 a 2006. Os números são impressionantes, em 2001, US\$ 95 bilhões em hipotecas *subprime* eram securitizadas, esse número saltou para US\$ 483 bilhões em 2006, em termos percentuais, o mercado hipotecário *subprime* securitizado passou de 50,4%, em 2001, para 80,5% em 2006, ou seja, quase todas as hipotecas *subprimes* foram securitizadas neste período.

Gráfico 4.3
Evolução do percentual de hipotecas *subprime* securitizadas (2001-2006)

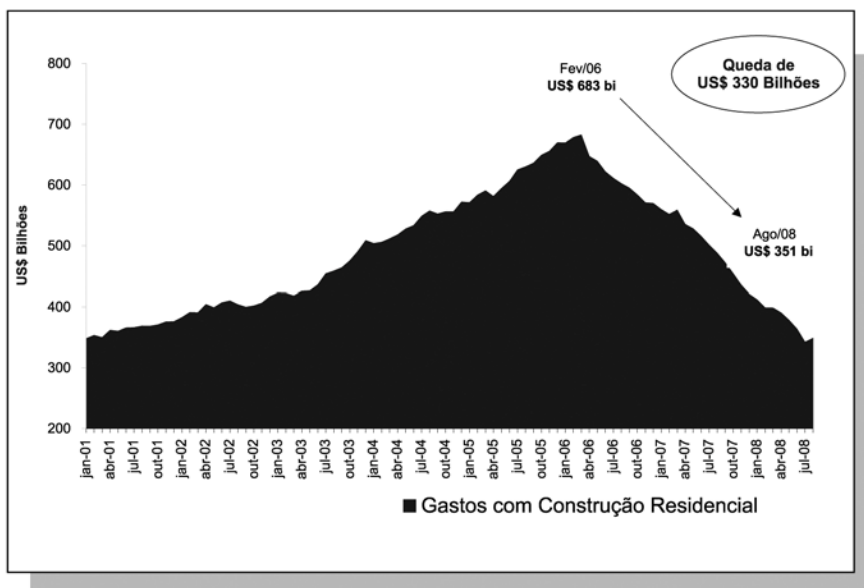


Fonte: Elaboração própria com base em Wray (2007).

Fonte: Junior & Filho (2008, p. 137).

Outro dado importante e que representa um bom indicador para ilustrar as condições favoráveis à expansão do mercado imobiliário norte-americano entre 2001 a 2006 é a elevação expressiva dos gastos em construção no período. Nota-se que os gastos em construção residencial dos EUA passou de cerca de US\$ 350 bilhões, em janeiro de 2001, para US\$ 683 bilhões em fevereiro de 2006, a partir daí inicia-se um período de queda acentuada, atingindo US\$ 351 bilhões em agosto de 2008 (Gráfico 4.4).

Gráfico 4.4
Gastos em construção residencial nos EUA (2001-2008)
 (Dados mensais atualizados até agosto de 2008)

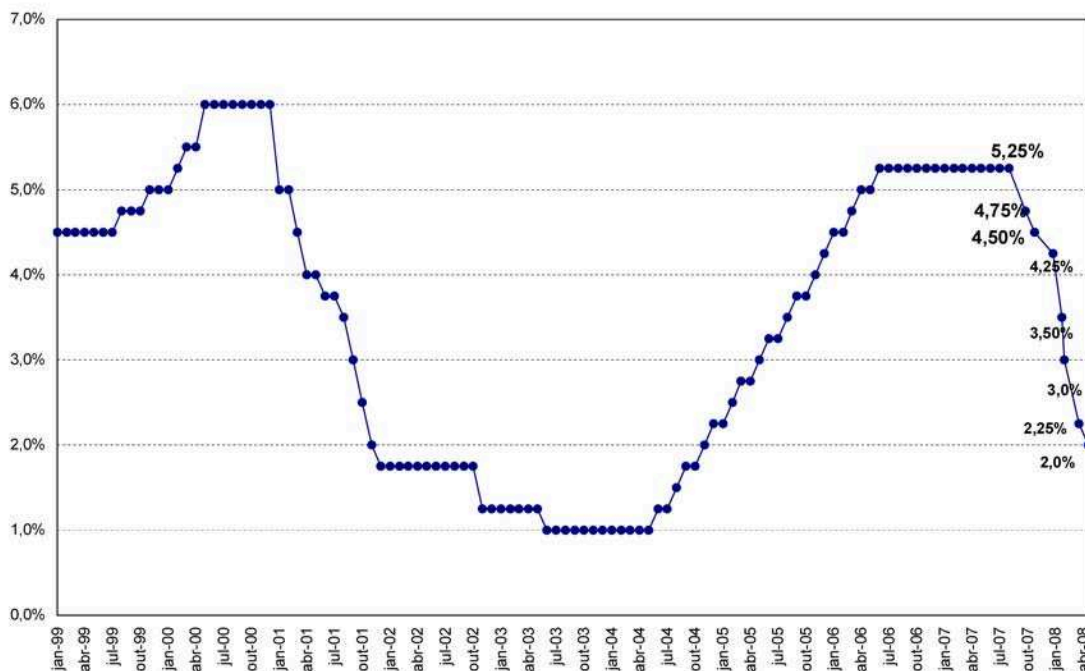


Fonte: *Elaboração própria com base em dados da Bloomberg.*

Fonte: Junior & Filho (2008, p. 139).

Todavia, o ciclo imobiliário expansionista não contava com a elevação das taxas de juros pela autoridade monetária, saindo do patamar de 1% a.a., em maio de 2004, para 5,25% a.a., em junho de 2006. O FED alterou a política monetária devido principalmente aos sinais inflacionários que eram percebidos pelas autoridades norte-americanas, frutos dos sinais de recuperação da economia. Segundo Ferraz (2009, p. 29), “A taxa de inflação medida em maio daquele ano (0,6%) foi a mais alta taxa mensal desde janeiro de 2001 e o crescimento da economia dos EUA no primeiro trimestre de 2004 foi de 4,4% do seu PIB”.

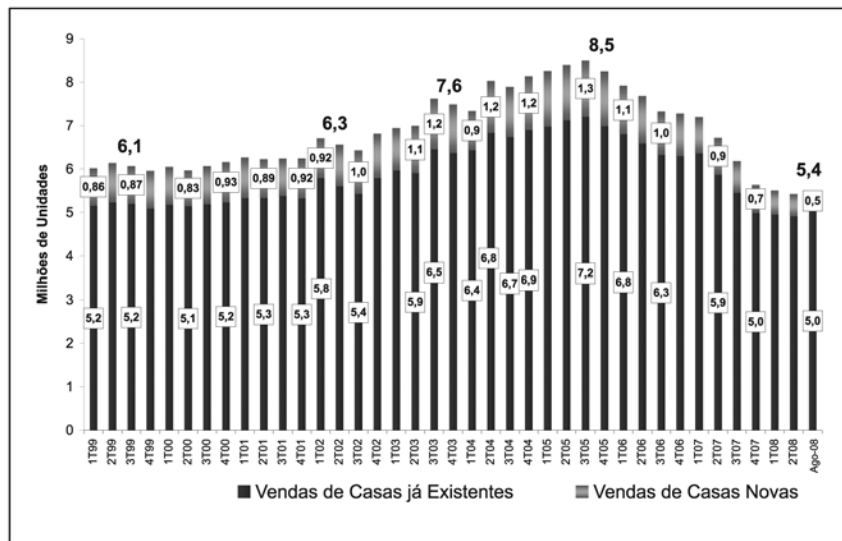
Gráfico 4.5
Evolução da Meta da Federal Funds Rate



Fonte: Fundap – Grupo de Conjuntura. A Crise do Mercado de Hipotecas Subprime nos EUA. S/d, p. 8. Disponível em: <http://debates.fundap.sp.gov.br/>.

Com a alta dos juros, o mercado imobiliário norte-americano desacelerou, influenciando as vendas de novas unidades, como se pode ver no Gráfico 4.6, a seguir. Conforme o gráfico, nota-se que no quarto trimestre de 2005, o mercado negociou 8,5 milhões de unidades, e iniciou uma trajetória de queda atingindo em meados do terceiro trimestre de 2008, a negociação de 5,4 milhões de unidades, ou seja, retraindo em 36,5% no período. Se verificarmos apenas os imóveis novos, a queda foi ainda maior, passando de 1,3 milhões de unidades no terceiro trimestre de 2005, para 0,5 milhões em meados do terceiro trimestre de 2008. Como já era de esperar, a queda da demanda por novos imóveis forçou a queda dos preços das residências a partir de 2007, ficando mais difícil renegociar as hipotecas *subprime*, ocasionando aumento nas taxas de inadimplências e execuções de hipotecas.

Gráfico 4.6
Venda de imóveis nos EUA (1999-2008)
 (Dados trimestrais atualizados até agosto de 2008)



Fonte: Nation Association of Realtors e US Census Bureau, com base em dados coletados na Bloomberg.

Fonte: Junior & Filho (2008, p. 145).

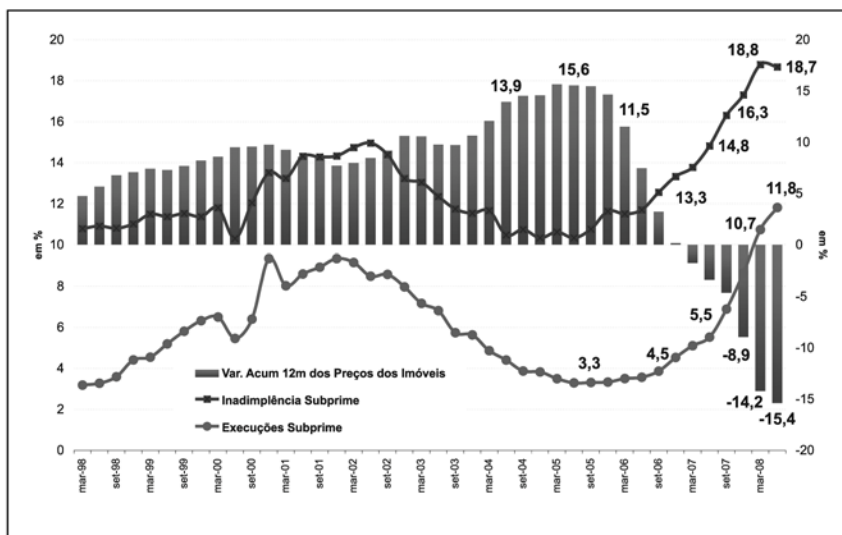
Segundo Junior & Filho (2008, p. 148), as famílias norte-americanas tomadoras de financiamento imobiliário, puderam liquidar suas dívidas hipotecárias entregando a propriedade ao banco financiador, tal mecanismo ficou conhecido como *walk away*. À medida que as dívidas passaram a ser maiores do que os preços dos imóveis, houve um incentivo ao mutuário em querer liquidar seu empréstimo via devolução. Assim, o preço dos imóveis passou a ser determinante no valor dos créditos hipotecários. Ainda Junior & Filho, destacam que num momento de deflação dos preços dos imóveis pode ocorrer duas situações básicas: por um lado, os bancos retraem a oferta de crédito por não conseguirem estimar o valor de longo prazo de seus respectivos colaterais, por outro lado, há um aumento do custo de captação dos bancos com a venda desses créditos securitizados no mercado de capitais, assim

“Um contrato de financiamento hipotecário realizado com tais características possui um determinado valor de mercado quando securitizado. Se os preços dos imóveis se reduzem, a marcação a mercado desse contrato passa a ser diferente, pois o colateral – o imóvel – não mais fornece uma margem de segurança ao ofertante de recursos – o banco credor. Com isso, maiores são as chances de os compromissos hipotecários não serem honrados, uma vez que a dívida pode tornar-se maior que o valor do colateral, fazendo com que

o tomador abandone o pagamento da hipoteca e entregue a propriedade do imóvel ao credor. Essa transação passa a ter um risco maior do ponto de vista do emprestador, dificultando também a venda desses créditos a terceiros no mercado de capitais” (idem, ibidem, p. 148-149).

Tais evidências podem ser vistas no Gráfico 4.7, a seguir, que mostra a tendência dos preços dos imóveis no período entre 1998 a 2008, os percentuais de inadimplência e execução dos empréstimos do segmento *subprime*. Observa-se que uma queda nos preços dos imóveis, tem como contrapartida um aumento na inadimplência, quanto maior a queda, tanto maior é a inadimplência. Podemos notar que em março de 2008, os dados indicam uma perda de 15% no valor dos imóveis e para as hipotecas *subprime*, percentuais de inadimplência e execuções de cerca de 19% e 12%, respectivamente.

Gráfico 4.7
Variação dos preços dos imóveis e da inadimplência e execuções
de hipotecas do segmento *subprime* (1998-2008)
 (Dados até o segundo semestre de 2008)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados da Bloomberg.

Fonte: Junior & Filho (2008, p. 149).

4.3. Perdas Financeiras

Quando a inadimplência no segmento *subprime* começou a se elevar, diversas instituições financeiras foram contaminadas, pois elas serviam de lastro para operações de securitização, pois a maioria possuía algum tipo de garantia ou seguro associado. Dessa forma, na medida em que a inadimplência se materializava, as garantias e seguros envolvidos também passaram a ser executados, contagiando seguradoras e companhias garantidoras de crédito.

Diversos bancos envolvidos com as hipotecas *subprime* começaram a reconhecer as perdas sofridas e a desconfiança se espalhou pelos mercados financeiros mundiais, gerando uma crise de liquidez. Desde a divulgação, em 2007, dos balanços das instituições financeiras, as notícias tem sido desanimadoras, vultuosas perdas são frequentes, redundando em crise de confiança e por conseguinte contração da liquidez nos mercados interbancários, além de aumentar o custo de financiamento dessas instituições.

Tabela 4.1: Impacto da crise em instituições financeiras selecionadas (1 trimestre de 2008)

Instituição	País	Perdas Contabilizadas (US\$ bilhões)
Citigroup	Estados Unidos	40,7
UBS	Suíça	38,0
Merril Lynch	Estados Unidos	31,7
HSBC	Reino Unido	16,6
Bank of América	Estados Unidos	14,9
Morgan Stanley	Estados Unidos	12,6
Royal Bank of Scotland	Reino Unido	12,0
JP Morgan Chase	Estados Unidos	9,7
Washington Mutual	Estados Unidos	8,3
Deutsche Bank	Alemanha	7,5
Wachovia	Estados Unidos	7,3
Crédit Agricole	França	6,6
Credit Suisse	Suíça	6,3
Mizuho Financial	Japão	6,1
Bear Stearns	Estados Unidos	3,2
Barclays	Reino Unido	3,2
Memo:		
Perdas Totais do Sistema Financeiro desde o 3º trimestre de 2007	Estados Unidos	166,0
	Europa	200,0
	Demais Países	21,0
	Total Geral	387,0

Fonte: BBC News International e Financial Times. Elaboração Grupo de Conjuntura, com informações disponíveis até o dia 5 de junho.

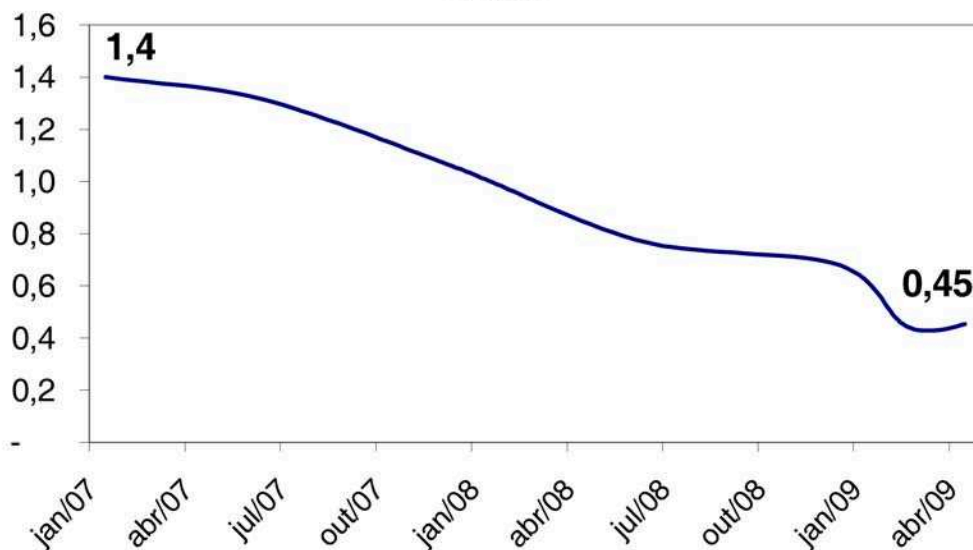
Em uma primeira análise, nota-se que foram vultuosas as perdas financeiras, principalmente nos maiores mercados bancários mundiais, verifica-se na Tabela 4.1, anterior, que os bancos europeus acumularam perdas bem maiores do que os americanos: US\$ 200 bilhões contra US\$ 166 bilhões. Individualmente, as perdas americanas foram mais vultuosas, Citigroup, Merrill Lynch, Bank of America e Morgan Stanley, pelo lado suíço UBS e pelos britânicos HSBC e RBS. Dentre as instituições japonesas, o Mizuho Financial Group, o segundo maior banco do Japão, foi o mais afetado, contabilizando US\$ 6,1 bilhões em perdas.

A gravidade da crise financeira nos Estados Unidos ficou estampada a partir de setembro de 2008, quando o Lehman Brothers, um dos maiores banco de investimentos dos EUA, após um prejuízo de US\$ 3,9 bilhões no 2º trimestre de 2008 solicitou o pedido de falência. Muito se questiona a respeito da decisão do FED de deixar o Lehman Brothers quebrar, argumenta-se que, caso o FED tivesse resgatado o banco, as conseqüências e desdobramentos da crise poderiam ter sido menores, pois ao deixá-lo à própria sorte desencadeou um “efeito cascata” nos sistemas financeiros, como explica a Carta de Conjuntura de dezembro de 2008 do IPEA:

“Em seguida ao pedido de falência do Lehman, diversos outros grandes bancos nos Estados Unidos e Europa quebraram ou foram adquiridos por concorrentes, em todos os casos apresentando grandes perdas financeiras. O AIG (*maior empresa de seguros dos EUA*) recebeu um empréstimo de US\$ 85 bilhões do FED. Levantamento realizado pelo *Financial Times* indica que, considerando apenas as maiores instituições financeiras norte-americanas, européias e japonesas, as perdas atingiram US\$ 586 bilhões. (IPEA, 2008, p. 5, grifo nosso).

Conforme Junior e Filho (2009, p. 2), as perdas acumuladas pelos bancos americanos foram muito elevadas reduzindo o valor de mercado dessas instituições de US\$ 1.400 bilhões em janeiro de 2007 para pouco mais de US\$ 400 bilhões em abril de 2009, ou seja, em apenas dois anos, o mercado bancário americano encolheu cerca de US\$ 1 trilhão (Gráfico 4.8, a seguir).

Gráfico 4.8
EUA: Evolução do valor de mercado dos bancos comerciais americanos (em US\$ trilhão)



Fonte Bloomberg

4.4. Medidas de contenção da crise

Como vimos, a crise econômica internacional manifestou-se inicialmente na esfera financeira, no mercado imobiliário norte-americano de *subprime*, alastrou-se em 2007, mas seus efeitos tornaram-se devastadores a partir de 2008. Já em 2009, as previsões eram de queda do comércio mundial e do produto de países desenvolvidos, configurando na maior crise desde a Grande Depressão.

Diante do agravamento da crise, os governos buscaram adotar políticas que pudessem minimizar os efeitos sobre suas economias. De acordo com Matijascic, Piñón e Acioly (2009, p. 31 apud Cepal 2008): as principais políticas genéricas adotadas pelos países para sustentar a demanda agregada e alavancar o crédito foram:

- Implementação de pacote de resgate ao setor bancário, ampliação e criação de novas linhas de crédito (muitas vezes com juros ou condições diferenciadas) para

bancos de forma direta por parte dos bancos centrais, agilização das operações de redesconto e aquisição estatal de instituições financeiras em dificuldade;

- Redução dos compulsórios bancários e recompra de títulos de médio e de longo prazo emitidos pelos bancos centrais;

- Busca da redução do ritmo da valorização cambial em países em desenvolvimento, principalmente China, Índia e Brasil;

- Reduções sucessivas, em maior ou menor grau, das taxas básicas de juros, reduções de imposto sobre valor agregado e reduções do imposto de renda;

- Auxílio e expansão de crédito para setores estratégicos;

- Investimentos públicos em infra-estrutura (rodovias, ferrovias, transporte público), educação, moradia para população de baixa renda, dentre outros;

- Aumento real de salários mínimos e implementação e ampliação de programas de transferência de renda.

Nota-se claramente a mão do Estado na contenção da crise, exemplo disso foi a insolvência de duas instituições financeiras patrocinadas pelo governo dos EUA, Freddie Mac e Fannie Mae, que iniciam um período de estatização da economia, desde então, instituições financeiras e empresas com grande participação na economia, como a AIG e General Motors, foram nacionalizadas.

Para impedir que a crise financeira fosse alastrada ainda mais, os Bancos Centrais atuaram de forma intensa, num primeiro momento, em razão das perdas já contabilizadas envolvendo operações com hipotecas *subprime*, e posteriormente, para restabelecer a confiança no sistema financeiro. Todos esses esforços podem ser vistos por meio dos recursos injetados no mercado financeiro pelos Bancos Centrais dos EUA (FED), da área do Euro (BCE), do Japão (BoJ), da Austrália (RBA), da Inglaterra (BoE), do Canadá (BNS), da Suécia (SRB), da Nova Zelândia (RBNZ), do México (Banxico), da Coreia (BoK) e do Brasil (BACEN), além das políticas de incentivo adotadas, conforme o Quadro 4.1 a seguir.

Quadro 4.1
Principais medidas adotadas por Bancos Centrais selecionados

Data	Instituição	Evento
10/08/2007	FED, BCE, BoJ e RBA	Injetaram US\$ 300 bilhões para garantir liquidez ao sistema
18/09/2007	FED	Iniciou ciclo de redução da taxa básica de juros que passou de 5,25% para 4,75%
12/12/2007	FED, BCE, BoE e BoC	Anunciaram operação coordenada para garantir a liquidez dos mercados financeiros
12/12/2007	FED, BCE e BNS	Anunciaram criação de linha de <i>swap</i> de moedas
11/03/2008	FED	Introduziu uma nova linha de empréstimos – <i>Term Securities Lending Facility</i> (TSLF)
16/03/2008	FED	Anunciou nova linha de empréstimos de curto prazo para os bancos elegíveis a realizar operações com o FED – <i>Primary Dealer Credit Facility</i> (PDCF)
21/04/2008	BoE	Anunciou medidas para prover liquidez ao sistema
14/09/2008	FED	Ampliação no rol de colaterais aceitos no âmbito do PDCF
14/09/2008	FED	Incremento de US\$ 25 bilhões no total de recursos disponíveis no âmbito do TSLF e aumento da frequência dos leilões que passaram a ser semanais
15/09/2008	FED	Injetou US\$ 50 bilhões no mercado monetário
15/09/2008	BCE, BoE, BNS e RBA	Operação conjunta de injeção de recursos nos mercados financeiros
16/09/2008	FED, BCE, BoE, BNS, BoJ e RBA	Nova injeção de recursos nos mercados de curto prazo, somando US\$ 209 bilhões
18/09/2008	FED, BoC, BoE, BCE, BoJ e BNS	Ação coordenada de injeção de liquidez nos mercados monetários
19/09/2008	FED	Extensão dos <i>non-recourse loans</i> (empréstimos que são pagos com o lucro das aplicações) para instituições depositantes e <i>holdings</i> de bancos
24/09/2008	FED, SRB, RBA e bancos centrais de Noruega e Dinamarca	Criação de novas linhas de <i>swap</i> de moeda com os bancos centrais da Suécia (SRB), Austrália (RBA) e bancos centrais de Noruega e Dinamarca
07/10/2008	FED	Anunciou criação de linha de crédito para aquisição de <i>commercial papers</i> (<i>Commercial Paper Funding Facility</i>)
08/20/2008	BoE	Anunciou pacote para recapitalizar o sistema bancário, no valor total de £ 500 bilhões
08/10/2008	FED, BCE, BoE, BNS, BoC e SRB	Ação coordenada de redução das respectivas taxas básicas de juros. FED cortou a taxa de 2% para 1,5%. O BCE reduziu a taxa de 4,25% para 3,75%. O BoE diminuiu a taxa de 5% para 4,5%. O BoC reduziu a taxa básica de 3,0% para 2,5%. O SRB reduziu taxa básica de 4,75% para 4,25%. O BNS diminuiu a faixa de variação para a taxa indicativa que antes era entre 2,25% e 3,25% para 2% e 3%.
13/10/2008	FED, BCE, BoE e BNS	Financiamento ilimitado em dólar aos bancos europeus pelos prazos de 7, 28 e 84 dias
14/10/2008	FED e BoJ	Expansão da linha de <i>swap</i> de moeda (ilimitado)
21/10/2008	FED	Criação do Programa de Financiamento para Investidor do Mercado Monetário (<i>Money Market Investor Funding Facility</i> – MMIFF)
28/10/2008	FED e RBNZ	Criação de linha de <i>swap</i> de moeda com o banco central da Nova Zelândia
29/10/2008	FED, BACEN, Banxico, BoK e autoridade monetária de Cingapura	Anúncio da criação de linhas de <i>swap</i> de moedas com os bancos centrais do Brasil (BACEN), México (Banxico), Coreia (BoK) e autoridade monetária de Cingapura
25/11/2008	FED	Anúncio da criação de um programa para estimular o crédito ao consumidor e a atividade econômica (<i>Term Asset-Backed Securities Loan Facility</i> – TALF)
16/12/2008	FED	Reduziu a taxa <i>fed funds</i> de 1% para algo entre 0% e 0,25%
08/01/2009	BoE	O Banco Central da Inglaterra reduziu a taxa básica de juros em 0,5 p.p. para 1,5% ao ano
15/01/2009	BCE	O Banco Central Europeu diminuiu a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento em 0,5 pp. para 2%

Fonte: Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Comunicado da Presidência. A crise internacional e possíveis repercussões: primeiras análises. N. 16, janeiro de 2009.

Nota-se que, em linha gerais, os bancos centrais adotaram medidas tanto para a adequação da liquidez do sistema financeiro como para flexibilizar regras de empréstimos em última instância. Entre as medidas, as principais são: alterações nas alíquotas, regras de recolhimento compulsório e redução da taxa de juros.

Além dessas medidas para solucionar a crise, destacam-se, para o caso dos EUA, algumas iniciativas que merecem atenção (IPEA, 2009, p. 5):

- Pacote de US\$ 850 bilhões para a aquisição de créditos “podres” das instituições financeiras em dificuldades. Desse total o Congresso destinou US\$ 250 bilhões para à compra de ações de bancos.
- Elevação de US\$ 100 mil para US\$ 250 mil do limite de depósitos bancários que passam a ser garantidos pelo governo.
- Corte de impostos para a classe média e incentivos aos pequenos empresários.
- Plano de resgate do Citigroup, o governo deve financiar cerca de US\$ 306 bilhões em empréstimos e títulos e deve investir cerca de US\$ 20 bilhões no grupo.
- Plano de resgate das montadoras. O governo contempla a GM e a Chrysler com cerca de US\$ 14 bilhões após árduo processo no legislativo dos EUA.
- Proposta de novo pacote de US\$ 800 bilhões, com foco nas pessoas físicas e pequenos empreendimentos, a meta do governo é gerar empregos.

Entretanto, todas as medidas adotadas pelos diversos governos tiveram, em contrapartida, um ônus para o Estado. A Tabela 4.2, a seguir, apresenta o montante de medidas de estímulo fiscal e suporte ao sistema financeiro de países selecionados.

Questiona-se sobre a sustentabilidade dos déficits públicos no contexto atual, argumenta-se que, cedo ou tarde, o peso das medidas fiscais se fará sentir no futuro e haverá necessidade de elevar as taxas de juros, a fim de pagar o serviço das dívidas mais elevadas. Entretanto, conforme (BNDES, 2009, p. 7-8):

“(...) cabe lembrar que se os governos se eximissem do papel de combater a crise pela elevação dos déficits, os efeitos sobre as contas públicas seriam ainda piores, pois a atividade econômica tardaria a se recuperar e a base de arrecadação dos governos se estreitaria”.

Tabela 4.2

Estímulo fiscal e suporte ao sistema financeiro em economias selecionadas (% do PIB)

	Estímulo Fiscal ^a	Suporte ao Setor Financeiro ^b	Anos para gastar o estímulo fiscal
Economias desenvolvidas^c	3,7	48,5	-
Canadá	4,1	24,8	3
França	1,5	19,1	2
Alemanha	3,6	22,2	2
Hungria	-7,7	9,1	2
Islândia	-7,3	263,0	2
Irlanda	-8,3	266,4	3
Itália	0,3	3,3	2
Japão	4,7	22,3	3
Holanda	2,5	46,5	2
Espanha	3,9	22,9	3
Reino Unido	1,9	81,7	3
Estados Unidos	5,5	81,1	3
Economias em desenvolvimento^c	4,7	2,9	-
Argentina	6,4	0,9	1
Brasil	5,6	1,5	1
Chile	2,8	0	1
China	6,2	0,5	2
Índia	1,8	6,4	3
México	1,6	0	1
República da Coreia	6,2	20,5	3
Economias em transição^c	5,8	7,4	-
Rússia	5,4	8,0	2
Total^c	4,0	36,1	-

Fonte: UNCTAD, Trade and Development Report, 2009 apud BNDES (2009, p. 8).

a. corresponde a medidas discricionárias sobre as despesas ou receitas públicas em resposta à crise, excluindo os “estabilizadores automáticos”.

b. dispõe de injeção de capital, compra de propriedades, empréstimos pelo tesouro, apoio do banco central com apoio do Tesouro, provisão de liquidez pelos bancos centrais e garantias.

c. os pesos usados de cada grupo de países são baseados em dólares correntes.

5. À Guisa de um Novo Bretton Woods

De acordo com o Consenso de Washington, o mercado seria o melhor mecanismo para expandir a riqueza, assim coube ao FMI e ao Banco mundial recomendar disciplina fiscal dos governos; privatização; focar os gastos públicos em educação, saúde e infra-estrutura; desregulamentar a economia e a legislação trabalhista; liberalizar o comércio externo; e, finalmente eliminar restrições ao investimento direto estrangeiro. Entretanto, tais medidas impuseram aos países da América Latina, um maior grau de vulnerabilidade devido a maior exposição desses países aos riscos decorrentes da liberalização financeira e abertura comercial.

Entretanto, com a crise financeira recente, as organizações multilaterais estão sendo questionadas sobre seu papel. O Consenso de Washington fracassou e até o momento não existe nada que o substitua. Em plena crise, as organizações multilaterais, em especial as originadas em Bretton Woods (Banco Mundial e FMI), a Organização Mundial do Comércio (OMC) e a Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD) continuam orientando as ações necessárias em combate à crise.

Em abril de 2009, líderes dos países do Grupo dos Vinte (G-20) se reuniram em Londres para discutirem ações conjuntas que pudessem combater a crise internacional. Algumas idéias se formaram nessa reunião e se destacaram em três pontos básicos: análise das falhas no sistema financeiro internacional; promoção de reformas radicais das instituições; remoção dos principais problemas que geram desequilíbrios macroeconômicos entre os países. Conforme Matijascic, Piñón e Acioly (2009, p. 34), as principais decisões apontadas na reunião do G-20 foram:

- “• Triplicar o valor disponível para empréstimos do FMI, dos atuais US\$ 250 bilhões para US\$ 750 bilhões, e disponibilizar outros US\$ 250 bilhões para ampliar as reservas internacionais dos países do G-20 através dos direitos especiais de saque (SDRs);
- Dar poderes ao FMI para coordenar as ações frente à crise internacional, fortalecendo a ‘governança da globalização’;
- Transformar o Fórum de Estabilidade Financeira em Conselho de Estabilidade Financeira, composto pelos os membros do G-20, com a missão de reportar os esforços regulatórios nacionais sobre instituições como fundos de *hedge*, fundos de capital privado, derivativos;
- Aumentar a coordenação e a agressividade das políticas fiscais dos países;
- Combater os paraísos fiscais, intenção confirmada pela divulgação de uma lista ‘negra’ e outra lista ‘cinza’ de países que não seguiam as regras da OCDE quanto à transmissão de informações fiscais;
- Conter o protecionismo (através do monitoramento pela OMC e outras instituições internacionais) e tentar sustentar o volume do comércio e dos serviços internacionais via ampliação do financiamento ao comércio”.

Além disso, um dos pontos de discussão na reunião do G-20 em Londres foi o aumento da representação dos países em desenvolvimento no FMI. Nessa reunião todos os países emergentes, inclusive Brasil e China, tentaram ampliar sua participação na instituição e cobraram do Fundo uma maior representatividade.

Em relatório recente, a UNCTAD aponta a necessidade de reformar todo o sistema multilateral global, os governos deveriam estar atentos a movimentos de preços nos mercados, coibir a especulação financeira e se necessário intervir para evitar grandes desequilíbrios. Conforme Matijascic, Piñón e Acioly (2009, p. 35), as principais recomendações da UNCTAD foram:

- “• Agentes reguladores governamentais devem ter acesso a dados consistentes sobre os mercados;
- Papel das agências de classificação de riscos precisa ser revisto;
- Países em desenvolvimento não devem ser sujeitos a *crisis rating* pelos mesmos mercados financeiros que deflagraram a crise financeira internacional;

- Arranjos de taxas de câmbio globais para manter a estabilidade global, evitar o colapso do sistema internacional de comércio e prevenir políticas pró-cíclicas pelos países afetados; países em desenvolvimento devem manter uma taxa de câmbio competitiva e evitar descasamentos em termos de moedas e prazos em suas dívidas públicas e privadas;
- Criar incentivos para instrumentos financeiros mais simples e regulamentados adequadamente;
- Combater a deterioração do crédito;
- Desenvolver setores financeiros dos Estados de forma progressiva, evitando a formação de bolhas especulativas;
- Regular mais intensamente a presença dos investidores financeiros nos mercados de *commodities*, de modo a evitar grandes flutuações nos preços, os quais atingiram seus níveis mais altos entre 2002 e 2008, e que despencaram durante a crise;
- Quebrar a espiral de deflação e queda de demanda e recuperar a habilidade do sistema financeiro de prover crédito para investimentos produtivos, de modo a estimular o crescimento e evitar a queda dos preços seriam algumas das ações mais importantes;
- Conceder moratória temporária às nações mais pobres, dada a falta de crédito e as crescentes dificuldades em exportar matérias primas;
- Agir coordenadamente, de modo a reverter o quadro de significativa queda mundial nos investimentos externos diretos e fusões/aquisições; ações internacionais coordenadas, também no âmbito da OMC, para evitar o protecionismo e favorecer o comércio internacional”.

A UNCTAD afirma que, para viabilizar as reformas do sistema de governança mundial, a ONU deveria ter um papel central em sugerir e legitimar essas reformas, uma vez que é uma instituição com credibilidade universal. Em recente relatório de recomendações das Nações Unidas, elaborado por especialistas liderados por Joseph Stiglitz, conhecido por “Comissão Stiglitz” aponta a necessidade de ações coordenadas entre as instituições multilaterais e os países como forma de combater os efeitos da crise. Constata-se que há uma incoerência entre as políticas comerciais e financeiras internacionais e necessidade de que países emergentes adotem políticas não-protecionistas de combate à crise. Conforme Matijascic, Piñón e Acioly (2009, p. 36), dessa comissão surgem as seguintes recomendações:

- “• Garantir financiamento adicional aos países mais pobres;
- Prover maior segurança alimentar e aumentar o comércio através da conclusão da Rodada de Doha;
- Promover iniciativas de desenvolvimento sustentável e promover pactos trabalhistas globais;
- Consolidar redes de proteção social, tomar ações emergenciais humanitárias, de segurança e de estabilidade social;
- Aumentar os investimentos e garantir o acesso à tecnologia e inovação;
- Monitorar, analisar e melhorar os aspectos macroeconômicos;
- Renovar o multilateralismo”.

Já as instituições multilaterais criadas em Bretton Woods, FMI e Banco Mundial, fortemente influenciadas pelos preceitos do Consenso de Washington, apresentam propostas mais conservadoras e refletem um momento de transição entre a ideologia do livre mercado e o estado mínimo, que esteve presente nestas instituições durante muito tempo. Para o FMI, a retomada do crescimento é possível estabilizando as condições financeiras e incentivando a demanda. Conforme Matijascic, Piñón e Acioly (2009, p. 37), as principais propostas resumidas são:

- “• Aumentar a cooperação internacional;
- Restaurar a confiança no sistema financeiro internacional é a chave para resolver a crise, e para isso é preciso solucionar os problemas de regulamentação desse sistema;
- Resolver com urgência os problemas no balanço das instituições financeiras, incentivando a capitalização das que são viáveis;
- Ajudar, por parte do Estado, as corporações domésticas que não consigam crédito;
- Facilitar a política monetária através da redução de taxas, sempre que possível, e da geração de crédito direto”.

Já para o Banco Mundial, existem três desafios nos combates à crise: estabilização; proteção e promoção do crescimento e desenvolvimento de longo prazo; e proteção dos mais pobres e vulneráveis, para atingir esses objetivos é sugerida uma série

de medidas a serem implementadas que, segundo Matijascic, Piñón e Acioly (2009, p. 37), são as seguintes:

- “• Gerar grande volume de recursos;
- Reduzir os riscos;
- Restaurar com urgência a confiança, pois somente assim o sistema financeiro poderá novamente promover o crescimento;
- Restaurar a demanda agregada e aumentar as concessões a países em desenvolvimento como medidas fundamentais para restaurar níveis de emprego e garantir o progresso dos Objetivos do Milênio (ODM);
- Flexibilizar os empréstimos por parte do FMI para a tomada de ações anticíclicas, tal como fomentar o setor privado”.

Como visto, as propostas das instituições mencionadas diferem entre si, e representam o seu papel efetivo como organização multilateral, cada uma a seu jeito procura encontrar o caminho para conter a progressão dos efeitos negativos da crise global e se esmeram em seus conhecimentos adquiridos em anos de fundação.

De acordo com Paulo Nogueira Batista Jr, diretor brasileiro do FMI, mudanças no Fundo não devem ocorrer em grande magnitude, porque o Fundo sempre atendeu aos interesses das nações centrais, particularmente os Estados Unidos, e hoje o centro do “terremoto financeiro” envolve um enfrentamento dessas nações, fragilizadas pela crise. De acordo com a norma do Fundo, todas as decisões que envolvem alterações na forma de atuação necessitam de pelo menos 85% da soma total de todas as cotas dos membros, como os Estados Unidos estão representado com 17%, isso propiciou com que ele tenha o poder de aprovar ou vetar qualquer decisão do Fundo.

É fato indiscutível a necessidade de regular o sistema financeiro internacional, no entanto ainda não está claro como fazê-lo. Existe a consciência de que é necessário a cooperação de todos os países para isso, caso contrário as medidas se situarão no plano nacional através de controles internos. É praticamente consenso que um sistema financeiro internacional só pode ser supervisionado por uma entidade supranacional, assim, “promoveu-se o fortalecimento do Fórum de Estabilização Financeira, composto pelos bancos centrais, que passou a constituir uma Diretoria de Estabilidade Financeira, integrada pelo G-20, Espanha e Comissão Européia. Essa diretoria colaborará com o

FMI para prover aviso antecipado de riscos financeiros e macroeconômicos e as ações necessárias para enfrentá-los” Simões da Silva (2009, p. 37).

Com isso, pretende-se regular e supervisionar todas as instituições financeiras, todos os instrumentos e todos os mercados, inclui nesse rol também as agências de classificação de risco, principalmente aquelas que dão bons certificados a instituições e instrumentos financeiros carregados de lixo tóxico, como o foi com a hipoteca *subprime*.

Outro ponto muito discutido é sobre o futuro do dólar como moeda de referência mundial, países como a China e Rússia lançaram a idéia da criação de um sistema alternativo de reserva global.

Zhou Xiaochuan, presidente do Banco Central chinês, defende a criação de uma moeda internacional em substituição ao dólar como reserva de valor, essa moeda não seria vinculada a nenhuma nação e teria como supervisão o Fundo Monetário Internacional (FMI). Além de reserva de valor, essa nova moeda seria usada como referência para cotação de preços nos mercados globais e usada como meio de pagamentos em transações comerciais entre países. “O objetivo desejável da reforma do sistema monetário é a criação de uma moeda de reserva internacional que seja desconectada de nações e capaz de permanecer estável no longo prazo, removendo assim as deficiências inerentes à utilização de moedas nacionais” (O Estado de S. Paulo, 25/03/2009).

Michael Pettis, professor de finanças da Universidade de Pequim, afirma que a discussão sobre uma moeda global surge de tempos em tempos, e nunca passou de discussão. Para ele, o processo de escolha de uma moeda como reserva de valor internacional não depende de decisão administrativa ou política, depende do tamanho da economia que a possui e de sua credibilidade em relação a outras nações, por esse motivo o dólar assumiu esse papel, devido à grandeza da economia americana.

Zhou Xiaochuan reconheceu que a reforma levaria longo tempo e, por isso, defendeu que deveria ser feita aos poucos, o primeiro passo seria a utilização do Special Drawing Right (SDR), versão criada pelo FMI, em 1969, que tem cotação em relação às diferentes moedas. O SDR seria determinado com base numa cesta de moedas e destina-

se à suplementação das reservas internacionais dos membros do Fundo, na proporção de suas contribuições.

Para o grupo presidido por Stiglitz (ONU, 19.03.09, p. 11), “os desequilíbrios globais, que jogaram um papel importante nessa crise, só podem ser enfrentados se houver um meio melhor de tratar dos riscos econômicos internacionais que os países enfrentam do que o sistema corrente de acumulação de reservas internacionais”. Seria preciso implantar um novo sistema de reserva global, porque “corretamente, os países pobres estão emprestando aos ricos suas reservas a baixas taxas de juros”. Esse sistema seria viável, não-inflacionário e demandaria pouco esforço para ser implantado.

Para Gordon Brown, primeiro ministro britânico, “O velho Consenso de Washington acabou . Hoje chegamos a um novo consenso de que tomamos ação global conjunta para lidar com os problemas que enfrentamos”. Para ele, tem início a era da cooperação (Folha de São Paulo, 05.04.2009, p. B-3).

Já para Michael Liebig no seminário internacional sobre “crise – rumos e verdades”¹⁷, organizado pelo Governo do Paraná, a crise abriu espaço para o surgimento de um mundo multipolar, com a ascensão do G-20, a oportunidade da União Européia assumir um papel moderador e um enfraquecimento do poderio dos Estados Unidos, devido à severidade dessa crise. Para Liebig, “A crise originada e centralizada nos EUA aprofundou e seguirá aprofundando mudanças na correlação de forças entre os atores políticos e econômicos mundiais. Já temos um sistema global multipolar, mas não uma ordem. O desafio – e não sei quanto tempo ele levará para ser atingido – agora é criar uma ordem global multipolar sustentável”.

Barry Eichengreen defende a regulação do mercado financeiro, mas entende que, por melhor que seja, a regulação financeira não evita crises. As crises, as recessões, a volatilidade são inerentes ao funcionamento do capitalismo e da economia de mercado. Uma saída possível seria usar o poder regulador e as políticas distributivas do Estado para limitar ou compensar as crises e suas conseqüências negativas. Um bom exemplo de políticas regulatórias internas que tiveram resultado positivo foi o Proer.

¹⁷ Disponível em: <http://www.jusbrasil.com.br/noticias/362720/crise-abre-espaco-para-ascensao-de-ordem-mundial-multipolar-afirma-analista-alemao> Acesso em 09/12/2008.

O Brasil, desde a moratória dos anos 80, procurou regular e fiscalizar o sistema monetário nacional, o que garantiu ao governo um maior controle dos bancos e das instituições financeiras. A robustez do sistema brasileiro tornou-se evidente ao se analisar o projeto de reforma financeira anunciado em 2009 pelo presidente do Estados Unidos, Barack Obama. Muitas das medidas anunciadas são práticas correntes no Brasil há anos, por exemplo medidas como fiscalização das empresas financeiras pelo FED, medidas em defesa do consumidor, combate a fraudes, relação máxima de alavancagem e controle da especulação. (Quadro 5.1).

Quadro 5.1
Regulação do mercado financeiro brasileiro comparado com algumas medidas reformistas anunciadas pelo governo americano em 2009¹⁸.

Falha	Proposta	No Brasil
Seguradoras e <i>hedge funds</i> , que estiveram no epicentro da crise, ficavam de fora da fiscalização do Federal Reserve.	O Fed vai fiscalizar todas as empresas financeiras, e não apenas bancos. Ele poderá também intervir nelas quando julgar necessário.	Desde meados dos anos 90, todas as empresas financeiras estão sob a vigilância do Banco Central, que pode intervir em instituições problemáticas.
Bancos e corretoras vendiam produtos financeiros, como hipotecas, sem informar claramente os clientes a respeito dos riscos envolvidos na transação.	Criação da Agência de Proteção Financeira dos Consumidores, que coibirá práticas desleais.	O Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) são responsáveis por zelar pelos direitos dos consumidores de produtos financeiros e dos pequenos investidores.
O registro precário das operações de compra e venda de contratos deu brecha para o surgimento da pirâmide de investimentos do golpista Bernard Madoff.	Ampliação das exigências nos registros das transações com ações e demais aplicações financeiras.	A fraude de Madoff poderia ter sido evitada; por lei todas as operações financeiras são registradas.
Os bancos de investimentos (similares a grande corretoras) não seguiam os limites internacionais de “alavancagem” (relação entre os empréstimos e o capital próprio).	Todo e qualquer banco não poderá ultrapassar em doze vezes a relação entre empréstimos e o capital próprio.	Desde 1994, todos os bancos seguem o padrão internacional de alavancagem financeira. Aqui a relação é ainda menor: oito.
Boa parte dos negócios com derivativos era feita sem nenhum registro e sem a necessidade de depósitos de caução para eventuais perdas, o que incentivava a especulação.	Incentivo ao registro de todas as operações com derivativos; 5% do valor da transação ficará depositado como margem de segurança.	É exigido o depósito de margens de segurança em todos esses negócios. A partir de 2001, o BC e a CVM acirraram a fiscalização desses contratos.

¹⁸ Extraído da revista *Veja*, edição n. 2118 – ano 42 – n. 25, 24 de junho, 2009, p. 108-109.

Para Edmund Phelps, a simples reestruturação do setor financeiro não é suficiente para reduzir o risco do sistema. É preciso incentivar o financiamento de projetos de inovação, os bancos precisam parar de pensar em resultados a curto prazo, hoje o capital destinado ao financiamento de inovações está em declínio. Os bancos assumem riscos guiados pela perspectiva de maior remuneração, mas deveriam fazê-lo em setores que deixam a economia mais saudável.

Normal Gall, diretor executivo do Instituto Braudel de Economia Mundial, sugere que para regular o mercado financeiro é preciso livrá-lo de atividades perigosas e perniciosas, como a securitização irresponsável e a proliferação de derivativos tóxicos. Os contratos de derivativos deveriam se limitar a instrumentos padronizados, comercializados em bolsas de compensação reconhecidas que assumam a responsabilidade pela execução final dos contratos.

A crise financeira recente evidenciou o drama financeiro das instituições de Bretton Woods, sobretudo do Fundo Monetário Internacional. O FMI hoje não tem recursos suficientes para atender às necessidades de financiamentos de grandes economias emergentes que, somadas às principais economias emergentes, os BRICs juntos têm maior peso na economia mundial do que a comunidade européia. Hoje se fala na criação de Fundos Monetários Regionais. Essa discussão já existe nos países asiáticos e, recentemente, o Centre for European Policy Studies publicou um artigo delineando uma proposta para a criação de um Fundo Monetário Europeu (FME).

Na carência de organismos multilaterais respaldados tanto politicamente quanto financeiramente, para resolver e inibir problemas atuais, é natural que surjam muitas propostas no sentido de regular o sistema financeiro mundial, o que não está claro ainda é como será esse sistema, uma vez que as propostas vão desde a reforma das instituições de Bretton Woods, à criação de Fundos Monetários Regionais, a substituição do dólar como reserva de valor por uma moeda neutra, a criação em termos nacionais de políticas regulatórias que controlem o sistema financeiro e, por fim, acordos bilaterais.

Considerações Finais

Esta pesquisa pretendeu analisar a evolução do Sistema Financeiro Internacional, como se constitui o ambiente institucional no início do século XXI e como ocorreu a crise sistêmica de 2008. Constatamos que crises são inerentes ao sistema capitalista, além de afetar a confiança dos agentes econômicos sobre a eficiência do Sistema Financeiro Internacional causam problemas em todas as nações, com conseqüências maiores aos países em desenvolvimento.

Observamos que ao longo do seu desenvolvimento o Sistema Financeiro Internacional contou com três modelos diferentes para normalizar o padrão monetário internacional e assegurar a conversibilidade entre as moedas, o primeiro foi o padrão-ouro, o segundo, o Sistema de Bretton Woods e, por último, o terceiro caracterizado como “não-sistema”.

Constatamos que o regime monetário internacional sob o padrão-ouro foi o mais estável em termos de taxas de câmbio. Nesse período as taxas de câmbio eram fixas entre todas as moedas. A adesão de um país ao sistema implicava converter sua moeda a uma quantidade pré-definida de ouro. Só havia uma única margem de variação permitida aos preços oficiais que se originava dos custos de transporte do ouro entre Bancos Centrais e era chamada de os pontos do ouro.

Nesse padrão monetário, a configuração da base monetária era determinada da seguinte forma: pelo preço do ouro em relação à moeda nacional; pela quantidade de ouro estocado no sistema monetário; e pelo controle da quantidade de moeda em circulação em função do estoque de ouro. Assim, somente um aumento no estoque de

ouro aumentaria a base monetária e, por sua vez, só por dois motivos: superávit no balanço de pagamentos e aquisição de ouro no sistema interno. Foi um sistema em que as autoridades monetárias em cada país estavam sujeitas às mesmas limitações, resultando numa harmonização efetiva das políticas monetárias.

Neste período, a supremacia econômica e industrial da Inglaterra possibilitava manter superávits comerciais elevados e, desta forma, garantia a liquidez do Sistema Financeiro Internacional. Durante o padrão-ouro, constatou-se que as crises monetárias nacionais decorriam do esgotamento das reservas em ouro, ou em libra, ou devido às dívidas dos países deficitários.

Após a grande depressão em 1929, surgiu uma mudança crucial nos objetivos de todos os países que passaram a se preocupar com a estabilidade interna, o que envolvia uma maior participação do Estado, resultando em medidas protecionistas que abalaram o sistema, gerando práticas de comércio bilateral e à adoção de controles cambiais.

Diante disso, o padrão-ouro foi abolido, e novas negociações para reformar o Sistema Financeiro Internacional só voltaram a acontecer ao final da Segunda Guerra Mundial em 1944, com a Conferência de Bretton Woods, que estabeleceu um regime de câmbio relativamente fixo, no centro do qual o dólar se tornava, ao mesmo tempo unidade contábil e padrão monetário, com uma paridade-ouro fixada em 35 dólares a onça. Nesta reunião também foi proposta a criação de organismos internacionais como o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional, o primeiro seria responsável pela provisão de créditos destinados à retomada de investimentos e o do crescimento econômico; o segundo como organismo regulador para auxiliar países com dificuldades em seus balanços de pagamentos.

Observamos que o Sistema de Bretton Woods representou uma tentativa bem-sucedida de regular o Sistema Financeiro Internacional que garantiu a diversos países quase três décadas de crescimento e estabilidade econômica. Neste período, o sistema capitalista se desenvolveu graças à abundância de crédito disponível para os investimentos na maioria dos países capitalistas. Durante a década de 1960, o volume de dólares que circulava no mundo ampliou-se, de modo que a sua paridade com o ouro ficava cada vez mais difícil de ser sustentada, assim começaram a surgir ataques cambiais especulativos, que vieram a destruir o sistema de Bretton Woods. Com o fim

do sistema, foi adotado o regime de câmbio flexível em 1973, ponto de partida para uma instabilidade cambial e monetária.

Notamos também que, em Bretton Woods, os sistemas financeiros eram fortemente regulamentados e, neste período, crises financeiras internas eram raras. O sistema financeiro internacional atualmente é caracterizado por uma elevada integração entre os mercados financeiros domésticos, englobando tanto países centrais quanto periféricos. Na medida em que esses mercados se apresentem desregulamentados, a livre movimentação dos fluxos financeiros entre as nações constitui um elemento de instabilidade na economia mundial.

Durante essa pesquisa, percebemos que, após a abertura e desregulamentação financeira ocorrida nos anos 1980, surgiram uma série de crises em diversos países e todas marcadas pelo caráter altamente especulativo, com o preço dos ativos subindo mais do que a lucratividade das empresas.

Analisamos a crise sistêmica internacional deflagrada em 2008 que teve como detonador a bolha hipotecária do mercado imobiliário norte-americano. O início da crise foi marcado pelo grande número de hipotecas *subprime* que deixaram de ser pagas e, portanto, entraram em processo de execução. Com isso os bancos retomaram os imóveis que novamente no mercado tiveram queda nos preços que, por sua vez, reduziu também os preços dos ativos atrelados às hipotecas. Grande parte desses ativos começou a voltar para a carteira dos bancos que os emitiram devido à cláusula de recompra existente nos contratos. A queda do preço dos ativos foi seguida pela queda da demanda pelos mesmos, comprometendo a capacidade dos bancos e demais agentes atuantes nesse segmento de honrarem seus compromissos. Dessa forma, esses agentes passaram de sua posição tipicamente *speculative*, como define Minsky, para uma situação *Ponzi*. Partindo da hipótese sustentada por Minsky, uma economia capitalista moderna se caracteriza por uma estrutura de relações financeiras que a levam, a cada tempo, a uma situação de fragilidade ou vulnerabilidade, percebemos que foram as mudanças estruturais no sistema financeiro, que ocorreram de forma endógena à economia e num período de estabilidade, que levaram à fragilização financeira.

Foi possível evidenciar que, a partir dessa crise, os países desenvolvidos têm lançado uma sucessão de “pacotes” de medidas de política econômica, envolvendo

injeções de liquidez, cortes dos juros, renúncia tributária, ampliação dos gastos públicos e estatização de instituições financeiras, na tentativa de reverter o colapso do sistema financeiro e o aprofundamento da recessão.

Podemos dizer que essa crise financeira recente teve dois fatores iniciadores importantes, primeiro a política de juros baixíssimos da economia americana por volta dos anos 2000, criando um ambiente favorável à criação de mecanismos não tradicionais como, por exemplo, as estruturas para financiamento ao mercado imobiliário de alto risco, denominadas como *subprime*. E segundo, a reversão da política de juros baixos pelos Estados Unidos em 2004, gerando inadimplência dos mutuários dos financiamentos *subprime*.

Observamos ainda que a crise financeira recente evidenciou o drama financeiro das instituições criadas em Bretton Woods. Se no passado o FMI e o Banco Mundial contribuíram para financiar economias subdesenvolvidas, constata-se que hoje o Fundo não tem recursos suficientes para atender às necessidades de financiamentos de grandes emergentes que, somadas às principais economias emergentes, os BRICs juntos têm maior peso na economia mundial do que a comunidade europeia.

Concluimos que há um consenso entre os economistas e instituições multilaterais de que precisamos reformar o sistema financeiro internacional, deixá-lo mais seguro, a fim de tentar amenizar futuras crises. Entretanto, na carência de organismos multilaterais respaldados tanto politicamente quanto financeiramente para resolver e inibir problemas atuais, é natural que surjam muitas propostas com o intuito de regular o sistema financeiro mundial, o que não está claro ainda é como fazê-lo.

Enfim, esperamos contribuir com o estudo sobre a Evolução do Sistema Financeiro Internacional, apesar de esta pesquisa representar um pequeno passo na investigação desse assunto, julgamos que muitas das questões aqui levantadas sejam motivos para estudos futuros.

Bibliografia

- BELLUZZO, Luis Gonzaga de Mello. “O Declínio de Bretton Woods e a Emergência dos Mercados ‘Globalizados’”. In: *Economia e Sociedade*, v. 4, p. 11-20. Campinas: Revista do Instituto de Economia da Unicamp, 1995.
- BELLUZZO, Luis Gonzaga. “Finança Global e Ciclos de Expansão”. In: FIORI, José Luís (org.). *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*. (Coleção Zero à Esquerda). Petrópolis, Rio de Janeiro: Vozes, 1999.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. “A Crise Financeira e o papel do Estado”. In: ANFIP. *Crise Financeira Mundial: impactos sociais e no mercado de trabalho*. Brasília, 2009.
- BNDES. Sinopse Internacional. N. 12, setembro de 2009.
- BORTOLANI, Sergio. *A Evolução do Sistema Monetário Internacional*. Lisboa: Edições 70, 1981.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Crise e Recuperação da Confiança. In: Dossiê da Crise. Associação Keynesiana Brasileira. Porto Alegre, 2008, p. 5-7. Disponível em: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb> (Acesso em novembro de 2009).
- BRUNHOFF, Suzanne de. “A Instabilidade Financeira Internacional”. In: CHESNAIS, François (coord.). *A Mundialização Financeira. Gênese, Custos e Riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- CANO, Wilson. “Soberania e Política Econômica: O Retrocesso Pós-1979”. In: Seminário Internacional: Alternativas de Desenvolvimento e a Questão Regional. Rio de Janeiro: Sindicato dos Petroleiros, 27-28 ago. 2001.
- CARVALHO, Fernando Cardim de. *Bretton Woods aos 60 anos. Novos Estudos CEBRAP*, São Paulo, n. 70, p. 51-63, nov. 2004.

- CARVALHO, Maria Auxiliadora de & SILVA, César Roberto Leite da. *Economia Internacional*. São Paulo: Editora Saraiva, 2000.
- CEPAL. *La reacción de los gobiernos de América Latina y el Caribe frente a la crisis internacional*. Santiago do Chile: Cepal, 2008.
- CHESNAIS, François. *A Mundialização do Capital*. Tradução de Silvana Finzi Foá. São Paulo: Xamã, 1996.
- CHESNAIS, François. *A Mundialização Financeira: Gênese, Custos e Riscos*. In: François Chesnais (org.). São Paulo: Xamã, 1998.
- CORAZZA, Gentil. *A Interdependência dos Bancos Centrais em Relação ao Governo e aos Bancos Privados*. 1995. Tese (Doutorado em Economia) – UNICAMP, Campinas, SP.
- CORRÊA, V.P. *A Estrutura de Financiamento Brasileira e a Oferta de Financiamento de Longo Prazo*. 1995. Tese (Doutorado em Economia) – UNICAMP, Campinas, SP.
- COSTA, Edmilson. *Transformações e crise no capitalismo contemporâneo*. Revista *Análise*, v. 4, n. 1, PUC-RS, 1993.
- CUNHA, André Moreira & PRATES, Daniela Magalhães. *A Instabilidade Financeira nos Anos 90: Algumas Implicações para as Economias Capitalistas Periféricas*. Março de 1999. Disponível em: <http://debates.fundap.sp.gov.br/>
- DORNBUSCH, Rudiger & FISCHER, Stanley. *Macroeconomia*. 5 ed. São Paulo: Makron, McGraw-Hill, 1991.
- EICHENGREEN, Barry J. *A Globalização do Capital: Uma História do Sistema Monetário Internacional*. Trad. Sergio Blum. São Paulo: Editora 34, 2002.
- FERRAZ, João Carlos M. *O Manual da Crise*. São Paulo: Editora Alfa-Omega, 2009.
- FUNDAP1 – Grupo de Conjuntura. *A Crise do Mercado das Hipotecas Subprime nos EUA*. S/d. Disponível em: <http://debates.fundap.sp.gov.br/>

FUNDAP2 – Grupo de Conjuntura. *Panorama Recente da Economia Internacional*. S/d. Disponível em: <http://debates.fundap.sp.gov.br/>

GALL, Norman. *O Terremoto Financeiro. A primeira crise global do século XXI*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010 (impressa em 2009).

GONÇALVES, Reinaldo; BAUMANN, Renato; PRADO, Luiz Carlos Delorme & CANUTO, Otaviano. *A Nova Economia Internacional: Uma Perspectiva Brasileira*. 8ª. edição. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

GONTIJO, Cláudio. Raízes da Crise Financeira dos Derivativos Subprime. Texto para Discussão n. 342. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2008.

IPEA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Carta de Conjuntura, n. 5. Brasília, dezembro de 2008. Disponível em: <http://www.ipea.go.br/default.jsp> (Acesso em maio de 2009)

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Comunicado da Presidência. A crise internacional e possíveis repercussões: primeiras análises. N. 16, janeiro de 2009.

JUNIOR, Gilberto Rodrigues Borça & FILHO, Ernani Teixeira Torres. *Analisando a Crise do Subprime*. In: Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 15, n. 30, p. 129-159, dez. 2008.

JUNIOR, Gilberto Rodrigues Borça & FILHO, Ernani Teixeira Torres. *Crise coloca em xeque ciclo de expansão do mercado financeiro internacional*. In: BNDES – Visão de Desenvolvimento, 14 mai 2009, n. 64.

KILSZTAJN, Samuel. *O Acordo de Bretton Woods e a Evidência Histórica. O Sistema Financeiro Internacional no Pós-Guerra*. In: Revista de Economia Política, v. 9, n. 4, out/dez, 1989.

KRUGMAN, Paul R. & OBSTFELD, Maurice. *Economia Internacional: Teoria e Prática*. 5 ed. São Paulo: Makron Books, 2001.

- LAVAGETTI, Livio. *Notas sobre a Ordem Econômica Mundial: 1944-1979*. In: *Revista de Economia Política e História Econômica*, n. 1, set. 2004.
- LELART, Michel. *O Sistema Monetário Internacional*. Portugal: Terramar, 1997.
- LICHTENSZTEJN, Samuel & BAER, Monica. *Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial. Estratégias e Políticas do Poder Financeiro*. Tradução de Nathan Giraldi. São Paulo: Editora Brasiliense, 1987.
- MATIJASCIC, Milko; PIÑÓN, María & ACIOLY, Luciana. “Crise Financeira Internacional – Reação das Instituições Multilaterais”. In: ANFIP. *Crise Financeira Mundial: impactos sociais e no mercado de trabalho*. Brasília, 2009.
- MERCADANTE, Aloizio. 2003. *A Outra Batalha na OMC*. Capturado online em 10/02/07. http://www.mercadante.com.br/artigos/artigo_134.html.
- MEDEIROS, Carlos A. & SERRANO, Franklin. “Padrões Monetários Internacionais e Crescimento”. In: FIORI, José Luís (org.). *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*. (Coleção Zero à Esquerda). Petrópolis, Rio de Janeiro: Vozes, 1999.
- MINSKY, Hyman. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven. Yale University Press, 1986.
- MISHKIN, Frederic S. Anatomy of a Financial Crisis. *Journal of Evolutionary Economics* 2, 1992, p. 85-113.
- MISHKIN, Frederic S. International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability. NBER Working Paper, 6390. Cambridge, Massachusetts: no National Bureau of Economic Research, 1998.
- MISHKIN, Frederic S. *The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations can Harness Their Financial Systems to Get Rich*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2006.
- MOFFITT, Michael. *O Dinheiro do Mundo: de Bretton Woods à Beira da Insolvência*. Tradução de Lucas de Azevedo Assunção. 2 ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.

- MOFFITT, Michael. *O dinheiro no mundo*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1984.
- MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. “Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky”, in *Revista de Economia Política*, vol. 8, no. 1, janeiro-março, 1988.
- MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. Crise e Deflação de Ativos: por quê? In: *Dossiê da Crise*. Associação Keynesiana Brasileira. Porto Alegre, 2008, p. 8-11. Disponível em: <http://www.pppe.ufrgs.br/akb> (Acesso em novembro de 2009).
- MONTORO FILHO, André Franco & TROSTER, Roberto Luis. “Introdução à Teoria Monetária”. In: *Manual de Economia*. São Paulo: Saraiva, 1998.
- O Estado de S. Paulo, 25/03/2009. China quer adoção de moeda global.
- ONU – “Recommendations by the Commission of Experts of the President of the General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System”. Draft. New York, 19.03.09.
- PLIHON, Dominique. “Desequilíbrios Mundiais e Instabilidade Financeira: A Responsabilidade das Políticas Liberais. Um Ponto de Vista Keynesiano. In: CHESNAIS, François (org.). *A Mundialização Financeira: Gênese, Custos e Riscos*. São Paulo: Xamã, 1999.
- PRADO, Luiz Carlos Delorme. *A Política Econômica Deles, e a Nossa...* Revista *Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro, v. 11, n. 3, p. 563-569, set/dez. 2007.
- RATTI, Bruno. *Comércio Internacional e Câmbio*. 10.ed. São Paulo: Aduaneiras, 2001.
- SAMUELSON, Paul. *O Sistema Monetário Internacional*. Rio de Janeiro: Biblioteca Salvat de Grandes Temas – Livros GT, 1979.
- SANDRONI, Paulo. *Novíssimo Dicionário de Economia*. São Paulo: Editora Best Seller, 1999.
- SAUL, Nestor. *Euromercados*. Porto Alegre: Ed. Ortiz, 1991.

- SIMÕES DA SILVA, Luiz Afonso. *Ensaio do IEEI, n. 2. Sistema Financeiro Internacional – “Quo Vadis?”*. São Paulo: Unesp, 2009.
- SINGER, Paul. *O Capitalismo: sua Evolução, sua Lógica e sua Dinâmica*. (Coleção Polêmica). São Paulo: Ed. Moderna, 1993.
- SOLOMON, Robert. *O Sistema Monetário Internacional 1945-1976*. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1979.
- SOUZA, N.A. *Ascensão e Queda do Império Americano*. São Paulo: CPC-UMES-Mandacaru, 2001.
- STIGLITZ, Joseph E. *A Globalização e seus Malefícios: a Promessa não-cumprida de Benefícios Globais*. São Paulo: Futura, 2002.
- TEIXEIRA, Aloisio. “Estados Unidos: a ‘Curta Marcha’ para a Hegemonia”. In: FIORI, José Luís (org.). *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*. (Coleção Zero à Esquerda). Petrópolis, Rio de Janeiro: Vozes, 1999.
- WILLIAMSON, John. *A Economia Aberta e a Economia Mundial: um Texto de Economia Internacional*. Tradução de José Ricardo Brandão Azevedo. Rio de Janeiro: Campus, 1989.
- WOLF, Martin. *A Reconstrução do Sistema Financeiro Global*. Tradução de Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.