

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

**HIERARQUIA E COMPETIÇÃO ENTRE ESTADOS
NACIONAIS NO ATUAL SISTEMA MONETÁRIO
INTERNACIONAL**

Maurício Médici Metri

Orientador
Prof. Dr. José Carlos da Rocha Miranda

RIO DE JANEIRO
2003

HIERARQUIA E COMPETIÇÃO ENTRE ESTADOS NACIONAIS NO ATUAL SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

Maurício Médici Metri

Tese submetida ao corpo docente do Programa de Pós-Graduação do Instituto de Economia da
Universidade Federal do Rio de Janeiro como parte dos requisitos necessários à obtenção do
grau de Mestre em Economia

Orientador

Prof. Dr. José Carlos da Rocha Miranda

UFRJ

RIO DE JANEIRO

2003

HIERARQUIA E COMPETIÇÃO ENTRE ESTADOS NACIONAIS NO ATUAL SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

Maurício Médici Metri

*Dissertação de Mestrado apresentada ao
Instituto de Economia da Universidade Federal do
Rio de Janeiro, como requisito parcial à obtenção
do grau de Mestre em Economia.*

Banca Examinadora:

Prof. Dr. José C. Miranda (Orientador)
Instituto de Economia/UFRJ

Prof. Dr. Maria da Conceição Tavares
Instituto de Economia/UNICAMP e
Instituto de Economia/UFRJ

Prof. Dr. Franklin Serrano
Instituto de Economia/UFRJ

IE/UFRJ
RIO DE JANEIRO
2003

Para minha companheira e amante, Luana.

As técnicas do dinheiro, como todas as técnicas, correspondem pois a uma procura expressa, insistente, longamente repetida. Quanto mais um país economicamente é desenvolvido, mais ele amplia a gama dos seus instrumentos monetários e dos seus instrumentos de crédito. Com efeito, na unidade monetária internacional, as sociedades têm cada qual o seu lugar, umas mais privilegiadas, outras a reboque, outras pesadamente penalizadas. O dinheiro é a unidade, é também a injustiça do mundo.

Os homens têm mais consciência do que se poderia supor desta visão e das conseqüências que ela acarreta por sua vez (porque o dinheiro rapidamente se põe a serviço das técnicas do dinheiro). Um ensaísta (Van Ouder Meulen) observa, em 1778, que, lendo os autores de outros tempos, “dir-se-ia que há nações que com o tempo devem tornar-se extraordinariamente poderosas e outras inteiramente pobres”. E um século e meio antes, em 1620, Scipion de Gramont escrevia: “o dinheiro, dizem os sete sábios da Grécia, é o sangue e a alma dos homens, e aquele que não o tem caminha morto entre os vivos.”

Fernand Braudel

A moeda é nossa, mas o problema é de vocês.

John Connally
(Secretário do Tesouro Norte-Americano)

AGRADECIMENTOS

Desejo fazer um agradecimento muito especial ao meu querido pai, Paulo Metri, por quem tenho muito carinho e orgulho. Nunca deixou de me estimular e apoiar prontamente para que eu seguisse estudando e, portanto, agrada-me muito poder dizer e registrar neste trabalho o meu muito obrigado.

Sou muitíssimo grato ao professor José Carlos Miranda pela paciência, pela competente orientação, pelo espaço permitido à apresentação de boas e, às vezes, nem tão boas idéias, e em especial pelo seu envolvimento até o final desta jornada, a despeito das dificuldades decorrentes do seu afastamento temporário do Instituto de Economia da UFRJ.

Aos meus queridos colegas e amigos do mestrado, minha gratidão pela solidariedade e pelos deliciosos momentos compartilhados, principalmente, em torno das mesas dos bares deste Rio de Janeiro. Um rasgado muito obrigado à querida Estherzinha, testemunha ocular dos meus gols e mancadas na UFRJ desde 1995, ao querido Bruno, irmão eleito e de qualquer hora, e ao estimado Sérgio, mais do que um amigo, um precioso comparsa nas últimas empreitadas e perrengues.

Por fim, para minha primeira dama, Luana, a quem dedico este trabalho, com quem compartilho minha vida, rabisco nesta página minha gratidão e meu amor.

ÍNDICE GERAL

Índice de Tabelas	08
Índice de Gráficos	09
Resumo	10
Introdução	11
Capítulo I: Algumas Análises acerca do Atual Sistema Monetário Internacional	15
Seção 1.1: Centrália e Penlands: Assimetrias de Poder (Hicks)	17
Seção 1.2: Os Fluxos de Fundo de um Sistema Monetário Internacional (Minsky)	23
Seção 1.3: Possíveis Restrições à Política Econômica do País Central (Serrano)	29
Seção 1.4: A Moeda Financeira (Tavares e Melin)	36
Seção 1.5: Proposta de Síntese	41
Capítulo II: As Origens de uma Grande Transformação	54
Seção 2.1: Os Controles de Capitais e o Sistema de Bretton Woods	56
Seção 2.2: A Crise dos Anos Setenta	65
Capítulo III: A Competição Monetária e Financeira nos Anos 80 e 90	77
Seção 3.1: A Globalização Financeira	79
Seção 3.2: As Vantagens Desfrutadas pela Economia Norte-americana	104
Seção 3.3: A Difusão dos Programas de Liberalização Financeira	114
Conclusão	127
Anexo Estatístico	131
Bibliografia	138

ÍNDICE DE TABELAS

1 - Financiamento anual líquido nos mercados internacionais: 1976-97	83
2 - Transações internacionais em bônus e ações: 1975-1997	84
3 - Movimentos nos mercados cambiais globais: 1989-1998	86
4 - Taxas anuais médias de crescimento do PIB e das exportações: 1973-2000	88
5 - Taxas anuais médias de crescimento do emprego e da produtividade: 1982-2001	89
6 - Mercados de <i>bonds</i> no Mundo: estoque no final de junho de 2000	97
7 - Medidas de tamanho e liquidez do mercado dos <i>U.S. Treasuries</i> : final de 1997	98
8 - Composição dos instrumentos denominados em dólar mantidos pelos Bancos Centrais de todo o mundo: junho de 2000	102

ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 1 - Taxa de variação do câmbio nominal iene-dólar e marco-dólar: 1964-1995 **48**
- 2 - Taxa anual média de crescimento do PIB real por continente: 1870-2000 **63**
- 3 - Empréstimos bancários em euromonedas: 1980-1997 **85**
- 4 - Evolução dos mercados para derivativos: 1991-1997 **87**
- 5 - A participação dos países nas atividades em bolsas de valores de todo o mundo (1995) **94**
- 6 - Participação das principais moedas conversíveis na totalidade das compras e vendas de divisas nos mercados de câmbio de todo o mundo em abril de 1998 **95**
- 7 - Fluxos do balanço de pagamentos dos EUA: 1980-2000 **106**
- 8 - Fluxos da conta de capitais autônomos do BP dos EUA (1980-2000) **108**

RESUMO

Nos últimos vinte anos do século XX, os Estados Unidos desfrutaram de um considerável grau de liberdade para condução de sua política econômica, a despeito da expansão desmesurada de seus déficits em transações correntes. Em contraste, os demais países, sobretudo aqueles que promoveram a liberalização dos fluxos de capitais e a desregulamentação de seus sistemas financeiros nacionais, encontraram significativas dificuldades na condução de sua política econômica, devido às necessidades de se compensar os efeitos deletérios dos movimentos dos capitais financeiros, então, livres e expandidos. O objetivo deste trabalho consiste em mostrar como as características do atual Sistema Monetário Internacional, Dólar-Flexível, criam oportunidades assimétricas entre os países para promoção de políticas voltadas ao desenvolvimento econômico, moldando, em grande medida, a competição entre os principais estados nacionais do centro do sistema mundial.

INTRODUÇÃO

As últimas três décadas do século vinte exibiram consideráveis transformações, sobretudo, no mundo das finanças, cujos efeitos têm moldado profundamente as atuais trajetórias de desenvolvimento econômico de diferentes países. Desenvolveu-se com vigor um novo sistema monetário internacional, Dólar-Flexível, marcado pela desregulamentação das mais importantes praças financeiras do mundo e pela enorme liberdade gozada pelos movimentos de capitais financeiros, agora alforriados das suas antigas amarras legais e institucionais.

Tais amarras e regulamentações difundiram-se, principalmente, durante o regime monetário de Bretton Woods (1947-1971), no qual houve uma notória preocupação de se garantir às autoridades nacionais a autonomia necessária para promoção das políticas públicas voltadas ao desenvolvimento social e econômico. O destaque ficou por conta dos controles sobre os movimentos de capitais financeiros de curto prazo, identificados como a principal fonte de instabilidade e de ruptura das trajetórias de crescimento econômico.

No entanto, no início da década de setenta, romperam-se os acordos de Bretton Woods, o que abriu espaço para a reconstrução de um sistema econômico liberalizado e desregulamentado, em parte semelhante ao da década de vinte, sobretudo no campo das finanças. Presenciou-se uma autêntica restauração liberal da ordem financeira internacional no final do século XX, chamada de globalização financeira.

Parte esmagadora dos centros universitários e da imprensa mundial vem tratando os acontecimentos recentes de modo no mínimo otimista e acrítico. Eles os interpretam como um fenômeno inexorável e patrocinador do desenvolvimento convergente e harmonizador entre as diversas nações do mundo. Neste novo mundo liberalizado e integrado, não haveria espaço

para os estados nacionais de natureza intervencionistas, característicos do período de Bretton Woods. Alguns profetas da globalização passaram, então, a identificar o fim dos estados ou, pelo menos, o enfraquecimento de sua importância na evolução e no desenvolvimento dos povos.

Não é difícil perceber, depois de duas décadas de propaganda liberal, que o tão afamado crescimento convergente e homogeneizador não ocorreu. As estatísticas e os acontecimentos históricos recentes revelam a enorme concentração do poder e da riqueza em pouquíssimos países; vale dizer, “o que se tem visto é a expansão geométrica da polarização entre países e entre classes sociais, nos países industrializados como nos países periféricos.” (Fiori, 1997: 88). Todavia, mais importante do que refutar a concepção convencional acerca do fenômeno da globalização e de seus promissores desdobramentos, é interpretá-los à luz da competição monetária e financeira entre os principais estados nacionais do centro do sistema mundial. “No caso da globalização, o que em geral se vê oculto pela sua ideologia econômica são as relações assimétricas de poder e dominação que estão na sua origem e que explicam a sua expansão e a sua originalidade financeira.” (Fiori, 1997: 88).

Essas transformações ocorridas no sistema monetário internacional, principalmente, no mundo das finanças, estão relacionadas com a reorientação estratégica muito bem sucedida dos Estados Unidos na defesa de seus interesses no exterior, sobretudo, na defesa da posição de sua moeda como a principal moeda de referência internacional, a partir de 1979.

Como resultado, os Estados Unidos têm sido o principal beneficiado pelo modo de operação do atual padrão monetário internacional, pois desfrutam de considerável liberdade para a condução de sua política econômica. Em outras palavras, o fato de inexistirem pressões para que os Estados Unidos corrijam seus desequilíbrios nas contas externas, possibilita-lhes operar sua política econômica do modo que melhor lhes convém. Por outro lado, os demais

países acabam por alienar, em graus diferenciados, seus potenciais de crescimento à medida que vêm promovendo a liberalização e desregulamentação de seus sistemas financeiros.

São duas as principais questões que este trabalho abordará. Em primeiro lugar, por que razões os Estados Unidos não se vêem compelidos a ajustar seus sucessivos e crescentes déficits em transações correntes? Em outras palavras, quais são os alicerces da economia norte-americana que lhes garantem desfrutar de um elevado grau de endividamento externo sem contrapartidas na condução de sua política econômica? Em segundo lugar, quais razões levaram os demais países do centro do sistema mundial a implantarem programas de liberalização e de desregulamentação financeira? Vale dizer, quais motivações impeliram essas economias a desmontarem suas estruturas regulatórias responsáveis pela contenção das pressões oriundas dos movimentos de capitais especulativos, fonte principal de instabilidade e ruptura?

Portanto, o objetivo da presente dissertação é discutir como o atual sistema monetário internacional, o regime Dólar-flexível, interfere na competição entre os estados nacionais do centro do sistema mundial, ou seja, por que motivos os processos de liberalização e desregulamentação financeiras, marcas mais importantes do atual sistema monetário, têm favorecido a economia norte-americana e cerceado as possibilidades de desenvolvimento econômico dos demais países que entraram no “jogo” da globalização financeira.

O enfoque teórico adotado neste trabalho privilegia dois aspectos básicos. Em primeiro lugar, destaca-se a forma como o sistema monetário internacional funciona, isto é, como a liquidez e a demanda efetiva internacionais comportam-se, a fim de sancionar as mais diversas transações econômicas entre diferentes nações. Com efeito, isto dá ao país emissor da moeda-chave¹ um papel central, já que ele controla a oferta da principal moeda de referência

¹ Aquela que funciona como principal referência para as transações internacionais.

internacional. Em segundo lugar, ressaltam-se os *conflitos interestatais*, sobretudo, as rivalidades entre as grandes potências mundiais, pois elas condicionam as estratégias e alianças entre as diferentes nações do mundo, o que facilita ou dificulta à implementação de projetos de desenvolvimento nacional, dependendo da importância de determinado país na geopolítica internacional.²

Este trabalho está estruturado da seguinte forma. O primeiro capítulo pretende definir uma perspectiva teórica acerca do atual padrão monetário internacional, cujos pontos de maior destaque são: i) o modo que a liquidez do sistema é gerida; e ii) se existe algum tipo de restrição sobre a política econômica do país central ou sobre as das demais economias.

No segundo capítulo, busca-se compreender as motivações que moldaram as estratégias geopolíticas, sobretudo, a estratégia norte-americana, e que levaram à emergência de uma ordem financeira como a atual, marcada notadamente pela desregulamentação e liberalização do mundo das finanças. Ademais, analisa-se a importância que os controles de capitais financeiros de curto prazo detiveram no desenvolvimento econômico durante o regime monetário de Bretton Woods.

Por fim, no terceiro, investiga-se como o padrão Dólar-Flexível, a partir de um exame de suas características, vem favorecendo os Estados Unidos ao assegurar à moeda norte-americana o topo na hierarquia monetária internacional e, por outro lado, como o sistema passou a restringir, em graus diferenciados, as oportunidades para promoção do desenvolvimento econômico nas demais economias nacionais que aderiram à globalização financeira, em particular, nos principais países do centro do sistema mundial.

² Ver Medeiros & Serrano (1999).

CAPÍTULO I

ALGUMAS ANÁLISES ACERCA DO ATUAL SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

O objetivo deste capítulo é definir alguns conceitos e análises teóricas indispensáveis para o entendimento do funcionamento do atual sistema monetário, o Dólar-Flexível. Para tanto, destacam-se dois pontos: (i) as questões relativas à provisão da liquidez de um sistema monetário internacional, mais precisamente por quais canais o país emissor da divisa-chave pode expandir ou contrair a liquidez do sistema monetário internacional; e (ii) quais restrições poderiam incidir sobre a política econômica do país emissor da moeda-chave e quais poderiam incidir sobre a política econômica dos demais países.

Para tanto, deve-se notar, inicialmente, que o estudo teórico a respeito do funcionamento de um padrão monetário não é simples, já que um sistema monetário não pode ser apenas definido abstratamente sem qualquer relação com os acontecimentos históricos. As Moedas e as técnicas monetárias e financeiras que as acompanham são instituições e, como tais, têm suas características definidas historicamente. Suas existências e formas estão

condicionadas ao momento histórico a que pertencem. Logo, será preciso, muitas vezes, especificar o período no qual se está trabalhando, a fim de se definir com mais precisão determinados conceitos e relações teóricas, a despeito de limitá-los no tempo. Por outro lado, o estudo do atual padrão monetário exige que se debruce minimamente sobre o modo de operação do arranjo monetário de Bretton Woods, para se destacar com maior rigor as origens e as marcas mais particulares do atual padrão monetário.

Optou-se por realizar, primeiramente, uma leitura de quatro importantes referências teóricas acerca do tema. Não se pretendeu fazer um resumo do trabalho de cada autor, mas, sim, uma leitura interpretativa daquilo que se julgou ser mais interessante para o propósito deste trabalho. Ademais, preferiu-se apresentá-los separadamente, destacando uma seção para cada um, com o intuito de aprofundar as contribuições individuais e facilitar a elaboração de uma síntese com possíveis críticas e sugestões na última seção do capítulo.

Nesta última seção, a 1.5, é apresentada a perspectiva analítica a ser adotada. Houve a preocupação de se sublinhar as divergências, as complementaridades e as similitudes entre os quatro autores referenciais. Além do mais, nesta seção, contribuições mais pontuais de outros autores foram agregadas às interpretações e aos conceitos discutidos anteriormente.

1.1 – Centrália e Penlands: Assimetrias de Poder

It will surely be understood, once this is realized, that monetary problems and policies look quite different according as they are regarded from the standpoint of the 'central' country, or from that of one of the others. (Hicks, 1989: 122).

A economia internacional constitui-se de diversas economias nacionais, teoricamente soberanas, as quais realizam as mais diversas transações comerciais e financeiras entre si. Internamente, as respectivas moedas nacionais são usadas como padrão de valor nas transações entre residentes. Por serem soberanas, essas economias *não* se submetem a um poder central supranacional, que lhes defina, *a priori*, uma moeda de referência internacional, ou seja, um padrão de valor nas transações entre agentes de diferentes países. Deste modo, as transações *internacionais* dão-se, a princípio, sem nenhuma regra monetária obrigatória. Em outras palavras, a escolha da denominação monetária dos contratos comerciais e financeiros internacionais é feita pelos agentes econômicos envolvidos no negócio, podendo recair sobre qualquer moeda, sejam as nacionais conversíveis (iene, dólar, etc.), ou as moedas-mercadorias (ouro).

Nas relações econômicas entre agentes de distintos países, haverá, na maioria dos casos, o interesse de cada um de garantir que a sua moeda doméstica seja denominativa dos contratos, já que ninguém quer trabalhar com risco cambial nos seus balancetes, salvo se prevalecer a expectativa de uma variação favorável no câmbio. Quando predominam objeções de ambos os agentes ao uso da moeda do outro, a utilização de uma terceira moeda passa a ser uma alternativa bastante provável.

Como hipótese analítica, Hicks assume que há um país, a *Centrália*, cuja moeda de emissão (o *cent*) é utilizada em todas as transações externas entre todas as economias nacionais, além de cumprir a função de moeda doméstica na *Centrália*. Os demais países são chamados de *Penlands* e possuem um sistema monetário que trabalha com duas moedas: o

cent, para transações externas; e o *penny*, para as transações entre residentes. Em resumo, há um único país cuja moeda doméstica não só cumpre internamente a função de padrão de valor, como também o faz para todas as transações externas dos países integrantes do sistema econômico internacional (Hicks, 1989: 122).

Num sistema monetário tal qual o descrito acima, o ponto central a ser analisado é **a existência de diferentes problemas monetários, entre a *Centrália* e as *Penlands*, decorrentes de distintos processos de ajustes para os desequilíbrios nas contas externas** (Hicks, 1989: 122).

No caso de qualquer *Penland*, como apenas controla a oferta de *pennies*, e não a de *cents*, sua atuação no mercado cambial depende do estoque de *cents* no seu Banco Central. A acumulação de reservas cambiais (*cents*) varia de acordo com os resultados globais do Balanço de Pagamentos (BP): se favoráveis, os estoques aumentam e quando desfavoráveis, diminuem. Assim, somente as *Penlands* com estoques elevados estarão aptas a fixar suas taxas de câmbio.

Nas *Penlands*, quando ocorrem déficits em Transações Correntes (TC), não compensados por fluxos de capitais autônomos, pressiona-se a taxa de câmbio e as possibilidades de condução da política econômica pelas autoridades locais tornam-se restritas. Segundo Hicks (1989), para enfrentar tal contexto, as autoridades poderiam utilizar, inicialmente, as reservas cambiais disponíveis no Banco Central. No entanto, por serem limitadas e não tendo as autoridades controle sobre sua oferta, as reservas cambiais não seriam uma boa alternativa para ajustes mais profundos e duradouros. Em segundo lugar, as autoridades poderiam estimular resultados mais favoráveis na balança comercial, mediante política de substituição de importações e de estímulo às exportações. Isso requereria, no entanto, algum tempo para que surtisse efeito.

First, it is unlikely that there will be any action, not completely disruptive, which will quickly restore the current import-export balance. Even the most drastic

restrictions on imports will take time to take effect, if only because those coming up to be paid for have been contracted for in advance; the contract must be carried out, if there is not to be a default on it. (Hicks, 1989: 124).

Em terceiro lugar, haveria a possibilidade de se desvalorizar o câmbio, a fim de melhorar o saldo comercial. Porém, pelas mesmas razões expostas acima, “A depreciation of the exchange will also take time to affect the current balance” (Hicks, 1989: 124). Como última opção, poder-se-ia elevar as taxas de juros sobre os depósitos de curto prazo com o intuito de atrair capitais externos, o que aliviaria a escassez de *cents*, arrefecendo, todavia, o crescimento interno da economia.

Superávits no BP das *Penlands*, para Hicks (1989), representam aumentos das reservas de *cents*, o que torna possível o surgimento de pressões inflacionárias. Tais pressões decorrem das expansões indesejáveis da oferta monetária interna e/ou do excesso de demanda externa sobre a capacidade instalada.

Percebe-se que nas *Penlands*, independentemente do resultado no BP ser positivo ou negativo, é factível a ocorrência de interferências externas, desejadas ou não, sobre a sua política econômica.

No caso da *Centrália*, a relação entre os resultados das contas externas e a dinâmica interna da economia se dá de maneira completamente diferente do que ocorre nas *Penlands*, haja vista que a oferta de *cents*, moeda de denominação das obrigações de todos os países no exterior, está sob o seu controle. Hicks (1989), no entanto, restringe sua investigação sobre a *Centrália* à situação em que o valor de sua moeda não está amarrado a nenhum outro ativo.

Various plans for such pegging [fixação do valor do cent a outro ativo] will doubtless come to the mind of the readers: for are they not what discussions of international monetary policy are commonly all about? I shall not venture to say much about them. It is more to the point in this place to attend to the prior question: what is to happen if there is no such peg? [grifo meu] (Hicks, 1989: 125).

Quando a moeda de referência internacional (o *cent*) funciona sem lastro, a ***Centrália*** é capaz de transferir o ônus de seus desequilíbrios externos aos demais países. Nas

palavras de John Hicks: “In its absence [do lastro], if the monetary policy of Centralia is entirely passive, adjustment is left to be made by the other countries, the lands in the terminology we have been using.” (Hicks, 1989: 126).

Pelas hipóteses do modelo, superávits no BP da *Centrália* implicam necessariamente déficits em pelo menos uma *Penland*. Para a *Centrália*, não haveria problemas acumular *cents*. Já para as *Penlands* com déficit no BP, tal situação seria insustentável no longo prazo, pois dependeria do estoque de reservas (*cents*) no Banco Central³.

Por sua vez, déficits no BP da *Centrália* têm como contrapartida pelos menos uma *Penland* acumulando reservas na forma de *cents*. Quando os déficits no BP da *Centrália* ocorrem em função de ganhos de produtividade nas *Penlands*, verifica-se um processo autocorretivo de deflação na *Centrália* e de inflação nas *Penlands*. Ao tornarem-se mais competitivos, os produtos das *Penlands* ampliam sua participação no mercado interno da *Centrália*, o que tende a deprimir a produção e os preços internos da *Centrália*. O decorrente desaquecimento da economia repercute sobre as contas externas, induzindo a sua correção (Hicks, 1989: 126).

Diferentemente, quando os desequilíbrios originam-se de aumentos autônomos da demanda interna da *Centrália*, como, e.g., políticas fiscais expansionistas, a *Centrália* não precisa equilibrar seus déficits em TC, pois ela não sofre com o problema da restrição externa de escassez de divisas como as *Penlands* deficitárias. Isso porque a divisa-chave do sistema monetário internacional é a sua moeda (o *cent*), cuja oferta está sob seu controle, e seu valor não se prende a nenhum outro ativo, o que viabiliza sua expansão sem restrições.

The other way in which a Centralian deficit might come about would be an increased demand by Centralians for Penlands goods, which could happen independently of any change in production costs. The most interesting case of this is when it is engineered by an expansionary policy of the Centralian government, which (since the supply of cents is under its own control) is not obliged by external constrain to balance its budget – in any sense. (1989: 126 e 127).

³ Tal como foi discutido anteriormente.

Assim, o excesso de gastos da *Centrália*, responsável pelos seus déficits globais no BP, acarreta uma expansão do produto e/ou da inflação de algumas *Penlands*, sem qualquer pressão interna na *Centrália* para alterar tais desajustes⁴.

It thus appears that when a number of countries are trading together, and the currency of one them is accepted to be the international currency (...) the others may be subjected to “import” deflation or inflation coming from the central country, even when in that central country there is neither (its price-level being fairly stable). (Hicks, 1989: 127).

Em resumo, o fato de a *Centrália* deter o privilégio de controlar a oferta da moeda internacional, quando esta trabalha sem lastro, a liberta do dever de auferir os fluxos de divisas que lhe permitem cumprir suas obrigações internacionais. A *Centrália* poderia, dessa maneira, efetuar gastos externos excessivos ou realizar políticas compensatórias, contra tendências de desaceleração da economia, sem se defrontar com pressões externas restritivas. Diferentemente, para as *Penlands* deficitárias, faz-se necessário a implementação de medidas de ajuste, pois precisariam ou elevar sua captação de divisas internacionais e/ou reduzir seu nível de gastos. Já as *Penlands* superavitárias teriam seus níveis de produto e de preços passíveis de serem influenciados pelo comportamento das autoridades monetárias da *Centrália*, visto que a variação no nível de gastos autônomos na *Centrália* repercutiria sobre o comportamento das exportações das *Penlands*, alterando o desempenho da economia como um todo, em termos de produto e de preços.

Um sistema monetário internacional, amparado em uma moeda nacional sem lastro⁵, garante imensa liberdade à política econômica do país emissor dessa moeda e, simultaneamente, transfere o processo de ajuste aos demais países, mais precisamente, sobre a

⁴ É importante perceber que não há muito espaço para aumentos de preços dentro da *Centrália* induzidos pela expansão do nível de gastos internos, visto que neste país não há limites às importações, as quais competem diretamente com os nacionais. Assim, tentativas de elevação de preços diminuiriam a competitividade dos ‘*centralians goods*’. Por outro lado, a *Centrália* pode estar trabalhando abaixo do pleno-emprego.

⁵ Hicks (1989) se propôs a analisar o funcionamento de um sistema monetário internacional marcado pela ausência de qualquer tipo de lastro para a principal moeda internacional. Logo, as conclusões alcançadas aqui se restringem a esse tipo de sistema.

condução de suas políticas econômicas. Não se discute aqui se tais transferências são desejáveis ou não. O que chama atenção é a capacidade de imposição dos ajustes pelo país central aos demais. Infere-se, assim, uma enorme assimetria de poder entre as *Penlands* e a *Centrália* para a implementação de políticas econômicas.

1.2 - Os Fluxos de Recursos de um Sistema Monetário Internacional

The opening of the question of cash flows supporting international liabilities throws new light on balance of payments problems and the dominance of financial factors in determining exchange rates. (Minsky, 1993: 14).

Numa economia capitalista moderna, a capacidade que um agente tem de efetuar gastos transcende não somente às variações de seu poder de compra decorrentes de seus fluxos de renda, mas também transcende ao seu próprio estoque de riqueza acumulada ao longo do tempo. A prática do endividamento, ou seja, a transferência de recursos entre agentes, através das atividades bancárias tradicionais e dos mercados de capitais, permite aos agentes ampliarem seu poder de compra para além do patamar garantido pela sua riqueza previamente acumulada e pelos seus fluxos de renda. Vale dizer, como alternativa ao autofinanciamento, os agentes econômicos podem captar recursos de terceiros a fim de financiar seus projetos de gastos, através da utilização de diversos instrumentos de dívida.

As operações de endividamento estão descritas nos balancetes das unidades econômicas. Além de todo e qualquer lançamento em um balancete ser compensado no próprio balancete por outro movimento de igual valor e sinal oposto, os passivos (obrigações) emitidos por um agente representam ativos financeiros cujos proprietários são unidades diferentes daquelas que as emitiram. Para Minsky (1986), a sustentação dessas posições passivas provém da competência dos agentes em obter fluxos de recursos no presente e no futuro. Isto porque todas as dívidas se definem como promessas de pagamentos futuros, e suas quitações só se sucederão caso o agente emissor do passivo consiga auferir fluxos de caixa minimamente condizentes com os valores de suas dívidas. Em resumo, a idéia em destaque é a de que os *estoques* de obrigações financeiras estabelecem compromissos de transferência futura de recursos.

A capacidade de endividamento de todo agente depende do seu potencial de captação de fluxos de caixa ao longo do tempo. Tais fluxos, para as firmas, advêm basicamente dos lucros esperados e do grau de liquidez dos seus ativos. Já as famílias têm nos salários a sua principal fonte de recursos, e os governos auferem os seus fluxos através das receitas tributárias e da emissão de “new debts to ‘pay off’ maturing debts.” (Minsky, 1993: 13).

A partir de então, o conceito de liquidez deve ser entendido não apenas como um atributo de um ativo, como Keynes havia desenvolvido, mas também como “a flow concept in that assured periodic flows of income ‘liquidify’ households, businesses and governments.” (Minsky, 1993: nota 10). A possibilidade de se assegurar fluxos periódicos de fundos permite a determinado agente econômico alcançar, *ceteris paribus*, graus mais elevados de endividamento. Em outras palavras, a possibilidade de se tornar mais líquido liga-se diretamente à capacidade de endividamento do agente em questão, que, por sua vez, depende da habilidade do agente em adquirir fluxos de caixa ao longo do tempo.

Quando se investiga o comportamento das estruturas de compromissos financeiros dos agentes econômicos, a análise torna-se bastante interessante, visto que o cumprimento e a consolidação dos passivos se vinculam diretamente ao desempenho da economia ao longo do tempo. As expectativas dos agentes a respeito do futuro da economia condicionam as suas condutas na busca por oportunidades de lucro. Tal busca manifesta-se nas estruturas de compromissos financeiros das unidades econômicas através do lançamento de novas posições ativas e passivas relacionadas às novas decisões de gasto e de endividamento. O sucesso, ou não, das condutas assumidas repercute sobre a própria conjuntura econômica e, conseqüentemente, sobre as próximas decisões de gastos e, assim, sobre as posições ativas e passivas dos agentes no futuro⁶.

⁶ Esta é a essência da hipótese da instabilidade financeira. Ver Minsky (1993, pg. 2, 3 e 4).

Visualizando a economia internacional, ou melhor, o sistema monetário internacional (SMI), a lógica do endividamento se torna mais complexa: os fluxos de fundos que sustentam os valores dos ativos financeiros incorporam a seguinte novidade: o risco cambial. Quando as receitas estão denominadas em uma moeda diferente da que denomina as obrigações, mudanças nas taxas de câmbio ganham grande relevância para a determinação do grau de liquidez e de solvência dos agentes.

Teoricamente, o sistema monetário internacional (SMI) deve ser capaz de sancionar os fluxos internacionais de comércio, de renda, de empréstimos e de todo tipo de investimento, produtivo ou de carteira, entre as economias nacionais. Mais precisamente, o SMI tem como função primordial estabelecer um arranjo que gere, mantenha e distribua a liquidez necessária a todas economias nacionais, de maneira a possibilitar às devedoras o cumprimento de suas obrigações, sem o comprometimento dos termos de troca dessas economias. Para tanto, o país emissor da moeda internacional cumpre um papel essencial, pois é este que determina o modo pelo qual a liquidez do sistema é administrada.

Na investigação acerca do SMI, a análise da estrutura do Balanço de Pagamentos (BP) dos países é o ponto central, porque descreve os fluxos que dão sustentação às posições passivas assumidas por aqueles que formam o SMI, a saber: as economias nacionais. Grosso modo, há quatro contas básicas dos BPs:

- 1) As rendas líquidas recebidas ou enviadas ao exterior (RLE);
- 2) O saldo da balança de bens e serviços, mais especificamente, a balança comercial e a balança de serviço não fatores (B&S);
- 3) Os movimentos de capital de longo prazo (CKLP), os quais descrevem os fluxos financeiros internacionais no mercado de capitais⁷; e

⁷ No mercado de capitais são negociados os títulos de médio e longo prazo. Tanto o mercado acionário quanto o mercado de títulos de dívida de médio e longo prazo fazem parte do mercado de capitais. Em alguns países, por não haver um mercado de títulos dívida de longo prazo desenvolvido, os conceitos “mercado de capitais” e “mercado acionário” tornam-se sinônimos.

4) Os movimentos de capital de curto prazo (CKCP), que são os fluxos dos mercados monetários internacionais⁸ e as variações nos estoques do ativo-lastro do SMI, caso exista.

A quarta conta atua como movimentos de capitais compensatórios no Balanço de Pagamentos⁹. De acordo com Minsky, “The short term capital movements are the adjusting factors which assures that the balance of payments balances.” (1993: 15). Mais adiante, o autor continua e a define: “The fourth tier is a movement of short term bank assets or liabilities” (1993: 17).

Vista a estrutura do Balanço Pagamento, foca-se o indispensável papel exercido pelo país central no que diz respeito à provisão da liquidez minimamente condizente com as necessidades das demais economias nacionais. Para Minsky (1993), é imprescindível que o principal credor do SMI, o país com grande capacidade de acumulação líquida de ativos no exterior (conta 3 < 0), seja também o principal recebedor de capitais de curto prazo (conta 4 > 0). Este tipo de comportamento provê a circulação constante dos fluxos de fundos entre os diversos países e, com efeito, a sustentação das posições passivas em todo o sistema tornam-se mais prováveis.

Pela nomenclatura descrita anteriormente, a experiência inglesa do século XIX e a norte-americana do pós-2ª Guerra até 1971 mostram que ambas as contas 01 e 02 (Conta Corrente do BP), exibiram resultados ligeiramente positivos na maioria dos anos. Por sua vez, a conta 03 (CKLP) apresentava resultados negativos, que foram compensados por saldos positivos na conta 04 (CKCP). Tanto EUA quanto Inglaterra assumiam posições passivas de CP, ao captarem depósitos através de seu sistema financeiro, como também, posições ativas de LP, as quais criavam a liquidez indispensável ao SMI (Minsky, 1993).

⁸ “O mercado monetário é o mercado atacadista (grandes quantidades) para compromissos financeiros de curto prazo (em geral, até um ano). O mercado monetário internacional inclui: operações bancárias tradicionais [basicamente empréstimos para o exterior] e operações com euromoeas [operações bancárias tradicionais nos euromercados].” (Roberts, 1999: 47).

⁹ O primeiro autor a trabalhar com esta idéia foi Charles Kindleberger.

Para o autor, é evidente que os ajustes não são automáticos e nem há quaisquer tendências ao equilíbrio. No entanto, o mecanismo que viabiliza os ajustes do BP pela conta 04 é a política monetária. A atração de capitais acontece via manejo das taxas de juros sobre os depósitos de curto prazo. No caso da Inglaterra, durante o padrão ouro clássico, quando havia pressões indesejáveis sobre a paridade cambial do ouro com a libra, o Banco da Inglaterra elevava as taxas de curto prazo, o que desencadeava uma série de ajustes.

The Bank of England reacted to the outflow of gold by raising the bank rate. All short term rates rose with the bank rate. This meant that underwriting costs rose and arbitrage among issues led to a rise in long rates. The rise in rates decreased the new long term issues that came to the market. This led to a fall in Britain's tier three deficit. This together with an unchanged surplus on the sum of tier one and two led to a net short term capital flow to Britain. (Minsky, 1993: 18).

Em resumo, destacou-se acima as condições, segundo Minsky (1993), para o bom funcionamento do SMI e o principal instrumento de ajuste do BP.

Uma importante observação a respeito dos sistemas monetários internacionais integrados financeiramente deve ser destacada. “When the capital markets are integrated internationally the equilibrating movements occur in the long term and short term financial markets not on the goods and services markets.” (Minsky, 1993: 18). O padrão Libra-Ouro é uma ilustração disso. “In the heyday of the Gold standard financial transactions ended any outflow of gold and allowed for the reflux of gold to the Bank of England.” (Minsky, 1993: 18 e 19).

Caso o SMI se caracterize pela presença de alguma integração financeira, a falta de coordenação entre a política monetária de diferentes países tende a gerar pressões sobre o câmbio, em graus diferenciados, dependendo do país. Grandes deslocamentos de capitais, cujo principal impulso é o de seguir os diferenciais de juros, vão comprometer a autonomia da política econômica interna, justamente, porque esta terá que ser conduzida de forma a arrefecer as pressões indesejadas sobre a taxa câmbio, deixando em segundo plano as metas

internas. Assim, um problema presente nos SMIs diz respeito à busca das autoridades monetárias de diferentes países por distintos objetivos de política econômica.

Outro tipo de problema comum ao SMI se vincula aos países com déficit em Transações Correntes, que têm apenas acesso restrito aos financiamentos de longo prazo. Nesta conjuntura, pressões sobre a taxa de câmbio surgem cedo ou tarde e obrigam o governo a tomar providências. As principais possibilidades são: i) elevar a taxa de juros de curto prazo com a finalidade de atrair capitais e aliviar as contas externas, levando em conta, contudo, que tal medida expande o endividamento, restringe o crescimento e dá somente um pouco mais de vida às contas externas; ii) utilizar as reservas do Banco Central, o que se configura como uma solução conjuntural, pois há um limite imposto pelo estoque acumulado; e iii) realizar uma desvalorização da moeda nacional, com o ônus de aumentar a dívida externa quando mensurada em moeda doméstica.

Como conclusão final, vale ressaltar, mais uma vez, que o bom funcionamento do SMI exige que os fluxos de recursos circulem por todo o sistema. Trata-se da circulação de capitais de curto e longo prazo. O caráter sustentável do SMI está vinculado à forma pela qual as contas de capitais do país central se comportam em relação ao resto do mundo. Esse país deve ser capaz de fornecer fluxos capitais de longo prazo e, ao mesmo tempo, captar recursos de curto prazo, através de um sistema financeiro líquido e profundo, de maneira a equilibrar seu próprio BP e, simultaneamente, prover a liquidez do sistema monetário internacional.

1.3 – Possíveis Restrições à Política Econômica do País Central

Neste novo padrão o dólar continua sendo a moeda internacional. Só que agora finalmente livre das duas limitações que tanto o padrão ouro-libra, quanto o ouro-dólar impunham aos países que emitiam a moeda chave. (Serrano, 1999: 10).

O país emissor da moeda que serve de referência para o SMI caracteriza-se pelo fato de desfrutar de grande liberdade para realização de sua política econômica, dado que goza de poucas restrições oriundas de suas contas externas. Seus desequilíbrios no Balanço de Pagamentos (BP) podem ser corrigidos sem que seja necessário recorrer a processos de ajustes internos tais como os que ocorrem nas demais economias. Esta liberdade, da qual desfruta o país central, é uma marca dos sistemas monetários cuja divisa-chave está lastreada em alguma moeda-mercadoria e, de maneira mais forte, do atual sistema monetário, o padrão dólar-flexível, que não se assenta sobre lastro algum.

Para Serrano (1999), o saldo dos *movimentos de capitais compensatórios* (CKC), uma das contas pertencentes à estrutura do BP de qualquer país, é o conceito chave para se entender a característica mencionada acima do país central¹⁰. **Como primeira leitura**, por *movimentos de capitais compensatórios* para o país central, compreendem-se tanto as *variações em ouro* (VO), quanto as *variações líquidas nos ativos de curto prazo* (VACP). Formalmente, tem-se o seguinte:

$$CKC = VO + VACP$$

E, de maneira mais geral, observa-se que:

$$SBP = TC - CKA = CKC$$

$$SBP = (X - M + RLE) - (VALP) = VACP + VO$$

¹⁰ Foi Charles Kindleberger o primeiro autor a tratar os movimentos de capitais de curto prazo como movimentos de capitais compensatórios para o Balanço de Pagamentos do país central.

Onde (SBP) é o Saldo no Balanço de Pagamentos; (TC) o Saldo em Transações Correntes; (CKA) o Saldo da Conta de Capitais Autônomos; (CKC) o Saldo da Conta de Capitais Compensatórios; (X – M) a Balança Bens e Serviços Não-Fatores; (RLE) a Renda Líquida com o Exterior; (VALP) a Variação Líquida dos Ativos de Longo Prazo; e (VACP) a Variação Líquida dos Ativos de Curto Prazo.

Diferentemente, as **leituras tradicionais** limitam-se a considerar apenas as *variações nas reservas* (VO) como *capitais compensatórios* (CKC) do BP de qualquer país. Ou seja:

$$CKC = VO$$

$$SBP = (X - M + RLE) - (VALP + VACP) = VO$$

De acordo com esses modelos tradicionais, quando se investiga os sistemas monetários internacionais lastreados em algum ativo, a criação de liquidez depende do saldo final do Balanço de Pagamentos do país central. Déficits permanentes nesse balanço são fundamentais para se fazer frente às necessidades de crescimento das operações comerciais e financeiras de todo o mundo. Do contrário, políticas restritivas tornar-se-ão práticas comuns aos demais países do sistema, devido justamente à escassez do meio de pagamento internacional (moeda chave), o que inviabilizará a efetivação das transações potências e desejadas pelas economias nacionais.

Por outro lado, os saldos negativos no BP do país central, a despeito de fornecerem a liquidez almejada para o sistema como um todo, acarretam pressões sobre a paridade cambial entre a moeda-chave e o lastro, basicamente porque se está modificando a relação entre as quantidades de ouro e da moeda internacional. Todavia, a estabilidade cambial entre estes dois ativos, ouro e divisa-chave, é uma condição *sine qua non* ao funcionamento do SMI, uma vez que, ocorrendo desvalorizações, os agentes fugirão das posições em moeda-chave em busca de outras posições que sustentem os valores de seus estoques de riqueza. Logo, a

divisa-chave deve preservar seu poder de compra em relação ao lastro para se manter no topo da hierarquia monetária.

Em termos teóricos, está se considerando, explicitamente, que os aumentos na oferta de meios de pagamentos do SMI, isto é, “na quantidade de ativos de curto prazo denominados na moeda chave”, devem seguir as expansões da oferta de ouro, a fim de se preservar a paridade entre ambas. Implicitamente, está-se supondo que a velocidade de circulação do lastro (ouro) é constante, pois, do contrário, uma mesma quantidade de ouro seria capaz de lastrear um volume maior de fluxos denominados na divisa-chave (Serrano 1999: 04 e 05).

Percebe-se, portanto, nesses modelos tradicionais, a existência de um conflito entre a provisão de liquidez ao SMI e a necessidade de se preservar a paridade cambial da moeda-chave com o lastro do sistema. O afamado Dilema de Triffin¹¹.

Ao se retornar à **primeira leitura exposta**, na qual os *movimentos de capitais compensatórios* do BP do país central incluem, além das *variações de reservas* (VO), as *variações dos ativos de curto prazo* (VACP), o Dilema de Triffin deixa de existir (Serrano: 1999: 05). Para o país emissor da moeda chave, o resultado em Transações Correntes somado à variação líquida de ativos de longo prazo ($X - M + RLE - VALP = -W$) é compensado pelos movimentos de capitais de curto prazo ($VACP = W$), evitando mudanças nos estoques de ouro ($VO = 0$).

A respeito de sua origem, os fluxos de investimento de curto prazo (VACP) provêm dos excedentes dos países com superávits globais no BP, os quais vão preferir a possibilidade de acumular ouro, aplicando, sim, em ativos com grande liquidez, significativa segurança e alguma remuneração. Os “superavitários” depositam seus fundos na praça financeira do país central, fazendo com que os fluxos que saíam na forma de investimentos de longo prazo

¹¹ Robert Triffin foi o primeiro autor a identificar o conflito inerente ao país central de um sistema monetário internacional que trabalha com lastro para sua própria moeda de referência.

retornem à economia do país central. O professor Serrano descreve essa idéia da seguinte forma:

Os demais países que em conjunto terão um saldo positivo na BP não vão acumular ouro e sim aplicá-lo em ativos de alta liquidez no próprio país central. Isso quer dizer que, para o país central, todo o saldo negativo da BP causado pelo grande VALP positivo será compensado exatamente por um fluxo de curto prazo (VACP negativo), o que significa que a variação das reservas em ouro é exatamente zero (de fato se definíssemos o saldo meramente como movimentos de ouro a BP estaria, nesse caso, sempre em equilíbrio). (Serrano, 1999: p 2 e 3).

Para o professor, é como se ocorresse uma elevação da velocidade de circulação do ouro, o que tornaria desprezível a necessidade de se aumentar a oferta de ouro para suprir, de forma sustentável, a demanda por liquidez no SMI, cuja satisfação dependerá, na verdade, do poder do sistema financeiro do país central em criar ativos financeiros atraentes para que parte dos agentes do SMI possam aplicar seus “superávits”.

Se quisermos podemos supor também que o “multiplicador monetário” do ouro é igual a um (na medida em que os bancos não produzem ouro), mas por conta do crescimento contínuo tanto dos valores de VALP quanto de VACO (i.e., dos fluxos brutos de capital) a velocidade de circulação da moeda metálica cresce continuamente. (Serrano, 1999: 05).

Em outras palavras, o SMI funciona através da circulação mais intensa dos recursos disponíveis, graças à capacidade de o sistema financeiro do país central captar, ampliar e redistribuir os recursos que lá foram depositados (Serrano, 1999).¹²

O instrumento fundamental para o funcionamento a contento do SMI, como descrito acima, é a taxa de juros básica de curto prazo praticada na economia do país central. A determinação dessa taxa pelas autoridades monetárias do país central ocasiona movimentos de capitais, os quais são atraídos pela remuneração, segurança e elevado grau de liquidez e

¹² Destaca-se uma observação importante a respeito de que ativo se está analisando a velocidade de circulação, a saber: “Poderíamos fazer o mesmo raciocínio em termos da oferta de moeda fiduciária do país central (ao invés do ouro). Neste caso se supusermos que a base monetária deste país está constante e que seus bancos criam moeda a partir de um “multiplicador monetário” também constante, o M1 deste país não crescerá. Mesmo neste caso, se o déficit na Balança de pagamentos causado por um VALP positivo for compensado por um VACP negativo não faltará liquidez internacional, apenas a velocidade internacional de circulação desta moeda crescerá continuamente.” (Serrano, 1999: 5 e 6).

profundidade do sistema financeiro daquele país. Vale dizer, tal sistema é controlado pelo Banco Central do país central, que, através da definição das taxas de juros básicas de sua economia, manipula a capacidade de atração para dentro de si de parte da riqueza financeira disponível no mundo e, com isso, a própria liquidez do SMI. Olhando para as variações de ouro no BP, percebe-se que: “De fato o sistema funciona através do Banco Central do país dominante evitando que o ouro circule para fora do país.” (Serrano, 1999: 4). E, para tanto, o país central se faz valer das taxas de curto prazo como forma de arrefecer as pressões para a saída do ouro.

A partir desta leitura, o professor Serrano afirma que o Dilema de Triffin perde a razão de ser, visto que as pressões sobre a taxa de câmbio entre o lastro e a moeda chave são controladas mediante a manipulação das taxas de remuneração dos depósitos de curto prazo (1999: 05).

Por outro lado, a liquidez do SMI fica garantida a partir do momento em que a economia do país central amplia a velocidade de circulação do ouro através, em primeiro lugar, da captação de recursos de curto prazo e, em segundo, da concessão de empréstimos e investimentos de longo prazo. A economia central trabalha como um banco para todo o SMI, captando em curto prazo e emprestando a longo. Em suma, nas palavras do professor Serrano:

Finalmente é importante ressaltar que, nos termos do nosso esquema, todo o ajuste é feito num esquema no qual a variável independente é a taxa de juros do país central. Logo se trata de um sistema onde, do ponto de vista do ouro, a velocidade de circulação aumenta continuamente e do ponto de vista da moeda emitida pelo país central sua quantidade cresce endogenamente e é determinada pela taxa de juros escolhida pelo país central. Portanto, apesar da conversibilidade em ouro, trata-se de um sistema no qual a moeda do país central é inteiramente endógena. (Serrano, 1999: 6 e 7).

Um outro ponto importante apresentado pelo professor diz respeito a dois tipos de restrições sobre a política econômica do país central, quando os sistemas monetários internacionais **se assentavam sobre algum lastro** (Bretton Woods e Padrão Libra-Ouro). Em primeiro lugar, o país central não podia realizar desvalorizações nominais de sua moeda em

relação ao ouro. Caso houvesse desvalorizações, os agentes econômicos de todo o SMI buscariam redirecionar suas aplicações tanto para o ouro quanto para os ativos denominados em outra moeda capazes de preservar seu valor em relação ao lastro do sistema. O relevante a se observar é que as desvalorizações minariam a posição da moeda chave no SMI em detrimento de outras moedas que conseguissem se manter como moedas fortes.

Em segundo lugar, a ampliação freqüente do passivo externo líquido do país central, isto é, a formação de déficits crônicos em Transação Correntes ($STC < 0$), comprometeria a posição da moeda do país central. Surgiria a necessidade de se captar mais recursos de CP do que se emprestaria a LP ($VACP > VALP$), a fim de se compensar o resultado negativo em TC, sem que se recorresse às variações nas reservas de ouro (VO). Desta forma, mesmo que se evitasse as alterações nas variações das reservas num primeiro momento, estariam sendo expandidas as obrigações externas medidas em ouro do país central (Serrano, 1999: 06).

O atual sistema monetário internacional, o padrão dólar-flexível¹³, possibilita aos EUA financiarem seus déficits no BP com a emissão de ativos de curto denominados em sua moeda, igual aos padrões anteriores. Contudo, o arranjo monetário atual, por não estar lastreado em nenhum ativo, ou seja, por viabilizar a flutuação do dólar em relação ao ouro, permite aos EUA efetuarem desvalorizações de sua moeda quando lhes convêm. Não subsiste mais a primeira restrição descrita anteriormente ao país emissor da divisa chave. Não há mais limitações à política cambial do país central (Serrano: 1999, 11 e 12).

A segunda restrição também cai por terra quando o arranjo monetário dólar-flexível passa a reger o SMI. A impossibilidade de o país central efetuar saldos negativos em TC deixa de existir, porque a denominação monetária do passivo externo do país central faz-se em sua moeda e não mais, em última instância, em ouro. O fato relevante é que o dólar não possui mais conversibilidade fixa e garantida pelas autoridades monetárias em relação ao ouro ou a

¹³ Cujas importantes características são o fato de sua moeda-chave trabalhar sem lastro.

qualquer outro ativo do SMI, ao contrário, o atual arranjo monetário é totalmente flexível nesse sentido. Visualizando as contas do BP, o país central restringe os *movimentos de capitais compensatórios* (CKC) apenas às *variações líquidas dos ativos de curto prazo* (VACP)¹⁴, os quais podem ser acumulados sem restrição, mesmo quando a razão entre este fluxo de capitais e as variações líquidas dos ativos de longo prazo (VACP/VALP) cresce continuamente. “A outra vantagem para os EUA da ausência de conversibilidade em ouro é a eliminação pura e simples de sua restrição externa.” (Serrano: 1999, 11).

As razões para o término das duas restrições, segundo Serrano (1999), reside no fato de o dólar ter permanecido sendo a principal reserva de valor do sistema, mesmo depois do término da paridade fixa entre o ouro e o dólar. Por outro lado, sua condição de mais importante reserva de valor do SMI deveu-se ao seguinte: “Como o dólar é o meio de pagamento internacional, a unidade de conta nos contratos e nos preços dos mercados internacionais acaba por se tornar também a principal reserva de valor”. (Serrano, 1999: 11).

Em resumo, a possibilidade dos EUA ampliarem o seu passivo externo líquido, em primeiro lugar, e gozarem de grande liberdade para promover a política cambial que almejem, em segundo lugar, constitui-se numa importante novidade do atual SMI, o padrão dólar-flexível.

¹⁴ Não existe mais a conta *variações de ouro* (VO).

1.4 – A Moeda Financeira

Tanto as análises do “risco inflacionário”, quanto a visão convencional de que o dólar é uma “moeda fraca” por causa da extensão da dívida externa e do déficit público dos EUA, não passam de variações em torno do conventional wisdom econômico, que se revelam manifestações acríticas de um senso comum pouco rigoroso e sem qualquer valor explicativo no mundo pós-Bretton Woods. (Tavares e Melin, 1997: 66).

A transição do sistema monetário internacional de Bretton Woods para o padrão dólar-flexível é fundamentalmente marcada por uma transformação sofrida pelo dólar norte-americano como divisa-chave do sistema. O dólar norte-americano deixou de ser um padrão de valor rígido e converteu-se numa moeda financeira. A denominação em dólar para qualquer tipo de operação internacional independe, em grande medida, da paridade dessa moeda com quaisquer outros ativos. Com efeito, mesmo quando o dólar mostra-se supostamente combalido, não ocorrem fugas significativas de suas posições. A moeda norte-americana foi capaz de conservar e fortalecer seu *status* de moeda-chave do SMI, a despeito de seu poder de compra alterar-se consideravelmente ao longo das últimas duas décadas (Tavares & Melin, 1997)¹⁵.

Durante o regime de Bretton Woods (BW), o dólar trabalhou, sobretudo, como uma reserva de valor, além, é claro, de atuar como unidade de conta e meio de pagamento. A defesa da conversibilidade dólar-ouro a uma taxa fixa foi um dos pilares para a estabilidade do próprio sistema¹⁶. A importância desta relação *invariável* (taxa de câmbio fixa) entre a divisa chave e o lastro define Bretton Woods como um padrão monetário *rígido*. Ademais, porque existiam fortes e difundidas práticas restritivas aos movimentos de capitais, as quais

¹⁵ Ver o gráfico 01 na página 48.

¹⁶ Ou seja, a capacidade de a moeda norte-americana ser uma reserva de valor confiável.

tiveram a condescendência da potência hegemônica¹⁷, as trajetórias das taxas de câmbio das economias nacionais, no geral, acompanhavam de perto a evolução de seus saldos em Transações Correntes. Deste modo, as reservas bancárias e cambiais - dólares - dos Bancos Centrais tornaram-se indispensáveis instrumentos para a estabilidade do sistema de taxas de câmbio fixas.¹⁸ Portanto, pode-se definir também Bretton Woods como um padrão monetário de *reservas*.

Do final dos anos setenta em diante, um outro sistema monetário, diferente de BW, passa a operar tacitamente. O dólar americano permaneceu sendo a mais importante moeda internacional. Nesse novo sistema, o principal aspecto a ser sublinhado situa-se no fato de a denominação dos contratos comerciais e financeiros ocorrer independentemente do comportamento dos mercados nacionais de câmbio. Mesmo alterando seu valor em relação ao antigo lastro, o ouro, como também, em relação às outras moedas nacionais, o dólar norte-americano não perdeu o *status* de moeda de referência para o SMI, porém deixou de exercer em grande medida a função clássica de reserva de valor.

Não se trata de reserva de valor como um padrão monetário clássico, o que continua preocupando os monetaristas de direita e de esquerda, que insistem em ver o risco sistêmico como decorrente da “fraqueza” da moeda americana e da ruptura das paridades de seu poder de compra frente às demais moedas internacionais relevantes. (Tavares & Melin, 1997: 64).

Transformou-se, sim, em uma moeda financeira, cujos principais atributos são: i) liquidez imediata nos mais importantes e diversos mercados (monetário, imobiliário, de *commodities* e de capitais); ii) segurança para as transações de risco; e iii) unidade de conta para a maioria dos ativos negociados internacionalmente. Por moeda financeira compreende-se a moeda que tem a capacidade de dar aos mercados financeiros *liberalizados*, mediante os

¹⁷ Apesar da forte contrariedade da comunidade financeira de Wall Street, o governo dos EUA não retalhou os países que utilizaram mecanismos de controle sobre movimentos de capitais internacionais e intensa regulamentação sobre seus sistemas financeiros nacionais.

¹⁸ Vale notar que, em regimes caracterizados pela liberalização financeira, as trajetórias das taxas de câmbio se descolam do comportamento das Contas Correntes e passam a ter uma forte relação com os diferenciais de juros.

atributos que detém, as condições necessárias à realização das operações básicas desses mercados, que são: as operações de segurança (*hedge*), para aqueles que buscam proteção contra a instabilidade endógena dos mercados; e as operações de arbitragem (especulativas), para aqueles que tentam realizar lucros não operacionais, antecipando-se aos movimentos dos mercados. A seguinte passagem resume a idéia geral.

Em outras palavras, as transações comerciais das grandes empresas transnacionais e os preços praticados mundialmente estão denominados em dólar, qualquer que seja a paridade cambial vigente nos mercados nacionais. Isto significa que o dólar não é mais um padrão de valor no sentido dos regimes internacionais anteriores (padrão ouro-libra e padrão ouro-dólar), mas cumpre, sobretudo, o papel mais importante de moeda financeira em um sistema desregulado onde não existem paridades cambiais fixas, vale dizer, onde não há padrão monetário rígido. (Tavares e Melin, 1997: 64).

Pode-se dizer, como conclusão, que o dólar sofreu, dentro de uma perspectiva histórica, uma transformação fundamental e com conseqüências tanto para a dinâmica do SMI quanto para a competição interestatal. Deixou de ser “um padrão de valor no sentido dos regimes internacionais anteriores” e passou a cumprir “o papel mais importante de moeda financeira” (Tavares e Melin, 1997: 64).

Com efeito, a discussão acerca da determinação do “valor do dólar” mudou, pois, anteriormente, tal valor já estava definido e expresso na taxa de câmbio com o ouro. Hoje, como não há mais lastro e o mundo das finanças foi liberalizado¹⁹, a política monetária dos EUA define o valor do dólar mediante a manipulação das taxas de juros básicas de sua economia. Vale dizer, as variações nessas taxas acarretam enormes fluxos financeiros de capitais²⁰, os quais incidem sobre as paridades cambiais do dólar com as demais moedas internacionais.

Para Tavares e Melin (1997), tal capacidade advém do fato de os títulos públicos norte-

¹⁹ A ponto de os fluxos financeiros se expandirem tão violentamente, que não preservam mais qualquer proporcionalidade com os fluxos em Transações Correntes do Balanço de Pagamentos.

²⁰ Orientados em grande medida pelos diferenciais de juros e expandidos desmesuradamente pelo processo de liberalização financeira característico nos anos oitenta e noventa.

americanos serem os mais nobres do sistema em termos de segurança e liquidez. Assim, por estarem na base das operações de securitização²¹, os títulos públicos dos EUA asseguram que, por um lado, a denominação dos ativos e das operações financeiras seja feita em dólar e, por outro, garantem a posição referencial das taxas básicas de juros da economia norte-americana no sistema financeiro internacional. Nas palavras da professora Maria da C. Tavares e de Luiz E. Melin:

(...) o valor do dólar é fixado pela taxa de juros americana, que funciona como referência básica do sistema financeiro internacional em função da capacidade dos EUA em manterem sua dívida pública como título de segurança máxima do sistema. Por seu turno, a utilização da taxa de juros americana como taxa de referência para o violento aumento de transações financeiras em curso na economia global, induz a que a denominação das operações de securitização em geral (e, em particular, dos instrumentos de derivativos cambiais) seja feita em dólar, abrindo a possibilidade de realizarem-se extraordinários ganhos de arbitragem quando existem diferenciais expressivos entre as taxas de juros internas e as correspondentes flutuações na taxa de câmbio da moeda local por referência ao dólar. (1997: 64).

Com efeito, o Banco Central dos EUA, o FED, por ser a instituição capaz de definir as taxas de juros da economia norte-americana, adquiriu enorme poder dentro do SMI. Deste modo, acaba por desempenhar importantes funções, sejam elas: i) determina a liquidez do sistema financeiro internacional através da atração de capitais para dentro da economia norte-americana; ii) estabelece o “valor da moeda” internacional; e iii) exerce no sistema financeiro internacional papel central no que se refere à segurança do sistema, uma vez que é o mais poderoso *emprestador de última instância* do SMI (Tavares e Melin, 1997: 66).

Na perspectiva dos demais países do SMI, modificações nos diferenciais de juros acabam por estreitar parte significativa dos espaços para implementação das políticas nacionais que priorizem objetos internos. Este enquadramento da condução da política econômica deriva da forte conexão existente entre juros e câmbio na maioria das economias

²¹ A securitização é o processo em que os agentes econômicos (empresas produtivas e financeiras, bancos e governos) se utilizam da emissão de títulos de dívida ou de propriedade como alternativa ao financiamento bancário. Tal processo se difundiu, a partir dos anos oitenta, entre as principais economias do mundo e, nos noventa, na periferia.

nacionais, cuja paternidade pode-se identificar: os processos de liberalização e desregulamentação financeiras. Na prática, movimentos maciços de capitais especulativos, impelidos pelos diferenciais de juros e pelas expectativas de variação cambial, incidem sobre as paridades cambiais, o que obriga os Estados a utilizarem a política monetária como forma de corrigir os desajustes nos mercados monetários e de câmbio, usando, para tanto, quantidades relevantes dos recursos fiscais. Os governos se valem do endividamento público como instrumento de política monetária, limitando a capacidade do Estado de promover políticas públicas de um modo geral.

Como é natural, vários bancos centrais relevantes, ao seguir esta política de “coordenação” (que alguns chamaram de “ditadura do capital financeiro”, por contraposição à visão neoliberal da “soberania e espontaneísmo” do mercado), tendem a entrar em contradição com as políticas nacionais de gasto fiscal, em particular as de natureza social. (Tavares e Melin, 1997: 65).

Em resumo, os demais países do mundo carecem, em graus diferenciados, de autonomia para realização de políticas econômicas sintonizadas com os anseios de suas populações e com seus projetos de desenvolvimento econômico e social.

Por último, vale fixar, como ponto central do que foi apresentado, a percepção de que o dólar não funciona mais como reserva de valor, mas, sim, como moeda financeira. A preservação de sua posição no topo da hierarquia monetária não se vincula mais a qualquer tipo de ativo sobre o qual o valor do dólar esteja amarrado. Vincula-se, sim, à função que o dólar exerce enquanto moeda financeira no atual sistema monetário internacional; função de viabilizar as operações de *hedge* e de arbitragem através dos atributos que possui (liquidez imediata, segurança para as transações de risco e unidade de conta para a riqueza financeira).

1.5 – Proposta de Síntese

A aproximação entre atenta observação histórica e crítica conceitual é, nos estudos sobre sistemas monetários e financeiros, ainda mais indispensável que em outros campos da economia. Falar de moedas e finanças é discutir instituições, ou seja, entidades cuja existência é sempre histórica e culturalmente determinadas. Aproximar história e conceitos deve, portanto, servir como antídoto a duas posturas igualmente suspeitas: a busca de modelos absolutamente universais; e deixar-se encantar por profecias historicistas sobre o destino das economias capitalistas. (Ferreira, Freitas, e Schwartz, 199?: 14).

Os quatro trabalhos até aqui discutidos (Hicks, Minsky, Serrano e Tavares & Melin) são em diversos pontos complementares, noutros semelhantes e, em algumas passagens, apontam divergências. O objetivo desta seção é fundamentalmente estabelecer, a partir das idéias discutidas nas últimas seções, o marco teórico a ser adotado nos próximos capítulos, no qual será feita uma leitura acerca do funcionamento do atual sistema monetário internacional, privilegiando os aspectos mais interessantes no que diz respeito: i) à provisão da liquidez do SMI; e ii) às possibilidades dos diferentes países para implementação de políticas voltadas para o desenvolvimento econômico nacional.

O Debate sobre a Liquidez dos Sistemas Monetários Internacionais

Sobre o primeiro ponto, o processo de criação de liquidez, a base do enfoque teórico proposto aqui parte da concepção de que o país central se comporta como o principal intermediário financeiro do SMI. Porque seu sistema financeiro nacional se configura como a principal praça financeira do mundo e o mais importante porto seguro para a riqueza financeira mundial, ele atrai para si grande parte dos capitais na forma de depósitos de curto prazo, ao mesmo tempo em que patrocina parte dos fluxos de investimentos e de

financiamentos de longo prazo. Deste modo, a liquidez de todo o sistema monetário internacional passa a depender, em grande medida, das possibilidades de o país central captar recursos no curto prazo e emprestar no longo. O sistema financeiro do país central pode expandir os meios de pagamentos de todo o mundo ao intensificar o processo de aprofundamento financeiro, ou seja, quando o país central intensifica seu papel de intermediário financeiro internacional. Com as palavras de Charles Kindleberger:

*We suggested that on a reasonable view the United States had not been in disequilibrium during the 1950s and the first half of the 1960s. It had been engaged in international financial intermediation, lending long and borrowing short, providing liquidity to the world. (...) The United States was, in effect, acting as a bank to the world. (Kindleberger, 1987: 43).*²²

Minsky e o professor Serrano²³ explicitam esta interpretação em seus trabalhos e, ao fazerem isso, evidenciam a importância que a circulação dos recursos têm para a criação da liquidez no SMI, contrapondo a visão monetarista de que o grau de liquidez se restringe às alterações na base monetária.

Minsky (1993) observa que o conceito de liquidez está relacionado fundamentalmente à capacidade de o sistema monetário internacional assegurar aos diversos agentes a realização dos fluxos periódicos de recursos inerentes a qualquer transação internacional. Tais fluxos têm como principal função sustentar as posições passivas criadas por esses agentes dentro do sistema. Ou seja, a sustentação das posições passivas não acontece *única e exclusivamente* por elevações nos estoques de reservas, mas também pela ampliação dos fluxos de recursos entre os agentes²⁴.

O professor Serrano, particularmente, afirma que implicitamente a velocidade de circulação da base monetária do sistema não é constante, ou seja, uma mesma quantidade de ouro, por exemplo, pode funcionar como lastro para diferentes fluxos de fundos, o que por si

²² Esta é a concepção original de Kindleberger sobre assunto. Posteriormente, o autor faz uma autocrítica e qualifica melhor sua proposição, como será mostrado nos próximos parágrafos.

²³ Com base no trabalho de Kindleberger, C. (1987).

²⁴ Ver seção 1.2 deste trabalho.

só permite expandir os meios de pagamentos²⁵. Esta percepção é bastante enfatizada em sua argumentação, visto que não considera relevante a base monetária para o processo de expansão da liquidez, pois o sistema financeiro do país central pode expandir os meios de pagamentos de todo o mundo, mesmo quando o estoque de reservas do sistema não cresce. Daí a sua crítica contundente ao dilema de Triffin, o qual o professor afirma não ter existido.

Por outro lado, no esquema de Triffin, apesar dos pagamentos internacionais não serem feitos diretamente em ouro, implicitamente é feita a hipótese arbitrária e monetarista de que a “velocidade de circulação do ouro” tenha que ser constante. Assim para que a conversibilidade seja mantida tem que haver alguma proporcionalidade entre a quantidade de ouro e de ativos de curto prazo denominados na moeda-chave.

Esta hipótese é facilmente refutada pela observação de mais de um século de aprofundamento financeiro (“financial deepening”) em todo o mundo. E sem ela o “dilema de Triffin” simplesmente desaparece.

No esquema que estamos utilizando a economia central e as outras podem crescer continuamente, e no limite mesmo sem nenhum aumento na produção de ouro ou sem que o estoque de ouro se mova. Em outras palavras a “a base monetária” em ouro está constante. (Serrano, 1999: p 4 e 5).

Por sua vez, Charles Kindleberger, em seu livro “*A Financial History of Western Europe*”,²⁶ embora tenha confirmado a idéia de que o aprofundamento financeiro foi um aspecto central para a geração da liquidez durante o período de Bretton Woods, refaz parte de sua interpretação original ao ressaltar que o estoque de reservas deveria, sim, acompanhar minimamente o crescimento dos meios de pagamentos, de modo que não houvesse crises de desconfiança em relação à conversibilidade da moeda de referência internacional. Com suas palavras:

*The United States, in effect, was acting as a bank, and bank were not, in this view, in disequilibrium when their deposits rose each year along with loans (Despres, Kindleberger, and Salant, 1965 [1981]). **This view made a solid point but was too optimistic; along with increases in loans and deposits, banks need a parallel rise of reserves.** Given the loss the confidence, however, new gold was sold to hoarders, and central banks took additions to reserves in and even converted dollars into gold – a case of Gresham’s law at work. [grifo meu], (Kindleberger, 1993: p 453).*

²⁵ Ver seção 1.3 deste trabalho.

²⁶ Kindleberger, C. (1993).

Desta forma, fica claro que, para Kindleberger (1993), o dilema de Triffin existiu, muito embora o autor pondere e qualifique melhor a que razões se deveram a expansão da liquidez do SMI.²⁷

Por outro lado, abre-se espaço para a introdução de um elemento indispensável ao debate. As convenções prevalecentes, entre os donos da riqueza financeira mundial acerca do comprometimento das autoridades monetárias do país central na defesa da paridade fixa da moeda-chave e o seu lastro, atuam como importante elemento para a determinação do grau de alavancagem do sistema monetário internacional, ou seja, atuam na própria competência de o SMI expandir os meios de pagamentos em relação ao estoque de reservas na forma de ouro. Com efeito, o fato de o sistema operar com uma quantidade de moeda muito maior que a quantidade do lastro nunca foi o problema em si, como aconteceu no padrão Libra-ouro e em Bretton Woods. Tal fato ganha relevância somente quando passa a prevalecer entre os agentes desconfiança em torno do comprometimento das autoridades do país central na defesa da paridade fixa entre a moeda-chave e o lastro. Assim, pode-se dizer que, quando tais convenções são fortes, o sistema consegue trabalhar com um grau maior de alavancagem, dando ao volume de reservas pouca importância relativa. Do contrário, prevalecendo fortes incertezas sobre o comportamento das autoridades monetárias do país central, a possibilidade de fugas em direção ao lastro do sistema passa a ser uma real ameaça e, por conseguinte, o volume de reservas adquire notoriedade.

De modo geral, a investigação sobre o crescimento da liquidez precisa considerar o comportamento dos meios de pagamentos, como também o da base monetária, uma vez que o

²⁷ Como ilustração do intenso debate acerca deste tema reproduz-se a seguir a opinião de Barry Eichengreen sobre o assunto: “Embora os Estados Unidos tivessem tanto ativo como passivos externos, a defasagem entre seus prazos de maturação deixa o país vulnerável ao risco do equivalente internacional de uma corrida aos bancos. Não ter dado a devida importância ao problema da corrida dos depósitos aos bancos foi a falha na visão de Émile Deprés e Charles Kindleberger de que os déficits nos pagamentos dos Estados Unidos eram benignos porque o país estava simplesmente funcionando como banqueiro para o mundo, tomando empréstimos no curto prazo e concedendo empréstimos no longo prazo.” (Eichengreen, 2000: 160, nota 45).

estoque de reservas pode impor limites à multiplicação dos meios de pagamentos. Do contrário, a confiança dos agentes em relação à paridade entre a moeda internacional e o lastro do sistema pode se desfazer.

Como primeira conclusão importante, afirma-se que a maneira pela qual o país emissor da moeda-chave administra a liquidez no SMI deve levar em consideração tanto a sua competência na captação dos recursos financeiros na sua forma mais líquida quanto os canais de saídas de recursos para o sistema, seja pelos déficits em Transações Correntes do país central, seja pelos movimentos de capitais de longo prazo. Além do mais, o processo de multiplicação dos meios de pagamentos, por um lado, e o papel das reservas monetárias como lastro dos fluxos de recursos inerentes à intermediação financeira, por outro lado, são aspectos relevantes à análise da expansão da liquidez nos sistemas financeiros.

Hierarquia Monetária e Restrições para Política Econômica

Quando o sistema monetário se baseou em alguma **moeda mercadoria para lastrear a moeda internacional**, surgiram algumas restrições que afligiram o país central. Estas significavam que o emissor da moeda internacional estava impedido de desvalorizar nominalmente sua moeda em relação ao ouro (moeda mercadoria) e, também, de obter sucessivos déficits em Transações Correntes.

No primeiro caso, havendo desvalorizações, os agentes saíam das suas posições na moeda-chave e se dirigiam ao lastro ou a outras posições que fossem capazes de preservar o poder de compra de sua riqueza financeira, ou seja, se encaminhariam para ativos com competência para serem eficientes reservas de valor. Já no segundo caso, contínuos saldos negativos em Transações Correntes no Balanço de Pagamentos do país central representariam expansões de suas obrigações mensuradas, em última instância, em ouro, sem a contrapartida

de uma expansão, também, em ouro, dos seus ativos no exterior, o que comprometeria a sustentação da paridade entre a sua moeda e o lastro (ouro).

Didaticamente, pode-se perceber a interligação entre essas restrições sobre o país central e a maneira pela qual este administrava a liquidez do SMI. Porque existiam necessidades de se evitar as saídas de ouro do seu Banco Central²⁸, em primeiro lugar, e de se alcançar saldos equilibrados em Transações Correntes²⁹, em segundo lugar, o país central regia a liquidez do SMI através dos fluxos de sua Conta de Capitais Autônomos. Em outras palavras, enquanto as restrições faziam com que duas das três contas do Balanço de Pagamentos do país central (Transações Correntes e Conta de Capitais Compensatórios) se mantivessem equilibradas, os fluxos para o provimento da liquidez se concentraram na terceira e última conta do Balanço de Pagamentos do país central, a Conta de Capitais Autônomos. De um lado, havia entradas de capitais de curto prazo e, de outro lado, aquisições de ativos de longo prazo no exterior. Daí a percepção de que os **movimentos de capitais autônomos de curto prazo** se caracterizavam como os fluxos responsáveis pelos ajustes no Balanço de Pagamentos do país emissor da moeda-chave, ou seja, como os **movimentos de capitais compensatórios de fato**.

Para tanto, a taxa de juros de curto prazo praticada neste país era o principal instrumento de atração de parte desses capitais, visto que o seu sistema financeiro funcionava como um porto seguro para os detentores da riqueza financeira espalhada pelo mundo³⁰.

A partir do momento em que o sistema monetário internacional passou a funcionar **sem lastro**, ambas as restrições deixaram de existir, pois a aceitação da moeda do país central não se assentou mais na garantia de paridade fixa entre ela e qualquer outro ativo. Logo, podem ocorrer desvalorizações da moeda internacional em relação ao antigo lastro e déficits

²⁸ Com a finalidade de não criar pressões sobre a taxa de câmbio entre a moeda-chave e o lastro do sistema (Primeira restrição).

²⁹ (Segunda restrição).

³⁰ Ver seções 1.2 e 1.3 ou Minsky (1993) e Serrano (1999).

crônicos na Conta Corrente desse país, porque a expansão de seu passivo externo líquido não está mais mensurada, em última instância, em ouro, mas, sim, em ativos denominados em moeda internacional, cuja oferta está, em grande medida, sob o seu controle.

Por conseguinte, a análise se volta à seguinte questão fundamental: quais seriam os novos alicerces da aceitação do dólar norte-americano hoje como a moeda-chave do SMI pelos vários agentes econômicos, privados e públicos, mesmo quando esta moeda nacional é incapaz de manter a sua paridade com outras moedas e ativos do SMI ao longo do tempo?

Sobre tal questão, o professor Serrano tece um comentário na seguinte passagem:

No último caso [de desvalorização do dólar] não há mais porque temer uma fuga para o ouro, pois o novo padrão dólar é inteiramente fiduciário, baseado na premissa de que um dólar “is as good as one dollar”, premissa ancorada no poder do Estado e da economia americana no mundo unipolar pós-guerra fria. Como o dólar é o meio de pagamento internacional, a unidade de conta nos contratos e nos preços dos mercados internacionais acaba por se tornar também a principal reserva de valor. (Serrano, 1999: p 10 e 11).

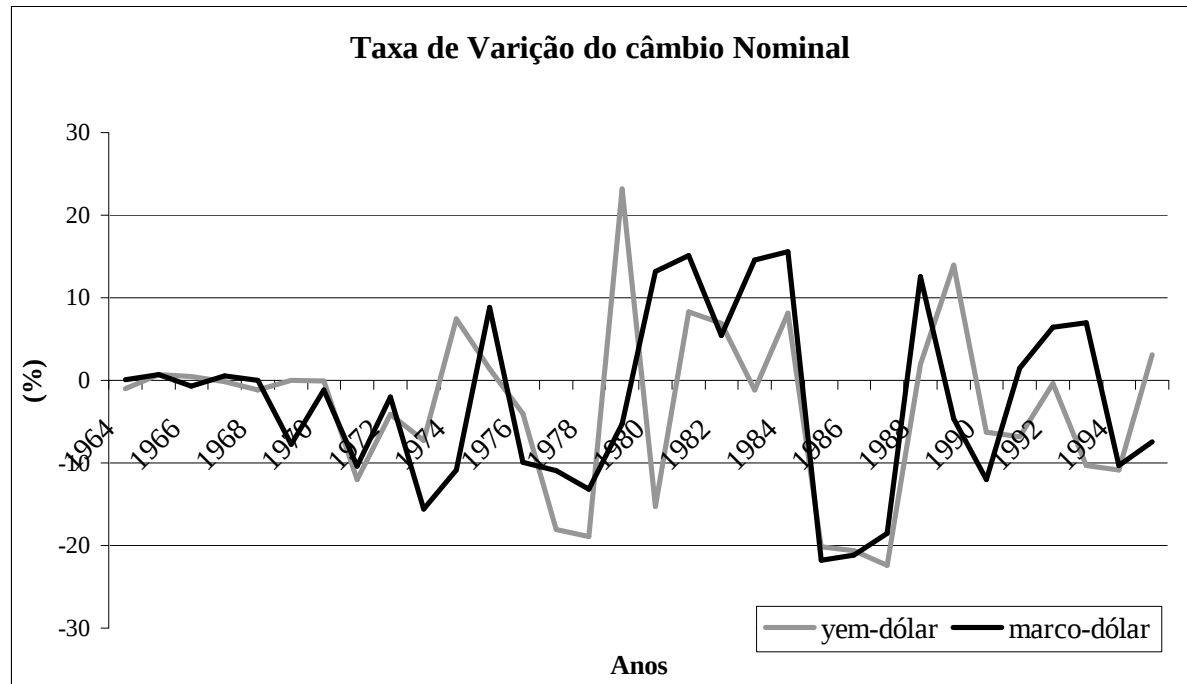
O professor não abarca todos os aspectos interessantes em sua resposta. Condiciona a aceitação do dólar como a principal moeda internacional ao poder do Estado e da economia americana, sem definir muito bem que poderes seriam esses. Ademais, cita o papel do dólar como principal reserva de valor do SMI. O que é bastante controverso, dado que o dólar vem sofrendo violentas variações em sua paridade com outras moedas fortes desde meados dos anos setenta, não preservando o seu poder de compra ao longo do tempo.

O gráfico a seguir mostra a trajetória da taxa de variação anual média da relação cambial entre o dólar e as outras duas principais moedas do sistema, o marco alemão e o iene japonês. Infere-se pelo gráfico que no final dos anos sessenta e começo dos setenta as taxas de câmbio iniciam suas trajetórias de instabilidade³¹, ganhando enorme intensidade a partir de meados da década de setenta até os últimos anos presentes no gráfico, com destaque para toda

³¹ Justamente quando os acordos de Bretton Woods são desfeitos. Em 1971, rompeu-se a paridade fixa entre o dólar e o ouro. Em 1973, desfez-se o sistema de taxas de câmbio fixas entre as principais moedas, entenda-se dólar, marco e iene.

a década de oitenta, quando os movimentos foram os mais acentuados. **Portanto, não se pode afirmar que o dólar ainda cumpre a função de principal reserva de valor do sistema ao apresentar tamanha oscilação na sua paridade com outras principais moedas do SMI.**

GRÁFICO 01



Fonte dos dados: International Monetary Fund. *International Financial Statistics*, Yearbook, 1998, Washington.

Para essa mesma questão, a professora Maria da Conceição Tavares e Luiz Eduardo Melin enfatizam uma dimensão diferente e bastante apreciável. O dólar como moeda internacional sofreu uma transformação ao longo dos anos setenta e oitenta. Deixou de ser, desde de 1971, a moeda de referência de um padrão monetário rígido (Bretton Woods) e passou a ser com o tempo uma **moeda financeira** de um sistema flexível e financeiramente desregulado (Padrão dólar-flexível). Como moeda financeira o dólar não precisa funcionar como reserva de valor, no sentido clássico, de preservar poder de compra ao longo do tempo, para assegurar sua posição no topo da hierarquia monetária internacional. Por possuir os atributos indispensáveis às atividades dos liberalizados mercados financeiros internacionais³², cujos agentes atuam movidos pela busca por segurança e por lucros não-operacionais, o dólar

³² Mercados monetários, de capitais, de commodities, imobiliário, dentre outros.

norte-americano manteve-se como a divisa-chave sem, no entanto, se prender às amarras impostas pelo lastro. Relíquia que já não existe mais³³.

Tais atributos podem ser apresentados da seguinte forma: A desvantagem de não se posicionar em dólar dentro do sistema financeiro internacional situa-se exatamente nas restrições existentes para se negociar tais ativos nos mercados internacionais. A denominação em dólar garante ao proprietário do ativo acesso aos mercados mais líquidos e profundos de todo o sistema financeiro internacional. Facilita, também, a realização das operações de *hedge*, o que amplia a segurança daquelas que envolvem risco. Ademais, o dólar é a unidade de conta para a riqueza financeira do mundo. As qualidades de um determinado ativo em termos de liquidez e segurança mudam conforme for sua **referência monetária**, se em dólares, se em iene, se em reais, etc. Por isso que, mesmo havendo valorizações de qualquer moeda e/ou ativo em relação ao dólar, os agentes mantêm, em grande medida, suas posições na moeda norte-americana.

Nesta mesma linha de argumentação, o professor José Carlos Miranda complementa o argumento anterior ao mostrar que houve nos últimos anos uma alteração no papel desempenhado pelas moedas nacionais emitidas pelos Estados, em função do processo de liberalização dos fluxos de capitais e de desregulamentação dos sistemas financeiros nacionais.

*Se até passado recente as moedas de Bancos Centrais dividiam com outros títulos privados e públicos a função de satisfazer a preferência por liquidez dos diversos agentes, atualmente elas têm lugar proeminente sobretudo na **denominação de contratos** nos mercados monetários e cambiais nacionais e financeiros internacionais. [grifo meu] (Miranda, 1997: p 261).*

Segundo o professor, não somente o dólar teve suas funções alteradas de um tempo pra cá, mas, também, as moedas de outros Bancos Centrais. Diferentes ativos passaram a cumprir determinados ofícios antes exercidos fundamentalmente pela moeda nacional. Alguns

³³ Ver seção 1.4 deste trabalho ou Tavares & Melin (1997).

ativos financeiros, denominados de quase-moedas, por exemplo, preservam de forma mais eficiente o poder de compra da riqueza financeira dos agentes econômicos do que as próprias moedas nacionais, pois além de proporcionarem rentabilidade ao portador, detêm grande liquidez nos mercados secundários, tornando-se mais interessantes nos momentos de pânico e instabilidade. Funcionam como verdadeiros portos seguros, como os títulos de dívida pública, **dos quais a denominação contratual é a mais importante função exercida pelas moedas nacionais no atual padrão monetário. Em suma, a qualidade central do conceito de moeda financeira está relacionada com a denominação dos contratos financeiros.**

Como segunda conclusão importante, pode-se afirmar que, com o fim do lastro e a ascensão de um sistema financeiramente liberalizado, o país emissor da moeda chave (os EUA) se libertou das duas restrições que havia sobre suas contas externas, ao mesmo tempo em que conseguiu defender a posição de sua moeda (o dólar) na ordem monetária internacional.

Já na perspectiva dos **demais países** do SMI, constata-se que, no atual padrão monetário, houve uma redução dos espaços para a implantação de programas de desenvolvimento econômico e social decorrente do modo pelo qual a liberalização e a desregulamentação das finanças vêm condicionando, nos últimos vinte e cinco anos, o próprio funcionamento do SMI.

Parte-se da hipótese de que o processo de globalização financeira alterou a relação de poder entre os Estados Nacionais, sobretudo, no que se refere ao grau de liberdade dos Estados Nacionais para realização das políticas econômicas que lhes interessar. O SMI trabalha, na prática, concentrando poder em um só país, no emissor da moeda-chave. A égide desta argumentação se localiza na possibilidade real de o país central transferir aos demais

países o processo de ajuste de seus desequilíbrios externos³⁴. Por consequência, esses outros países se vêem compelidos a buscar saldos comerciais mais expressivos e a utilizarem o endividamento público como instrumento de estabilização econômica contra os movimentos de capitais especulativos. Retira-se grande parte do potencial dos Estados Nacionais para realização de políticas públicas, visto que o orçamento público, por um lado, fica cada vez mais comprometido com os já estruturais déficits financeiros e, por outro lado, a política monetária torna-se refém dos movimentos de capitais especulativos, hoje desmesuradamente expandidos e livres de quaisquer restrições legais.

Pode-se notar, desta maneira, que os fluxos financeiros de curto prazo constituem-se como o principal veículo de desestabilização e de enquadramento das economias nacionais, com exceção de apenas uma, a do país central. Com efeito, são também os fiadores e patrocinadores da liberdade desfrutada pela economia norte-americana.

A enorme liquidez e profundidade do sistema financeiro dos EUA, o *status* dos títulos da dívida pública norte-americana no sistema e, também, as funções exercidas pelo dólar como moeda financeira de um sistema liberalizado, são aspectos indispensáveis para se compreender por que razões a atual ordem financeira trabalha a favor de um só país em detrimento do resto do mundo.

Hicks (1989) evidenciou a existência de uma eloqüente assimetria de poder entre a *Centrália* e as *Penlands*, no que se refere ao processo de ajuste dos desequilíbrios nos Balanços de Pagamentos, quando o sistema o SMI opera sem lastro³⁵.

³⁴ Como visto anteriormente, as restrições que existiam sobre a política econômica dos EUA durante o arranjo monetário de Bretton Woods foram desfeitas, sem que o dólar perdesse sua posição no topo da hierarquia monetária. Nos últimos vinte anos, os EUA trabalham sem pressões para que seus desequilíbrios externos sejam corrigidos. Este tema será discutido mais detalhadamente no capítulo 03, no sentido de se apontar as bases desse poder dos EUA de transferência do ônus de seus desajustes.

³⁵ Hicks (1989) limitou sua análise aos SMI que operam sem lastro, não tendo feito em tal livro nenhuma investigação e/ou conclusão à situação em que exista algum lastro para a divisa-chave. Ver seção 1.1 deste trabalho.

O professor Serrano focaliza mais a problemática do país central ao evidenciar as restrições impostas pelo o lastro à condução de sua política econômica. Observa, com efeito, que, com o fim do lastro, as restrições deixaram de existir e, assim, ampliou-se consideravelmente o espaço de manobra para as autoridades monetárias desse país.

Por sua vez, a professora Maria da C. Tavares e Luiz Eduardo Melin avançam na discussão ao tornarem mais explícito o papel cumprido pelo processo de desregulação financeira na constituição de uma ordem internacional marcada por diferentes oportunidades de desenvolvimento econômico. Ao citar o caso japonês, na seguinte passagem, a professora Tavares explicita essa idéia:

*Até 1981, só a política econômica da Inglaterra apoiava declaradamente a moeda americana. Os japoneses mantiveram possibilidades reais de fazer uma política monetária autônoma, graças às peculiaridades do seu sistema nacional de crédito e resistiram à adoção de políticas neoconservadoras apoiadas no receituário monetarista, **enquanto o seu sistema financeiro não se internacionalizou.***[grifo meu] (Tavares, 1985: p 35).

Conclui-se que, não apenas o abandono do lastro, mas também a forma como as finanças globais passaram a ser operadas, aniquilaram as restrições externas que atuavam sobre o país central e, simultaneamente, enquadraram em graus diferenciados os demais países. A partir do momento em que estes adotaram políticas liberais, sobretudo, nas finanças, o principal resultado foi até agora o de limitar os seus potenciais de crescimento.

Ainda ficou faltando uma outra questão central, não abordada com rigor por nenhum dos autores acima apresentados. Por que razões os mais diferentes países adotaram políticas liberalizantes preconizadas pela potência hegemônica, sobretudo, nas finanças? Por que esses países se dispuseram a viabilizar uma das condições necessárias para que os EUA pudessem exercer seu poder de enquadramento?

Eric Helleiner em seu livro “*States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*” apresenta uma resposta muito interessante para essa questão. Resumidamente, a autonomia da política econômica depende, para ele, da capacidade de os

Estados Nacionais estabelecerem eficientes controles sobre os fluxos de capitais especulativos, principalmente, quando existem mercados financeiros liberalizados e desenvolvidos, como, por exemplo, os euromercados. A égide de sua argumentação se resume ao fato de que controles **eficientes** de capitais dependem; ou de uma **ação cooperativa** entre aqueles países que têm significativo peso nos fluxos internacionais de capitais; ou de **severos controles internos** sobre os mercados nacionais de câmbio. Para Helleiner, no entanto, ambas as alternativas têm problemas. No caso dos controles cooperativos, se o país central boicotar tais iniciativas, tornar-se-ia inócuo aos demais países qualquer esforço coletivo de enquadramento dos fluxos de capitais mediante controles cooperativos. Já os severos controles sobre os mercados nacionais de divisas padecem em grande medida de apoio político interno devido aos inconvenientes que causariam à atividade comercial e produtiva do país com o resto do mundo.

Em suma, o poder dos EUA para enquadrar as demais economias assenta-se em parte na sua capacidade de (i) atrair a riqueza financeira internacional, através de seu sistema financeiro nacional; (ii) e de boicotar as ações cooperativas de controle dos fluxos financeiros.

Fez-se um esforço de demarcação dos elementos analíticos necessários à investigação da dimensão mais interessante do trabalho: a relação entre a *competição interestatal* e a maneira como o sistema monetário internacional trabalha. Ressalta-se o fato de que as oportunidades de desenvolvimento econômico das mais diferentes nações estão intimamente ligadas de alguma forma com as características do sistema monetário internacional e, conseqüentemente, o próprio conflito econômico e financeiro entre as principais nações do centro do sistema mundial.

CAPÍTULO II

AS ORIGENS DE UMA GRANDE TRANSFORMAÇÃO

Este capítulo tem como propósito realizar um rápido mergulho na história e entender as motivações que moldaram as estratégias geopolíticas e levaram a emergência de uma ordem financeira como a atual, marcada notadamente pela desregulamentação e liberalização do mundo das finanças. Ademais, um pequeno passeio pela ordem de Bretton Woods permitirá (i) entender o quão significativas foram as transformações sofridas pelo SMI; e (ii) identificar as condições que garantiram o sucesso de tal período no que diz respeito ao desenvolvimento econômico.

O capítulo se divide em duas seções. Na primeira, serão apresentadas resumidamente as condições que viabilizaram a realização de políticas voltadas para o crescimento e distribuição da renda e da riqueza nacionais em diversos países durante o regime monetário de Bretton Woods. São destaques: (i) a postura condescendente do país emissor da moeda chave (EUA) em relação aos seus parceiros no SMI, postura esta decorrente do contexto geopolítico internacional; (ii) a inexistência de um sistema financeiro desregulado e desenvolvido capaz de expandir os fluxos financeiros (até o nascimento e crescimento dos euromercados); e (iii) o

papel fundamental dos controles de capitais especulativos para defesa da autonomia da política econômica nacional.

Na seção seguinte, serão discutidas resumidamente as retumbantes transformações que se sucederam ao longo da década de setenta, sobretudo, no mundo das finanças, e seus desdobramentos sobre a economia internacional. Mais precisamente, apontam-se as dificuldades que emergiram tanto para os agentes econômicos individuais quanto para as autoridades monetárias nacionais em função do elevado nível de instabilidade econômica decorrente dessas transformações. De forma mais geral, destacam-se (i) a crise da hegemonia norte-americana nos anos setenta, cuja propagação se deu em diversos campos do poder, sobretudo, no militar e monetário; e (ii) a estratégia que passou a ser vislumbrada por esse país para reafirmar sua posição no topo da hierarquia mundial. Vale dizer, a crise no país central impeliu-o a alterar sua tática de inserção na ordem financeira e militar, boicotando as ações internacionais de cooperação e investindo na construção de um sistema liberalizado, o qual passaram a julgar como mais eficiente para a defesa de seus interesses nacionais naquele momento.

2.1 - Os Controles de Capitais e o Sistema de Bretton Woods

No pós-guerra, o rápido crescimento das economias capitalistas esteve apoiado numa forte participação do Estado, destinado a impedir flutuações bruscas do nível de atividades e a garantir a segurança dos mais fracos diante das incertezas inerentes à lógica do mercado. Essa ação de regulação dos mercados e de promoção do crescimento supunha a redução da influência dos condicionantes externos sobre as políticas macroeconômicas domésticas. Os controles de capitais eram prática corrente e assim as políticas monetárias e os sistemas financeiros nacionais estavam voltados para a sustentação de taxas elevadas de crescimento econômico. (Belluzzo, 1999: 100).

Antes mesmo do final da Segunda Guerra Mundial, representantes dos países aliados se reuniram diversas vezes com o propósito de discutir os alicerces sobre os quais a nova ordem mundial deveria se assentar.

Naquele momento, pairavam vivas nas lembranças das populações que participaram dos conflitos armados a barbárie e o radicalismo dos anos trinta. Apontou-se para as tentativas de reconstrução nos anos vinte da falida ordem liberal inglesa como um dos principais elementos explicativos dos acontecimentos impetuosos a que se seguiram. Vale dizer, o fracasso das políticas econômicas na década de vinte, no que se refere ao controle dos processos inflacionários³⁶, ao crescimento econômico e ao problema do desemprego, engendrou o contexto propício à ascensão dos movimentos nazi-fascistas e, conseqüentemente, a um brutal aguçamento da *competição interestatal*.

Por conseguinte, já nas discussões do final da Segunda Guerra Mundial, formou-se um consenso em torno do malogro do liberalismo econômico na promoção do desenvolvimento econômico. Acreditava-se que as autoridades governamentais deveriam ser muito mais

³⁶ Por exemplo, as hiperinflações alemã, húngara e austríaca.

intervencionistas na condução da política econômica, a fim de se obter bons resultados em relação aos objetivos domésticos.

Pesava sobre as elites mundiais uma convicção (passageira) de que o cataclismo que haviam vivido tinha a ver com o “moinho satânico”, de que lhes falara Karl Polanyi. Acreditavam, por um momento, que se tratava de um fracasso que deveria ser debitado na conta liberal dos que quiseram transformar os mercados autoregulados em modelo de organização social e política das nações e do sistema mundial... (Fiori, 1997: 102 e 103).

Tal contexto moldou as negociações sobre o funcionamento do novo Sistema Monetário Internacional (SMI). Foi então nos EUA, mais especificamente, na cidade de Bretton Woods em New Hampshire, entre os dias 1o e 22 de julho de 1944, onde ocorreu a Conferência Monetária e Financeira das Nações Unidas, com representantes de 44 países, inclusive da URSS, cujo objetivo principal era discutir como deveria funcionar o futuro SMI.

Destaca-se, nas propostas de John Maynard Keynes e de Harry Dexter White, representantes, respectivamente, do Tesouro inglês e do Tesouro norte-americano, o seguinte ponto central: **havia em ambos uma explícita preocupação com os fluxos financeiros de capitais privados de curto prazo.**

Duas eram as razões para tanto. Em primeiro lugar, o desenvolvimento econômico de um país depende da capacidade de o Estado realizar planejamento econômico. Para isso, os controles sobre os movimentos de capitais privados, sobretudo, os especulativos, são uma condição necessária.

White noted that capital controls “would give each government much greater measure of control in carrying out its monetary and tax policies” by preventing “flights of capital, motivated either by prospect of speculative exchange gain or desire to avoid inflation, or evade taxes.” (Helleiner, 1994: 33).

Keynes, mais especificamente, argumentou que as taxas de juros internas precisavam ser independentes das taxas praticadas nos mercados internacionais para que as economias nacionais funcionassem sem restrições advindas do setor externo, principalmente, aquelas com déficits em Transações Correntes. Numa situação de grande liberdade para os fluxos de

capitais, as tentativas de se reduzir as taxas internas de juros para patamares mais baixos que os praticados internacionalmente ocasionariam desequilíbrios no Balanço de Pagamentos devido às fugas de capitais. Helleiner reproduz as palavras de Keynes sobre o assunto.

“Freedom of capital movements is an essential part of the old laissez-faire system and assumes that it is all right and desirable to have an equalisation of interest rates in all parts of the world. In my view the whole management of the domestic economy depends upon being free to have the appropriate rate of interest without references to the prevailing elsewhere in the world. Capital control is a corollary to this.” (Keynes, 1980: 149) (Helleiner, 1994: 34).

Keynes e White estavam claramente comprometidos com as propostas de controle dos fluxos de capitais, enxergando neste tema a égide para autonomia de política econômica. Os anos trintas eram a prova do que esses dois representantes de governo argumentavam. Naqueles anos, diversas economias nacionais se valeram de tais instrumentos com o propósito de garantir a implementação de políticas públicas internas, em alguns casos, de cunho militar.

A segunda razão argumentada pelos dois autores como justificativa para o controle dos movimentos de capitais foi a criação de um sistema de taxas de câmbio estáveis entre as principais economias. Pretendia-se a construção de uma ordem internacional marcada por intensos fluxos comerciais. Bem diferente do que ocorrera na década de trinta, quando as desvalorizações competitivas e o uso difundido de instrumentos tarifários prejudicaram o comércio.

A nova ordem internacional deveria levar em conta as necessidades endógenas do processo de reconstrução das economias nacionais destruídas pela guerra e, para tanto, um sistema de taxas de câmbio minimamente estável permitiria aos agentes econômicos a possibilidade de realizar as previsões e o planejamento inerente às suas decisões de gasto.

With respect to stable exchange rates, White noted that speculative capital movements were “one of the chief causes of foreign exchange disturbances”, and would have to be controlled if a stable exchange rate system were to be maintained. With respect to a liberal trading system, Keynes argued that large and volatile movements of capital could force “painful and perhaps violent” offsetting adjustments in the less flexible trade account that would likely increase political pressure for protectionist measures. (Helleiner, 1994: 35).

Em suma, duas eram as motivações pelas quais Keynes e White propuseram o controle sobre os fluxos de capitais. Por um lado, a preservação da autonomia da política econômica para se alcançar os objetivos relativos ao *Welfare State* e, por outro lado, a construção de uma ordem comercial liberal, que dependia, por sua vez, de um sistema de taxas de câmbio estáveis.

Chama-se atenção ainda a uma questão crucial: nem todos os instrumentos de controle são eficientes para arrefecer as pressões provenientes dos movimentos financeiros na Conta de Capital. Ambos os autores observaram que, para se tornarem úteis o suficiente, os controles deveriam impedir as práticas de disfarce dos lançamentos contábeis³⁷. Na verdade, os fluxos de capitais financeiros podiam ser facilmente contabilizados pelos agentes econômicos como movimentos em Transações Correntes, cujas restrições eram muito menos severas. Conscientes do fato, Keynes e White manifestaram suas preocupações em relação à ineficácia dos controles unilaterais, que por si só não poderiam alcançar plenamente os objetivos para que foram criados, tornando indispensável o estabelecimento de outros mecanismos auxiliares.

O primeiro instrumento sugerido pelos dois autores para o controle mais eficiente dos movimentos de capitais eram os **controles mais severos sobre as transações cambiais** (centralização do câmbio). Sobre este ponto, Helleiner mais uma vez apresenta o argumento de Keynes:

First, to prevent capital movements that were disguised as current account payments, all states were given the right to institute exchange controls to screen current account transactions for illegal capital movements. Keynes explained: “If control is to be effective, it probably involves the ‘machinery’ of exchange control for ‘all’ transaction, even though a general open license is given to all remittances in respect of current trade.” (Helleiner: 1994: 38).

³⁷ Movimentos financeiros eram maquiados como, por exemplo, operações comerciais. Isto através da manipulação dos preços dos produtos envolvidos nessas operações. Tal manipulação tornou-se prática comum, sobretudo, nas operações intrafirma, ou seja, entre filiais e matriz, como será visto mais adiante.

Propuseram, como segundo instrumento eficiente, os **controles cooperativos**, cuja idéia central era a de que a fiscalização seria mais eficiente quando feita nas “duas pontas” das transações financeiras, tanto no país receptor quanto no país de origem. Deste modo, o rastreamento dos movimentos de capitais tornar-se-ia mais fácil, o que viabilizaria a identificação e a interdição dos fluxos ilegais. Sugeriram, particularmente: i) que nenhum país poderia aceitar investimentos ou depósitos de estrangeiros sem a devida autorização do governo de origem; e ii) que solicitações de um determinado país, sobre informações de depósitos e investimentos feitos por seus cidadãos em outros países, fossem prontamente atendidas pelas autoridades do país receptor.

No entanto, um problema já era percebido pelos autores naquele momento: a disposição de um único país com importância nas finanças internacionais em não praticar os controles cooperativos comprometeria a eficácia do controle cooperativo para todo o restante do sistema. “Keynes, too, observed that control of capital movements “will be more difficult to [make] work, especially in the absence of postal censorship, by unilateral action than if movements of capital can be controlled at both ends.” (Helleiner, 1994: 38).

É relevante ressaltar este ponto, pois ele revela uma importante fragilidade presente no instrumento de controle cooperativo, a saber: sua dependência de uma cooperação estreita entre as autoridades públicas das principais economias nacionais presentes no sistema financeiro internacional. Esta fragilidade ficará evidente nos anos setenta e oitenta, quando a maior economia do planeta boicotou a iniciativa das demais economias nacionais em aplicar os controles cooperativos.

Desde o início dos debates acerca do novo arranjo monetário internacional, as propostas de Keynes e White sofreram fortes contestações, sobretudo, da comunidade financeira de Nova York. As críticas se focalizaram, principalmente, nas prerrogativas dadas aos Estados Nacionais para a utilização de mecanismos de controle sobre os movimentos de

capitais financeiros. Tais controles incidiriam sobre um dos mais lucrativos negócios de *Wall Street* ao longo dos anos trinta, isto é, sobre a captação de capitais em fuga, notadamente, da Europa.

As discussões em *Bretton Woods* indicavam, claramente, sobre qual setor recair-se-iam as reformas necessárias para garantir aos Estados Nacionais a possibilidade de promover, intervir, coordenar e regular as atividades econômicas. Logo, a comunidade financeira teria que buscar outras oportunidades de lucro, pois aquelas ligadas aos movimentos de capitais internacionais estariam cerceadas.

Nessas discussões [as de Bretton Woods], entretanto, não estiveram ausentes os representantes dos bancos e das finanças em geral e sua defesa intransigente, não apenas do livre comércio, mas também da livre circulação de capitais e da plena conversibilidade imediata de todas as moedas, num retorno às regras que vigoraram entre 1870 e 1930, sob a hegemonia incontestada das “altas finanças” inglesas. Mas foram derrotadas transitoriamente pela tese de Keynes de que essa liberalização imediata impediria o funcionamento eficaz de políticas capazes de atender objetivos nacionais, como vieram a ser a construção do welfare state, nos países europeus ou o desenvolvimentismo na periferia latino-americana. (Fiori, 2001b: 147 e 148).

O Plano Marshall é um bom exemplo para se entender o resultado final dos acordos de BW, os quais foram marcados pelo intenso embate entre a comunidade financeira, apoiada pelas autoridades do Departamento do Tesouro norte-americano e pelo FMI, e os defensores das propostas de Keynes e White, cujos principais defensores nos EUA se encontravam no Departamento de Estado e na *Economic Cooperation Administration*, ECA (Helleiner, 1994).

O primeiro grupo propunha que recursos só deveriam ser emprestados na condição de que os países favorecidos efetuassem medidas ortodoxas de estabilização monetária e de reconstrução rápida da conversibilidade de suas moedas nacionais. O outro grupo argumentava que os recursos deveriam se direcionar para a promoção do crescimento econômico e, somente depois de se alcançar ganhos substanciais de produtividade, dever-se-ia promover programas de estabilização e de liberalização do mercado de câmbio. Ademais, observa-se o seguinte: por um lado, a comunidade financeira de Nova York considerava

inaceitável a implementação das propostas de controle de capitais tais como as sugeridas por Keynes e White, justamente porque elas incidiriam sobre as suas principais fontes de lucro; por outro lado, a conjuntura internacional da Guerra Fria acabou pondo o crescimento econômico e, não, a estabilidade monetária, como uma das mais importantes metas da nova estratégia dos EUA na Europa Ocidental, cujo propósito era alcançar a estabilidade política no continente.

Assim, a despeito do consenso de que os financiamentos compensatórios eram menos eficientes que os controles cambiais e os cooperativos, como mecanismo de combate aos movimentos especulativos³⁸, o Plano Marshall foi politicamente a saída mais aceitável para se enfrentar os fluxos de capitais especulativos. “The provision of financing, however, prevented the disruptive impact of capital flight in a way that was compatible with an open trading order, stable exchange rates, and the liberal inclinations of the American financial community.” (Helleiner, 1994: 61).

Percebe-se, assim, o embate presente não só nas discussões dos acordos de Bretton Woods, mas notadamente dentro dos EUA, principal patrocinador da nova ordem mundial. Fica claro, por outro lado, que as propostas elaboradas nas reuniões de Bretton Woods não foram implementadas por inteiro. A comunidade financeira fez valer sua força e impediu que alguns mecanismos de controle fossem utilizados, por exemplo, os controles cooperativos. O Plano Marshall se destaca como uma boa ilustração da solução encontrada.

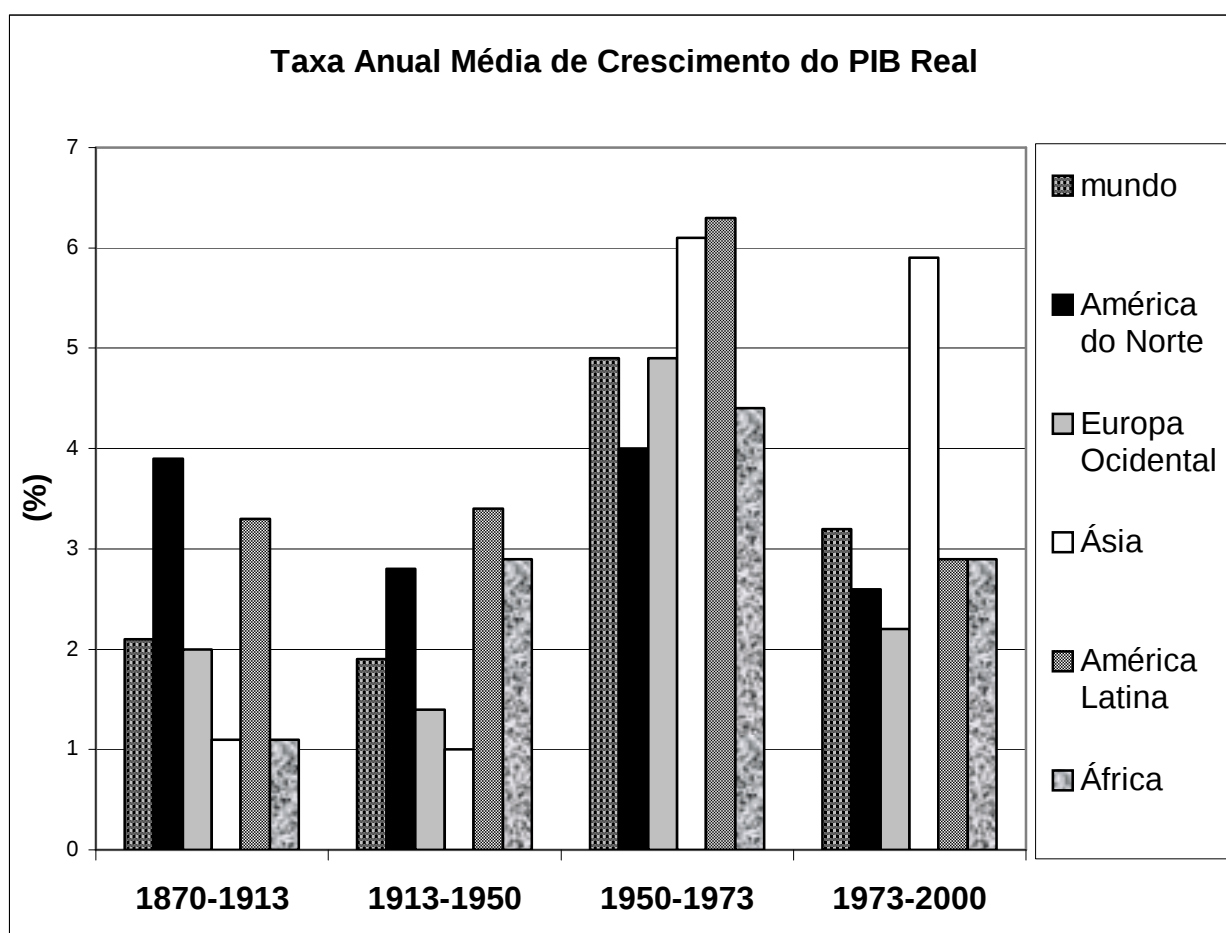
Durante as décadas de cinquenta e de sessenta, o Sistema Monetário Internacional presenciou a prática do **financiamento compensatório** e o uso difundido dos **controles unilaterais** de capitais para enfrentar os desequilíbrios causados pelos capitais especulativos. Estes dois instrumentos foram bem sucedidos em relação aos seus objetivos, ao proporcionarem às autoridades monetárias dos países as condições mínimas de autonomia

³⁸ Dada a enorme quantia de recursos requerida.

para política econômica. Para tanto, foi necessário que não existisse nenhum desenvolvido sistema financeiro desregulado e liberalizado, onde o capital financeiro pudesse se reproduzir velozmente. Se assim fosse, outros mecanismos mais eficientes de controle dos capitais seriam indispensáveis para assegurar a desejada autonomia de política econômica, tão importante naqueles anos de Guerra Fria.

O sucesso de tal período pode ser constatado, como se observa abaixo, pelas elevadas taxas de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) nos diversos continentes do planeta, quando comparadas com as de outros períodos.

GRÁFICO 02*



Fonte: Gonçalves (2002) com base em Maddison (1991) e FMI-WEO (2000), Outubro.

* Os dados utilizados no gráfico encontram-se disponíveis na Tabela C do anexo estatístico.

Nitidamente, o período de Bretton Woods (1950-1973) apresentou o melhor desempenho. A era de ouro do capitalismo obteve as taxas de crescimento mais elevadas para todos os continentes.

Como conclusão, chama-se a atenção a seguinte questão já citada anteriormente: nas discussões de Bretton Woods, Keynes e White advertiram quanto à eficiência dos diferentes mecanismos de controle dos fluxos de capitais de curto prazo. Perceberam que um controle eficaz dependeria de uma ação cooperativa entre os países ou, então, de uma intervenção pública severa no mercado de câmbio, isto é, uma centralização das transações com divisas nas mãos do poder público.

2.2 – A Crise dos Anos Setenta

Em poucos anos, portanto, vêm abaixo os pilares em que se sustentara o sucesso dos estados keynesianos e desenvolvimentista. A partir dali desenvolve-se a conhecida história econômica da década de setenta, caracterizada pela estagflação, pela impotência das políticas nacionais anticíclicas e pelo avanço da internacionalização financeira alimentada, como já vimos, pela reciclagem dos petrodólares e pela expansão da dívida pública norte-americana. (Fiori, 1997: 108).

Os primeiros anos da década de setenta marcaram o fim da era de ouro do capitalismo (1947-1971) e deflagraram uma crise internacional gigantesca, da qual o questionamento da posição dos EUA na ordem mundial foi um dos fatos mais importante. A gravidade desta conjuntura está estampada nas diversas derrotas dos norte-americanos em quase todos os aspectos e tabuleiros do mundo, inclusive internamente com um profundo racha entre os que dominavam as esferas de poder desse país.

Os principais incidentes deflagradores do flagelo norte-americano são: o fim dos acordos de *Bretton Woods*, mais precisamente, o fim da paridade do dólar com o ouro (15 de agosto de 1971) e o desmoronamento do sistema de taxas de câmbio fixas entre as principais moedas do mundo (fevereiro de 1973); a primeira derrota militar internacional dos EUA, a do Vietnã (1973); o primeiro choque do petróleo, de longe o principal veio energético do mundo (1973); o escândalo de *Watergate*, envolvendo o então presidente americano Richard Nixon (1974); e o reaparecimento das greves e do movimento estudantil nos EUA e na Europa, os quais foram reforçados pelas novas formas de luta da sociedade civil, como o movimento negro, o ecológico, o feminista, o pacifista, dentre outros (Fiori, 1997).

A despeito da amplitude dos acontecimentos dos primeiros anos da década de setenta, esta conjuntura acabou por se alastrar ainda mais intensamente pelos quatro cantos do mundo, visto que nos anos seguintes novos fatos prolongaram e avultaram o estertor norte-americano

na geopolítica internacional. No sudeste asiático, o desastre dos EUA na Guerra contra o Vietnã foi acompanhado por vitórias comunistas em toda a região (1974 e 1975). No Oriente Médio, a OPEP exerceu pela segunda vez seu poder de mercado e impôs ao mundo um novo choque de preços para o petróleo (1978). Ainda no Oriente Médio, o Irã fez sua revolução fundamentalista (1979), alterando profundamente as relações deste país com os EUA: de mais importante aliado estratégico para opositor incondicional ao domínio norte-americano na região. No sul da Ásia, a URSS invadiu o Afeganistão (1979) e se aproximou um pouco mais dos mares quentes da Índia, desafiando a mais importante doutrina anglo-saxã para as relações internacionais, a de contensão da “Grande Rússia”. Na América Central, as guerras civis se espalharam: em El Salvador, na Guatemala e, principalmente, na Nicarágua, onde os revolucionários Sandinistas alcançaram a vitória. No último continente do tabuleiro mundial, a África, houve uma expansão da influência militar soviética com o crescimento do número de países ditos *socialista* (Fiori, 1997).

No campo econômico-financeiro, ressalta-se a *indisciplina do capital*³⁹, a qual se intensificou ao longo dos anos setenta, embora tenha sua origem nos sessenta, quando os capitais americanos e europeus encontraram nos euromercados um espaço para aplicações financeiras, bem distante dos pesados controles e das restritivas legislações de seus Estados.

O nascimento dos euromercados ocorreu graças a uma decisão do governo inglês, quando autorizou o estabelecimento em seu território de um mercado interbancário paralelo e autônomo aos demais sistemas financeiros nacionais, inclusive ao seu. Tal mercado permitiu que as operações financeiras internacionais fossem conduzidas com bastante liberdade, de modo que pudessem ser feitas em moeda diferente da local e livre das restrições legais.

³⁹ Expressão usada por Fiori (1997).

O governo dos EUA apoiou a decisão das autoridades inglesas e estimulou naquela época (década de sessenta) a ida de seus bancos e grandes corporações para o euromercado⁴⁰. A City de Londres⁴¹, que inicialmente era um mercado monetário de curto prazo, passou a ser um mercado de capitais internacional completamente desenvolvido e estabilizado, graças, principalmente, a esse aporte dos bancos e das grandes corporações norte-americanas, que para lá se dirigiram, empurrados, sobretudo, pela pesada legislação de seu país.

A consequência mais importante a se destacar aqui é o forte crescimento da liquidez mundial, ou seja, dos fluxos de capitais financeiros no sistema monetário internacional. Sem restrições às suas atividades, os euromercados expandiram desmesuradamente os meios de pagamentos do sistema financeiro internacional.

Depois de 1968, quando os EUA mudam sua política monetária e Londres corta a conversibilidade da libra em dólar, o mercado de crédito interbancário libera-se inteiramente do padrão monetário e de reservas dólar-ouro e passa a estabelecer o seu próprio circuito supranacional de crédito, com uma liquidez abundante e crescente, inteiramente fora de controle das autoridades monetárias e sem qualquer relação aparente com o déficit de balanço de pagamentos americano. (Tavares, 1985: 32).

Para se ter uma idéia da magnitude dos movimentos de capitais nos euromercados e sua velocidade de expansão, reproduz-se a seguinte passagem de Chesnais (1996):

Em 1952, o mercado de eurodólares movimentava aproximadamente 2 bilhões de dólares; em 1960, em valores líquidos, ainda não ultrapassava 4,5 bilhões. Pouco mais de doze anos depois, às vésperas da alta no preço do petróleo em 1973, esse montante atingia 160 bilhões de dólares. A partir de 1973, a massa movimentada dobra a cada três anos até 1981, depois segue-se um período de estagnação, até retomar o crescimento, sob o impulso da liberalização monetária e financeira dos governos neoliberais. (Chesnais, 1996: 253 e 254).

Pode-se afirmar que o processo de aprofundamento financeiro, ou seja, o de expansão da liquidez do sistema⁴², passou a ser feito em grande medida pelo próprio euromercado (de dólares), cujo funcionamento nunca esteve subordinado a nenhuma autoridade monetária.

⁴⁰ Helleiner (1994), no capítulo 04, faz uma discussão bastante interessante sobre as motivações que levaram tanto o governo dos EUA quanto os ingleses a tomarem esta decisão.

⁴¹ O euromercado que funciona dentro da Inglaterra.

⁴² Tal como foi discutido no capítulo anterior.

As transformações pelas quais o mundo das finanças vinha atravessando, devido, sobretudo, ao desmoronamento dos acordos de *Bretton Woods* e a gigantesca ampliação dos fluxos financeiros, afetaram violentamente o comportamento dos agentes econômicos, como também a capacidade de ação dos Bancos Centrais nos mercados financeiros. A extrema volatilidade das taxas de câmbio e de juros, preços âncoras do padrão monetário anterior, tornou-se regra, o que forçou os agentes de todo o mundo a modificarem sua conduta no ambiente econômico. Como ilustração, pode-se inferir o nascimento dos mercados de derivativos, justamente em função do aparecimento de uma forte demanda por instrumentos de proteção contra as fortes oscilações das principais variáveis do sistema, as quais contaminavam todos os demais preços praticados internacionalmente. Deve-se sublinhar que não são as necessidades de expansão do financiamento e nem as buscas por brechas nas legislações restritivas as razões que impulsionaram o desenvolvimento dos mercados financeiros naqueles anos. Farhi (1998) aponta com precisão as palavras da professora Tavares e Belluzzo sobre essa situação.

“Não é possível admitir a estabilidade dos contratos de dívida por causa de repactuação periódica, atrelada a flutuações bruscas das taxas de juros no mercado internacional do dinheiro. Não é possível admitir a estabilidade dos contratos de oferta no suprimento de matérias-primas (importadas e exportadas) porque a paridade do poder de compra das moedas não se mantém e tanto as relações de troca quanto os preços de produção das matérias primas sofrem violentas discontinuidades. Assim, tanto o preço dos estoques como o valor dos ativos passa a flutuar descontroladamente durante o período de produção, tornando incerto o horizonte de cálculo capitalista. (...)”

A instabilidade das expectativas de curto prazo contamina as de longo prazo que não se prendem mais, apenas, ao custo de uso dos equipamentos existentes, como numa situação de estabilidade do padrão monetário e dos mercados de matérias-primas. A unidade monetária de salários deixa de ser estável, não por causa das condições de negociação dos trabalhadores, mas pela inexistência de paridade do poder de compra para os salários. O custo de uso dos equipamentos deixa de ser um elemento razoável do cálculo não porque se modificam as condições de produção dos equipamentos, mas porque os valores do capital e a taxa de juro de longo prazo são incalculáveis. (Tavares e Belluzzo, 1984: 8 e 9)” (Farhi, 1998: 06).

Em resumo, o grau de incerteza que emerge ao longo dos anos setenta dificulta o exercício das atividades econômicas, inclusive o das não financeiras. Assim, o desenvolvimento de novos instrumentos financeiros foi uma resposta a essa nova conjuntura econômica de instabilidade. Essas mudanças, que germinaram e explodiram nos anos setenta, foram fatores presentes no processo de constituição do atual padrão monetário internacional.

Já para as autoridades monetárias nacionais de diversos países, essas transformações e expansão, por que passaram as atividades financeiras privadas internacionais, acarretaram pressões especulativas sobre suas contas externas, uma vez que tornaram ineficazes as políticas cambiais, monetárias e fiscais desses países. “A especulação em moedas que se destaca depois da ruptura do sistema de paridades fixas, torna inoperantes os mecanismos de ajustamento monetário do balanço de pagamentos.” (Tavares, 1985: 32).

Na verdade, o que ocorreu foi que os **controles unilaterais**, amplamente difundidos e utilizados ao longo dos anos 50 e 60, e os mecanismos de financiamento compensatório não funcionavam mais a contento de modo a arrefecer as pressões nos Balanços de Pagamentos, visto que a magnitude dos fluxos financeiros internacionais cresceu desmesuradamente.

*The crisis in the early 1970s was also caused by **the increasing inability of unilateral capital controls to handle speculative flows**. Their impotence was demonstrated most dramatically in 1971-73, when West European governments tightened their capitals controls in an effort to prevent capital inflows from forcing a revaluation of their currencies and upsetting domestic economic policy. Despite tighter controls, the European countries found it impossible to control speculative unilaterally, and by March 1973 they had been forced by market pressures to float their currencies. [grifo meu] (Helleiner, 1994: 103).*

Além da grande ampliação dos fluxos financeiros internacionais, outra razão foi também responsável pela ineficiência dos controles unilaterais. As transações intrafirma, inerentes às corporações multinacionais, possibilitaram que enormes quantias de divisas fossem movimentadas sem que passassem pelos controles legais sobre os fluxos financeiros. Isso tudo se dava através da manipulação dos valores das transações intrafirma, entre filiais e matriz. Camuflavam-se assim os fluxos que na verdade eram financeiros e não de outra

natureza. Em Helleiner (1994), encontra-se uma estimativa bastante ilustrativa acerca do volume dessas operações, cuja referência é um estudo do Bundesbank. “The Bundesbank estimated that two-thirds of West Germany’s enormous capital inflow in the February 1973 currency crisis was caused by leads and lags in payments within multinational corporations (Haber 1976a: 73).” (Helleiner, 1994: 103).

Diante de tal conjuntura, outros instrumentos de controle sobre os fluxos de capitais voltaram à pauta de discussão, inclusive aqueles elaborados por Keynes e White nos anos quarenta: os controles cooperativos e as ações mais rígidas sobre as operações nos mercados nacionais de câmbio.

Em novembro de 1972, nas reuniões entre as principais economias do mundo, os representantes dos governos da Europa Ocidental e do Japão voltaram a defender uma ampliação dos controles sobre os fluxos financeiros, a fim de proteger suas contas externas e o ainda existente sistema de taxas de câmbio fixas. Em relação à primeira opção dos instrumentos sugeridos por Keynes e White, os rígidos controles sobre as transações de divisas, estava claro para as autoridades que uma maior intervenção pública no mercado de câmbio prejudicaria bastante as transações comerciais. Por esta razão, a implementação de tal mecanismo tornou-se inviável politicamente. “In early 1973, a technical group of the IMF Committee of Twenty (C-20) said that such ‘Brutal’ controls were rejected because they ‘may involve a degree of administrative restrictions which could damage trade and beneficial capital flows’”. (Helleiner, 1994: 104).

Por conseguinte, os controles cooperativos sobre os movimentos de capitais especulativos ganharam significativa importância nos debates a respeito do funcionamento do sistema monetário internacional. Nessas reuniões de 1972, duas idéias apareceram com força entre os representantes dos governos nacionais: i) os controles dos fluxos financeiros nas

“duas pontas”, tanto no receptor quanto no país de origem; e ii) ações conjuntas contra o euromercado.

Já a segunda opção, os instrumentos cooperativos, o problema está na dependência que tais instrumentos têm da participação dos países com significativo peso no sistema financeiro internacional. Se um desses países não acompanhar os demais na introdução de tais controles, os capitais privados encontrarão brechas no sistema que lhes permitirão driblar essas tentativas de cerceamento de seus movimentos.

No início dos anos setenta, não faltaram iniciativas de apoio de diferentes governos à implementação dos controles cooperativos. A dificuldade provinha justamente do fato de que a principal economia do planeta, cuja participação nos fluxos financeiros da economia mundial era considerável, começava a alterar sua estratégia em relação a forma pela qual a ordem financeira mundial deveria trabalhar, indicando um retorno às diretrizes liberais do início do Governo Truman no período de 1945-47. Na prática, os EUA detinham poder de veto aos projetos cooperativos na área financeira e estavam dispostos a exercê-lo, caso lhes conviesse.

Durante a época de ouro do capitalismo (1947-1971), os EUA deixaram clara a sua prioridade com a reconstrução das economias da Europa e do Japão, devido ao contexto geopolítico da Guerra Fria. Para tanto, inauguraram a Doutrina Truman em 1947, com a qual os EUA se dispuseram a apoiar qualquer governo que estivesse lutando contra forças comunistas internacionais ou domésticas. No campo econômico, financiaram seus parceiros, primeiramente, através do Plano Marshall, e os impeliram a realizarem planejamento público e intervencionismo estatal, de tal monta que as políticas discriminatórias foram a regra. Difundiram-se, então, políticas como as de controle sobre os fluxos financeiros, de proteção

ao mercado interno, de subsídios ao capital nacional, de participação direta do Estado na economia, dentre tantas outras. Todas com o aval norte-americano⁴³.

Diferentemente, nos anos setenta esta percepção começa a se alterar. Desde o início e cada vez mais intensamente ao longo da década, os EUA foram redirecionando sua estratégia. Em 1973, por exemplo, o governo Nixon explicita sua oposição às difundidas práticas econômicas restritivas dos acordos de Bretton Woods.

“restrictions have a distorting influence whether they are focused on trade in commodities, in services, or in assets (the capital account), and that this parallelism should be recognized in the rules governing the reformed international monetary system. In contrast, the provisions of the earlier [Bretton Woods] system made a sharp distinction between controls on trade and other current transactions and controls on capital transactions.” (U.S. Government, 1973: 128). (Helleiner, 1994: 128).

No ano seguinte, em 1974, os EUA iniciaram um programa de abolição dos seus controles sobre os movimentos de capitais e, simultaneamente, insistiram na definição de limites ao direito dos demais países quanto à mesma questão. Na verdade, os EUA não apenas se posicionaram contra os programas de controles cooperativos, mas também se tornaram defensores de uma ordem mundial liberal, sobretudo, nas finanças. Passaram a argumentar que a liberalização dos fluxos financeiros encorajaria qualquer país a implementar políticas indispensáveis à correção dos desequilíbrios externos⁴⁴.

Em 1975, outro acontecimento de destaque: as autoridades dos EUA deram início à desregulamentação de seu sistema financeiro. “Um marco importante foi a abolição do sistema de comissões fixas da Bolsa de Valores de Nova York, que vigorava há 183 anos, no ‘Mayday’ de 1975. Esta medida de desregulamentação estimulou o aumento da concorrência

⁴³ Daí a concepção de “desenvolvimento a convite”, cuja definição pode ser resumida assim: “No pós-guerra o acesso ao mercado americano e ao financiamento internacional criou para os países aliados as condições externas para o crescimento acelerado. Assim, podemos caracterizar como ‘desenvolvimento a convite’ a estratégia americana de não apenas permitir, como também em vários casos promover deliberadamente o desenvolvimento econômico dos países aliados nas regiões de maior importância estratégica para o conflito com a URSS.” (Medeiros e Serrano, 1999: 133).

⁴⁴ Ver Helleiner (1994) capítulo 05.

e as inovações no mercado de títulos.” (Roberts, 2000: 152).

Internamente, dentro do *establishment* norte-americano, o qual estava dividido desde o caso *Watergate* em 1973, ocorreu um processo de consolidação da idéia de que um sistema financeiramente liberalizado possibilitaria aos EUA o resgate de sua capacidade de defesa dos interesses econômicos e financeiros nacionais no sistema mundial.

Passaram a acreditar que uma ordem financeira liberal garantiria às autoridades norte-americanas a autonomia para realização de sua política econômica, isto é, um sistema liberalizado tornaria as restrições de seu balanço de pagamentos menos severas, pois os fluxos de capitais privados funcionariam como movimentos compensatórios para as suas contas externas, devido à própria capacidade de seu sistema financeiro nacional em atraí-los. Com efeito, o ônus do processo de ajustamento dos déficits externos e internos norte-americanos seria transferido às demais economias. Estas teriam muitas dificuldades em competir com a norte-americana na atração da riqueza financeira, por um lado, e não conseguiriam restringir as saídas de seus capitais financeiros para dentro do sistema financeiro norte-americano, por outro lado, uma vez que dependiam do próprio EUA para o estabelecimento de eficientes controles de capitais. Sublinha-se que o ponto central para isso está justamente na competência da economia dos EUA em fazer com que os capitais privados internacionais de curto prazo trabalhem a seu favor, ou seja, financiando-a.

The support of U.S. officials for a liberal international financial system thus reflected in part their attempt to develop a kind of market-based or “structural” power, to use Susan Strange’s term, in global finance that would replace their declining influence in the publicly managed Bretton Woods order. In a deregulated system, the relative size of the U.S. economy, the continuing prominence of the dollar and U.S. financial institutions, and the attractiveness of U.S. financial markets all gave the United States indirect power via market pressure to, as Strange put it, “change the range of choices open to others.” Drawing on this structural power, the United States aimed to preserve its policy autonomy by encouraging foreign governments and private investors to finance and adjust to growing U.S. deficits. (Helleiner, 1994: 114).

De forma mais geral, o retorno dos EUA à defesa das virtudes do liberalismo como paradigma econômico para o funcionamento do sistema monetário internacional, semelhante ao que ocorrera no período do imediato pós-guerra, 1945-47, deve ser analisado com atenção sobre o processo de competição interestatal, em que as convicções ideológicas surgem como expressões das estratégias de confronto entre os diferentes Estados Nacionais na economia mundial. É nesta perspectiva que se está analisando os importantes acontecimentos ocorridos no final dos anos setenta.

Apesar desta mudança estratégica ter-se iniciado ao longo da década de setenta, foi somente em 1979, no entanto, que os EUA promoveram ampla e radicalmente uma política liberal-conservadora, cujos objetivos centrais se basearam na defesa de seus interesses no cenário internacional e na reconquista de sua posição central na hierarquia mundial, principalmente, no campo das armas e das finanças.

As crises que instabilizaram a economia mundial na década de 70 foram seguidas de dois movimentos de reafirmação da hegemonia americana no plano geoeconômico (diplomacia do dólar) e no plano geopolítico (diplomacia das armas) que modificaram, profundamente, o funcionamento e a hierarquia das relações internacionais a partir do começo da década de 80. (Tavares e Melin, 1997: 55).

Cada um desses dois movimentos tinha objetivos bem definidos. Pelo lado militar, a diplomacia das armas buscava dar um fim à Guerra Fria, através da intensificação da corrida armamentista com a finalidade de acabar com seu grande inimigo, a URSS. Isso significou uma radicalização da política externa dos EUA quando comparada com as diretrizes da Doutrina Truman, que inaugurara a Guerra Fria em 1947, já que esta Doutrina visara apenas à contenção e não a derrota do comunismo (Fiori, 1997). Por outro lado, a ascensão econômica de seus maiores competidores dentro do bloco capitalista, Japão e Alemanha, e o cenário de instabilidade no sistema monetário internacional nos anos setenta colocam um ponto de interrogação sobre a hierarquia entre as moedas dentro do sistema monetário internacional, pois enquanto o dólar se enfraquecia, o iene e o marco se fortaleciam como moedas

internacionais. A diplomacia do dólar teve como propósito central a reafirmação da moeda norte-americana como a divisa-chave do sistema monetário internacional. Para tanto, radicalizaram sua política monetária ao elevar as taxas de juros internas a patamares nunca antes alcançados. Imediatamente gerou-se uma tensão dentro da economia norte-americana, uma brutal recessão a partir daquele ano. O objetivo era claro: concentrar esforços na preservação da posição de sua moeda no SMI.

Claramente, então, as iniciativas da “diplomacia do dólar” de Volcker, de caráter preponderantemente econômico, destinava-se a enquadrar os sócios e principais competidores no mundo capitalista. Por seu turno, as iniciativas da “diplomacia das armas” (notadamente a corrida armamentista e o programa “guerra nas estrelas”) de Reagan, de cunho estratégico-militar, visava a minar por dentro as forças do principal adversário geopolítico. (Tavares e Melin, 1997: 56 e 57).

É importante ressaltar por último que essa iniciativa no campo econômico-financeiro (diplomacia do dólar) representa um marco para compreensão do que ocorreu nos últimos vinte anos, visto que sepultou de vez os resquícios da ordem mundial emergida em 1947, *Bretton Woods*. Na verdade, *Wall Street* reaparece com força total dentro dos espaços de poder nos EUA, influenciando definitivamente a forma como a maior potência do planeta deveria se inserir na nova ordem mundial, cujo processo de formação estava em pleno curso.

Em suma, do passeio pelo regime monetário de Bretton Woods, sublinham-se três dos elementos responsáveis pelo relativo sucesso deste período: i) o cenário geopolítico internacional da Guerra Fria que propiciou a prática em diversos países das políticas ligadas ao *Welfare States*; ii) o indispensável papel desempenhado pelos controles de capitais para que as autoridades monetárias gozassem da liberdade necessária na promoção do desenvolvimento econômico; e iii) o fato de o sistema financeiro internacional ter operado, até o desenvolvimento dos euromercados, sem a pressão desestabilizadora de um sistema financeiro desregulado e liberalizado. Observou-se, ainda, que os diferentes instrumentos de

controle dos movimentos financeiros apresentam distintos problemas na sua capacidade de regulá-los de modo eficiente.

Por sua vez, os anos setenta são marcados, fundamentalmente, pela crise da hegemonia dos EUA, que os impeliu a um movimento de restauração de sua posição na ordem mundial, sobretudo, no campo das armas e das finanças. Para tanto, a estratégia vislumbrada passou a ser a retomada da corrida armamentista no campo militar e a construção de um sistema financeiro internacional desregulado e liberalizado no campo das finanças, o que acabou por definir os principais traços do atual sistema monetário internacional, o padrão Dólar-Flexível.

O próximo capítulo tentará mostrar o quanto foi bem sucedida a empreitada norte-americana no campo das finanças. O sistema monetário que emergiu nos anos oitenta e se desenvolveu na década seguinte assegurou à moeda norte-americana o topo da hierarquia monetária internacional, além de proporcionar enorme grau de liberdade à política econômica dos Estados Unidos. Ademais, o sistema passou a operar de modo injusto ao restringir, em graus diferenciados, as oportunidades para promoção do desenvolvimento econômico nas demais economias nacionais, sobretudo, nas que aderiram à utopia da globalização financeira.

CAPÍTULO III

A COMPETIÇÃO MONETÁRIA E FINANCEIRA NOS ANOS 80 E 90

O propósito deste capítulo é analisar como o sistema monetário internacional passou a interferir na competição entre os principais estados nacionais depois de 1979. Centra-se, essencialmente, em como o padrão Dólar-flexível, a partir de suas características, favorece os Estados Unidos, e como ele dificulta, em graus diferenciados, o desenvolvimento econômico dos demais países do centro do sistema mundial, em particular, daqueles que aderiram à globalização financeira.

Para tanto, o capítulo divide-se em três seções. Na primeira, o olhar volta-se para as transformações ocorridas no atual sistema monetário internacional, a fim de se mapear suas características mais marcantes, dentre as quais se sublinha a existência de uma hierarquia bem definida entre os diferentes sistemas financeiros nacionais, e os alicerces que garantem aos EUA o topo nesta hierarquia.

Posteriormente, na segunda seção, passa-se a investigar o grau de liberdade desfrutado pelos Estados Unidos no atual sistema monetário internacional, a partir de uma análise da

evolução recente do balanço de pagamentos deste país. Como também, são investigadas as enormes dificuldades de política econômica, enfrentadas por grande parte dos países do centro.

Por último, na terceira seção, tenta-se compreender por que razões parte dos países do centro têm encontrado consideráveis problemas para controlar as pressões especulativas oriundas de suas contas externas, responsáveis pelo cerceamento das opções para condução de sua política econômica. Em seguida, analisam-se os motivos que levaram tais países alterarem seus marcos regulatórios no setor financeiro, a despeito das dificuldades em se controlar os fluxos financeiros internacionais.

3.1 – A Globalização Financeira

Foram necessários mais de dois séculos, desde o escândalo de Law até as medidas estabelecidas após a grande onda de falências bancárias dos anos 30, para criar um conjunto de regras enquadrando, tanto quanto possível, a atividade financeira; em particular, estabelecendo estrito controle sobre a criação de moeda de crédito pelos bancos. Para acabar com elas, foram suficientes uns vinte anos. (Chesnais, 1996: 240).

Nesta seção, pretende-se discutir, primeiramente, as recentes transformações pelas quais passou a economia internacional, mais precisamente pretende-se esclarecer algumas questões básicas acerca da globalização. Posteriormente, busca-se mostrar: i) a existência de uma bem definida hierarquia entre os diferentes sistemas financeiros nacionais no padrão monetário dólar-flexível; e ii) os alicerces que garantem aos EUA a posição mais privilegiada nesta hierarquia.

A hipótese central é que, ao longo do último quarto do século XX, as transformações do sistema monetário internacional (a desregulamentação dos mercados financeiros nacionais, a liberalização dos fluxos de capitais e os seus desdobramentos) foi acompanhada por um movimento, pouco discutido, de restauração e fortalecimento do domínio político e financeiro norte-americano no sistema financeiro internacional.

O Fenômeno da Globalização

As últimas duas décadas do século XX consagraram definitivamente a tendência emergente nos anos sessenta e setenta: a de uma autêntica restauração liberal da ordem *financeira* internacional. Um verdadeiro retorno às intenções do imediato pós-guerra, abortadas em 1947, pelo então presidente norte-americano Harry Truman, em razão da instabilidade política e econômica no continente europeu.

Essa restauração liberal vem sendo mascarada pelas interpretações simplistas e utópicas do fenômeno da globalização, expressão que passou a dominar o debate econômico internacional. Sua interpretação mais comum advoga a sua inexorabilidade e o desenvolvimento convergente e harmonizador entre as diversas nações do mundo a partir da plena integração do sistema econômico internacional, vale dizer, a partir da completa vinculação dos mais variados mercados nacionais, que ampliam suas fronteiras para além de seus espaços geográficos. Para tanto, há que se impedir as interferências deletérias do poder político, ou seja, as decisões dos Estados não podem contaminar o bom funcionamento dos mercados. Aqueles devem estar aptos a garantir que estes trabalhem livremente, porque os mercados são a única instituição capaz de promover de forma eficiente o bem-estar social, justamente quando suas forças se encontram alforriadas dos marcos legais e institucionais criados pelo poder político.

Na realidade, a globalização deve ser compreendida como um fenômeno restrito à esfera financeira, onde o processo de acumulação e valorização do capital vem mostrando imenso dinamismo, e onde os marcos legais e institucionais estão sendo radicalmente alterados pelo poder político consolidado.

A globalização não se configura como uma tendência inexorável do capitalismo, mas, sim, como um fenômeno essencialmente ligado: i) ao processo de expansão e concentração da riqueza mundial, principalmente, no setor financeiro; e ii) à competição interestatal, definidora das orientações geopolíticas e geoeconômicas dos Estados Nacionais.

Esta rápida periodização [das etapas da expansão da globalização] não deixa lugar para dúvidas: as relações entre o poder político e o poder do dinheiro constituem-se no núcleo gerador da energia que move a globalização. Mas isto não se restringe ao reconhecimento de que foram políticas as decisões dos estados nacionais que aplainaram o caminho da riqueza financeira. O mais importante e decisivo é o reconhecimento do papel cumprido pela competição entre os estados nos processos simultâneos de centralização do poder e do capital que caracterizaram os vinte e cinco anos posteriores ao fim de Bretton Woods e ao início da 'crise da hegemonia norte-americana'. (Fiori, 1997: 92).

Nesta perspectiva, os Estados Nacionais, por deterem o poder capaz de fixar o arcabouço legal e institucional que estatui o modo de operação dos mercados, cumprem um papel central no processo de acumulação de capital. Por outro lado, à proporção que a globalização financeira consolida e reforça a existência de uma hierarquia entre diferentes nações dentro do atual sistema financeiro internacional, as relações de poder entre os diferentes Estados Nacionais vão se tornando ainda mais assimétricas.

As Transformações Financeiras das Últimas Décadas

As transformações financeiras mais recentes podem ser resumidas a dois processos ocorridos nas mais importantes economias nacionais. O primeiro diz respeito à liberalização dos fluxos internacionais de capitais, que significa dizer a remoção dos controles sobre os movimentos financeiros entre residentes e não-residentes. Este é um tema que vem sendo discutido neste trabalho, visto que é um dos elementos centrais para se compreender as dificuldades enfrentadas pela maioria das economias nacionais no atual SMI. Capitais circulando internacionalmente com excessiva mobilidade podem cercear os espaços de atuação dos Estados na implementação de suas políticas públicas, como haviam destacado Keynes e White nas discussões dos acordos de Bretton Woods.

O segundo processo patrocinador das transformações atuais é o da desregulamentação financeira, que quer dizer a redução das restrições internas, de natureza legal e institucional, às atividades financeiras, de modo a padronizar e homogeneizar minimamente as condições de funcionamento dos sistemas financeiros nacionais. Tal processo têm dois importantes marcos: i) o conhecido *Mayday*⁴⁵, do dia 1º de maio de 1975, nos EUA; e ii) o famoso *Big*

⁴⁵ Abolição do sistema de comissões fixas da Bolsa de Valores de Nova York, que operava desde 1792 (Roberts, 2000).

*Bang*⁴⁶, de 1983 a outubro de 1986, na Inglaterra. Posteriormente, ao longo dos anos oitenta e noventa, a desregulamentação financeira veio sendo implementada por grande parte dos países do mundo em graus diferenciados.

Como importante consequência dos dois processos mencionados acima⁴⁷, destaca-se a difusão da prática da securitização nos mercados internacionais, isto é, a expansão dos financiamentos através da colocação direta de papéis de propriedade ou de dívida nos mercados internacionais de capitais. Observa-se que esta expansão do financiamento direto (a securitização) deveu-se também à emergência dos chamados investidores institucionais (fundos de pensão, companhias seguradoras, fundos de investimento, etc.), que ampliaram a demanda por ativos financeiros nos mercados financeiros em função do enorme volume de recursos com o qual trabalham.

Acerca do processo de securitização, Miranda (1997) afirma que: “Neste circuito [o internacional], pode-se inferir que a intermediação internacional clássica restringiu-se quando comparada aos processos de securitização (...)” (p. 244). No entanto, adverte que esta predominância não se verificou nos mercados nacionais de crédito. “Vale dizer, a finança direta não sobrepujou a intermediação clássica nos mercados nacionais de crédito dos países desenvolvidos (...)” (Miranda, 1997: 244).

A tabela 01 ratifica o fato de que, *internacionalmente*, os financiamentos diretos, aqueles através da emissão de títulos (bônus e notas), vêm apresentando um dinamismo maior do que os empréstimos bancários tradicionais, muito embora este último também tenha crescido expressivamente.

Pelos dados da tabela, constata-se que, para o período de 1976-97, a taxa de crescimento médio para os financiamentos securitizados (bônus e notas) foi de 15,11% ao

⁴⁶ Fim dos impedimentos legais à propriedade de empresas financeiras por parte de bancos e a, também, abolição das comissões fixas na negociação de títulos (Roberts, 2000).

⁴⁷ Os processos de liberalização e de desregulamentação financeira.

ano, enquanto que a para os financiamentos através de empréstimos bancários internacionais a taxa foi de 9,81%.

TABELA 01

Financiamento Anual Líquido nos Mercados Internacionais: 1976-97 (US\$ bilhões)			
	Empréstimos bancários Internacionais Líquidos	Financiamentos Líquidos Com Bônus e Notas	Financiamento Internacional Líquido Total*
1976	70	30	97
1977	75	31	102
1978	90	29	113
1979	125	28	145
1980	160	28	180
1981	165	32	190
1982	95	59	145
1983	85	58	130
1984	90	86	145
1985	105	133	180
1986	205	171	295
1987	320	131	400
1988	260	159	350
1989	290	183	415
1990	430	164	515
1991	185	205	355
1992	165	151	245
1993	200	197	275
1994	190	286	415
1995	330	301	530
1996	405	540	745
1997	500	576	865

* Exclusive dupla contagem.

Fonte: Roberts (2000), com base em Banco para Compensações Internacionais, *Annual Reports* (vários anos entre 1991 e 1997).

A respeito do total financiamento internacional líquido, infere-se uma considerável expansão, que parte de US\$97 bilhões em 1976 e chega a US\$865 bilhões em 1997. Um crescimento médio de 11% ao ano durante os 21 anos em análise. O aumento das atividades financeiras internacionais de um modo geral é investigado a seguir com mais detalhes.

Evolução Recente do Sistema Financeiro Internacional

A intensidade e os desdobramentos dos processos de liberalização e desregulamentação financeira podem ser notados através de uma análise da evolução recente dos mais importantes mercados financeiros internacionais.

No **mercado internacional de capitais**, além de ações, são negociados também títulos de dívida de médio e longo prazo. Nos últimos vinte e cinco anos do século XX, esse mercado suportou um ativo processo de expansão. Pela tabela 02, pode-se constatar o considerável aumento das transações internacionais com bônus⁴⁸ e ações em seis das principais economias do mundo. Infere-se que, entre os países exibidos, a média do volume das operações internacionais com ações e bônus correspondia a 3% do PIB no ano de 1975. Esse valor salta para 317,5% em 1997. O destaque fica por conta da Itália, que cresceu a uma taxa de **34,44%** ao ano durante todo o período, enquanto que a média das taxas de crescimento para os seis países foi de **24,14%** ao ano. (ver na tabela).

TABELA 02

Transações Internacionais em Bônus e Ações (% do PIB)							Taxa de Crescimento
País	1975	1980	1985	1990	1995	1997	Médio Anual
EUA	4	9	35	89	135	213	19,80%
Japão	2	8	62	119	65	96	19,23%
Alemanha	5	7	33	57	172	253	19,52%
França	-	5	21	54	187	313	27,55%
Itália	1	1	4	27	253	672	34,44%
Canadá	3	9	27	65	189	358	24,27%
Média	3	6,5	30,3	68,5	166,8	317,5	24,14%

Fonte: Carvalho, Souza, Sicsú, Paula e Studart (2001), com base em IMF, IMC, 1998.

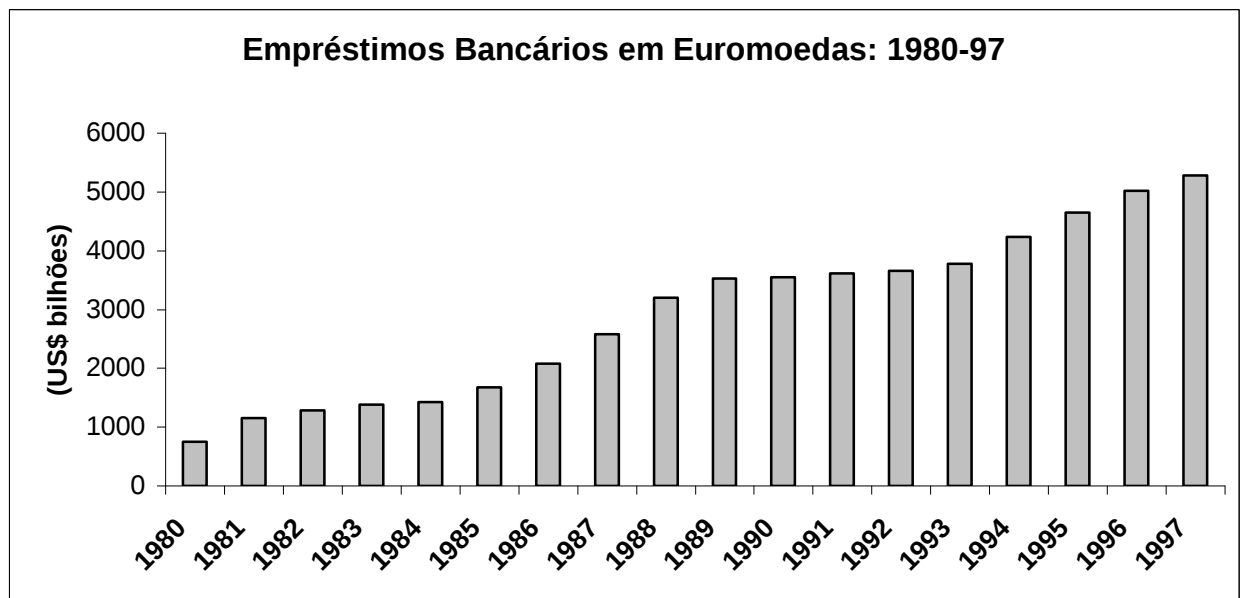
O segundo grande mercado financeiro a ser destacado é o **mercado monetário internacional**, onde são negociados grandes quantidades para compromissos financeiros de

⁴⁸ Títulos de longo prazo que pagam juros e podem ser emitidos por governos, empresas e organizações internacionais.

curto prazo⁴⁹. Grande parte dessas operações é feita em euromoedas, ou seja, através da captação de empréstimos bancários tradicionais em bancos localizados nos euromercados⁵⁰.

A fim de se ilustrar a evolução recente das atividades financeiras nos mercados monetários internacionais, mostra-se o gráfico 03, que expõe os empréstimos bancários em euromoedas. De 1980 a 1997, estes empréstimos aumentaram exatamente em 600%, de US\$755 bilhões para US\$5.285 bilhões, ou seja, uma taxa de crescimento médio de **12,13%** ao ano.

GRÁFICO 03*



Fonte: Roberts (2000), com base no Banco de Compensações Internacionais, *Annual Reports*, (vários anos).

* A base de dados se encontra na Tabela B disponível no anexo estatístico.

O **mercado de câmbio** é o terceiro mercado financeiro internacional a ser analisado. Este também exibiu um aumento representativo em suas operações diárias. A Tabela 03 descreve o movimento médio diário das 03 formas tradicionais de negociação cambial: transações à vista; transações a termo; e *swaps* de câmbio. Todas excluem os derivativos.

⁴⁹ Geralmente, até um ano.

⁵⁰ Mercados que não estão sujeitos as regulações bancárias tradicionais.

TABELA 03

Movimentos dos Mercados	Cambiais Globais: 1989-98				Taxa Média Anual de Crescimento
	Movimento médio diário (US\$ bilhões)				
Instrumentos	1989	1992	1995	1998	
Transações à vista	350	400	520	590	5,97%
Transações a termo e swaps de câmbio	240	420	670	900	15,82%
Total	590	820	1.190	1.490	10,84%

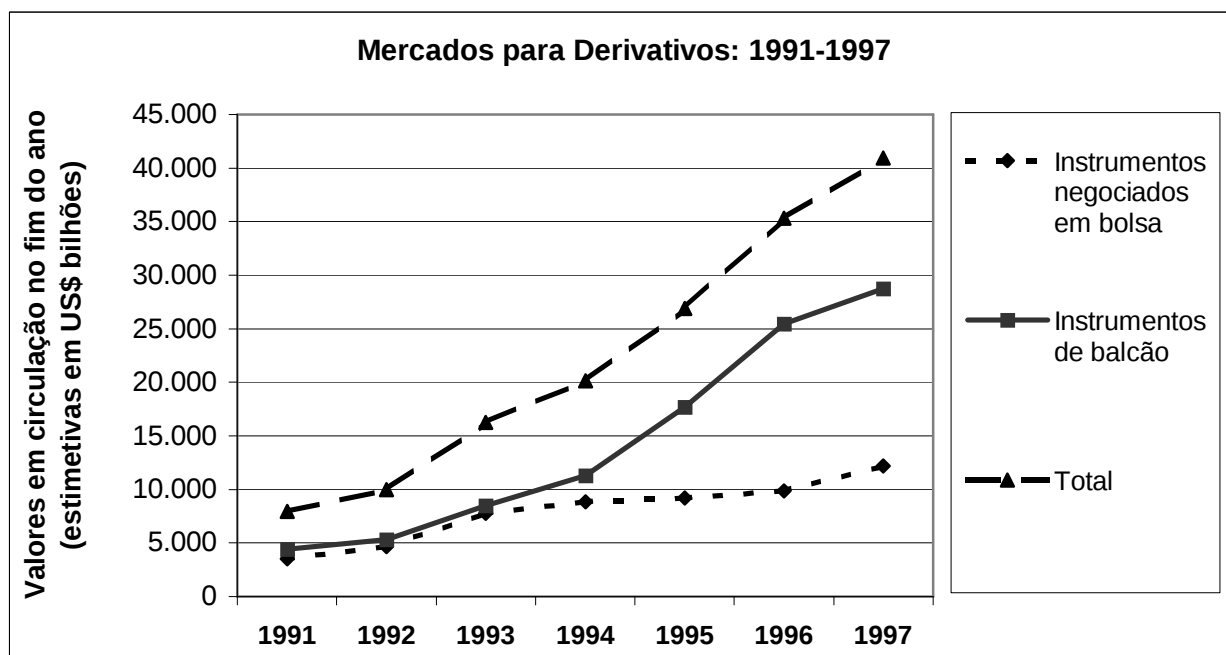
Fonte: Roberts (2000), com base em Banco para Compensações Internacionais, *Central Bank Survey of the Foreign Exchange and Derivatives Markets*, 1998 (Basiléia, 1999).

Pela Tabela, o movimento médio diário total mais do que dobrou durante 1989-98, pois saiu do patamar de US\$590 bilhões e chegou à cifra de US\$1,49 trilhões ao dia. Sua taxa de crescimento médio foi de **10,84%** ao ano, sendo o segmento “transações a termo e swaps de câmbio” o principal responsável por tal desempenho, com uma taxa de crescimento de **15,82%** ao ano.

Por último, exhibe-se a expansão e a diversificação dos **mercados de derivativos financeiros**. Segundo o gráfico 04, o total de derivativos comercializados nos mercados financeiros partiu de algo em torno dos US\$8,0 trilhões em 1991 e alcançou a impressionante marca de US\$41,0 trilhões seis anos mais tarde, em 1997. Um crescimento médio de **31,36%** ao ano! Ressaltam-se os instrumentos de balcão, os quais foram os responsáveis pela maior parte do crescimento.

Quanto à diversidade dos derivativos financeiros, há uma gama enorme de possibilidades surgida nas últimas décadas. Destacam-se: i) futuros, opções e swaps (os três principais tipos de instrumentos); e ii) taxas de juros, câmbio, índices de mercado de ações, mercadorias e crédito (os cinco principais tipos de produto).

GRÁFICO 04*



Fonte: Roberts (2000), com base nos dados do *Banco para Compensações Internacionais, Annual Reports, 1997-98*.

* Dados disponíveis na Tabela F do Anexo Estatístico.

Como conclusão acerca da evolução recente dos diferentes mercados financeiros internacionais, pode-se afirmar que as operações financeiras internacionais em todos mercados analisados se expandiram consideravelmente nas últimas décadas. Os processos de liberalização financeira e de desregulamentação engendraram uma enorme força expansiva para o capital, dilatando os fluxos e diversificando os instrumentos financeiros. Os capitais, livres das amarras criadas ao longo da era de ouro do capitalismo, encontraram no atual sistema financeiro internacional enorme espaço para aprofundar seu processo de valorização e acumulação.

Nesse sistema, os preços dos ativos financeiros tendem a crescer demasiadamente, criando um enorme descompasso entre os valores potenciais dos papéis financeiros em circulação e os valores reais dos ativos produtivos existentes, sobre os quais está assentada, em última instância, a *exuberância irracional*⁵¹ dos mercados financeiros.

⁵¹ Expressão usada pelo presidente do FED, Allan Greenspan.

Como evidência do descompasso sugerido acima, entre a esfera financeira e a esfera produtiva na economia internacional, é interessante observar que os fluxos de todos os mercados financeiros apresentados, sem exceção, apresentam um alargamento desproporcional ao desenvolvimento recente verificado no setor produtivo da economia e no comércio mundial⁵².

Como primeira ilustração, é apresentada a tabela 04, na qual estão expostos dois importantes indicadores da esfera produtiva: i) as taxas de crescimento do PIB real das principais economias nacionais e do mundo; e ii) as taxas de crescimento das exportações de alguns países.

TABELA 04

Taxas Médias Anuais do Crescimento do PIB e das Exportações: 1973-2000		
Países	PIB real	Exportações
EUA	2,6	5,3
Grã-Bretanha	1,9	3,9
Japão	2,8	6,2
França	2,2	4,6
Alemanha	2,1	4,9
Média	2,3	5,1
Mundo	3,2	-

Fonte: Gonçalves (2001), com base em Maddison (1995) e FMI (2000).

Não é difícil perceber que o desempenho das taxas de crescimento do PIB ficou aquém do esperado. A média para a economia mundial foi de **3,2%** ao ano e para as cinco maiores economias foi de **2,3%**, entre 1973-2000. Quando comparadas com as taxas de outros períodos, a evidência se reforça⁵³. Entre 1950-73 a taxa de crescimento do PIB mundial alcançou os 4,9% ao ano e os 5,42% para as cinco maiores economias.

Ainda pela Tabela 04, pode-se averiguar que os fluxos comerciais também não

⁵² Infelizmente não foi possível ajustar os dados de forma que os períodos fossem perfeitamente compatíveis entre os dados do setor financeiro e os do setor produtivo. No entanto, tal fato não desqualifica a hipótese de que houve um descompasso entre esses dois setores da economia mundial.

⁵³ Ver tabela C no anexo estatístico.

acompanharam as enormes expansões do setor financeiro. Em média, para as cinco maiores economias do planeta, as exportações cresceram a uma taxa de **5,1%** ao ano durante 1973-2000.

A tabela 05 exhibe outra face da debilitada expansão do nível de renda e produto nos últimos anos: a incapacidade de se criar postos de trabalho. Durante praticamente as duas últimas décadas do século XX, as cinco grandes economias nacionais do mundo apresentaram uma taxa média de crescimento do nível de emprego de apenas **1,05%** ao ano.

TABELA 05

Taxas Médias Anuais do Crescimento do Emprego e da Produtividade:1982-2001		
Países	Emprego	Produtividade
EUA	1,55	3,75
Japão	0,7	2,45
Alemanha	0,45	4,1
França	0,6	3,95
Reino Unido	0,5	3,95
Média	1,05	3,55

Fonte: Gonçalves (2001), com base em Maddison (1995) e FMI (2000).

Portanto, é de se duvidar que a parte mais significativa dos movimentos financeiros expostos anteriormente esteja de fato financiando a atividade produtiva, quando são inferidas em média taxas de crescimento do produto e do emprego tão baixas mesmo nas mais ricas economias do mundo. Essa supremacia do setor financeiro, na verdade, ocasiona efeitos deletérios sobre as economias nacionais, já que as aquisições de ativos financeiros são formas de acumulação de riqueza não-reprodutível, o que pode gerar deficiências no nível geral de gastos das economias. De fato, o crescimento da renda e do emprego nos últimos anos não contesta a possibilidade de haver um nível de demanda efetiva aquém da potencial, devido a uma concentração de aplicações na esfera financeira sem retorno sobre as decisões de gasto⁵⁴.

⁵⁴ A expansão do setor financeiro por si só não é um problema. A situação passa a ser delicada conforme os recursos que para lá se dirigem não retornam para o setor produtivo, não efetivando assim a demanda agregada potencial.

O desajuste sublinhado acima, entre o setor financeiro e o produtivo, sugere a existência de um elevado grau de autonomia da esfera financeira no processo de acumulação e valorização do capital, diferentemente do que se estuda nos manuais de macroeconomia, onde os sistemas financeiros cumprem somente a função de intermediar agentes superavitários e deficitários, canalizando poupança para o setor produtivo. Ademais, na realidade, as necessidades endógenas de expansão e de concentração do capital se efetivam mais intensamente conforme a dinâmica financeira vai dominando a lógica produtiva. Com as palavras de Luiz Gonzaga Belluzzo:

Assim, na lei geral da acumulação capitalista estão estruturalmente implícitas as necessidades de concentração e de centralização dos capitais, comandadas através da ampliação e da autonomização crescentes do capital a juros, ou seja, com o predomínio cada vez maior do sistema de crédito sobre as órbitas mercantil e produtiva. O capital a juros nasce, portanto, da necessidade de perpétua expansão e valorização do capital para além dos limites de seu processo mais geral e elementar de circulação e reprodução. (Belluzzo, 1999: 88).

Em suma, os processos de liberalização dos movimentos de capitais e de desregulamentação dos sistemas financeiros nacionais ocasionaram um aumento considerável tanto da mobilidade quanto do volume dos fluxos de capitais no sistema financeiro internacional, ao mesmo tempo em que engendraram um descompasso entre a dinâmica do setor produtivo e a dinâmica do mundo das finanças, tendo este último logrado elevado grau de autonomia e domínio sobre a anterior.

A Hierarquia Financeira

O efeito mais preciso da expansão do volume e da mobilidade dos capitais é a enorme instabilidade cambial entre as principais moedas do mundo (dólar, marco e iene) a partir de meados dos anos setenta e, com maior vigor, nos anos oitenta e noventa, como mostrou o gráfico 01 da página 48. Se, por um lado, as taxas de câmbio passaram a apresentar uma

desmedida volatilidade em função dos acentuados movimentos de capitais, as taxas de juros tornaram-se o principal instrumento de estabilização dos fluxos financeiros e do próprio mercado nacional de câmbio. Averigua-se, então, uma forte conexão juros-câmbio, cuja principal marca é uma considerável instabilidade de ambos, em razão da dificuldade das autoridades monetárias em controlar os desmedidos fluxos de capitais financeiros.

Como consequência deste ambiente econômico, os agentes econômicos passaram a buscar ativamente instrumentos de proteção (*hedge*). Por conseguinte, houve uma explosão das inovações financeiras, as quais foram acompanhadas pela expansão e diversificação do estoque de ativos disponíveis nos mais variados mercados. Um bom exemplo dessas transformações é o surgimento dos mercados de derivativos financeiros, mais precisamente em 1972⁵⁵, quando a bolsa de mercadorias *Chicago Mercantile Exchange* lançou um contrato futuro de moedas, o primeiro contrato futuro financeiro. Por sua vez, em 1975, a *Chicago Board of Trade* lançou o primeiro contrato futuro de taxa de juros. E, em meados dos anos noventa, podia-se notar 65 bolsas especializadas em derivativos financeiros operando em todo o mundo (Roberts, 2000). Em resumo, “Os derivativos representam uma resposta de mercado à instabilidade das expectativas e ao acúmulo das incertezas de curto prazo.” (Farhi, 1998: 06).

Neste ambiente econômico, a estabilidade das paridades cambiais, na verdade, passou a depender de outros fundamentos. Durante o período de Bretton Woods, devido aos controles sobre os fluxos de capitais especulativos, os movimentos nas taxas de câmbio acompanhavam notadamente os saldos em transações correntes, e as taxas de juros internas podiam ser definidas em patamares diferentes daqueles praticados nos mercados internacionais. No atual sistema monetário, o processo de determinação da taxa de câmbio modificou-se

⁵⁵ Justamente após a ruptura dos acordos de Bretton Woods em 1971.

sensivelmente. O professor Miranda expõe a essência dessa nova dinâmica na seguinte passagem:

A sustentabilidade das paridades bilaterais ao longo do tempo tem a ver com o grau de endividamento permitido aos agentes econômicos de cada país pelos mercados de divisas e de ativos, em função direta da avaliação que fazem do risco de cada uma das economias nacionais. E, nesta avaliação, os fundamentos macroeconômicos (déficits fiscal e em conta-corrente) têm peso relativo bastante diferenciado de acordo com o grau de conversibilidade das diversas moedas nacionais e com o volume de contratos de débito e de crédito denominado por cada uma delas nos mercados de câmbio e de títulos em geral. (Miranda, 1997: 249).

Se, por um lado, há uma percepção de distintos riscos entre as economias nacionais, a remuneração exigida, por outro lado, também será assimétrica, já que a taxa de remuneração requerida é função direta da percepção do risco envolvido na operação. Assim sendo, particularidades dos sistemas financeiros nacionais (como o grau de desenvolvimento e de profundidade do sistema, a moeda de denominação contratual com a qual o sistema trabalha e o grau de concorrência ali presente) são elementos considerados importantes pelos agentes para formar suas decisões referentes à composição de seus *portfólios*⁵⁶.

Conclui-se, com efeito, que existem diferentes graus de liberdade para o estabelecimento das taxas de juros básicas praticadas internamente em cada economia. Em outras palavras, as taxas de remuneração requeridas são distintas, de acordo com o risco avaliado para cada país, a despeito do processo de desregulamentação financeira ter se generalizado tanto nos países do centro, nos anos oitenta, quanto na periferia do sistema, nos anos noventa. **Em suma, prevalece no sistema financeiro internacional uma hierarquia bem definida e fortemente consolidada entre os diversos sistemas financeiros nacionais, expressa pelos diferentes graus de liberdade para política monetária permitidos pelos mercados de divisas e de ativos.**

⁵⁶ Obviamente que existem outros aspectos que: i) são considerados nas avaliações; e ii) não estão relacionados com os sistemas financeiros **nacionais**, mas, sim, às peculiaridades do agente emissor do título.

Esse ponto tem importantes implicações sobre a competição interestatal, já que dependendo da posição de um determinado país nesta hierarquia, haverá maiores ou menores oportunidades para que as autoridades monetárias estabeleçam a taxa de juros básica que julgarem mais apropriada aos seus objetivos gerais.

Acompanhando a afirmação do professor Miranda de que “A evidência empírica é de dominância incontestada dos instrumentos financeiros em dólar, seguindo-se aqueles em marco, iene, libra esterlina.” (Mirando, 1997: 249), o próximo tema a ser abordado trata das principais particularidades dos EUA que lhes asseguram o topo desta hierarquia.

Os Alicerces do Poder Financeiro Norte-americano

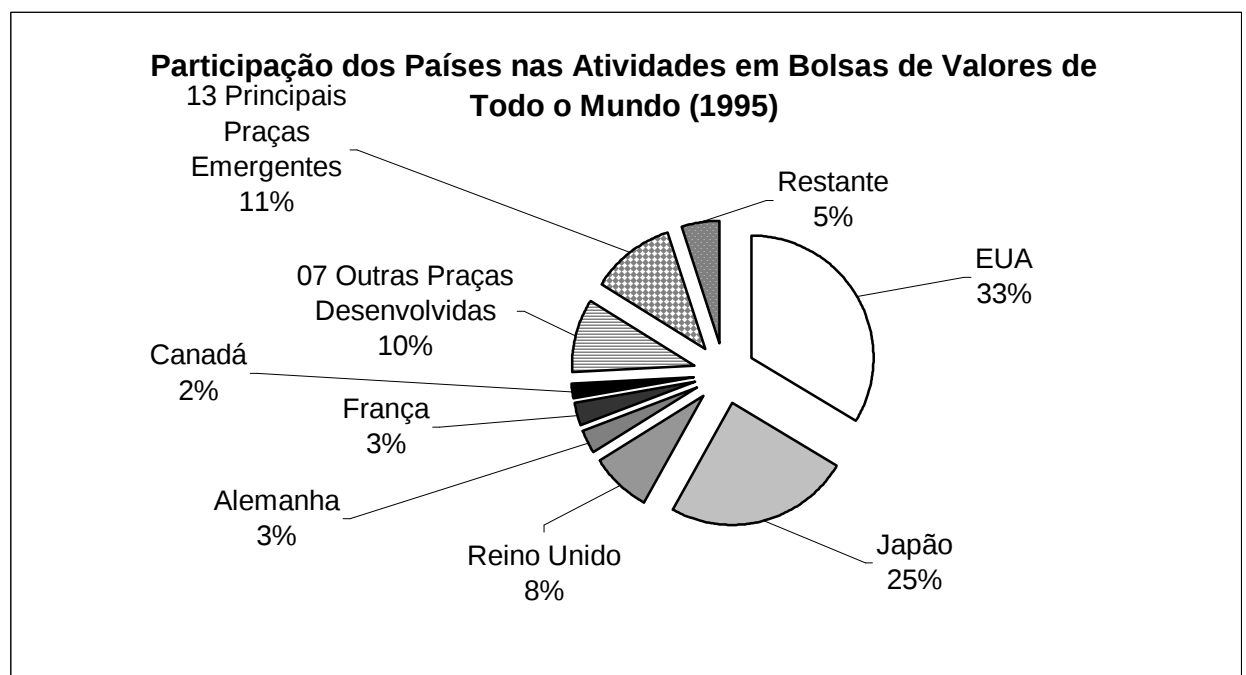
i) Os Mercados Financeiros dos EUA

O mais vigoroso sistema financeiro *nacional* do planeta é o dos EUA, cuja principal praça é a de Nova York. “A escala de seus mercados de capitais e monetário [Wall Street] torna diminutos os outros centros, embora a maioria dos títulos e ações seja doméstica e não internacional.” (Roberts, 2000: 120). Além de tamanho, os mercados de capitais dos EUA são os mais sofisticados do mundo. As muitas possibilidades em termos de estratégias e de prazos de vencimentos são uma evidência disso. “(...) o leque de prazos médios de vencimentos é o dobro daquele disponível no mercado de eurobônus.” (Roberts, 2000: 154). A respeito da capacidade inovativa desse sistema, Roberts afirma que: “Os mercados de capitais e monetário de Nova York estão na frente em inovações financeiras; os instrumentos lá criados são imitados em todo o mundo.” (Roberts, 2000: 154). Além do mais, os custos de emissões

em *Wall Street* (0,98%)⁵⁷ são mais baixos do que em Londres (1,08%) e Tóquio (3,5%), em razão da enorme eficiência e pressão competitiva existentes em seus mercados.⁵⁸

Como ilustração, é apresentada abaixo, no gráfico 05, a forte concentração mundial da atividade acionária. Infere-se que um único país, os EUA, detinha cerca de um terço do volume das capitalizações nominais nas bolsas de valores de todo o mundo no ano de 1995. Os mercados acionários do Japão e dos EUA agregados eram capazes de absorver mais da metade dos movimentos em ações. Uma concentração brutal, quando se percebe que são mais de vinte e seis países trabalhando com bolsas valores.

GRÁFICO 05



Fonte: Plihon, D. (1998), com base no International Financial Corporation, *Emerging Stock Markets Handbook* 1995, Washington, D. C.

⁵⁷ Fonte dos dados: Roberts, 2000.

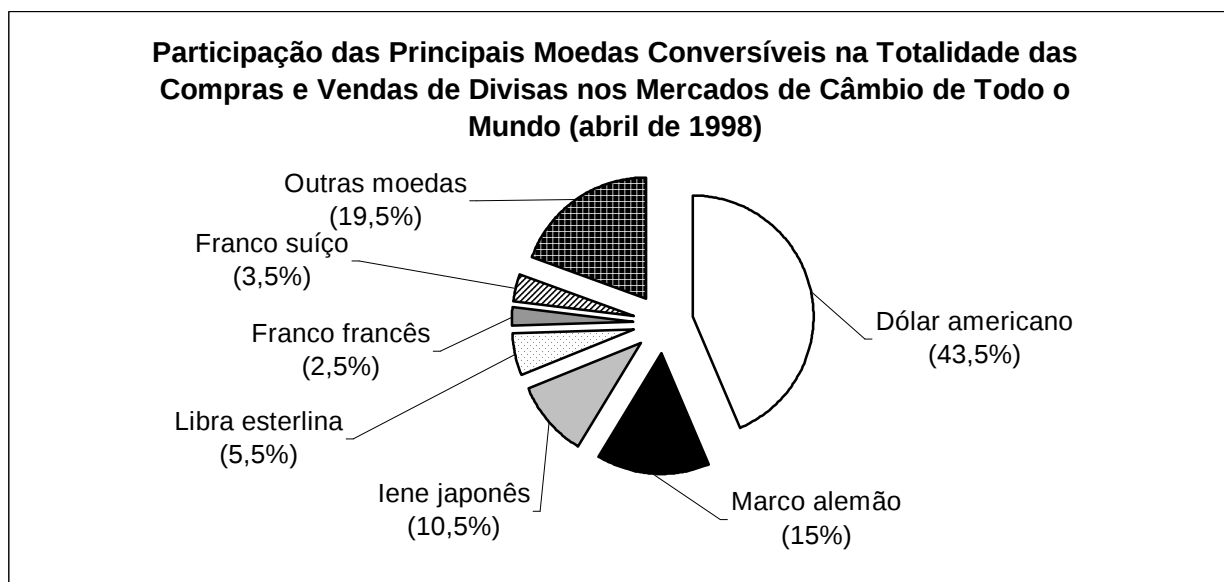
⁵⁸ Muito embora os EUA tenham o maior sistema financeiro *nacional* do mundo, Londres se constitui atualmente como o principal centro financeiro *internacional* do mundo. Devido ao fato de estar autorizada a operar com outras moedas nacionais além da libra esterlina, Londres conseguiu restabelecer sua posição como principal centro financeiro *internacional* do mundo. É a principal praça em termos de: i) negócios bancários internacionais (empréstimos externos e números de instituições financeiras presentes); ii) giros de ações estrangeiras; iii) gestão de ativos; e iv) transações cambiais. Funcionar como euromercado (poder operar com outras moedas, sobretudo, com dólar) é uma condição necessária para que Londres continue mantendo sua posição, pois lhe permite capturar uma parte mais expressiva da riqueza financeira espalhada pelo mundo. Do contrário, sua posição não se sustentaria já que sua moeda vem reduzindo sua participação nas operações de compra e venda de divisas em todo o mundo. Em 1988, era de 13,5% e, dez anos depois (1998), 5,5% (Roberts, 2000).

ii) O Domínio da Moeda Norte-americana

Mais dois outros aspectos fazem parte dos alicerces que asseguram aos EUA o topo da hierarquia financeira internacional. O domínio incontestável de sua moeda doméstica, como moeda de referência para as transações internacionais, é um dos aspectos que deve ser analisado.

O Gráfico 06 evidencia a posição do dólar norte-americano nos mercados de câmbio, onde sua presença se fez valer em 43,5% de todos os atos de compra e venda envolvendo quaisquer divisas que foram comercializadas internacionalmente no ano de 1998.⁵⁹ Bem atrás aparecia o marco alemão com uma participação de 15 % nas compras e vendas de divisas em todo o mundo. Além do mais, ressalte-se que a participação do dólar, 43,5%, era maior do que a soma de todas as outras principais moedas internacionais em destaque no quadro (marco, iene, libra, franco suíço e franco francês), 37% .

GRÁFICO 06



Fonte: Roberts (2000), com base nos dados do Banco para Compensações Internacionais, *Central Bank Survey of the Foreign Exchange and Derivatives Market*, 1998 (Basileia, 199).

⁵⁹ Vale observar que toda transação corresponde a dois atos: um de compra e outro de venda. No gráfico 06, estão sendo computados ambos os atos, e não apenas a transação em si. Logo, a partir desse gráfico, não é correto se fazer referência à participação de alguma moeda em relação ao total de transações cambiais. Deve-se fazer, sim, em relação aos totais de compras e de vendas nos mercados de câmbio.

Ao analisar o dólar americano conjuntamente com a moeda alemã, o marco, Roberts inferiu o seguinte:

O dólar americano e o marco alemão são as duas únicas moedas que são trocadas em grande volume por um vasto conjunto de outras moedas. Em conjunto respondem por quase todas as transações com dólar canadense (98%), dólar australiano (97%), franco suíço (95%) franco francês (95%) e Libra esterlina (93%). (Roberts, 2000: 45).

Este comentário não apenas aponta o domínio da moeda norte-americana, como também evidencia a clara concentração, entre as diferentes moedas nacionais, nos mercados nacionais de câmbio.

iii) Os Imprescindíveis Títulos do Tesouro Norte-americano

O terceiro e último alicerce do poderio financeiro dos EUA são as mais diferentes funções exercidas pelos seus títulos de dívida pública no sistema financeiro internacional, o que lhes proporciona desmesurada relevância para o próprio funcionamento do sistema.

A idéia central é a de que os títulos públicos norte-americanos (*U.S.Treasuries*) e seus mercados primários e secundários detêm determinadas características que lhes garantem atribuições exclusivas dentro do sistema financeiro internacional principalmente porque facilitam a administração dos riscos privados. Por não terem substitutos à altura, os títulos da dívida pública dos EUA acabam por cumprir um papel primordial para a determinação da eficiência e da estabilidade financeira do sistema internacional.

Objetivamente, as principais características dos *Treasuries* e de seus mercados são: i) risco de crédito mínimo; ii) alta liquidez e amplo espectro de maturidades; e iii) infraestrutura de mercado bem desenvolvida.

A respeito da **primeira característica**, o risco de crédito mínimo está relacionado à existência de percepções assimétricas quanto à capacidade de endividamento dos diferentes

países. Tais percepções se baseiam⁶⁰, fundamentalmente, no grau de conversibilidade das diferentes moedas nacionais e na magnitude do estoque de ativos denominados em tais moedas nos mercados financeiros (Miranda, 1997). Pouco tem haver com os fundamentos macroeconômicos⁶¹. Por isso que, para os governos das economias ditas “emergentes”, os riscos de crédito são, na maioria das vezes, elevados, pois suas moedas não são conversíveis internacionalmente.

Quando comparadas com o risco de crédito privado, as percepções de risco das dívidas dos governos dos países desenvolvidos são pequenas e se diferem minimamente, pois os agentes privados podem entrar em processo de falência e, diferentemente, os países desenvolvidos são emissores soberanos com bastante credibilidade.⁶²

Exibe-se abaixo a tabela 06 que descreve parte da **segunda característica** dos títulos públicos norte-americanos, mais especificamente, sua elevada liquidez.

TABELA 06

Mercados de Bonds no Mundo (US\$ bilhões)		
Estoque no final de Junho de 2000		
	Emissões Totais Brutas	Sector Público (Total)
Todos Países do Mundo	36.690,10	19.808,20
EUA	17.230,20	8.664,30
Japão	6.681,20	4.889,90
França	1.399,00	665,90
Alemanha	2.518,80	763,50
Itália	1.535,90	1.094,60
Reino Unido	1.404,70	455,80

Fonte: Schinasi, Kramer e Smith (2001) com base em BIS, *International Banking and Financial Market Developments* (November 2000).

⁶⁰ Como já foi discutido nas páginas 91 e 92 deste trabalho.

⁶¹ Como ficará evidente na próxima seção, em que o enorme déficit em Transações Correntes dos EUA não compromete sua credibilidade perante os agentes econômicos de todo o mundo.

⁶² Como ilustração, reproduz-se a seguinte nota: *Among G10 countries, Moody's presently gives seven countries the highest possible rating, and the remaining countries have ratings just slightly lower. Specifically, with regard to domestic currency government bonds issued by the eleven members of the G10, Moody's (December 4, 2000, 'Summery Opinion') assigns Aaa ratings to France, Germany, the Netherlands, Sweden, Switzerland, the United Kingdom, and the United States. The remaining members received the following ratings: Canada (Aa1), Belgium (Aa1), Japan (Aa2), and Italy (Aa3).* (Schinasi, Kramer and Smith, 2001: 12, nota 11).

Depreende-se que o estoque de títulos de longo prazo da dívida pública norte-americana (*bonds*)⁶³, em junho de 2000, correspondia a quase um quarto (23,61%) das emissões de títulos de dívida de LP do mundo (públicas e privadas); metade de todo o estoque de títulos de LP que foram emitidos dentro dos EUA (50,29%); e quase a metade das emissões de LP do setor público de todo o mundo (43,74%). Tais números evidenciam a grandeza do mercado de títulos públicos dos EUA.

Além disso, mais do que tamanho (emissão primária), o mercado de títulos públicos dos EUA apresenta um considerável volume de transações em seus mercados secundários, mais precisamente de US\$103.829 bilhões por ano (tabela 07). Este valor ultrapassa a soma do que é comercializado anualmente com os títulos públicos dos dez outros países expostos na tabela (US\$86.771 bilhões).

TABELA 07

Medidas de Tamanho e Liquidez				
País	Estoque de Dívida Pública (final de 1997)* (US\$ bilhões)	Volume comercializado em moedas e em títulos futuros anualmente (US\$ bilhões)	Turnover**	Spreads nas Transações Inter-dealers***
EUA	2.741	103.829	37,9	3
Japão	1.855	31.735	17,1	7
Itália	971	10.455	10,8	6
Alemanha	653	6.600	10,1	4
França	484	18.634	38,5	10
Reino Unido	459	6.516	14,2	4
Canadá	210	6.428	30,6	5
Bélgica	191	975	5,1	5
Holanda	168	450	2,7	-
Suécia	102	4.763	46,8	15
Suíça	27	215	8,1	10

* Valores nominais.

** Definido como o volume comercializado anualmente dividido pelo estoque de dívida pendente.

*** *Bid-ask spreads for on-the-run issues.*

Fonte: Schinasi, Kramer e Smith (2001) com base em BIS, *Quarterly Review*, November 2000.

O tamanho de seu estoque e o seu volume de transações anuais dão aos *U.S. Treasuries* uma considerável velocidade de circulação, ou seja, *turnover* de 37,9.

⁶³ Títulos com maturidade mínima de dez anos.

Ademais, outros dados acerca do grau de liquidez dos *Treasuries* podem ser reproduzidos a seguir: “For example, in the U.S. treasury markets, daily turnover currently averages about \$200 billion, a magnitude that is about two-thirds global turnover in spot currency transaction involving the dollar, and five times greater than daily turnover on the New York Stock Exchange.” (Schinasi, Kramer e Smith, 2001: 06).

Sobre o espectro de maturidades dos títulos do governo dos EUA, as emissões são feitas em número relativamente pequeno de maturidades.⁶⁴ Todavia, elas preenchem vastamente a curva de rendimentos (*yield curve*) do título. “The U. S. treasury has emphasized liquidity in benchmark issues covering the full range of maturities at intervals along the yield curve form the very short-term – T-bills and the repo market – to 30-year ‘bellwether’ treasury bonds.” (Schinasi, Kramer e Smith, 2001: 06). Para efeito de comparação, os autores mencionam o fato de que no Japão e na “euro-zona”, a liquidez permanece concentrada nos títulos com maturidade de 10 anos. Nestas regiões, as autoridades públicas, com o propósito de preservar a eficácia da política monetária, negligenciam segmentos importantes da curva de rendimentos, sobretudo, os de curto prazo. (2001: 09).

A última característica dos títulos da dívida pública norte-americana a se destacar é o **elevado grau de desenvolvimento da infra-estrutura dos seus mercados**, o que significa dizer que há “the legal and regulatory framework, trade execution arrangements, clearing and settlement systems, repo and derivatives markets, and risk management procedures.” (BIS, 2001: 03). O relevante a se perceber é que essa infra-estrutura contribui para que exista um elevado grau de concorrência entre os agentes econômicos dentro desses mercados.

A combinação das três características descritas acima (risco de crédito mínimo; alta liquidez e amplo espectro de maturidades; e mercados com infra-estrutura desenvolvida)

⁶⁴ Com o propósito de maximizar a liquidez dos títulos.

permite aos títulos públicos dos EUA desempenharem um papel relevante no sistema financeiro internacional, exercendo as seguintes funções:

Em primeiro lugar, os *U. S. Treasuries* provêem a **taxa de juros de referência** para o processo de formação de preço dos demais títulos dos mercados privados de renda fixa. Vale dizer, as curvas de rendimento dos títulos do governo servem como ponto de referência para cotação dos rendimentos dos títulos privados. Elas permitem que os investidores distingam flutuações nas taxas de juros da economia e flutuações no prêmio de risco de um determinado ativo, uma vez que variações nas taxas de referência são usualmente passadas para todos os outros instrumentos de renda fixa de mesma maturidade.

Em segundo lugar, os *Treasuries* são importantes **veículos de hedge** para posições em outros títulos de renda-fixa, pois tornam possível a administração dos riscos decorrentes de alterações nas taxas de juros. *Dealers* podem assumir grandes posições em “non-Treasuries fixed-income products” como parte de suas estratégias para composição de suas carteiras. Por exemplo, a manutenção (por uma semana) de um “non-Treasuries fixed-income products” expõe o agente aos riscos de juros, que podem ocasionar a diminuição do preço do ativo. Para se proteger, o agente pode fazer uma operação inversa com títulos públicos, ou seja:

The dealer can hedge this risk by selling short a government bond: at the beginning of the week, the dealer borrows the government bonds and sells it; at the end of the week, the dealer repurchases it and returns it to its owner. If the price of the government bonds falls, the short sale yields a gain. Which offsets the loss from the long position in the corporate bond. (FMI, 2001: 127).

Geralmente, posições de curto-prazo em títulos públicos compensam os movimentos nos preços de outros instrumentos de renda fixa, tais como títulos de empresas.

Em terceiro lugar, os *U.S. Treasuries* facilitam bastante o **financiamento de posições no mercado financeiro e a administração de liquidez**, visto que, quando utilizados como colaterais para aquisição de empréstimos, os *Treasuries* permitem aos agentes o acesso a

taxas de juros mais reduzidas. Assim, empréstimos feitos nos mercados de recompra têm taxas de juros menores do que em operações de empréstimos sem colaterais.

Os títulos públicos são também um **instrumento seguro para investimento de longo prazo**, em razão do seu pequeno risco de crédito. Tal fato proporciona uma excelente opção de aplicação para os fundos de pensão, seguradoras privadas e outros investidores institucionais que buscam aplicações seguras e de longo prazo.

Por último, a mais relevante de todas as funções: os títulos públicos norte-americanos funcionam como **importante porto seguro do sistema financeiro internacional**. Por serem o principal ativo do sistema em termos de liquidez e segurança, os *Treasuries* funcionam como autênticas *quase-moedas*, ou seja, substitutos muito próximos das moedas nacionais. Os títulos públicos são uma reserva de valor confiável, em função de sua alta liquidez e rentabilidade primária, o que também os tornam importante meio de troca nos mercados financeiros. São amplamente aceitos, por exemplo, como colaterais contra entrega futura de dinheiro. Assim, em momentos de grande instabilidade, quando os agentes econômicos fazem valer sua preferência pela liquidez, grande parte do estoque de riqueza financeira do mundo se dirige aos ativos mais líquidos e mais seguros, dentro dos quais se destacam os títulos da dívida pública norte-americana.

Uma ilustração que evidencia esta característica de quase-moeda e porto seguro dos *U.S. Treasuries* é mostrada na tabela 08. Nesta tabela, revela-se a grande participação deste ativo na composição das reservas em dólares dos Bancos Centrais do Mundo. Dessas reservas, 59% estão na forma de títulos públicos do Tesouro dos EUA.

TABELA 08

Composição dos Instrumentos Denominados em Dólar Mantidos pelos Bancos Centrais (06/2000)	
Instrumento	(%)
US Treasury Securities	59
Treasury bills	16
Treasury notes and bonds	43
Outros instrumentos de curto prazo	29
Outros instrumentos de longo prazo	6
Ações	7

Fonte: BIS, *Working papers*, nº 104, September 2001.

Outro bom exemplo é a falência do fundo de *hedge*⁶⁵ “Long-Term Capital Management” (LTCM)⁶⁶, um caso muito citado pela literatura. Com a crise russa de agosto de 1998, a tensão entre os investidores aumentou. Como resultado da tensão predominante no sistema e da fragilidade financeira do próprio LTCM, em setembro de 1998, foi declarada sua falência. Para se ter uma idéia, “revelou-se que o fundo de *hedge* havia acumulado um passivo de aproximadamente 200 bilhões de dólares sobre uma base de capital que encolhera para menos de 1 bilhão de dólares.” (Chancellor, 2001: 399). Conseqüentemente, elevou-se ainda mais a percepção de risco de crédito privado e, com efeito, a preferência pela liquidez. Houve, então, uma corrida aos ativos mais líquidos e seguros do sistema (*flight to quality*), dentre os quais se destacam os *U.S. Treasuries*. “This further pushed U.S. Treasuries yields down (an expression of the flight to quality) while it was pushing up yields on relatively low-credit-risk private instruments up, including interest-rate swaps and top-rated corporate bonds.” (Schinasi, Kramer e Smith, 2001: 16).

Em resumo, depreendeu-se, em primeiro lugar, que ocorreu uma considerável dilatação das finanças internacionais, patrocinadas por dois movimentos básicos: o fim

⁶⁵ “Os fundos de *hedge* são os veículos de investimento mais puramente especulativos do final do século XX.” (Chancellor, 2001: 394).

⁶⁶ Dentre os sócios, encontravam-se Myron Scholes e Robert Merton, ganhadores do prêmio Nobel de economia no ano de 1997, por contribuições para os mercados de derivativos.

generalizado dos controles sobre capitais e a difusão da desregulamentação na maioria dos sistemas financeiros nacionais. Em segundo lugar, concomitantemente às transformações já referidas, houve a consolidação e a expansão das assimetrias estruturais entre os diversos sistemas financeiros nacionais, ou seja, o fortalecimento da hierarquia financeira entre as diferentes economias do SMI, cujo domínio foi mantido isolado em um só país, nos EUA. Por último, para tal posição de destaque dos EUA na hierarquia financeira, são três os alicerces principais: seus mercados financeiros, sua moeda nacional e os títulos da dívida do seu Tesouro.

Na próxima seção, serão discutidas as vantagens para a economia dos EUA, decorrentes de seu poder financeiro estrutural. Para tanto, os alicerces de seu poderio, discutidos nesta seção (os mercados financeiros, a moeda e os *Treasuries*), cumprem um papel decisivo.

3.2 – As Vantagens Desfrutadas pela Economia Norte-americana no Atual Sistema Monetário Internacional

Este movimento de “globalização” financeira tem beneficiado sobretudo os Estados Unidos que há 17 anos é o maior receptor de capitais do mundo. (Tavares e Melin, 1997: 57).

O propósito desta seção é o de explicitar a ampla liberdade gozada pelas autoridades norte-americanas para a condução de sua política econômica. De outra forma, busca-se explicitar a inexistência de mecanismos no atual sistema monetário internacional que forcem a economia dos EUA a corrigir seus desequilíbrios, sobretudo, no Balanço de Pagamentos.

As Contas Externas dos Estados Unidos no Padrão Monetário Dólar-Flexível

Durante o regime monetário de Bretton Woods, a economia dos Estados Unidos sofreu dois tipos de restrições, impostas pelo fato de o valor de sua moeda nacional assentar-se sobre o ouro⁶⁷. Como visto, o governo norte-americano não podia desvalorizar o dólar em relação ao seu lastro, pois assim se sucederiam fugas significativas das posições em dólar para outros ativos capazes de preservar o poder de compra da riqueza financeira. Também, não podiam acumular continuados déficits em Transações Correntes, a fim de se evitar pressões sobre a paridade entre o dólar e o ouro, as quais decorreriam do descasamento contínuo entre passivos e ativos no Balanço de Pagamentos dos EUA. A rigidez da taxa de câmbio dólar-ouro e o comprometimento das autoridades norte-americanas na defesa dessa taxa constituíram-se em peças importantes para a aceitação do dólar como a divisa-chave do sistema monetário

⁶⁷ Tema discutido nas seções 1.3 e 1.5 deste trabalho.

internacional⁶⁸.

Diferentemente, no atual sistema monetário internacional, o padrão dólar-flexível, a moeda central não precisa funcionar como um rígido padrão de valor e, assim, servir de principal reserva de valor do sistema. Nos dias de hoje, o dólar atua como a mais importante moeda de denominação contratual do sistema financeiro internacional. Pode alterar seu poder de compra em relação a qualquer outro ativo e/ou moeda do sistema, sem que haja um questionamento de sua posição na hierarquia monetária internacional. No geral, quando os ativos financeiros estão denominados em dólares, seus proprietários obtêm acesso aos mercados mais líquidos e seguros do mundo, com as mais amplas possibilidades de investimentos, uma vez que as qualidades de qualquer ativo financeiro se alteram conforme seja sua referência monetária. Deste modo, o dólar cumpre no atual sistema a função de principal moeda de denominação contratual e não mais a de um padrão monetário rígido, como no regime de Bretton Woods.

Cabe observar, ainda, que estas mudanças nas funções exercidas pelo dólar no SMI ocorreram simultaneamente a profundas transfigurações do próprio sistema financeiro internacional, o qual se tornou um sistema marcado pela extrema volatilidade da grande maioria dos preços praticados nos mais importantes mercados financeiros internacionais.

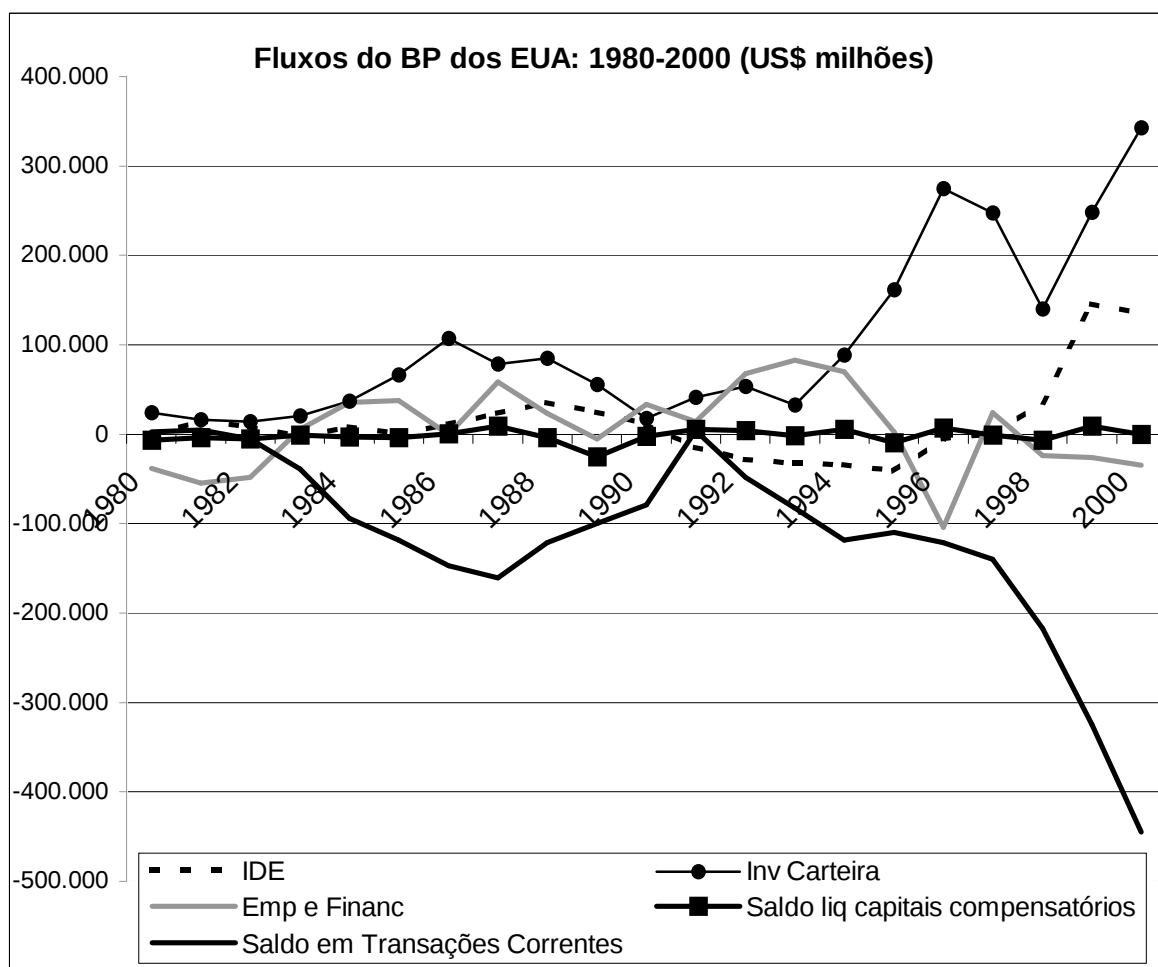
Estando claras algumas das diferenças entre os distintos padrões monetários acima referidos, cabe investigar se persistem as antigas restrições sobre a economia norte-americana, a despeito das transformações por que passou o sistema monetário internacional.

Inicialmente apresenta-se o gráfico 07, que exhibe os principais fluxos de recursos do Balanço de Pagamentos dos Estados Unidos. Se, por um lado, transações correntes (TC)

⁶⁸ Isso não quer dizer que a expansão da liquidez em dólares do sistema acompanhasse passo a passo a expansão da oferta de ouro mundial. Pelo contrário, tanto em Bretton Woods quanto no padrão Libra-ouro, as reservas em ouro correspondiam a menos da metade do volume de divisa-chave no sistema. O relevante era a avaliação, pelos proprietários da riqueza financeira, de que as autoridades públicas estavam comprometidas com a defesa da paridade fixa entre a divisa-chave e seu lastro.

aparecem de forma agregada, por outro, a conta de capitais foi dividida (compensatórios e autônomos). Por sua vez, a conta de capitais autônomos também teve seus fluxos exibidos separadamente, recortados da seguinte forma: i) resultado líquido dos investimentos em carteira (Inv Carteira); ii) saldo líquido dos investimentos diretos estrangeiros (IDE); e iii) saldo líquido dos empréstimos e financiamentos (Emp e Financ).

GRÁFICO 07*



Fonte dos dados: Federal Reserve of St. Louis.

* Dados disponíveis na Tabela E do Anexo Estatístico.

Pelo gráfico, constata-se, inicialmente, que os saldos em conta corrente dos EUA eram positivos em 1980 e 1981. No entanto, a partir de 1982, a economia norte-americana passou a apresentar sucessivos déficits em TC, puxados fundamentalmente pelos resultados negativos da balança comercial. Em 1980 o déficit comercial fora de US\$25,5 bilhões; em 1984

alcançara o patamar de US\$112,5 bilhões; e em 1987 atingiu a marca de US\$159,6 bilhões.⁶⁹ Tal trajetória exprime uma taxa de crescimento anual médio do déficit comercial de, aproximadamente, 30% ao longo de 1980-1987.

Os anos noventa mostraram-se ainda mais impressionantes. Os saldos em transações correntes, depois de uma melhora no início da década, entraram num violento processo de deterioração. Após 1991, o superávit, que era de US\$ 4 bilhões, foi rapidamente revertido, chegando ao déficit de US\$ 444,5 bilhões no ano de 2000! Isto representa uma taxa de crescimento médio de 97% ao ano, o que significa dizer que o passivo externo líquido dos EUA, praticamente, dobrou a cada ano ao longo da década de noventa!

Acerca dos fluxos da conta de capitais do balanço de pagamentos, infere-se que foram, principalmente, os investimentos em carteira (fluxos de capitais especulativos) que possibilitaram tamanha capacidade de importação à economia dos Estados Unidos em ambas as décadas (80 e 90), com destaque para a de noventa. Mais precisamente, em 1990, os investimentos em carteira representaram uma entrada de capitais na economia norte-americana da ordem de US\$18 bilhões. Dez anos mais tarde, tais movimentos atingiam a cifra de US\$ 343 bilhões, o que demonstra um crescimento médio de 34% ao ano durante a década.

Esta segunda conclusão do gráfico 07, de que os déficits em Transações Correntes foram a contrapartida dos intensos fluxos de capitais na forma de Investimentos em Carteira, pode ser evidenciada também pelo gráfico 08, que mostra a evolução na conta de capitais autônomos.⁷⁰

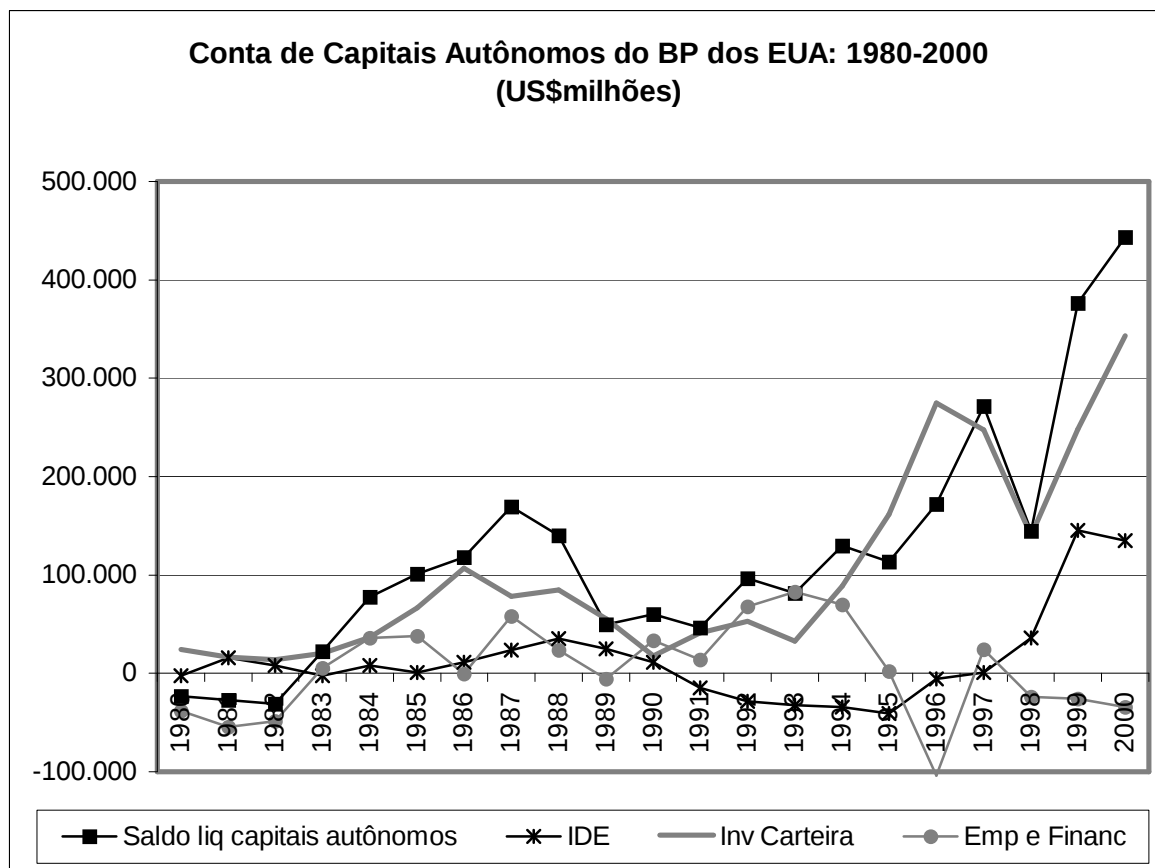
Neste, deduz-se que são os investimentos em carteira que determinam amplamente a dinâmica da conta de capitais autônomos do balanço de pagamentos norte-americano. Os movimentos líquidos em IDE para toda a década de noventa, por exemplo, representaram uma

⁶⁹ Ver Tabela D à disposição no anexo estatístico.

⁷⁰ Não se deve deixar de notar que os movimentos na conta de capitais compensatórios foram praticamente nulos, como mostrou o gráfico 07. Logo, a análise nas contas de capitais torna-se interessante apenas em relação aos movimentos autônomos (IDE; Inv. em Carteira; e Empréstimos e Financiamentos).

entrada de US\$37 bilhões nos EUA. Já na forma de empréstimos e financiamentos, houve uma entrada líquida de US\$141 bilhões, enquanto que para investimentos em carteira a cifra é de US\$1.306 bilhões, isto é, mais de 9 vezes o saldo líquido de empréstimos e financiamentos e mais de 35 vezes o de IDE.

GRÁFICO 08*



Fonte dos dados: Federal Reserve of St Louis.

* Dados disponíveis na Tabela E do Anexo Estatístico.

Como importante conclusão do que acima foi analisado, afirma-se o seguinte: se os movimentos compensatórios são praticamente nulos e os capitais autônomos são dominados pelos investimentos em carteira, a imensa liberdade encontrada em transações correntes (déficits crônicos e desmesurados) deve-se exatamente à capacidade de a economia norte-americana atrair parte significativa da riqueza financeira mundial para dentro de seu sistema financeiro nacional. O sistema funciona sem estabelecer um limite aparente à capacidade de endividamento da economia norte-americana.

Fica claro que não existem mais restrições sobre o comportamento das contas externas da economia norte-americana como havia durante o padrão monetário de Bretton Woods.⁷¹ O governo dos Estados Unidos não precisa se confrontar com os famosos dilemas de política econômica, nos quais as metas internas muitas vezes implicam orientações opostas às necessidades de ajuste do balanço de pagamentos⁷². O governo norte-americano não está impedido de efetuar políticas de desvalorização e de valorização da moeda americana em relação a qualquer outro ativo do sistema monetário internacional. O grau de endividamento permitido pelos mercados de divisas e ativos aos agentes norte-americanos é gigantesco, como mostra o imenso passivo externo líquido acumulado pela economia norte-americana nos últimos anos.

Os Alicerces e o Poder de Atração

Esse inigualável poder de atração da riqueza financeira para dentro de seu sistema financeiro, vale dizer, essa desmedida capacidade de endividamento ou, ainda, essa invejável autonomia na condução da política econômica, sustenta-se sobre alguns alicerces, dos quais destacam-se três⁷³. Em primeiro lugar, o domínio da moeda norte-americana nas transações econômicas do SMI. Hoje, estar denominado em dólar, garante ao agente econômico acesso aos mercados mais líquidos e seguros do sistema, o que lhe permite um maior grau de endividamento. Esta é a essência do conceito de moeda financeira, antes discutido. Atributos como liquidez imediata, maior segurança nas operações de risco e principal unidade de conta da riqueza financeira presente e futura, fazem do dólar norte-americano a principal moeda de denominação contratual do sistema financeiro internacional. E proporcionam aos que com ela trabalham as condições para efetuarem as operações básicas dos mercados financeiros

⁷¹ Caso existam, ao que parece não estão inteligíveis.

⁷² Na verdade, as contradições que criam dilemas de política econômica permanecem existindo. O que mudou foi a necessidade de o país central enfrentá-las, pois não é preciso mais corrigir os desajustes nas contas externas.

⁷³ Todos analisados na seção 3.2.

liberalizados e desregulamentados, a saber: as operações de hedge (segurança) e as especulativas (lucros não-operacionais).

Como segundo alicerce, estão os mercados financeiros dos Estados Unidos. Os enormes fluxos anuais de investimentos em carteira descritos nos Gráficos 07 e 08 são uma evidência das potencialidades dos mercados financeiros norte-americanos, em termos de liquidez, profundidade, sofisticação, números de inovações e custos de emissão⁷⁴. Do contrário, não seria possível tamanha profusão nos movimentos de *hot money*, haja vista a quantidade de praças financeiras abertas ao capital internacional operando em todo o mundo.

Como terceiro e último alicerce, encontram-se os títulos da dívida pública dos Estados Unidos, os *U.S. Treasuries*. Esses títulos caracterizam-se como os mais nobres de todo o sistema financeiro internacional. São indispensáveis à administração do risco privado e à estabilidade e eficiência do sistema financeiro internacional, justamente por cumprirem uma série de importantes funções dentro do sistema: porto seguro do sistema, provedor das taxa de juros de referência, veículo de *hedge*, instrumento para investimentos de longo prazo e instrumento para a administração da liquidez.

Cabe observar ainda que, por serem os mais nobres títulos financeiros e por ter havido uma forte expansão da dívida pública nos EUA nos anos oitenta⁷⁵, os *U.S. Treasuries* estiveram presentes na base do processo de securitização, visto que funcionavam como o principal lastro das operações financeiras. Com as palavras de L. G. Belluzzo:

Na prática, a ampliação dos mercados de dívida pública constituiu a base sobre a qual se assentou o desenvolvimento do processo de securitização. Isto não apenas porque cresceu a participação dos títulos americanos na formação da riqueza financeira demandada pelos agentes privados americanos e de outros países, mas também porque os papéis do governo americano são os produtos mais nobres e seguros dos mercados integrados. A expansão da posição devedora líquida dos EUA permitiu o ajustamento, sem grandes traumas, das carteiras dos bancos, na medida em que os créditos desvalorizados dos países em

⁷⁴ Como visto na seção 3.2.

⁷⁵ O déficit público norte-americano aumentou de US\$ 9 bilhões, em 1981, para US\$ 207 bilhões em 1983. (Helleiner, 1996). Sua principal motivação foi o convicto retorno dos EUA à corrida armamentista, patrocinada pelo então presidente Ronald Reagan, com vistas a derrotar seu maior inimigo no campo das armas, a URSS.

desenvolvimento foram sendo substituídos por dívida emitida pelo Tesouro nacional dos EUA. (Belluzzo, 1995: 16).

Deste modo, os *U.S. Treasuries* **reforçaram** a própria posição da moeda norte-americana dentro do SMI, uma vez que impeliram as operações financeiras a utilizarem o dólar como moeda de denominação dos contratos.

O Poder é Norte-americano e o Problema é dos Outros

O mecanismo de indução dos fluxos financeiros, pelo qual as autoridades dos EUA influenciam a dinâmica do SMI, são as taxas de juros básicas da economia norte-americana. A política monetária dos EUA influencia o próprio grau de liquidez do sistema através da grande penetração que dispõe sobre o cálculo financeiro dos agentes econômicos no processo de composição de suas carteiras, pois os *U.S. Treasuries* estão na base de todo o sistema e sua remuneração é a referência para o processo de formação de preço dos demais títulos dos mercados privados de renda-fixa, o que possibilita diferenciar variações nos prêmios de risco e alterações nas taxas de juros da economia.

Com efeito, ao manipular as taxas de juros básicas de sua economia, o FED modifica os diferenciais de juros, induzindo vultosos movimentos de capitais internacionais com repercussões sobre os mercados nacionais de câmbio, dada a elevada conexão juros/câmbio do atual sistema⁷⁶.

A interdependência juro/câmbio constitui em geral uma armadilha que impede o funcionamento automático dos ajustes monetários do balanço de pagamentos segundo o modelo tradicional do Fundo Monetário Internacional, além de causar perturbações fiscais de grande magnitude cada vez que sobem os patamares dos juros das principais moedas. A ortodoxia reinante acabou por adaptar-se às circunstâncias, passando da retórica do ajustamento monetário do balanço de pagamentos, para a prescrição de que a correção de desequilíbrios nas contas externas seja feita por meio de um ajuste fiscal – buscando inverter as relações entre os ‘twin deficits’, como vem sendo chamados. (Tavares e Melin, 1997: 65 e 66).

⁷⁶ Discutida na seção 3.1.

Aos demais países, reféns por conta da liberalização e desregulamentação financeira, resta-lhes comprometer, em graus diferenciados, ainda mais os recursos com o já estrutural componente financeiro do déficit público, uma vez que a estabilização das paridades cambiais dá-se mediante uso do estoque da dívida pública como principal instrumento de política monetária. Empreendem, também, um enorme esforço exportador, visando aumentar o poder de fogo das autoridades monetárias nacionais nas tentativas de se estabilizar os impactos indesejados das contas externas sobre sua economia doméstica.⁷⁷

É interessante notar que os processos especulativos não são privilégio apenas das economias nacionais com necessidade de financiamentos externos, apesar destas serem as mais vulneráveis aos ataques especulativos.

Paradoxalmente, os ataques especulativos verificam-se tanto quando os pretensos “fundamentos macroeconômicos” são sólidos – caso da França em 1992, em pleno processo de ‘deflação competitiva’ – como quando são fracos – caso da Inglaterra, quando a City londrina vinha sendo submetida uma crise de ativos financeiros desde a queda da bolsa de valores de Londres. Já no caso de Tóquio, mais recente, verificou-se uma violenta inflação de ativos cuja reversão implicou uma forte política contracionista. (Tavares e Melin, 1997: 67).

Debateu-se, ao longo desta seção, uma das questões centrais deste trabalho: o fato de o atual sistema monetário internacional diferenciar as necessidades de se corrigir os desajustes externos. Na prática, isto interfere distintamente no grau de liberdade desfrutado pelos governos dos diferentes países na condução de sua política econômica.

Na próxima e última seção do capítulo, uma pergunta muito interessante e pouco discutida será posta em circulação, a saber: por que motivos as demais economias nacionais desregulamentaram seus sistemas financeiros nacionais e liberalizaram os fluxos de capitais? Não se poderia imaginar que tais medidas comprometeriam e muito a autonomia das autoridades monetárias na condução de sua política econômica, como ocorreu em outros

⁷⁷ Ver seções 1.4 e 1.5.

momentos da história? Será que as lições deixadas por Keynes e White nas discussões de Bretton Woods haviam sido superadas? Ou existiu algum tipo de coerção para que decisões tão comprometedoras fossem tomadas?

3.3 – A Difusão dos Programas de Liberalização Financeira

The failed initiatives to reverse the globalization of finance in the 1970s and early 1980s were followed by a dramatic liberalization trend as advanced industrial states began to abolish capital controls that had been in place for almost a half-century. Indeed, by early 1990s, the restrictive Bretton Woods financial order had been completely overturned between advanced industrial states, giving market operators a degree of freedom unparalleled since the 1920s. (Helleiner, 1996: 146).

A Ineficiência e a Inviabilidade Política dos Controles de Capitais no Atual SMI

Foi estudado na seção 2.2 deste trabalho, que os governos das principais economias do mundo tentaram tornar mais eficientes os controles sobre os fluxos de capitais financeiros durante os anos setenta, com o propósito de arrefecer as pressões sobre o balanço de pagamentos e, assim, preservar a sua autonomia na condução da política econômica.

Como visto, naqueles anos, os controles unilaterais e os financiamentos compensatórios não trabalhavam mais a contento de modo a diluir os movimentos especulativos nas contas externas, decorrentes de um sistema financeiro internacional em plena expansão e transformação. Deste modo, outras formas de controle sobre os fluxos financeiros dominaram alguns dos encontros de cúpula entre os ministros das finanças de diferentes países do centro do sistema mundial. Dentre as formas de controle mais discutidas, duas mereceram maior atenção: os controles cooperativos⁷⁸ e os controles mais severos sobre as transações cambiais. Porém, por razões distintas, ambas foram descartadas. No caso da

⁷⁸ Fiscalização nas duas pontas das transações financeiras, ou seja, tanto no país receptor quanto no país de origem.

centralização cambial, não havia respaldo político interno na maioria dos países para implementá-la, uma vez que tal instrumento de controle dos fluxos financeiros comprometeria em muito as transações comerciais (ou de qualquer outra natureza) do país com o resto do mundo.

No caso dos controles cooperativos, sua viabilidade destruiu-se quando os Estados Unidos aboliram seus sistemas de controles sobre os movimentos de capitais em 1974 e quando inauguraram a desregulamentação de seu sistema financeiro em 1975. Há uma fragilidade no uso dos controles cooperativos, que reside no fato de que a ausência de um país com relativo peso no sistema financeiro internacional compromete a ação conjunta dos demais. Os controles cooperativos tornam-se controles unilaterais na ausência dos EUA, dado que numa das pontas o controle não estaria sendo efetuado.

Como resultado geral, depreende-se que existiu uma inoperância do poder público nos principais países do centro para fazer com que os fluxos financeiros entre residentes e não residentes se comportassem de maneira estável ou, no mínimo, não causassem desajustes significativos, de modo a impeli-los a mudarem as diretrizes de sua política econômica interna.

Na verdade, os problemas decorrentes são dos mais importantes, pois implicam o enquadramento dos demais países aos desmandos dos fluxos de capitais especulativos de uma (des)ordem financeira liberalizada e desregulamentada. Como evidências desta conclusão, são descritos a seguir dois casos que ilustram bem o problema enfrentado pela grande maioria dos países.

A Inglaterra dos Trabalhistas

No ano de 1976, ocorreu um ataque especulativo contra a libra esterlina. Tal fato se deu a despeito de o saldo em transações correntes da Inglaterra estar melhorando e a inflação doméstica caindo. Deparando-se com o problema, o governo trabalhista recorreu ao financiamento compensatório, o qual foi concedido em conjunto pela maioria dos países do G-10, pela Suíça e pelo BIS.

A crise, no entanto, permaneceu nos meses seguintes, e os governos dos outros países, sobretudo, dos Estados Unidos e da Alemanha Ocidental, condicionaram novos empréstimos à adoção das políticas de estabilização preconizadas pelo FMI (austeridade fiscal e controle monetário). “The prominence of neoliberal thinking in the major creditor countries not only deprived Britain of unconditional financing but also eliminated the possibility of its using cooperative controls to handle speculative movements.” (Helleiner, 1996: 126).

A única saída restante aos *Trabalhistas*, para imunizar os ataques especulativos e, assim, preservar a autonomia de sua política econômica, era a adoção de rigorosos controles sobre as transações nos mercados nacionais de câmbio. À época, esta possibilidade ficou conhecida como “alternative economic strategy” (AES). No entanto, apesar de haver forte apoio dentro do partido para a sua execução, os *Trabalhistas* acabaram por rejeitar a AES. Para Eric Helleiner, as razões foram as seguintes:

First, it recognized that tight exchange controls have enormous costs, given the degree of Britain’s economic integration in the world economy. Even supporters of the AES were forced to acknowledge that the economic cost would like have been greater than those associated with the IMF package.

Second, the Cabinet’s rejection reflected the government’s growing dissatisfaction with embedded liberal frameworks of thought [insatisfação com o pensamento heterodoxo] and its increasing acceptance of neoliberal ideas. (Helleiner, 1996: 129).

Assim, em meados dos anos setenta, o governo *Trabalhista* inglês viu-se impelido a adotar uma orientação liberal para sua política econômica, pois não encontrava nenhum

mecanismo heterodoxo⁷⁹ capaz de cessar as pressões sobre suas contas externas e que fossem, ao mesmo tempo, politicamente viáveis. Em suma, os *Trabalhistas* abriram mão de seus objetivos internos e da orientação de sua política econômica, não porque se tenham tornado liberais, mas, fundamentalmente, porque se viram incapacitados de estabilizar os movimentos especulativos contra a sua moeda.

A França Socialista de François Mitterrand

Em junho de 1982, depois de já ter enfrentado uma crise especulativa no ano anterior, cujo embate deu-se mediante aumentos das taxas de juros e de desvalorização do franco dentro do Sistema Monetário Europeu (SME), os ataques especulativos contra o franco voltaram a perturbar o país. Todavia, o espaço para manobras havia se reduzido, visto que os demais países membros do SME condicionaram a permissão de uma nova desvalorização do franco ao emprego de políticas de austeridade, com o propósito de amenizar os déficits no balanço de pagamentos. Já os Estados Unidos, com o então presidente Ronald Reagan, recusaram qualquer financiamento sem a mesma contrapartida exigida pelos países da SME, isto é, de mudanças nas diretrizes da política econômica do governo *Mitterrand* (Helleiner, 1996: 140).

Após propor o uso de controle sobre os movimentos de capitais aos seus parceiros do SME, os quais rejeitaram a proposta⁸⁰, o governo francês concordou com a implementação de um plano de austeridade, para que pudesse fazer uma desvalorização de 10% do franco dentro do SME. Tais medidas, todavia, não foram suficientes para acalmar o mercado, e a especulação contra o franco permaneceu ao longo dos últimos meses de 1982 e no início de

⁷⁹ Sem a contrapartida de pesados ônus sobre economia.

⁸⁰ Apesar de não concordarem com a política norte-americana de valorização do dólar no início dos anos 80, que foi a responsável pela saída de um grande volume de recursos da Europa para os Estados Unidos.

1983. Como resposta, “the Mitterrand government was able to replenish its reserves by borrowing funds from a consortium of international banks in September 1982 and from Saudi Arabia in January 1983”, muito embora “these funds were rapidly depleted.” (Helleiner, 1996: 141).

Se a conjuntura econômica francesa no início de 1983 exigia medidas de austeridade, a conjuntura política reclamava por uma expansão do nível de renda e de emprego, já que as eleições municipais se aproximavam. Este contexto estimulou o governo francês a modificar seus objetivos de política econômica e, em março de 1983, *François Mitterrand* aprovou um plano voltado à expansão dos gastos, o que representava tanto um abandono do SME quanto a necessidade de adoção de pesados controles sobre os mercados de câmbio. Imediatamente, a cúpula do governo racha-se e passa haver uma forte disputa interna. O impasse foi resolvido numa reunião entre o governo de *Mitterrand* e o FMI, como descreve a seguir Eric Helleiner.

A meeting on March 16 between Mitterrand’s advisers and Michel Camdessus, head of the Treasury and future managing director of the IMF, changed the government’s direction. Camdessus emphasized that France’s foreign reserves had fallen to a very low level; they would last “several days, but not weeks” in the event of a serious exchange crises. Moreover, he argued that leaving the SEM would prevent any further borrowing by the French government and that interest rates would have to be from the existing 14 percent to more than 20 percent to defend the franc. There was general agreement that only draconian exchange controls would prevent speculation. (Helleiner, 1996: 142).

Por conseguinte, foi negociada a adoção de um programa de austeridade para a economia, uma desvalorização de 8% do franco dentro do SME e a captação de um empréstimo de 4 bilhões de ECUs com a Comunidade Européia. Tal fato marcou o fim do esforço do governo socialista francês em defender as políticas de desenvolvimento econômico de corte keynesiano. (Helleiner, 1996: 142).

Em suma, mais uma vez, observou-se que um país do centro do sistema viu-se impossibilitado de praticar a política econômica que desejava, sendo obrigado a restringir seu

potencial de crescimento por conta de sua incapacidade de controlar os fluxos financeiros especulativos.

A Desregulamentação Competitiva

Em ambos os casos analisados acima, o inglês e o francês, os controles unilaterais não puderam evitar os ataques especulativos contra suas moedas nacionais. Por outro lado, os controles cooperativos eram inócuos devido à indisposição do governo dos Estados Unidos em utilizá-los. Como última opção àqueles que buscavam abrigo contra os movimentos dos alforriados capitais, restava-lhes uma severa intervenção pública nos mercados nacionais de câmbio. Tal opção, contudo, esbarrava em interesses internos, que a tornaram politicamente inviável. Em resumo, eis aí a fonte da inoperância da grande maioria dos países, que se convertem em reféns dos processos especulativos, cujo resultado inequívoco, até então, foi a adoção de políticas de restrição ao gasto e o distanciamento entre o crescimento efetivo dessas economias e seu crescimento potencial.

Resta ainda analisar por que razões essas mesmas nações, que padeceram de uma inoperância na condução de sua política econômica, aderiram aos programas de liberalização de seus fluxos financeiros e de desregulamentação de seus sistemas financeiros nacionais.

A hipótese defendida aqui⁸¹ é a de que a generalização do processo de liberalização financeira foi, sobretudo, uma consequência do enquadramento descrito acima. Mais precisamente, quando um país abre seu sistema financeiro nacional e liberaliza seus fluxos de capitais, cria-se um diferencial competitivo entre seu sistema financeiro nacional e os demais ao fortalecer seu poder de captação da riqueza financeira espalhada pelo mundo. As outras praças financeiras internacionais ou acompanham tal processo, numa verdadeira

⁸¹ Elaborada por Helleiner (1996).

desregulamentação competitiva, ou assistirão à redução cada vez maior de suas participações na atividade financeira internacional.

Na prática, ao mesmo tempo em que o retorno da política norte-americana a uma orientação liberal, sobretudo, no campo das finanças, restringiu o grau de liberdade da política econômica dos demais países do centro, tal retorno também engendrou uma pressão competitiva que estimulou os demais a implementarem os programas de liberalização financeira. Caso contrário, não somente as novas oportunidades de lucros e acessos a fontes mais baratas de financiamento estariam cerceadas, mas também haveria um esvaziamento das atividades em suas praças financeiras.

A seguir são narradas algumas experiências nacionais em que tanto a pressão competitiva dos EUA e dos Euromercados, quanto fatores internos específicos de cada país, contribuíram para a implementação de programas de liberalização, sobretudo, nas finanças.

A Inglaterra

Depois dos EUA, a Inglaterra foi o primeiro país a se lançar no processo de liberalização de seus mercados, cuja particularidade maior foi a integração de seu sistema doméstico aos seus mercados financeiros *offshore*. Para tanto, em outubro de 1979, o governo de *Margaret Thatcher* revogou todo o sistema de controle de divisas que operava há cerca de quarenta anos na Inglaterra. Como ilustração do impacto de tal medida, averigua-se que “The move [a revogação] released from employment one-quarter of the Bank of England’s staff who had been monitoring the controls and greatly surprised financial officials at home and abroad.” (Helleiner, 1996: 150). Ademais, tal revogação suscitou comentários até mesmo entre os membros da comissão responsável pela elaboração do Código de Liberalização dos Movimentos de Capitais na OCDE.

As an OECD official in charge of enforcing the organization's Code of Liberalization of Capital Movements noted: 'Nothing like this had ever happened before in the history to the Code. At one stroke, all United Kingdom reservations were removed, all controls wiped out. (Helleiner, 1996: 150).

Ainda não satisfeitos, funcionários do governo inglês destruíram os arquivos sobre os controles cambiais do *British Treasury*, com o propósito de inviabilizar ao máximo o seu possível retorno num futuro governo (Helleiner, 1996: 150).

Internamente, a mais importante fonte de apoio veio, logicamente, da comunidade financeira inglesa, que se encontrava ansiosa por ampliar ainda mais seus negócios com o exterior. O destaque ficou por conta do Banco da Inglaterra, que interpretou a revogação como uma valiosa estratégia para defesa de Londres como importante praça financeira internacional. A posição do Banco da Inglaterra explicitou a preocupação interna em defender a posição de Londres no sistema financeiro internacional, ao identificar um acirramento da competição entre as principais praças. “Because London's emergence as an offshore Euromarket center in the 1960s had depend in part on the U.S. controls program, the U.S. decision to abolish this controls in 1974 had threatened London's competitiveness as an international financial center.” (Helleiner, 1996: 151).

Ademais, a revogação dos controles de divisas escancarou a defasagem competitiva do *London Stock Exchange*, devido à saída continua dos investidores ingleses para o mercado de títulos de Nova York, cuja legislação já havia sido flexibilizada desde de 1975. Deste modo, seguindo a mesma estratégia de 1979, o governo inglês toma mais uma importante decisão, em 1983: a de promover a desregulamentação de seu sistema financeiro nacional, vale dizer, iniciar o afamado *Big Bang*. “The second key decision that integrated British domestic financial markets with global was the opening up of the London Stock Exchange to foreign securities firms in October 1986.” (Helleiner, 1996: 151). Foram-se, então, completados na Inglaterra os dois mais importantes passos do processo de liberalização financeira: a liberalização dos fluxos e a desregulamentação dos mercados.

Mais uma vez, deve ficar claro que a decisão pautou-se, fundamentalmente, pela necessidade de se aumentar a competitividade de Londres em relação a outras praças financeiras do mundo, sobretudo, Nova York. Nota-se que houve um movimento defensivo, no sentido de lutar pela preservação de Londres como centro de referência no mundo das finanças.

O Japão

O processo de liberalização japonês⁸² é marcado pela sua ascensão como principal país credor de todo o sistema financeiro internacional nos anos oitenta. Isto, por si só, alterou a orientação das autoridades japonesas nas questões relativas às vulnerabilidades de seu balanço de pagamentos, visto que suas preocupações antigas, que justificavam a adoção de severos controles sobre os fluxos de capitais⁸³, não se faziam mais presentes. Novas estratégias emergiram a partir de então.

The government's well-publicized 1986 Maekawa plan, for example, stressed the importance of international financial services in the future Japanese economy and seemed to predict that Japan would be an international 'renter state' living off its creditor earnings. (Helleiner, 1996: 155).

A liberalização financeira também passou a ganhar força nos círculos de poder quando, no final dos anos 70 e início dos anos 80, novos grupos de políticos identificados com as idéias liberais começaram a ocupar espaços importantes do poder público, culminando com *Yasuhiro Nakasone* (Primeiro Ministro entre 1982 e 1987), “who favored a more prominent international political role for Japan to match its growing economic clout. They [os novos grupos] were strongly committed to a program of liberalization as a means of transforming Japan into an ‘international state’ suitable for global leadership.” (Helleiner,

⁸² Que ainda não foi totalmente completado.

⁸³ Os quais datavam de 1931.

1996: 154).

Cabe observar ainda que, na segunda metade da década de oitenta, a moeda japonesa apreciou-se em relação à moeda norte-americana, o que intensificou as pressões internas para liberalização dos controles sobre os fluxos financeiros, em razão do interesse em aplicar no exterior os volumosos recursos adquiridos, sobretudo, pelo dinâmico setor exportador japonês.

Diferente do caso inglês, o Japão pretendia uma estratégia mais ofensiva, visando ascender na hierarquia financeira internacional, dada a sua recém conquistada condição de maior credor do mundo. No entanto, ambas as estratégias foram encorajadas pelo aumento da competição na atividade financeira internacional, a qual foi impulsionada pelas autoridades dos EUA quando liberalizaram seu sistema nacional. Em outras palavras, a *desregulamentação competitiva* pode ser entendida como uma manifestação do atual acirramento da própria *competição interestatal*, cujo objetivo central está na busca pela ascensão ou preservação de sua (Estado Nacional) posição relativa na hierarquia financeira internacional.

Alguns casos do Continente Europeu

Após a liberalização dos fluxos de capitais na Inglaterra em 1979, uma gama enorme de outros países europeus acompanhou tal tendência. Em 1984, a França lançou seu programa de abolição de seus controles de capitais, ainda no governo socialista de François Mitterrand. A Alemanha Ocidental, em meados da mesma década, seguiu na mesma linha e acabou com seus controles, “reversing its previous practice of defending German monetary autonomy by means of controls and regulatory constrain on the international use of the deutsche mark.” (Helleiner, 1996: 157). Em 1984, foi a vez da Dinamarca extinguir seus controles e, em 1986,

a Holanda fez o mesmo. Ademais, os países Escandinavos (Suécia, Noruega e Finlândia) iniciaram suas reformas em meados dos anos 80 e “in 1989-90, announced their intention to abolish their postwar capital controls completely.” (Helleiner, 1996: 165).

Nos principais órgãos multilaterais europeus, a defesa pelo fim dos controles dominou às recomendações e análises das principais comissões. “Its 1985 White Paper, which established the framework for the 1986 Single European Act, emphasized the importance of liberalizing capital movements as part of its goal of completing the creation of the single market.” (Helleiner, 1996: 157). Os controles de capitais, que eram identificados como elementos vitais para a promoção do desenvolvimento econômico e social, passaram a ser vistos como instrumentos cerceadores das liberdades individuais, ultrapassados e inibidores da eficiência alocativa dos mercados. “The European Commission’s 1985 White Paper (...) stressing that ‘the decompartmentalization of financial markets should boost the economic development of the Community by promoting the optimum allocation of European savings.’” (Helleiner, 1996: 161).

Na mesma linha já desenvolvida para o caso inglês e japonês, apesar das especificidades de cada país, a pressão competitiva imposta pela abertura do sistema e dos fluxos financeiros nos Estados Unidos constitui-se no elemento central para compreensão das reformas liberais ocorridas por toda Europa Ocidental. “The deregulation and liberalization of the U.S. financial system in the 1970s and 1980s greatly increased this competitive pressure because they enhance the attractiveness of U.S. financial markets and firms vis-à-vis their West European counterparts.” (Helleiner, 1996: 160). A sustentação das estruturas regulatórias não apenas preocupava os agentes do setor financeiro, que ficariam sem acesso a uma série de novas oportunidades de negócios, mas também o próprio setor industrial, por causa do restrito acesso que teria a outras fontes baratas de financiamento.

E na justa medida em que Japão e Inglaterra acompanhavam o movimento liberalizante norte-americano, a pressão se tornava ainda maior sobre as demais economias, pois reforçava o medo de que as atividades financeiras iriam se concentrar ainda mais nas principais praças financeiras liberalizadas do mundo (Nova York, Londres e Tóquio). “Indeed, Robert Pringle notes that ‘the German government was informed by its central bank that unless it relaxed restrictions on capital market business in Germany, its big banks would migrate to London.’” (Helleiner, 1996: 160).

Além disso, outros fatores são considerados importantes para se compreender a força da onda liberal que varreu o continente europeu. Em primeiro lugar, a ascensão e difusão da ideologia liberal pelo continente, principalmente, depois do fracasso dos Trabalhistas na Inglaterra e dos Socialistas na França. Em segundo lugar, os objetivos da Comunidade Européia em termos de unificação e integração regional foram usados como subsídios aos argumentos a favor das reformas liberais.

Conclui-se que foram várias as razões pelas quais as decisões políticas dentro da grande maioria das nações da Europa Ocidental seguiram pelo caminho da globalização financeira. Todavia, destaca-se a pressão competitiva decorrente da abertura dos mercados financeiros norte-americanos, que ampliou expressivamente sua capacidade de atração da riqueza financeira espalhada pelo mundo. Impondo, assim, a necessidade aos demais países de abrir seus mercados financeiros nacionais e de participar da desregulamentação competitiva.

Com base nas análises desenvolvidas neste último capítulo pode-se afirmar que atualmente o sistema monetário internacional interfere intensamente na competição interestatal, já que arrefece consideravelmente os problemas decorrentes dos desajustes nas contas externas da economia norte-americana e, por outro lado, o sistema monetário internacional induz, através do processo de desregulamentação competitiva, grande parte das

demais economias do centro do sistema a abrir mão de seus potenciais de crescimento ao liberalizarem seus sistemas financeiros nacionais.

CONCLUSÃO

Os anos setenta deflagraram enormes desafios aos Estados Unidos na defesa de sua hegemonia no sistema mundial. Alicerces do poder norte-americano foram profundamente abalados. Se, por um lado, a moeda norte-americana estava sendo questionada pelo crescente fortalecimento do marco alemão e do iene japonês como importantes moedas internacionais, por outro lado, a credibilidade do poder militar norte-americano foi violentamente estremecida após a sua derrota no Vietnã.

Como resposta, os Estados Unidos radicalizaram as estratégias de sua política externa, ao promoverem um duplo movimento de restauração de sua posição na ordem mundial. Retomaram ativamente a corrida armamentista (diplomacia das armas) e patrocinaram uma violenta valorização de sua moeda no sistema monetário internacional (diplomacia do dólar forte). Ambos os movimentos tiveram o propósito de reafirmar a hegemonia dos Estados Unidos no sistema mundial.

Ademais, a política externa norte-americana pautou-se, também, pelo apoio à consolidação de um sistema financeiro internacional desregulado e liberalizado, o qual passou a ser visto como um elemento central para se garantir a autonomia na condução de sua política econômica. Como resultado, os últimos vinte e cinco anos presenciaram um verdadeiro renascimento da ordem liberal financeira, que estava enterrada desde os anos trinta. Por outro lado, praticamente todas bases ainda remanescentes do regime monetário de Bretton Woods foram destruídas.

Esta restauração da ordem financeira mundial foi acompanhada de perto pela reafirmação e fortalecimento da posição do dólar norte-americano como principal moeda na hierarquia monetária internacional, o que significa dizer que a diplomacia do dólar forte foi extremamente bem sucedida naquilo que se propunha.

O mais importante a se perceber é que a reafirmação do dólar e o renascimento de uma ordem financeira liberal interferiram profundamente na competição entre as principais economias do mundo. Ampliaram consideravelmente a liberdade desfrutada pelas autoridades norte-americanas na condução de sua política econômica, ao mesmo tempo em que impuseram severas dificuldades para as autoridades de grande parte dos demais países do centro do sistema na condução de suas políticas econômicas.

O elevado grau de endividamento permitido pelos mercados de ativos e de divisas aos agentes econômicos norte-americanos possibilita à economia norte-americana mergulhar num acelerado e intenso processo de deterioração de suas contas externas, sem contrapartidas sobre a orientação de sua política econômica. Em outras palavras, parte considerável da riqueza financeira espelhada pelo mundo é depositada nos EUA, permitindo que sua economia opere com crescentes déficits em transações correntes. Para tanto, são três os alicerces do poder de atração da riqueza financeira: a posição dominante do dólar norte-americano no sistema financeiro internacional; as características dos mercados financeiros dos EUA, hoje, desregulados e liberalizados; e o *status* dos títulos da dívida pública dos EUA dentro sistema financeiro internacional.

Na perspectiva dos demais países do centro do sistema mundial, a conformação de uma ordem financeira internacional desregulada e liberalizada criou consideráveis dificuldades aos governos desses países na condução de suas políticas econômicas. Verificou-se uma inoperância do poder público para enfrentar os ataques especulativos contra suas moedas nacionais. Não havia à disposição de seus governos eficientes mecanismos de controle dos movimentos dos capitais especulativos. Os controles unilaterais não conseguiam cercear as remessas ilegais de divisas. Os controles cooperativos eram inócuos devido à indisposição do governo dos Estados Unidos em utilizá-los. E a intervenção pública nos

mercados nacionais de câmbio esbarrava em interesses internos, que a tornaram politicamente inviável.

Com efeito, não tardou para que importantes governos de esquerda, como na Inglaterra e na França, sofressem fortes ataques especulativos contra suas moedas nacionais, que lhes obrigassem a acabar com seus esforços em defender suas políticas de desenvolvimento econômico de corte keynesiano.

Abriram-se, assim, nesses países, enormes espaços para a ascensão de grupos identificados com as idéias liberais. Em particular, as comunidades financeiras nacionais estavam ávidas por novas oportunidades de negócios com o exterior e, principalmente, preocupadas com a preservação de seus negócios internacionais. Isto porque, à medida que os EUA foram abrindo seu sistema financeiro nacional e liberalizando seus fluxos de capitais, foi-se criando um diferencial competitivo entre seu sistema financeiro nacional e os demais, visto que os EUA conseguiam fortalecer seu poder de captação da riqueza financeira espalhada pelo mundo. Como resultado, ou as outras praças financeiras internacionais acompanhavam tal processo ou reduziam cada vez mais suas participações na atividade financeira internacional. Assim, nos anos oitenta, a desregulamentação financeira foi uma reforma que se difundiu pelos mais importantes países do centro do sistema mundial; vale dizer, um verdadeiro e ativo processo de desregulamentação competitiva entre as principais economias do mundo.

Chama-se atenção que esta foi a principal razão que impeliu os demais países do centro do sistema monetário internacional a acabarem com suas estruturas regulatórias na esfera financeira e, deste modo, anularem seus potenciais de crescimento econômico.

Em suma, ao mesmo tempo em que a defesa e promoção de uma ordem financeira internacional desregulada e liberalizada pelos Estados Unidos restringiram o grau de liberdade da política econômica de grande parte dos países do centro, esta conduta também criou uma

enorme pressão competitiva sobre os demais para que liberalizassem seus sistemas financeiros nacionais.

Não restam dúvidas de que o modo de funcionamento do sistema monetário internacional tem condicionado, profundamente e em graus diferenciados, o desenvolvimento econômico dos países do centro do sistema mundial. A bem definida e consolidada hierarquia existente no atual sistema monetário internacional tem moldado profundamente a competição entre os estados nacionais, e nesta disputa apenas os Estados Unidos tem saboreado as delícias e os prazeres de uma (des)ordem financeira desregulada e liberalizada.

ANEXO ESTATÍSTICO

TABELA A

Anos	Yen-Dólar	Marco-Dólar
1961	0,99	-4,18
1962	-0,99	0,04
1963	1,05	-0,57
1964	-1,01	0,05
1965	0,73	0,72
1966	0,44	-0,71
1967	-0,15	0,55
1968	-1,16	0,01
1969	0,03	-7,74
1970	-0,04	-1,14
1971	-11,98	-10,4
1972	-4,07	-2,05
1973	-7,28	-15,57
1974	7,48	-10,86
1975	1,4	8,83
1976	-4,05	-9,91
1977	-18,03	-10,9
1978	-18,92	-13,16
1979	23,18	-5,28
1980	-15,31	13,14
1981	8,33	15,1
1982	6,87	5,4
1983	-1,19	14,61
1984	8,14	15,57
1985	-20,15	-21,81
1986	-20,65	-21,15
1987	-22,38	-18,51
1988	1,9	12,57
1989	13,98	-4,63
1990	-6,31	-12
1991	-6,85	1,47
1992	-0,36	6,46
1993	-10,34	6,96
1994	-10,83	-10,28
1995	3,1	-7,44

Fonte: FMI (1998).

TABELA B

Empréstimos bancários em euromonedas: 1980-97	
Ano	Empréstimos realizados
1980	755
1981	1155
1982	1285
1983	1382
1984	1430
1985	1678
1986	2076
1987	2584
1988	3200
1989	3530
1990	3550
1991	3610
1992	3660
1993	3780
1994	4240
1995	4645
1996	5015
1997	5285

Fonte: Roberts (2000).

TABELA C

Taxa de Crescimento anual do PIB Real (%)								
	1820-1870	1870-1913	1913-1950	1950-1973	1973-2000	1820-2000	1900-2000	1991-2000
Mundo	1	2,1	1,9	4,9	3,2	2,2	3,0	3,2
Europa Ocid.	1,6	2,0	1,4	4,9	2,2	2,2	2,5	2
Alemanha	2,0	2,8	1,1	6,0	2,1	2,5	2,7	1,9
França	1,3	1,6	1,1	5,0	2,2	1,9	2,4	1,8
Reino Unido	2,0	1,9	1,3	3,0	1,9	2,0	1,9	2
Europ Central e Orient.	1,6	2,4	1,6	4,7	-0,7	1,8	1,8	-3,2
Rússia	1,6	2,4	2,1	4,8	-2,1	1,3	0,9	-5,7
América do Norte	4,2	3,9	2,8	4,0	2,6	3,6	3,2	2,7
EUA	4,2	3,9	2,8	3,9	2,6	3,6	3,2	2,7
Oceania	n. d.	3,6	2,3	4,5	2,9	3,2*	3,2	3,2
Ásia	0,2	1,1	1,0	6,1	5,9	2,2	3,5	7,3
Japão	0,3	2,3	2,2	9,2	2,8	2,7	4,0	1,3
China	-0,1	1,1	0,3	5,1	8,0	2,1	3,5	10,5
Índia	0,5	0,8	0,7	3,7	5,1	1,7	2,6	5,5
Sudeste Asiático	n. d.	2,8*	1,5	5,7	6,0	3,8**	3,8	5,5
África	0,4	1,1	2,9	4,4	2,9	2,0	3,2	2,9
América Latina	1,5	3,3	3,4	6,3	2,9	3,0	3,8	3,3
Argentina	n. d.	6,0	3,0	3,8	2,0	3,9*	3,3	4,8
Brasil	1,8	2,4	4,1	6,8	3,2	3,2	4,0	2,3
México	0,5	2,9	2,6	6,4	3,3	2,7	3,7	2,9
Venezuela	n. d.	3,3*	6,9	5,4	1,4	4,6**	4,6	1,5

Fonte: Reinaldo Gonçalves (2002), com base em Maddison (1991) e FMI-WEO (2000), Outubro.

n. d.: dados não disponíveis.

América do Norte = Canadá e EUA.

Oceania = Austrália e Nova Zelândia.

Sudeste Asiático = Indonésia, Filipinas, Coreia do Sul, Taiwan e Tailândia.

(*) 1870-2000; e (**) 1900-2000.

TABELA D

Transações Correntes dos EUA: 1980-2000 (US\$ milhões)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Bal Comercial	-25.500	-28.023	-36.485	-67.102	-112.492	-122.173	-145.081	-159.557	-126.959	-117.749
Bal Serviços	6.093	11.852	12.329	9.335	3.419	294	6.543	7.874	12.393	24.607
Bens e Serviços	-19.407	-16.172	-24.156	-57.767	-109.073	-121.880	-138.538	-151.684	-114.566	-93.142
Renda Liq Ext	30.073	32.903	35.164	36.386	35.063	25.723	15.494	14.293	18.687	19.824
Transf Unilat	-8.349	-11.702	-16.544	-17.310	-20.335	-21.998	-24.132	-23.265	-25.274	-26.169
Trans. Corrent	2.317	5.030	-5.536	-38.691	-94.344	-118.155	-147.177	-160.655	-121.153	-99.486
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Bal Comercial	-111.034	-76.937	-96.897	-132.451	-165.831	-174.170	-191.000	-198.119	-246.696	-345.434
Bal Serviços	30.173	45.802	60.440	63.660	69.153	77.782	89.157	90.354	79.868	83.596
Bens e Serviços	-80.861	-31.135	-36.457	-68.791	-96.678	-96.388	-101.843	-107.765	-166.828	-261.838
Renda Liq Ext	28.550	24.130	22.954	23.904	16.694	20.547	20.987	8.750	-6.202	-13.613
Transf Unilat	-26.654	10.752	-35.013	-37.637	-38.260	-34.057	-40.081	-40.794	-44.427	-48.913
Trans. Corrent	-78.965	3.747	-48.515	-82.523	-118.244	-109.898	-120.937	-139.809	-217.457	-324.364
	2000									
Bal Comercial	-452.207									
Bal Serviços	76.468									
Bens e Serviços	-375.739									
Renda Liq Ext	-14.792									
Transf Unilat	-54.136									
Trans. Corrent	-444.667									

Fonte: Federal Reserve de St. Louis.

TABELA E

Fluxos do Balanço de Pagamentos dos EUA: 1980-2000 (US\$ milhões)										
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Cap Autônomos	-23.203	-26.822	-31.293	22.321	77.376	101.363	118.286	169.338	139.949	49.545
IDE	-2.304	15.571	8.079	-2.156	8.061	815	11.425	23.436	35.207	24.827
Inv. em Carteira	24.074	16.301	13.864	20.189	36.759	66.506	106.873	78.421	84.956	55.582
Emp. e Financ.	-37.972	-54.612	-48.270	5.483	35.686	37.899	-326	58.333	23.698	-5.571
Cap. Compens	-7.003	-4.082	-4.965	-1.196	-3.131	-3.858	312	9.149	-3.912	-25.239
Trans. Corrent	2.317	5.030	-5.536	-38.691	-94.344	-118.155	-147.177	-160.655	-121.153	-99.486
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Cap Autônomos	60.337	46.420	96.253	81.488	129.933	113.308	172.115	271.691	144.832	376.677
IDE	11.311	-14.718	-28.443	-32.588	-34.046	-40.974	-5.383	800	35.693	145.621
Inv. em Carteira	17.750	41.203	53.123	32.719	88.690	161.686	274.771	247.762	140.083	248.105
Emp. e Financ.	33.434	14.173	67.672	82.736	69.943	2.338	-103.941	24.139	-24.161	-25.796
Cap. Compens	-2.158	5.763	3.901	-1.379	5.346	-9.742	6.668	-1.010	-6.783	8.747
Trans. Corrent	-78.965	3.747	-48.515	-82.523	-118.244	-109.898	-120.937	-139.809	-217.457	-324.364
	2000									
Cap Autônomos	443.266									
IDE	135.218									
Inv. em Carteira	342.849									
Emp. e Financ.	-34.511									
Cap. Compens	-290									
Trans. Corrent	-444.667									

Fonte: Federal Reserve de St. Louis.

TABELA F

Mercados para Derivativos Seleccionados, 1991-97							
Valores em circulação no fim do ano							
(estimativas em US\$ bilhões)							
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Instrumentos negociados em bolsa	3.519	4.634	7.771	8.863	9.188	9.885	12.207
Instrumentos de balcão	4.449	5.346	8.475	11.303	17.713	25.453	28.733
Total	7.968	9.980	16.246	20.166	26.901	35.338	40.940

Fonte: Roberts (2000).

BIBLIOGRAFIA

- BAER, M., CINTRA, M. A. M., STRACHMAN, E. & JUNIOR, R. T. (1995), Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional, Economia e Sociedade, n. 4, Campinas, junho de 1995.
- BELLUZZO, L. G. (1995), O Declínio de Bretton Woods e a Emergência dos Mercados Globalizados, Economia e Sociedade, n. 4, Campinas, junho de 1995.
- BELLUZZO, L. G. (1997), Dinheiro e as transfigurações da riqueza, in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (org.) Poder e Dinheiro: Uma economia política da globalização, Ed. Vozes, Petrópolis, 1997.
- BELLUZZO, L. G. (1999), Finança global e ciclos de expansão, in: FIORI, J. L. (org.), Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações, Ed. Vozes, Petrópolis, 1999.
- BRAGA, J. C. de S. (1997), Financeirização global: O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (org.) Poder e Dinheiro: Uma economia política da globalização, Ed. Vozes, Petrópolis, 1997.
- BIS, (2001), The changing shape of fixed income markets, Working Papers, n. 104, september, 2001.
- BRAUDEL, F. (1997), As Estruturas do Cotidiano: o possível e o impossível, Martins Fontes, São Paulo, 1997.
- CARVALHO, F. J. C. de, SOUZA, F. E. P. de, SICSÚ, J., PAULA, L. F. R. de & STUART, R. (2001), Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política, Editora Campus, 2001.
- CHANCELLOR, E. (2001), Salve-se Quem Puder: uma história da especulação financeira, Companhia das Letras, 2001.

- CHESNAIS, F. (1996). A Mundialização do capital, Xamã Editora, julho de 1996.
- CHESNAIS, F. (1999). Introdução geral, in: CHESNAIS, F. (org.), A Mundialização financeira: Gênese, custos e riscos, Xamã Editora, março de 1999.
- DUPONT, D. & SACK B. (1999), The Treasury Securities Market: Overview and Recent Developments, Federal Reserve Bulletin, December 1999.
- EICHENGREEN, B. J. (1995), História e reforma do sistema monetário internacional, Economia e Sociedade, n. 04, Campinas, 1995.
- EICHENGREEN, B. J. (2000), A Globalização do capital: Uma história do Sistema Monetário Internacional, Editora 34 Ltda., 2000.
- FARHI, M. (1998), O Futuro no presente: Um estudo dos mercados de derivativos financeiros, Tese de Doutorado, IE/UNICAMP, Campinas, março de 1998.
- FIORI, J. L. (1997), Globalização, hegemonia e império, in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (org.) Poder e Dinheiro: Uma economia política da globalização, Ed. Vozes, Petrópolis, 1997.
- FIORI, J. L. (1999), De volta à questão da riqueza de algumas nações, in: FIORI, J. L. (org.) Estados e moedas no desenvolvimento das nações, Ed. Vozes, Petrópolis, 1999.
- FIORI, J. L. (1999), Estados, moedas e desenvolvimento, in: FIORI, J. L. (org.) Estados e moedas no desenvolvimento das nações, Ed. Vozes, Petrópolis, 1999.
- FIORI, J. L. (2001a), Acumulação mundial e ingovernabilidade, in: FIORI, J. L., Brasil no espaço, Ed. Vozes, Petrópolis, 2001.
- FIORI, J. L. (2001b), 2001: o Brasil no espaço, in: FIORI, J. L., Brasil no espaço, Ed. Vozes, Petrópolis, 2001.

FERREIRA, C. K. L., FREITAS, C. P. de. & SCHWARTZ, G. (199?), Formato institucional do sistema monetário e financeiro: Um estudo comparado, in: FREITAS, C. P. de. & CINTRA, M. A. M. (org.), Transformações institucionais dos sistemas financeiros: Um estudo comparado, Fundap Edições, 199?.

FMI (1998), International Finance Statistics, Yearbook, Washington, 1998.

FMI (2001), International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues, World Economic and Financial Surveys, Washington, 2001.

HELLEINER, E. (1994), States and the Reemergence of Global Finance: from Bretton Woods to the 1990s, Cornell University Press, 1994.

GONÇALVES, R. (2002), Vagão descarrilhado: O Brasil e o futuro da economia global, Editora Record, Rio de Janeiro, 2001.

HICKS, J. (1989), A Market Theory of Money, Oxford, 1989.

KINDLEBERGER, C. P. (1987), International capital movements, Cambridge University Press, 1987.

KINDLEBERGER, C. P. (1993), A Financial History of Western Europe, Oxford University Press, 1993.

KREGEL, J. A. (1996), Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais, Economia e Sociedade, n. 7, Campinas, dezembro de 1996.

MALTA, M. (1999), A economia política do padrão dólar flexível, IE-UFRJ, Projeto de Tese de Mestrado, dezembro, 1999.

McCAAULEY, R. & REMOLONA, E. (2000), Special feature: Size and liquidity of government bond markets, BIS, Quarterly Review, novembro, 2000.

- MEDEIROS, C. A. & SERRANO, F. (1999), Padrões Monetários Internacionais e Crescimento, in: FIORI, J. L. (org.), Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações, Ed. Vozes, Petrópolis, 1999.
- MELIN, L. E. (1997), O enquadramento do Iene: A trajetória do câmbio japonês desde 1971, in: FIORI, J. L. (org.) Estados e moedas no desenvolvimento das nações, Ed. Vozes, Petrópolis, 1999.
- MINSKY, H. (1986), Stabilizing an unstable economy, Yale University Press, 1986.
- MINSKY, H. (1993), Financial integration and national economic policy, in: Ciclo de Seminários, 25 anos de economia na UNICAMP, Campinas, agosto-outubro de 1993.
- MINSKY, H. (19??), Finance and profits: The changing nature of American business cycles, in: Compendium of the Joint Economic Committee of the United States Congress, Business Cycles and Public Policy 1929-1979, Washington, 19??.
- MIRANDA, J. C. (1997), Dinâmica financeira e política econômica, in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (org.) Poder e Dinheiro: Uma economia política da globalização, Ed. Vozes, Petrópolis, 1997.
- PLIHON, D. (1999), Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano, in: CHESNAIS, F. (org.), A Mundialização financeira: Gênese, custos e riscos, Xamã Editora, março de 1999.
- ROBERTS, R. (2000), Por dentro das finanças internacionais: Guia prático dos mercados e instituições financeiras, Jorge Zahar Editor, Rio de Janeiro, 2000.
- SCHINASI, G. J. & SMITH, R. T. (1998), Fixed-income markets in the United States, Europe, and Japan: Some lessons for emerging markets, FMI, Working Paper, n. 98/173, 1998.

- SCHINASI, G. J., KRAMER, F. C. e SMITH, R. T. (2001), Financial implications of the shrinking supply of US Treasury securities, FMI, Washington, 20 march of 2001.
- SERRANO, F. (1999), Do ouro imóvel ao Dólar Flexível, mimeo., IE-UFRJ, 1999.
- TAVARES, M. C. (1985), A retomada da hegemonia norte-americana, in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (org.) Poder e Dinheiro: Uma economia política da globalização, Ed. Vozes, Petrópolis, 1997.
- TAVARES, M. C. & MELIN, L. E. (1997), Pós-escrito 1997: A reafirmação da hegemonia norte-americana, in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (org.) Poder e Dinheiro: Uma economia política da globalização, Ed. Vozes, Petrópolis, 1997.
- TEIXEIRA, A. (1983), O Movimento da industrialização nas economias capitalistas centrais no pós-guerra, Série “Textos para discussão”, n. 25, IEI, Rio de Janeiro, 1983.
- TEIXEIRA, A. (1999a), Estados Unidos: a ‘curta marcha’ para a hegemonia, in: FIORI, J. L. (org.) Estados e moedas no desenvolvimento das nações, Ed. Vozes, Petrópolis, 1999.
- TEIXEIRA, A. (1999b), ‘O Império contra-ataca’: notas sobre os fundamentos da atual dominação norte-americana, mimeo, IE-UFRJ, 1999.
- TORRES FILHO, E. T. (1997), A crise da economia japonesa nos anos 90 e a retomada da hegemonia americana, in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (org.) Poder e Dinheiro: Uma economia política da globalização, Ed. Vozes, Petrópolis, 1997.
- TRIFFIN, R. (1972), O sistema monetário internacional, Editora Expressão e Cultural, 1972.