

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA

Interferência Estatal Na Formação Do Euromercado (1950-1980)

Felipe Lima de Medeiros

Dissertação de Mestrado apresentada no Instituto de Economia
da Universidade Federal do Rio de Janeiro, sob a orientação do
Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

Rio de Janeiro, fevereiro 2014

FICHA CATALOGRÁFICA

M488 Medeiros, Felipe Lima de.
Interferência estatal na formação do euromercado (1950-1980) / Felipe Lima de
Medeiros. -- 2014.
89 f. : il.; 31 cm.

Orientador: Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de
Economia,
Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento, 2014.
Bibliografia: f. 86-89.

1. Euromercado. 2. Bretton Woods. 3. Política monetária internacional. I. Bastos, Carlos
Pinkusfeld Monteiro. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia.
III. Título.

CDD 332.4566

Gostaria de agradecer a minha família pelo apoio moral e financeiro sem o qual esse trabalho não poderia ter sido terminado em especial para meu pai, Rodrigo Amaury de Medeiros, para minha mãe, Patricia Lima e para minha avó, Maria Nícia de Medeiros.

Agradeço também o meu orientador, Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos, pelas dicas orientação e interpretação que ajudaram a formular e enriquecer esse trabalho.

Não menos importante foi a presença de minha mulher, Tânia Aparecida Gomes Paes, que ajudou a diagramar e organizar o trabalho além de dar todo o tipo de apoio que o verdadeiro amor pode dar.

A todos,

Muito obrigado

Resumo

Esse trabalho procura estudar o papel dos Estados nacionais na formação e desenvolvimento do euromercado até os anos 1980. Inicia-se procurando descrever a mudança do papel do governo nos Estados Unidos e como o papel do governo americano se propagou com o término da Segunda Guerra Mundial. Em seguida se estuda as causas e circunstâncias para o desenvolvimento do euromercado e suas relações com o fim de Bretton Woods. Por último são apresentadas visões diferentes do processo e que dados corroboram cada visão.

Palavras-chave: Euromercado, Bretton Woods, Estados e mercados.

Abstract

This work aims to study the role of the national states in the formation and development of the Euromarket until the 1980s. It starts trying to describe the changing role of government in the United States and the international role of the U.S. government with the end of World War II. Then it study the causes and circumstances for the development of the euromarket and their relationships with the end of Bretton Woods order. Finally different views of the process are presented as the data that corroborate each

Key words: euromarket, Bretton Woods, state and markets

ÍNDICE DE GRÁFICOS E TABELAS

Gráficos

Gráfico 1 – Gastos do governo em consumo e em investimento bruto	19
Gráfico 1 - Participação dos ativos financeiros e não financeiros na economia americana	38
Gráfico 2 - Participação do resto do mundo nos ativos financeiros dos EUA	40
Gráfico 3 - Conta corrente e fluxo líquido de capitais privados dos EUA sobre o PIB .	41
Gráfico 4 - Participação no <i>London Golden Pool</i>	46
Gráfico 5 - Variações cambiais em relação ao dólar 1948-1980.....	50
Gráfico 6 - Tamanho do euromercado em milhões de US\$	53
Gráfico 7 - Crescimento líquido do euromercado em milhões de US\$	54
Gráfico 8 – participação dos bancos nos ativos do euromercado 1963-1972	58
Gráfico 9 – Participação no euromercado 1973-1981	59

Tabelas

Tabela 1 – Valor máximo coberto pelo FDIC	16
---	----

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	6
CAPÍTULO 1 – Crescimento do papel do governo nos EUA e internacionalização do projeto americano	11
1.1 - Criação da Ordem Financeira do New Deal	12
1.2 - A nova ordem de intervenção estatal no gasto e regulação da atividade produtiva.	18
1.3 - Estado e Mercado na Ordem do New Deal	21
Capítulo 2 - O euromercado	27
2.1 – Formação do Euromercado	28
2.1.1 – O que é o euromercado	28
2.1.2 - Fatores que atraíam os dólares para fora dos EUA	30
2.1.2- Fatores que levavam a saída dos dólares dos EUA.....	36
2.2 - Limitações financeiras de Bretton Woods	43
2.2.1 - A moeda internacional.....	43
2.2.2 - Taxas de câmbio flutuantes.....	48
2.3 – Avaliação empírica do euromercado	52
2.3.1 – Crescimento.....	52
2.3.2 – Participação dos países	57
Capítulo 3 – Interpretações sobre o euromercado e o retorno da ordem liberal	62
3.1 – Duas visões sobre o papel dos Estados na formação do euromercado	63
3.1.1 – Os Estados nacionais como opositores do euromercado	63
3.1.2 – Os Estados nacionais como formadores do euromercado.....	66
3.2 – Síntese e decomposição dos dois argumentos apresentado	75
3.2.1 – Os Estados Unidos	76
3.2.2 – As outras potências em relação ao euromercado.....	78
3.3 – Causas das instabilidades internacionais e triunfo liberal	80
Conclusão	84
Referências Bibliográficas	87

INTRODUÇÃO

Estudos históricos, mesmo quando empreendidos por economistas e não historiadores, normalmente não explicitam as hipóteses teóricas a estes subjacentes. Mesmo certos conceitos chave como economia de mercado e concorrência capitalista não são independentes de cada abordagem teórica seguida. Assim, qualquer discussão sobre a evolução de algum aspecto do desenvolvimento capitalista não prescinde de alguma demarcação teórica inicial.

Isso é particularmente relevante dada a ruptura radical empreendida pela revolução marginalista. Na trajetória da reflexão econômica a abordagem marginalista rompe com a tradição clássica da economia política e passa a analisar economia de mercado a partir da escassez relativas de fatores de produção, e não mais componentes de classes sociais historicamente constituídas e com forças políticas díspares. Segundo a teoria marginalista, uma competição entre agentes atomizados levaria a uma distribuição de renda compatível com a contribuição, marginal, de cada agente ao pleno emprego do capital e da força de trabalho. Dentro desse paradigma teórico, o livre funcionamento de um modelo específico de competição capitalista e a consequente alocação de recursos produtivos implicariam na defesa de um Estado mínimo, cujas funções se limitassem a prover bens públicos, cuja precificação ou apropriação seria impossível dada alguma “falha de mercado”.

Entretanto o mesmo não se aplica as modernas leituras de economia política bem como a obra de cientistas políticos normalmente ligados a uma vertente mais marxista. Estes entendem que o mercado não é uma instituição natural, mas precisam ser construídos, regulados e todo tempo influenciados pela atuação de um Estado com elementos tanto na área da regulação quanto intervencionista. (PANITCH & GINDIN, 2012)

Embora exista uma separação por vezes funcional e certamente legal entre a atuação do Estado e do setor privado da economia e essa seja uma diferenciação fundamental em relação às sociedades pré-capitalistas, isso não quer dizer que existe uma definitiva separação entre o Estado e as relações privadas da economia. O capitalismo continua dependendo do Estado na sua formação e operação dos mercados na medida em que é o Estado que fornece o aparato administrativo, judicial, policial, regulatório, normalmente parte substancial da infraestrutura e dos serviços básicos de uso universal, e por vezes até mesmo atividades produtivas diretas.

Essas são duas posições teóricas distintas, mas o que dizer da trajetória histórica do capitalismo ocidental? O que se observa é no decorrer do século XX, ao menos até a década

de 1980, é o aumento absoluto e relativo do papel do Estado e o cada vez maior entrosamento deste com os elementos privados da economia em todos os países do mundo.

A ressurreição da ideologia liberal, rebatizada adequadamente como neoliberal, que passa a ser dominante a partir dos anos 1980, está por trás de mudanças com importantes impactos sobre essa relação entre Estado e economia. Entretanto, se é verdade que vários setores econômicos, e particularmente o financeiro, passaram a operar num ambiente menos regulado e que alguns monopólios naturais tenham sido privatizados, ainda que permanecessem sujeitos a regras de operação muito restritiva, ao menos nos países de maior PIB per capita, em termos de participação macroeconômica do Estado na economia não se registraram reduções expressivas. Mais importante, os instrumentos de intervenção e a vontade política de fazê-lo continuaram intactos como mostrou a reação rápida, abrangente e eficiente dos Estados nacionais para contornar a crise financeira de 2008.

Ademais, dessa mudança na orientação ideológica geral, o século XX caracterizou-se por ser mais uma etapa no complexo processo de desenvolvimento do capitalismo em nível planetário, incorporando novas formas de relações comerciais, financeiras e produtivas. Tais elementos não se deram de forma homogênea nem uniforme no decorrer desse século, que se caracterizou por conflagrações militares de impacto extraordinário e alterações na forma de organização internacional muito expressivas. Uma característica importante perpassa todo o período: a caminhada dos EUA na direção de se estabelecer como Estado hegemônico internacional. Nessa caminhada os EUA passam de um Estado nacional para um Estado supranacional, equilibrando, às vezes de forma complexa e mesmo contraditória, a autonomia interna de condução da política econômica doméstica com seus interesses mundiais geopolíticos e geoeconômicos.

Dentro dessa dinâmica um mercado teve particular relevância: o mercado financeiro. Este, talvez mais que qualquer outro sofreu mudanças radicais nos anos 1930, dentro da economia americana, e se viu alvo de um marco internacional, em parte consistente com essas mudanças dentro dos EUA, a partir do acordo de Bretton Woods no pós Segunda Guerra. Tal arranjo foi lentamente se erodindo tanto dentro quanto fora dos EUA com impactos muito grandes sobre a economia mundial.

O reflexo dessa erosão, a nível internacional, foi o surgimento de um mercado desregulado de dólares a partir, principalmente dos anos 1960, cuja operação é o primeiro elemento de uma trajetória de permanente fortalecimento do setor financeiro, cada vez menos regulado na operação do capitalismo do final do século XX e início do XXI.

Tal observação empírica irrefutável sobre a trajetória do capitalismo no século XX e, mais precisamente, sobre a trajetória de um mercado financeiro específico levanta interpretações distintas sobre suas origens, motivações, *modus operandi* e mesmo sua relação com a atuação do Estado na economia. Particularmente em relação a esta última questão, registra-se na literatura, como tentamos resumir de forma muito simples em decorrência das distintas escolhas teóricas, uma discussão tanto a respeito da hierarquia entre mercado e Estado dentro dos Estados nacionais como inter Estados nacionais. Dentro dos Estados nacionais, discute-se, até que ponto, a transmutação do Estado mais intervencionista, que caracterizou a ordem pós *New Deal*, para o Estado neoliberal corresponde de fato a seu enfraquecimento ou simplesmente numa mudança de sua operação em uma direção mais explicitamente burguesa; por outro lado em termos internacionais a discussão se refere a dicotomia entre a existência de conflitos de estados nacionais pela imposição da hegemonia internacional ou o reforço via estratégia dos Estados nacionais ao crescimento da hegemonia burguesa, independente de suas fronteiras nacionais.

Dessa forma o objetivo dessa dissertação é tentar resenhar, de forma não exaustiva, tal debate aplicado de uma forma mais específica ao surgimento e desenvolvimento do euromercado. Vale anotar desde o início que as interpretações aqui vistas como as mais adequadas, como dito anteriormente, não entendem que tal movimento tenha resultado na ampliação do espaço do “mercado”¹ as expensas de uma retração da instância de decisão sobre a economia, do Estado.

De forma geral, ver-se-á que os EUA, junto com a Inglaterra, serão os principais governos a facilitar a emergência do euromercado e da conseqüente abertura financeira internacional. Ainda que sob a liderança desses países, outras nações desenvolvidas também trilham o mesmo caminho e mesmo Estados e burguesias do terceiro mundo acabam por participar ativamente dos novos mercados de euromoeda. Esse movimento, por um lado, permitiu a afirmação de estratégias desenvolvimentistas sob a liderança Estatal, por outro, também garantiu às suas burguesias financeiras uma progressiva integração com os mercados

¹ A utilização de aspas, sinalizando certa imprecisão do termo se deve ao fato que a própria definição de economia de mercado não independe da abordagem teórica que se adota. Para o marginalismo tal economia seria resultado da livre interação entre agentes atomizados e teria várias conseqüências como o pleno emprego, remunerações de acordo com produtividades marginais, etc.. Já para os clássicos uma economia de mercado é um sistema de produtores descentralizados, composto por classes sociais com interesses conflitantes e na qual a concorrência capitalista que levaria a um movimento de capitais na direção das remunerações mais elevadas dos capitalistas e assim na adoção de técnicas de produtividade mais elevadas.

internacionais e ganhos de arbitragem em razão do diferencial de juros domésticos e internacionais, mesmo que esse processo tenha sido permeado de contradições.

Entretanto, essa mudança não ocorreu num vácuo, e sim sobre uma ordem institucional já existente. Logo, para analisar esse processo, procuraremos mostrar como a ordem anterior, de maior regulação e contenção dos interesses sem grandes restrições da burguesia se montou. Ou, em outras palavras, como se foi montando o arcabouço para a atuação do Estado americano em nível nacional e internacional que caracterizou o “Era de ouro do capitalismo”.

Com esse objetivo o capítulo 1 irá apresentar de que forma a grave crise de 1929 mudou a maneira do Estado americano de intervir em termos fiscal e regulatório na economia e, especialmente, as mudanças em relação ao setor financeiro. Em seguida, ainda no capítulo 1, se introduzirá de que maneira a política intervencionista americana interna se internacionaliza após a Segunda Guerra mundial.

O capítulo 2 se concentra no desenvolvimento do mercado de dólares e títulos em dólares negociados fora da jurisdição dos Estados Unidos, o chamado euromercado. Pretende-se mostrar como e, na medida do possível, em que proporção esse mercado foi criado e continuou se expandindo sendo a análise centrada no período entre 1950 e 1980. As fortes relações desse mercado com as instabilidades do sistema de Bretton Woods nos anos 1970 e com a mudança de paradigma da economia global para uma ordem mais liberal são bastante esclarecedoras com será visto.

No capítulo 3 serão contrapostas visões sobre as mudanças do sistema financeiro global de uma ordem mais liberal no pré Primeira Guerra para um mais regulado no pós Segunda Guerra e novamente para uma ordem mais liberal no pós Bretton Woods. A primeira defendendo que os Estados sempre buscaram uma ordem mais liberal apoiando o euromercado e que o sistema mais regulado foi uma necessidade imposta por condições históricas, políticas e econômicas específicas, mas que sempre teve o intuito de ser temporária. Nessa interpretação, de viés marxista, a contradição do sistema está numa oposição entre classes, trabalhadora e burguesa, e não numa disputa entre nações. A segunda visão enfatiza uma disputa entre os Estados intensificada após a recuperação das potências européias e do Japão na era de ouro do capitalismo. A contradição nessa interpretação seria assim os objetivos não compatíveis dos vários Estados nacionais. Será colocada ainda uma variante dessa segunda visão que, além de enfatizar a oposição entre os Estados nacionais,

coloca que o mercado financeiro teria se expandido, em grande parte, a revelia dos Estados nacionais enfatizando também um conflito entre Estados e mercado.

O trabalho se encerra com algumas observações que sintetizam os principais resultados neste levantados

CAPÍTULO 1–Crescimento do papel do governo nos EUA e internacionalização do projeto americano

Nesse capítulo buscou-se estabelecer um pano de fundo para discussão que se segue nos capítulos seguintes. Esse esforço se divide em alguns aspectos. Inicialmente ao descrever de forma sucinta a montagem do aparato do Bretton Woods e da *Golden Age*, demonstra-se como as rupturas da ordem liberal acabaram por conformar um arranjo de maior incidência de intervenção Estatal em todos os níveis da economia. Sobre essa nova economia se estabeleceram restrições e limites à livre operação do capitalismo, ou na expressão de Andrew Glyn(2006), do funcionamento do “*Unleashed Capitalism*”. Tais restrições, à medida que avançava a chamada Era de Ouro, criaram tensões tanto estruturais, em termos de sua relação com as variáveis macroeconômicas então existentes, como também políticas, na medida em que seriam cada vez mais atacadas por capitalistas que viam nestas uma restrição a sua busca por maximização de lucros.

Esse é um aspecto central da discussão que será retomada com mais ênfase no capítulo 3: os limites e tensões existentes na relação entre Estado/Mercado, e conseqüentemente, burguesia, ou mais especificamente, frações particulares desta. Neste capítulo foi indicado que a ordem da *Golden Age*, ou do pós *New Deal*, representou um pacto onde, apesar de uma diminuição da liberdade “sem coleira” da burguesia, condições muito especiais macroeconômicas permitiram um período de expansão muito acelerada com ganhos substanciais para todos os grupos sociais. Esse pacto se mostraria provisório, como exemplificaremos no capítulo seguinte em relação a um aspecto do mercado financeiro, mas sua ruptura de forma alguma representou uma retirada substancial do Estado da economia, bem como no seu período de existência o mesmo Estado nunca operou a revelia dos interesses das classes proprietárias. Tal fato se torna ainda mais complexo e multifacetado com a introdução do cenário internacional e os interesses geopolíticos e geoeconômicos sendo tais aspectos tratados no restante dessa dissertação.

O capítulo está dividido em três seções. A primeira seção se foca na mudança da regulação financeira que ocorre dentro dos Estados Unidos após a crise de 1929. A segunda seção trata da nova regulação da atividade produtiva e do aumento fiscal do Estado com o *New Deal* e a Segunda Guerra. A terceira seção fala da internacionalização do *New Deal* no pós Segunda Guerra e nos motivos que levam os Estados Unidos a adotar tal posicionamento.

1.1- Criação da Ordem Financeira do New Deal

Embora o governo norte americano já desempenhasse um papel fundamental no processo de acumulação capitalista desde a origem do capitalismo nos EUA², o seu nível de intervenção e capacidade de organização da economia dá um enorme salto após a crise de 1929 e a Segunda Guerra Mundial.

A primeira guerra mundial realmente colocou os gastos federais em um nível permanente mais alto. Antes da primeira Guerra, entre 1901 e 1916, os gastos federais médios rondavam pouco menos de 2% do PIBe, mesmo após o desarmamento, o gasto passa para 3% do PIB durante os anos 1920. Essa mudança é muito pequena se considerarmos que o Governo Roosevelt colocou o gasto federal médio em 5,25% do PIB no período 1933-1938, ou seja, mesmo antes do início da escalada armamentista da Segunda Guerra Mundial. Após a Segunda Guerra o gasto médio federal passa para 13,5% do PIB entre 1946 e 1970.

Além do aumento significativo dos gastos a criação de novas instituições e o fortalecimento de instituições existentes permitiram uma nova aproximação do Estado com o processo de acumulação capitalista. Essa mudança ocorre, sobretudo, no âmbito financeiro que era extremamente livre de uma maior intervenção estatal até o estabelecimento de uma forte regulação a partir da década de 1930.

Um marco central na história da regulação financeira americana foi a crise de 1929. O impacto da crise foi profundo e deixou uma mensagem clara para os legisladores da época: O sistema financeiro precisava ser rigidamente regulado. A crise de 1929 que, entre 1930 e 1933, levou, somente nos Estados Unidos, mais de 9490 bancos a falência³, reduziu o PIB em mais de 30%, levou o desemprego para 25% e a bolsa de valores caiu 75%. Tendo havido impactos profundos também no resto do mundo⁴.

Para avaliar as causas da crise foi criada a comissão Pecora⁵ em março de 1932 que descobriu uma série de irregularidades e problemas como conflitos de interesse, práticas abusivas e ilegais por parte dos bancos. Foi denunciado, por exemplo, a emissão de títulos sem nenhuma solidez para financiamento de empréstimos bancários e da formação de

² Para um exemplo da importância da intervenção estatal no desenvolvimento dos EUA no século XIX ver Trebat(2010)

³ O que correspondeu a 40% dos bancos americanos na época

⁴ No Brasil, a crise econômica que levou a revolução de 1930 esteve intimamente ligada a este evento.

⁵ O nome se refere ao quarto e último conselheiro-chefe da comissão Ferdinand Pecora.

*pool operations*⁶ para segurar o preço de ativos bancários. Essa comissão foi essencial para levantar o clamor público contra as instituições bancárias ao retratar os abusos nas capas de jornais e facilitar a aprovação das leis que regularam o sistema financeiro.

O governo americano aprovou em 1933 a *Banking Act*⁷, que contem quatro importantes disposições conhecidas como *Glass-Steagall Act*⁸, e, em 1934, a *Securities Exchange Act*, regulando as instituições financeiras de maneira que uma nova crise fosse evitada. (CHATTERJEE, 2011 e CINTRA, 1997).

A regulação estabelecida após a crise de 1929 fundamentava-se em três bases: 1) Restrição a competição entre instituições financeiras, através de uma estrutura segmentada; 2) Proteção estatal através de supervisão e de um sistema de seguro de depósitos; 3) Transparência na gestão dos negócios. (CINTRA, 1997)

Quanto às restrições à concorrência e segmentação vários instrumentos foram utilizados com essa finalidade. Foram estabelecidos tetos para as taxas de juros sobre depósitos a prazo e sobre empréstimos concedidos pelos bancos, assim como a proibição do pagamento de juros sobre depósitos a vista⁹ essas restrições estavam dentro da *Regulation Q*. Particularmente esta última, ou melhor, as formas como o foi possível contornar os tetos estabelecidos pela *Regulation Q*, são fundamentais para se entender o surgimento do Euromercado. Restrições rigorosas em relação à expansão das redes bancárias interestaduais e a constituição de novas redes interestaduais foram mantidas através do já estabelecida *McFadden Act* de 1927 que regulou bancos nacionais e depois foi reforçada pela *Bank Holding Company Act* de 1956 que regulou todos os bancos. Somente através de autorização filiais bancárias poderiam ser abertas em diferentes estados (CINTRA, 2004).

As disposições conhecidas como *Glass-Steagall Act* foram fundamentais na restrição a concorrência entre as instituições financeiras. Elas especificamente proibiram bancos de emitir ou distribuir títulos, negociar títulos não governamentais com seus clientes, investir em

⁶ Nesse tipo de operação se mistura diferentes títulos de maneira que os riscos sejam distribuídos podendo-se escamotear títulos menos sólidos com títulos mais confiáveis.

⁷ Um pouco modificada em com a *Banking Act* de 1935, mas cuja essência reguladora permaneceu.

⁸ *Glass-Steagall Act* não é o nome oficial da lei ou sequer das disposições. O nome *Glass-Steagall Act* é um coloquialismo que se refere aos senadores proponentes da lei Carter Glass e Henry B. Steagall. Também é comum se referir a *Banking Act* como *Glass-Steagall Act*. Nesse trabalho a *Glass-Steagall Act* se referirá somente as quatro disposições do *Banking Act*.

⁹ Em 1960s tetos para captação e empréstimo foram estendidos para instituições de poupança para as quais foi permitido uma teto um pouco maior que o estabelecido para instituições bancárias (CINTRA, 1997).

títulos que não tivessem *investment grade* e de se afiliar ou compartilhar funcionários com instituições envolvidas nessas atividades. Ainda foi proibido que instituições aptas a trabalhar com títulos privados tivessem contas de depósito. Em outras palavras, foi feita uma forte distinção entre bancos de investimento e bancos comerciais e nas atividades que deveriam caber a cada um deles.

Essas disposições alteraram de maneira significativa o balanço das instituições financeiras levando a especializações em determinadas áreas. Em relação ao ativo, as associações de poupança se especializaram em crédito hipotecário, os bancos comerciais em empréstimos para capital de giro para as empresas e as financeiras em crédito pessoal e financiamento de consumo. Em relação ao passivo, os bancos comerciais, como mencionado, eram os únicos com permissão para oferecer depósitos à vista enquanto instituições de poupança se concentram em depósitos a prazo¹⁰. As outras instituições, como bancos de investimento, companhias de seguro, fundos de pensão, impossibilitadas de oferecer contas de depósito se especializam na compra e venda de *securities*¹¹ não sendo seus passivos sujeitos ao seguro de depósito recém instituído.

Muitas restrições aos bancos comerciais foram impostas em relação ao risco que poderia ser assumidos como: requerimento de capital mínimo, proibição de certos tipos de empréstimo, limites para concessão de crédito para tomadores específicos, proibição da atividade de subscrição de ações, bônus e seguros, proibição da utilização desses ativos nos portfólios e limitação do empréstimo que poderia estar assegurado por ações e outros ativos financeiros. Aos bancos comerciais cabia unicamente subscrever e negociar títulos públicos das três esferas governamentais. Somente bancos de investimento e corretoras podiam atuar na subscrição. O resultado foi um sistema operando com um baixo nível de alavancagem e uma centralização do sistema financeiro nos títulos públicos que atingem o seu auge durante a Segunda Guerra quando 90% dos títulos de dívida eram governamentais. (ARIENTI e INÁCIO, 2008)

O seguro depósito foi estabelecido através da *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)* em 1933, inicialmente pensada como uma instituição temporária, que, no entanto, com o *Banking Act* de 1935 se torna permanente, e da *Federal Savings and Loan Insurance*

¹⁰ Logo instituições que captavam no longo prazo, financiavam no longo prazo e instituições que captavam no curto prazo, financiavam no curto prazo. Esse maior casamento de prazos entre ativo e passivo reduz uma série de riscos. Uma instituição que capte no curto prazo e aplique no longo prazo tem maior risco de liquidez que uma instituição que capte e aplique no curto prazo, por exemplo.

¹¹ Valor mobiliário ou título de dívida.

*Corporation*¹²(FSLIC) em 1934, instituição que ficou responsável pelas *SavingsandLoanassociations*¹³ (S&L). Como se sabe, os bancos multiplicam o dinheiro captado emprestando a novos agentes, em um processo de conhecido como alavancagem financeira. Nesse processo de multiplicação de crédito o banco fica com saldo indisponível para cobrir todos os seus depósitos caso um grande número de seus clientes procure sacar ao mesmo tempo. É essencial para um banco manter a confiança de seus clientes de que tem uma base sólida para que uma corrida em busca do dinheiro depositado não seja deflagrada levando a falência do banco. O seguro depósito tem por objetivo impedir tal corrida bancária. Vale anotar que episódios dessa natureza foram comuns na economia norte americana antes da crise de 1929 e, obviamente, nesta. O seguro garante que os agentes depositários terão direito ao seu dinheiro mesmo que o banco ou instituição financeira venha a falir.

Para o senador Steagall, um dos proponentes do *Glass-Steagall Act*, o seguro depósito ainda ajuda a criar um ambiente bancário mais competitivo, pois os pequenos bancos a princípio têm menos chances de garantir seus depósitos que os grandes bancos e o seguro depósito cancelariam essa desvantagem ao garantir depósitos independentes do tamanho do banco.

Desde a instauração do seguro depósito em 1934 nenhum agente depositário perdeu fundos por conta de falências bancárias nos Estados Unidos. A FDIC é financiada por um valor cobrado das instituições protegidas que é aplicado em títulos do tesouro americano. As instituições protegidas eram as que captavam depósitos¹⁴: Os bancos comerciais, protegidos pela FDIC e as instituições de poupança formadas pelas associações de poupança e empréstimo, e os bancos de poupança mútua todos protegidos pela FSLIC (ver nota 12).

A esse respeito à tabela que se segue apresentando o valor coberto pelo FDIC e seu valor atualizado para o ano de 2008. Percebe-se que o valor coberto foi expandido sempre que uma crise bancária era iminente. Além disso, outras maneiras de se assegurar os passivos financeiros foram se propagando conforme dificuldades surgiam. Por exemplo, na crise de

¹² A *Federal SavingsandLoanInsurance Corporation* durou até 1989 quando houve a crise dos bancos de poupança que a deixou insolvente. Para resolver a crise na época essa instituição foi substituída pela *ResolutionTrust Corporation* que se juntou ao FDIC em 1995. A crise dos bancos de poupança será explorada no próximo capítulo.

¹³ Instituições financeiras especializadas em captar poupanças e financiar hipotecas. Por lei 80% de seus empréstimos precisam ser em hipotecas.

¹⁴ As cooperativas de crédito, que também são instituições depositárias que passaram a existir após a crise de 1929, só tiveram seus depósitos cobertos em 1970 pela *NationalCredit Union Administration*. Essas instituições nunca tiveram uma participação expressiva no sistema financeiro total detendo 1,3% do total de ativos em 2007.

2008 se mostrou que o governo estava disposto a salvar qualquer tipo de instituição comprando ou injetando liquidez em qualquer ativo que pudesse ameaçar o sistema financeiro. Em 2005 uma lei foi aprovada estabelecendo que a partir de julho de 2010 o valor máximo coberto pelo seguro fosse atualizado a cada cinco anos levando em consideração a taxa de inflação e outras variáveis de mercado. Esse aspecto das regulações dos anos 1930 foi um dos únicos que não somente não recuou, mas avançou com o passar do tempo.

Tabela 1– Valor máximo coberto pelo FDIC

Ano	Valor coberto US\$	EM US\$ de 2008
1934	2.500	40.213
1935	5.000	78.465
1950	10.000	89.460
1966	15.000	99.540
1969	20.000	117.480
1974	40.000	174.680
1980	100.000	261.300
2008	250.000	250.000

Fonte:Federal DepositInsurance Corporation

Nos instrumentos que buscavam maior transparência a *Securities Exchange Act* de 1934 exigia registros de todos os valores mobiliários negociados com divulgação de informações sobre situação financeira e variações patrimoniais. Para tal objetivo foram estabelecidos padrões para a apresentação dos balanços e informações financeiras assim como monitoramento dos ativos dos agentes emissores de ações ou com ações no mercado secundário regulados pela *Securities and Exchange Commission* (SEC). Punições para a falsificação ou omissão de informações sobre ativos foram estabelecidos pela *Securities Act* de 1933. Os 12 bancos de reserva federais que integram o FED System também ficaram responsáveis por vigiar seus respectivos bancos membros contra “especulação indevida” do crédito bancário. Exigências de informações para os aplicadores juntos aos bancos de investimento também foram estabelecidas pelo *Investment Company Act* de 1940.

Também se criou o *Federal Open Market Committee* em 1933 para coordenar as operações com títulos públicos no *open market*, com o objetivo de regular as reservas bancárias e estabilizar a taxa de juros da economia. O Federal Reserve (FED), o Banco Central americano, ganhou ampla flexibilidade para decidir o nível de depósito compulsório exigido e houve ampliação dos ativos que poderiam ser usados como colaterais no caso de operações de redesconto.

Um agente financeiro que ganhou importância no pós-crise de 1929 foi a agência de risco¹⁵. Introduzidas nos EUA em 1841, após uma crise financeira mais severa em 1837, e estiveram conectadas com o desenvolvimento do mercado de ações que financiou a construção das ferrovias americanas. Em 1913 John Moody expandiu o papel das agências para classificação de empresas e outros ativos criando também uma mais simplista classificação por letras.

As agências tiveram sua importância expandida quando o governo americano estabeleceu que fundos públicos de pensão e companhias de seguro não poderiam investir em títulos que não fossem considerados “prudentes” pelas agências de risco. Posteriormente os bancos tiveram permissão para possuir apenas títulos que tivessem o *investment grade*¹⁶ apropriado concedido por uma das três grandes agências de risco que operavam no mercado americano, Standard & Poor’s, Moody’s e Fitch Group, as denominadas *Big three*. Posteriormente, a expansão do mercado financeiro americano e a legislação governamental reforçaram o papel posterior dessas empresas. (BRAGA & CINTRA, 2004)

A regulamentação foi bem sucedida em evitar maiores crises financeiras até os anos 1980¹⁷. O baixo nível de endividamento privado e os juros baixos e estáveis permitiram a expansão dos empréstimos a taxas de juros fixas. Os títulos predominantes nos portfólios privados eram os títulos públicos que possuíam grande liquidez pela ampla aceitabilidade e o baixo risco. (CINTRA, 1997)

Um aspecto importante dessa nova regulação instituída foi o novo grau de proximidade do governo americano com mercado financeiro. O governo teria um papel supervisor, regulador, garantidor e em última instância salvador do mercado financeiro. Isso foi garantido através do fortalecimento do FED e pela criação da SEC. O papel que o governo americano tomou para si na regulação do mercado financeiro doméstico, segundo Panitch e Gindin (2012) de alguma forma estenderia para todo o mundo uma construção empreendida a partir do *New Deal*.

Cerca de 70 anos depois, em 1999, a *Gramm-Leach-Bliley Act* sepultou a *Glass-Steagall* e poucos anos depois, em 2007, estourou uma imensa bolha especulativa no segmento *subprime* do mercado imobiliário dos Estados Unidos. A opção pelo não salvamento do

¹⁵ *Credit Rating Agency* em inglês, uma tradução mais literal seria Agência avaliadora de crédito.

¹⁶ Nota de risco

¹⁷ Quando, pela primeira vez após a regulação, houve grande aumento nas falências bancárias. Embora crises menores tenham aparecido em diversos momentos anteriores.

Banco Lehman Brothers e a consequente falência dessa instituição¹⁸ generalizou a crise que se tornou a pior crise financeira desde 1929.

Alguns legisladores atribuíram ao fim da *Glass-Steagall* a razão da excessiva alavancagem que se seguiu, defendendo o retorno dessa lei¹⁹. No entanto, a regulação pós 1929 já tinha se tornado inoperante anteriormente graças às mudanças no sistema financeiro que se iniciaram nos anos 1960 e se aprofundaram aceleradamente nas décadas seguintes especialmente nos anos 1980. É precisamente um elemento central dessa mudança, o nascimento do euromercado, que será estudado na seção seguinte, mas vale anotar que as tensões que resultaram no rompimento do padrão descrito até aqui, que são essencialmente de natureza interna americana, combinam a dimensão nacional americana com uma mudança supranacional. Pretende-se mostrar no capítulo 2 como essa relação entre regulação interna e externa, tensões domésticas e internacionais jogam um papel fundamental no próprio fim do sistema regulado do *New Deal/Bretton Woods*.

Resta-nos ainda elencar algumas outras formas de intervenção estatal que conformam o quadro de organização do capitalismo que recebeu a denominação de Era de Ouro.

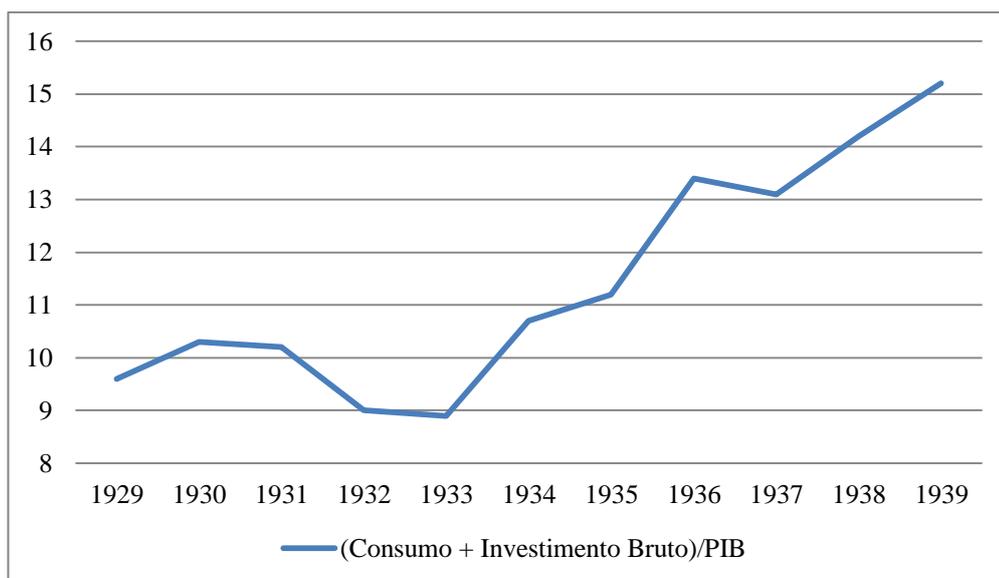
1.2- A nova ordem de intervenção estatal no gasto e regulação da atividade produtiva.

A crise de 1929 também vai aumentar o papel do governo americano na economia através do *New Deal* de Franklin Roosevelt. Dado o buraco para que a economia americana se encaminha o clamor popular por uma intervenção mais profunda do governo aumenta. Roosevelt toma essa iniciativa para si aumentando muito o papel desempenhado pelos gastos do governo federal a partir de sua eleição em 1933. O investimento federal dobra e o consumo quase triplica entre 1933 e 1939, mesmo antes do governo começar o rearmamento para a segunda guerra mundial que só ganha peso no orçamento após 1940. Nunca mais o gasto não militar do governo se sobreporia ao gasto militar como nesse período.

¹⁸A maior falência bancária na história americana (MAMUDI, 2008)

¹⁹ Os senadores John McCain e Maria Cantwell propuseram o retorno a Glass-Steagall em 2009 (CHATERJEE, 2011)

Gráfico 1 – Gastos do governo em consumo e em investimento bruto



Fonte: Casa Branca, diversos anos

No entanto, a fixação do governo Roosevelt pelo orçamento equilibrado impediu que o gasto do governo levasse a economia americana à superação total da depressão antes da guerra. Em realidade os gastos públicos eram originalmente a última arma de Roosevelt para alcançar uma elevação do nível de produto, e muitas vezes se elevaram por razões políticas, como o pagamento de indenizações para veteranos da primeira guerra, ou sociais, frentes de trabalho emergenciais. Os instrumentos preferidos em princípio do Roosevelt, como dito, ainda muito apegado a ideia do orçamento equilibrado, era a elevação de salários e restrições de regulação ao capitalismo predatório. Claro exemplo disso é o chamado *doubledeep*, ocorrido em 1937, quando o governo corta gastos públicos e assim joga a economia em uma desnecessária recessão²⁰.

Pode-se dizer que foi o esforço de guerra um elemento central para a ampliação do gasto público, colocando-o como fator essencial da demanda e conseqüentemente do crescimento econômico. A infraestrutura instalada no governo Roosevelt também contribuirá para a expansão econômica no pós-guerra como a construção de 1,1 milhão de quilômetros de rodovia que contribuirá para manter o automóvel como especial fonte de demanda de bem durável, tendência que já vinha se estabelecendo nos anos 1920.

O gasto militar passa a representar uma parte essencial da política de gasto e incentivo econômico americano representando, mesmo após o último pico da guerra da Coreia, em média, aproximadamente 40% do gasto governamental total do governo

²⁰ Para uma visão detalhada ver Stein (1996)

americano. O gasto militar tem também papel fundamental no processo de desenvolvimento e inovação tecnológica especialmente, mas não somente, no contexto da guerra fria. (MEDEIROS,2005)

Também é pós 1929 que tem início o estado de bem estar social (*welfarestate*) norte americano. Através do *Social Security Act* de 1935 o governo federal estabelece um fundo de pensão universal, que antes só estava presente em poucos estados e com menor abrangência, um seguro desemprego, e ajuda governamental a deficientes e ao amparo de famílias sem pai. A *Fair Labor Standards Act* de 1938 garantirá salário mínimo de 25 cents por hora²¹ e um máximo para a jornada de trabalho de 44 horas. O trabalho infantil também é abolido através dessa lei. (SAMUEL, 2000)

As relações de trabalho também vão ser modificadas através do *National Labor Relations Act* de 1935 que garante o direito aos trabalhadores de barganhar o salário coletivamente e formar sindicatos sem intervenção dos empregadores. Essa lei mudou a maneira dos trabalhadores se organizarem, após a guerra 1/4 da força de trabalho americana era sindicalizada.

Esse extraordinário avanço encontrou inimigos conservadores desde seu início. Embora a reação conservadora inicial não tenha sido bem sucedida em 1947 o *Labor Management Relations Act* reduziu o poder dos trabalhadores, lei essa promovida pela *National Association of Manufacturers* fundada para defender os empresários, que instituiu regras muito específicas para que greves fossem legalmente legítimas e aumentou o poder das empresas de se opor aos sindicatos.

De qualquer maneira, após uma redução significativa dos salários no pós-guerra, que estavam relativamente muito altos em relação a períodos anteriores, os salários entram em tendência de elevação durante a Era de Ouro do capitalismo e a compensação dos empregados, definida como salário mais benefícios, cresce ainda mais rapidamente. No contexto de relativa baixa da concentração de renda nos EUA do pós-guerra o aumento dos benefícios com a redução da jornada de trabalho indica um grande ganho dos trabalhadores no período.

²¹ Ou 3,85 a hora em dólares de 2010

1.3- Estado e Mercado na Ordem do New Deal

Da descrição sumária desenvolvida até aqui, podemos ver as formas como a partir da crise de 1929 o capitalismo, e especialmente o capitalismo norte-americano, se metamorfoseou adotando uma constituição mais regulada e sendo alvo de uma maior intervenção direta, em termos de gasto do Estado, além de garantir direitos mais amplos aos seus cidadãos.

É certo que as interpretações para esse fenômeno são em boa medida dependentes da própria visão de cada autor para a relação Estado/Mercado. Essa discussão voltará como tema central no capítulo 3 com ênfase específica do funcionamento do Euromercado. Nessa última seção do capítulo 1 procuraremos mostrar leituras possíveis sobre o fenômeno com um todo.

Em relação ao tema estudado há uma importante conexão entre políticas domésticas e externas norte-americanas. Nos parágrafos anteriores vimos que a Crise de 1929, e o *New Deal* que lhe seguiu, ainda que de forma descontínua, imprimiram uma nova forma de relacionamento Estado/Mercado. Mais ainda, algumas políticas do *New Deal* foram moldadas de forma especular àquelas adotadas no período pré-crise de 1929. Alguns dos supostos erros, ou elementos desestabilizadores do liberalismo do século XIX, como excessiva liberdade de fluxos financeiros internacionais, deveriam ser evitados. Tais medidas, de alguma forma teriam representado um pacto passageiro do capitalismo no século XX que aos poucos foi se erodindo.

Panitch e Gindin (2012), por exemplo, destacam que esse ganho dos trabalhadores é resultado de um acordo com a classe capitalista de troca de ganhos monetários por maior controle fabril por parte dos capitalistas no processo de taylorização²² do trabalho. Em um ambiente de rápido progresso tecnológico e aumento produtivo esse processo agradou as duas classes.

Assim o Estado americano toma um papel mais significativo tanto na área financeira quanto na área fiscal da economia. O aumento do papel regulador e supervisor do Estado se

²² Taylorismo é o processo de organização do trabalho baseado em um método científico, desenvolvido por Frederick W. Taylor (1856-1915). Caracterizado por racionalização da produção, economia de mão-de-obra, aumento da produtividade, corte de “gestos desnecessários de energia” e de “comportamentos supérfluos” por parte do trabalhador e por tentar acabar com qualquer desperdício de tempo no processo produtivo. (CIPPOLA, 2013) Esse processo pode ser visto, segundo Marglin e Schor (1984), como uma tentativa dos gestores de afastar o conhecimento do processo produtivo dos trabalhadores, pois é mais fácil controlar o trabalho quando esse está alienado da maneira como se produz.

reflete por sua vez na instituição de dezessete novas agências administrativas²³. Os EUA estavam agora equipados com um forte banco central, uma ampla burocracia meritocrática, ampla gama de agências regulatórias econômicas e financeiras e com a entrada na guerra os EUA iriam estabelecer um incomparável complexo “militar-industrial-acadêmico”²⁴.

Ou seja, fica claro o aspecto de pacto, ainda que temporário, das classes sociais e um ambiente de características estruturais muito particulares. Entretanto, para o ponto relevante dessa dissertação é observar que esse novo compromisso estatal será estendido para um contexto global com o término da segunda guerra mundial e os acordos de Bretton Woods. (PANITCH & GINDIN, 2012)

Em 1944 já estava claro que os EUA rumavam para a vitória da segunda guerra mundial e a discussão de como o sistema internacional sob a tutela americana se organizaria após esse novo e devastador conflito era inevitável. Se temia que a segunda guerra fosse levar a um ambiente internacional instável como o que se estabelecera no pós primeira guerra o que resultou em depressão prolongada e uma nova guerra.

A conferência de Bretton Woods, nos EUA, ocorreu em julho 1944 quando se reuniram 730 delegados das nações aliadas para esboçar como funcionaria a ordem econômica no pós-guerra. Entre os debatedores estavam John Maynard Keynes e Harry Dexter White representando a Grã-Bretanha e os Estados Unidos, respectivamente. Como o poderio americano era muito superior ao dos outros países aliados, foram as idéias americanas que acabaram por prevalecer. Nesse encontro foram criadas o Fundo Monetário Internacional (FMI), o Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (Banco Mundial) que terminaram se tornando o arcabouço institucional para a maior expansão econômica da história, ainda que sua participação em tal movimento seja menos relevante do que poderiam supor seus formuladores.

O acordo de Bretton Woods se esforçaria para superar o gerenciamento fracassado da economia mundial no período entre guerras quando o protecionismo e outras formas de nacionalismo econômico foram adotados levando a uma competição entre as nações que contraíram o comércio mundial.

²³ Em dez anos o governo Roosevelt inaugurou tantas agências quantas haviam sido inauguradas nos últimos 30 anos. (PANITCH & GINDIN, 2012)

²⁴ Tirado de Medeiros (2004) que ressalta o entrosamento entre o desenvolvimento militar e civil no complexo industrial e bélico americano.

No século XIX a Inglaterra, como potência mundial, havia se consagrado como “banqueiro do mundo” ao dar acesso aos recursos financeiros que dispunha. Para isso era necessária a estabilidade da libra esterlina o que era feito atrelando seu valor ao ouro, metal que já tinha seu valor reconhecido como recurso monetário desde o mundo antigo alegadamente por conta de suas características físicas²⁵. O banqueiro do mundo é um papel atribuído a nação que controla a principal moeda internacional. Essa nação precisa fornecer capital para investimentos de longo prazo ao redor do mundo evitando estagnação da economia global e precisa também atuar como prestador de última instância para evitar falências financeiras que levem a instabilidade do sistema financeiro mantendo a confiança no sistema.

As mudanças estruturais no século XIX foram paulatinamente minando as bases econômicas e políticas da Inglaterra como centro do sistema financeiro internacional. Naturalmente, com a Primeira Guerra Mundial, a Inglaterra é forçada a desvincular a libra do ouro durante o esforço de guerra. Após o término do conflito, a tentativa de voltar ao padrão pré-guerra pela Inglaterra, após a assinatura do Tratado de Versailles em 1919, esbarra em mudanças estruturais que são sentidas de forma dramática, reforçada também pelos próprios efeitos distorcivos da guerra. Os Estados Unidos emergem, ao mesmo tempo, como maior potência econômica e imensa força financeira, passando a ser grande nação credora por conta de seus empréstimos durante a guerra. No entanto, os Estados Unidos não estavam prontos para se colocar no lugar da Inglaterra, pois não havia um arcabouço internacional que organizasse o lugar da nova potência. Tal desarranjo e as tentativas frustradas de retorno ao padrão Libra-Ouro contribuíram de forma flagrante para a eclosão da crise de 1929²⁶.

As economias nacionais se viraram para dentro de si mesmas diante do pipocar das crises que se seguiram e os Estados Unidos, ainda presos ao dogma ortodoxo, aceleraram a marcha da crise ao adotar medidas contracionistas fiscal e monetária até 1933. Essa atitude criou o período conhecido como a “escassez de dólares”. Os mercados mundiais comprimidos impediam o crescimento das exportações e a potência econômica se recusava a realizar políticas expansivas.²⁷(MOFFIT, 1984)

²⁵ Características são portabilidade, divisibilidade e raridade. Características que o ouro dividia com a prata que também teve seu período como áureo como moeda internacional.

²⁶ Para referências sobre o período ver Eichengreen (2000) e De Cecco (1974)

²⁷ Esse período conturbado reverberou pelo mundo levando inclusive a instalação da ditadura do Estado Novo no Brasil após o colapso dos preços do café que enfraqueceu a oligarquia paulista.

A prática do protecionismo e da contração monetária usadas como armas para se ganhar vantagem comercial haviam facilitado a expansão da crise no período entre guerras. Para impedir que isso se repetisse o recém criado FMI teria o papel de policiar o comércio e as práticas monetárias auxiliado pelo *General Agreement on Tariffs and Trade*²⁸ (GATT) assinado em 1947.

A institucionalidade do Padrão Ouro foi duramente criticada por Keynes durante o encontro de Bretton Woods, pois impossibilitava os países de expandir o crédito, seja ao setor privado ou ao governo, em períodos de crise, o que impulsionaria a demanda e a recuperação econômica. Teoricamente o padrão ouro ajudaria a manter a integridade financeira dos países o que agradava os banqueiros. No entanto, o custo social do padrão ouro, ou seja, da ausência de mecanismos contra cíclicos eficientes era muito alto. Do ponto de vista político isso se tornaria ainda mais complexo, ou mesmo insustentável, quando o nível de emprego passa a ser uma variável relevante numa ordem política democrática com o abandono do sistema de voto censitário. Nenhum governo eleito conseguiria impor um regime excessivamente contracionista sem sofrer represália nas urnas.

Assim, em Bretton Woods, adotou-se um meio termo entre um padrão-ouro e um sistema inteiramente fiduciário. Apesar das resistências dos formuladores à ordem anterior, os interesses da burguesia norte americana, principalmente sua fração financeira, pedia o prato da balança política para alguma forma de adoção de um padrão-ouro. No sistema adotado o dólar seria um equivalente ao ouro, sendo trocado pelo valor fixo de 35 dólares a onça²⁹ e podendo ser utilizado como reserva dos países como se fosse ouro, havendo, entretanto maiores restrições a livre conversibilidade, apenas bancos centrais, poderiam exigir a conversão entre moeda fiduciária e o ouro. As taxas de câmbio entre as moedas nacionais seriam praticamente fixas tendo uma pequena banda de variação de apenas 1% em torno do dólar. Variações maiores só seriam permitidas com a aprovação do FMI no caso de um “desequilíbrio fundamental” no Balanço de Pagamentos (déficits ou superávits crônicos). É bom lembrar que a troca do dólar por ouro era manipulada pelos Estados Unidos, que mantinha a importância do ouro no sistema financeiro internacional sob controle, fazendo pressão como potência econômica e militar para os governos não converterem suas moedas. Papel semelhante tinha sido desempenhado pela libra em seu período de hegemonia, mas a supremacia americana no pós-guerra em todos os campos, financeiro, comercial, industrial,

²⁸ Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio

²⁹ 31,1 gramas aproximadamente

tecnológico, militar,... Em muito superava o ápice do império britânico o que colocava confiança no dólar e no novo sistema. (PANITCH & GINDIN, 2012)

Uma discussão importante do sistema de Bretton Woods era como iria funcionar o acesso ao crédito da instituição internacional oficial de financiamento de curto prazo, imaginada desde o início pelos arquitetos do acordo de Bretton Woods, e que viria a se tornar o FMI. Keynes lutava por um acesso irrestrito a créditos, na medida em que estes permitissem ao país tempo para se ajustar a uma dificuldade econômica; particularmente seu alvo inicial era a própria Grã-Bretanha, que como veremos no capítulo 2 se encontrava em situação muito delicada, em termos de sua situação externa. Entretanto, os Estados Unidos se recusavam a criar o fundo que Keynes propunha tentando colocar condições restritivas a utilização das verbas do FMI. Os banqueiros de Nova York eram vigorosamente contra os Estados Unidos bancarem uma instituição que ameaçaria o seu monopólio sobre o crédito mundial.

Esse é um excelente exemplo de uma negociação entre os interesses privados nacionais e de ordem estatal geopolítica internacional. Se por um lado prevaleceu a ideia da necessidade da criação de uma instituição como essa por imperativos da estabilidade da ordem capitalista internacional, por outro, sua versão final e sua lógica de funcionamento tinham forte influência da comunidade financeira de Wall Street. O mesmo vale para o Banco Mundial, que teria como objetivo o financiamento de projetos de mais longo prazo. Note-se que os primeiros presidentes do Banco Mundial eram famosos banqueiros e que as duas instituições foram moldadas de maneira que o diretor-executivo americano pudesse vetar unilateralmente qualquer política importante. O controle americano das instituições foi garantido. (MOFFIT, 1984)

Entretanto, ficou muito rapidamente claro que essas medidas não seriam suficientes para elevar as dramaticamente difíceis condições de sobrevivência das populações dos países mais fortemente atingidos pela Segunda Guerra. Já em 1947 o perigo comunista, presente na revolução grega, pressionava os EUA na direção de medidas mais fortemente intervencionistas. Em 1947 as instituições de Bretton Woods, FMI e Banco Mundial se mostravam incapazes de fornecer os recursos necessários para financiar a reconstrução da Europa e Japão.

Helleiner (1994) defende que a situação européia no pós-guerra foi ainda mais fragilizada por uma momentânea supremacia do setor financeiro, representada pelos banqueiros nova-iorquinos, na política internacional americana até 1947. Essa supremacia teria ocorrido em decorrência do empossamento de Truman com o falecimento de Roosevelt

em abril de 1945. Os banqueiros exigiram um ambiente internacional de livre circulação de capital com ausência de controles financeiros e com o rápido retorno a conversibilidade das moedas européias que fora abolida na guerra. O setor financeiro do Reino Unido defende a proposta acreditando que Londres poderia voltar rapidamente a ser um centro financeiro global graças ao “bloco esterlino” caracterizado pela área das colônias inglesas que ainda operavam com essa moeda e na relativa integridade da economia inglesa que não teve seu território invadido frente a devastação do território das outras principais potências européias como Alemanha, França, Itália e Áustria³⁰. Essa posição se reflete no corte da ajuda americana aos países vencidos em julho de 1945 junto com um empréstimo destinado ao Reino Unido para que este retome a convertibilidade da libra.

Essa posição provocou uma pesada fuga de capitais da devastada Europa para os EUA. A livre conversão e a ausência de controles de capitais na Inglaterra não dura nem dois meses frente à fuga de capitais que o país sofre. Embora a entrada desses capitais nos EUA agradasse a elite financeira americana, a Europa entrou em uma severa crise econômica aprofundada por um intenso inverno entre 1946 e 1947, pela realocação da indústria no pós-guerra e pela descrença das políticas fiscais expansionistas que dominavam a Europa no período³¹. Os banqueiros americanos, é claro, defendiam políticas de austeridade dos países europeus para reduzir a saída de capitais.

A despeito da resistência dessa fração dos capitalistas norte-americanos a tensão entre os soviéticos e os americanos foi de tal medida que levou à mudança de postura do governo americano. Os Estados Unidos temiam que a Europa enfraquecida fosse uma presa fácil do regime socialista. Essa era a visão predominante do Departamento de Estado americano e da *Economic Cooperation Administration* (ECA) responsável pelo plano Marshall que se sobrepuseram ao Departamento do Tesouro americano e ao FMI onde o *lobby* dos banqueiros para usar os recursos do Plano Marshall como uma maneira de forçar os governos europeus a adotar políticas ortodoxas contracionistas e a retornar as moedas européias rapidamente para a conversibilidade prevalecia. (HELLEINER, 1994)

Essa forma de implementar o Plano Marshall é considerada resultado da primazia do ideário do *New Deal*, agora em âmbito internacional. A intervenção estatal americana pela via

³⁰ O PIB da Austria caiu 55% entre 1939-1945, França 49%, Alemanha 19%, Italia 39% enquanto o PIB britânico cresceu 15% no período. (MARK, 1998)

³¹ Somente Itália e Bélgica procuraram uma política fiscal mais equilibrada temerosos da fuga de capitais, mas isso não impediu que esses países também sofressem fuga de capitais.

fiscal se estenderia para o território europeu no pós-guerra. De fato, várias pessoas que foram responsáveis pela formulação do *New Deal* ajudariam na implementação do Plano Marshall.

O Plano Marshall levou à Europa e ao Japão US\$ 12 bilhões em empréstimos e concessões entre 1948 e 1952, mais de quatro vezes o valor gasto no período pelo FMI e Banco Mundial. As moedas européias foram, também, deflacionadas no período para facilitar a entrada de capital e as exportações destes países. Os Estados Unidos aceitaram inclusive políticas protecionistas da Europa e do Japão contra si próprio para ajudar o crescimento desses países. (MARGLIN & SCHOR, 1984)

Em 1949, A Inglaterra chega a buscar a retomada conversibilidade da sua moeda, mais uma vez pedindo, para tal, um volumoso empréstimo para os EUA. Embora os banqueiros americanos se interessem pela idéia a ECA e o Departamento de Estado americano se colocam contra, pois queriam enquadrar os britânicos na *European Payments Union*³² (EPU). O EPU, por sua vez, foi criado em 1950 com o objetivo de facilitar o comércio intra-europeu que estava fragilizado pela falta de confiança nas moedas dos governos europeus o que levou o comércio a retornar ao nível de escambo em alguns casos. A moeda de reserva do EPU seria o dólar aumentando a confiança e facilitando o comércio. Sem o apoio americano os ingleses tiveram que se contentar em participar do EPU apesar dos protestos do Banco da Inglaterra.

Uma vez estabelecidas as bases da recuperação da Europa³³ dólares emigraram dos Estados Unidos em grande quantidade, principalmente através do Investimento Direto Externo (IDE) o que foi fundamental para o início da expansão mundial. Entre 1949 e 1959 os déficits americanos no Balanço de Pagamentos tiveram média anual de US\$ 1,1 bilhão. Os Estados Unidos, como hegemonia mundial, assumiram o papel de banqueiros do mundo e sustentaram um crescimento maior dos seus aliados do que o deles próprios, apesar do crescimento da economia americana também ter sido muito alta nos anos 1960.

CAPÍTULO 2 - O euromercado

³² União européia de pagamentos

³³ Para uma leitura do Plano Marshall como, antes de tudo, uma medida de emergência que permitiu a sobrevivência de uma Europa Ocidental não comunista enquanto se implementavam a reconstrução da estrutura produtiva ver Eichengreen e De Long (1991)

Este capítulo buscou entender o processo de criação e expansão do euromercado e sua conexão com a nova ordem interna e internacionalizada dos Estados Unidos. O crescimento desse mercado está intimamente ligado com as instabilidades que o sistema mais regulado de Bretton Woods começa a sofrer dos anos 1960 em diante. Como será visto o euromercado se fortalece diante de cada crise ou instabilidade do sistema seja ela cambial ou um choque de oferta, como os choques do petróleo. De fato, o ininterrupto crescimento desse mercado a altíssimas taxas anuais é impressionante como será apresentado.

A primeira seção buscará explicar a formação do euromercado sendo dividida em três partes. A primeira parte tentará descrever o euromercado e explorar os motivos de sua criação. A segunda parte apresentará motivos que levaram os dólares para fora dos Estados Unidos, fatores de atração. Em outras palavras, serão explicitados motivos externos aos Estados Unidos que tornavam atrativa a ideia de levar dólares para fora. A terceira parte apresentará motivos internos aos Estados Unidos que levavam os dólares a sair desse país, fatores de expulsão.

A segunda seção buscou explorar os limites dos acordos de Bretton Woods dado que o rompimento desses limites levou a grandes transformações no euromercado. Esta seção está dividida em duas partes. A primeira discutirá as propriedades e enfrentamentos que o dólar teve no período em que esteve atrelado ao ouro e das novas propriedades e vantagens que essa moeda adquiriu ao ser desatrelada do metal. A segunda parte discutirá a questão cambial dentro do sistema de Bretton Woods, como o câmbio fixo foi abandonado e quais as conseqüências para o euromercado.

Por último, a terceira seção procura, dentro dos limites da disponibilidade de dados, estudar empiricamente o euromercado. Esta seção também está dividida em duas partes. A primeira parte analisará o crescimento do mercado ano a ano entre 1963 e 1981 indicando razões para as variações observadas. A segunda parte estudará mais especificamente a participação dos países nesse mercado. Procura-se saber o tamanho relativo do sistema bancário de cada país dentro do euromercado e também de que maneira esses países utilizavam esse mercado, ou seja, que países entravam emprestando ou tomando emprestado do euromercado e em que momento.

2.1 – Formação do Euromercado

2.1.1 – O que é o euromercado

O mercado de eurodólares (ou euromercado) é o nome que se dá ao mercado de títulos denominados em dólares emitidos fora dos Estados Unidos³⁴. Apesar do nome esse mercado não se resume a ativos negociados no mercado europeu. Outros países como Canadá e Japão participam do chamado euromercado ao negociar títulos em dólares embora a Europa tenha sido seu grande centro.

Segundo Moffit (1984), esse mercado nasceu em 1949, pouco depois da Segunda Guerra, quando os países socialistas estavam interessados em esconder suas transações internacionais em dólares, por receio de intervenção por parte do governo americano. Para fugir do controle dos EUA, China e URSS investiram seus dólares em bancos de Londres e Paris, ao invés de Nova Iorque criando o euromercado. Esse receio se mostrou justificado uma vez que durante a guerra da Coreia nos anos de 1950 o governo americano reteve todos os saldos identificáveis de Pequim nos Estados Unidos. Goodman (1982) coloca a data de criação do euromercado um pouco posterior. Segundo esse autor o euromercado teria nascido em 1957 pelos mesmos motivos alegados por Moffit, a transferência de dólares dos EUA para Inglaterra feita pela URSS para evitar congelamento de ativos por motivo político.

Segundo Schenk (1998), esse mercado já existira antes mesmo desse período, o que é consistente com a centralidade do mercado financeiro inglês que desempenhara o papel de potência anteriormente e como tal deveria negociar as principais moedas do sistema internacional como o dólar que já marcava presença devido ao tamanho da economia dos EUA. O relatório anual do *Bank of International Settlement (BIS)* de 1964 é o primeiro da instituição a fazer referência direta ao euromercado. Esse relatório não considera as transações do euromercado como algo novo. O relatório ressalta que o tamanho das operações é a grande novidade.

Schenk coloca que o euromercado chegou inclusive a ganhar espaço logo após a primeira guerra mundial, mas a crise financeira dos anos 1930 e os controles cambiais estabelecidos no seu decorrer sepultaram esse mercado até o renascimento do mesmo em 1949. É difícil saber o tamanho do euromercado por conta de seu caráter internacional e de que nenhum governo é diretamente responsável pelo seu crescimento e controle. Os dados são

³⁴ Alguns autores consideram que o euromercado é o mercado onde se negocia qualquer ativo internacional na Europa. Nesse trabalho segue-se a definição de outros autores para os quais o euromercado se resume ao mercado de dólares fora dos EUA.

bastante escassos especialmente para períodos anteriores a 1963. Uma das poucas estimativas é dada por Goodman (1982) que coloca o euromercado em meros 800 mil dólares em 1957.³⁵

De qualquer maneira, a grande expansão do euromercado que lhe dará importância única só ocorrerá posteriormente. A primeira estimativa dos ativos do euromercado do BIS coloca o mercado em cinco bilhões de dólares³⁶ em setembro de 1963. Existe uma grande quantidade de fatores que contribuíram para esse movimento que começou na segunda metade dos anos 1950. Esses fatores serão abordados em seguida.

2.1.2 - Fatores que atraíam os dólares para fora dos EUA

Uma condição *sinequa non* para a expansão do euromercado foi a livre conversão das moedas européias que estava suspensa desde os impactos da Segunda Guerra Mundial. A livre conversão foi retomada na segunda metade dos anos 1950 quando a economia européia começava a reconstruir parte de sua força anterior. Inicialmente a conversão só foi retomada em conta corrente. Apesar das críticas dos liberais que desejavam um ritmo mais acelerado de abertura da conta financeira, os governos, incluindo os EUA, ainda temiam uma fuga massiva de capitais da Europa. Os saldos em dólares acumulados pelos Bancos Centrais europeus graças à entrada de recursos americanos inicialmente através do Plano Marshall, outras transferências unilaterais, empréstimos, gastos militares e em seguida através de investimentos e importações dos EUA foram essenciais para garantir a retomada da conversão mesmo que limitada.

Inicialmente os saldos acumulados nos Bancos Centrais europeus e no BIS eram depositados no euromercado³⁷ sendo os principais fornecedores de dólares para esses mercados. As informações sobre essa participação não são muito precisas, mas Eizing (1964) cita que até o início de 1963 cerca de 2/3 dos fundos do euromercado pertenciam a órgãos oficiais. Schenk (1998) coloca essa participação em cerca de metade do total já em maio 1962. Ambos os comentaristas concordam que até o início dos anos 1960 os órgãos oficiais facilitaram o crescimento do euromercado com seus depósitos. Por exemplo, o banco central alemão, o Bundesbank, chegava a oferecer dólares em condições facilitadas até 1963.

³⁵ Aproximadamente 6,184 milhões em dólares de 2010

³⁶ Aproximadamente 35,7 bilhões em dólares de 2010

Somente entre 1963 e 1964 o contínuo aumento do mercado privado, especialmente dos bancos comerciais, parece tomar a maior parte do euromercado, tanto em ativos como em passivos. Essa mudança pode ser em parte atribuída ao recuo da participação dos órgãos oficiais, após uma pequena estremeçada no euromercado em decorrência de alguns defaults em operações com euromoedas. O *gap* que surgiu com a redução da participação dos órgãos oficiais foi preenchido principalmente por corporações americanas e em menor grau por royalties do petróleo. Em 1971, os bancos centrais se comprometem a não mais depositar seus dólares no euromercado, mas isso não impede o contínuo crescimento desse mercado que já não dependia desses recursos.

O Reino Unido em especial desempenhou um papel chave no desenvolvimento do euromercado. Inicialmente os ingleses acreditavam que a libra esterlina ainda seria uma moeda mundial no pós-guerra ainda presos ao passado tempos áureos quando a libra era “*as good as gold*”. Certamente a postura defensiva de Keynes nas negociações que levaram ao acordo de Bretton Woods deixa claro que a despeito dos desejos e pretensões da elite financeira inglesa, havia para os analistas mais realistas, uma debilidade estrutural externa da economia inglesa que na melhor das hipóteses limitariam muito o papel de proeminência que a City Inglesa passaria a ter no pós-guerra. A política inglesa de juros altos para conter a fuga de capitais e adicionalmente exercer um efeito antiinflacionário nos anos 1950, ao invés da imposição de maiores controles cambiais em relação aos eurodólares³⁸, pode ser atribuída a herança política da Inglaterra como centro financeiro do mundo que teve seu ápice no fim do século XIX³⁹. Essa herança deixou um grupo influente de financistas pró liberalização em torno do Banco da Inglaterra mesmo após sua estatização em 1949.

A política inglesa acabou abrindo uma oportunidade única para o euromercado, em 1955 quando eclode uma crise da Libra. Nos anos 1950 os ingleses estavam convencidos da necessidade de retomar a liberdade financeira que caracterizara seu sistema financeiro nos anos pré primeira guerra. Em 1952, o governo se comprometeu publicamente em liberar o Balanço de Pagamentos tanto na Conta Corrente quanto nas movimentações de capital que estavam bloqueadas em consequência da crise de 1947, exposta no capítulo 1. Em 1955, começa uma crise de confiança na moeda inglesa e, ao mesmo tempo, há um pequeno aumento da inflação na Inglaterra causado majoritariamente por questões internas, mas

³⁸ Controles cambiais em relação a libra foram estabelecidos, mas os dólares e outras moedas internacionais permaneceram com o mesmo grau de liberdade no sistema financeiro inglês.

³⁹ Antes da primeira guerra mundial 60% do comércio global era transacionado ou financiado em libras que também era a principal moeda de reserva depois do ouro.

também em decorrência da elevação do preço dos produtos importados que tem forte impacto sobre o índice de inflação inglês. A reação da Inglaterra foi uma significativa elevação da taxa de juros especialmente para combater a crise de confiança na libra, mas também para reduzir a inflação através da contração do crédito.

A ilusão de que a libra iria continuar a ser uma moeda central na nova economia global começa a se desfazer conforme as crises de confiança contra a libra vão se acumulando. Em especial a crise do canal de Suez em 1956⁴⁰ que se reverte em uma nova e mais expressiva fuga contra a libra. Em 1957 o governo inglês acaba por aprofundar os controles de capital da moeda inglesa banindo o uso da libra no financiamento do comércio exterior ao “bloco da libra esterlina⁴¹” e o refinanciamento de créditos em libra⁴². O governo era obrigado a reconhecer os custos de uma política liberalizante, ou, mais precisamente, a impossibilidade da adoção de tais políticas liberais dadas as condições estruturais econômicas da Inglaterra no período.

O enfraquecimento da libra não pode ser desconectado da desintegração do “bloco da libra esterlina”, fundamentalmente composto pelas colônias inglesas que conquistaram sua independência uma após a outra com o enfraquecimento do poderio inglês ao final da segunda guerra⁴³. Diante das crises da libra e do retorno dos controles um cenário de incerteza se

⁴⁰ A crise do Canal de Suez se iniciou quando presidente egípcio Gama Abdel Nasser decidiu nacionalizar o Canal de importância central para o escoamento do petróleo do Oriente Médio que estava sobre o controle de capital privado inglês e francês. França, Grã-Bretanha e Israel intervieram militarmente num claro movimento colonialista para impedir a nacionalização, o que desagradou os EUA interessados em manter diálogo com os governos da região. No final da crise o canal foi nacionalizado e os três países tiveram que desocupar a região. Essa crise é considerada por alguns autores como o marco do fim do Reino Unido como super potência. (YERGIN 2010)

⁴¹ Embora o termo área esterlina já fosse usado desde 1931 o chamado bloco esterlino foi oficialmente fundado em 1939 com o início da Segunda Guerra. O bloco da libra era formado pelos países que adotavam a libra como moeda oficial ou tinham o valor de sua moeda atrelado a moeda inglesa. O objetivo do bloco era defender o valor da libra e era formado por 83 países na década de 1950, a maioria dos quais tinham sido, ou ainda eram, colônias do império britânico.

⁴² Essas restrições serão banidas em fevereiro de 1959. (SCHENK, 1998)

⁴³ Entre 1945 e 1957 sete colônias declararam sua independência do Reino Unido. A maioria dessas localizadas na Ásia, nos anos 1960 seria a vez das colônias africanas se livrarem do jugo inglês. Certamente livres de laços políticos explícitos e podendo usar seus saldo em libras livremente tais países iriam, de forma natural, buscar os EUA, país mais desenvolvido economicamente e que, ao contrário da Inglaterra, aumenta de forma expressiva sua capacidade produtiva durante a guerra, tornando-se o grande parceiro comercial. O reaparelhamento produtivo do pós-guerra encontraria nos EUA, não só por parte desses países como pelo conjunto das nações, seu grande fornecedor de bens, principalmente de bens de capital e insumos intermediários.

estabelece, a alternativa de negociar títulos em dólares no mercado europeu foi uma saída que rapidamente ganhou adesão no centro financeiro da Inglaterra.

Em 1954, restrições para operações de câmbio futuro foram liberadas para os bancos ingleses abrindo uma nova gama de possibilidades que facilitará a explosão do euromercado. Em 1955, a taxa de juros inglesa dá um salto e mantém a tendência de alta até janeiro de 1958, refletindo a instabilidade da libra, reforçada pelos rumores de uma revalorização da moeda alemã frente a moeda inglesa que atrai capitais para o marco alemão e a cada vez mais intensa perda de confiança nas políticas britânicas. Dadas as baixas taxas de juros nos EUA o spread entre a taxa de juros americana e inglesa fica alta o suficiente para valer a pena captar dólares e aplicar no mercado inglês no curto prazo.

Os juros bancários na Inglaterra atingem 4,5% ao mês em 1958 enquanto a regulação Q, estabelecida nos EUA durante a crise dos anos 1930 como apresentado no capítulo 1, restringe a taxa de juros mensal americana em 1%. O primeiro banco inglês a se aproveitar dessa situação foi o Midland, atual HSBC, que se beneficia do diferencial oferecendo 1,875% ao mês para captar dólares. Em seguida o Midland vendia dólares por libras no mercado spot e depois recomprava os dólares com um prêmio de 2,125% no mercado futuro. O custo total de captação do banco era assim 4% (2,125% + 1,875%) enquanto os juros bancários eram 4,5%. Em três meses o Midland atraiu sozinho 80 milhões de dólares. O relacionamento próximo do Midland com bancos nos EUA facilitaram a inovação por parte dessa instituição. (SHENK, 1998)

O Banco da Inglaterra estava ciente desse processo e como ele minava a política monetária contracionista interna da Inglaterra, mas não impôs maiores controles nesse movimento financeiro já que o aumento de dólares no mercado inglês amenizava a perda de reserva em dólares do banco da Inglaterra decorrente da desconfiança contra a libra. O Banco da Inglaterra, em operação normal nessas situações estabeleceu uma taxa de juros que permitiu a acomodação automática dos estoques de riqueza privada, um mecanismo muitas vezes descrito como uma política de esterilização.⁴⁴

⁴⁴ É interessante notar que a maior parte da literatura mais histórico-institucional aqui mencionada parece seguir de forma acrítica uma visão, ainda que não explícita, do Modelo Mundell-Flemming, ou seja uma visão ortodoxa da relação entre balanço de pagamento, câmbio e estoque de moeda doméstica. Numa visão crítica e heterodoxa, adotando-se uma hipótese de taxa de juros exógena, fica claro que o banco central de um país ajusta a composição do portfólio de riqueza doméstica desejado pelo setor privado automaticamente através da taxa de juros que este determina de forma exógena e unilateral. Assim, qualquer aumento da entrada de recursos em um país irá se transformar em liquidez doméstica e/ou estoque de dívida pública de acordo com a taxas de juros sustentada pelo Banco Central.

Os controles cambiais introduzidos em meados de 1957, com o aumento de desconfiança sobre a libra e dos juros a partir do terceiro quadrimestre, se concentravam em certas operações com a libra fora do bloco esterlino: O uso da libra foi proibido pelo Tesouro Inglês para o financiamento comércio exterior (até 1959) e também foi proibido o refinanciamento de crédito em libras para evitar a fuga da moeda (até 1960).

Os motivos apresentados para não imposição de controles aos eurodólares, e sim somente a alguns usos da libra, são: Primeiramente a entrada de dólares no país compensou a brusca queda nas reservas internacionais de dólares do banco central inglês durante a crise de confiança. Em segundo lugar a operação não era contra a lei e proibir ou restringir as operações com dólares ia exigir uma lei muito restritiva.

O receio de que a estrutura a termo dos depósitos nesse mercado fosse inadequada tendo os riscos pesados de maneira irrealista e de que uma variação na taxa de juros pudesse disparar um aumento grande de volatilidade de capitais ou uma crise levou os órgãos reguladores da Inglaterra a ponderar se valeria a pena impor maiores restrições a esse mercado. A percepção da ineficácia de leis que não fossem muito restritivas foi expostano encontro do Banco da Inglaterra na segunda metade de 1962, citado em Schenk (1998), quando novamente a possibilidade de controles foram ponderados.

Segundo o sumário do encontro do Banco da Inglaterra⁴⁵ de 1962, exigir auto restrição seria “embaraçoso”, exigir uma margem de liquidez ia ser impossível por razões técnicas, exigir informações sobre a maturidade dos títulos ia ser muito oneroso para os bancos e operações suspeitas simplesmente não seriam relatadas pelas instituições bancárias. Provavelmente o fator dominante na decisão de não impor restrições ao euromercado de Londres é que tais medidas atrapalhariam a re-emergência do centro financeiro inglês. A despeito das desconfianças do Departamento do Tesouro da Inglaterra o objetivo de manter a importância do centro financeiro inglês predominou e o Banco da Inglaterra nada mais fez do que aconselhar precaução para os principais bancos ingleses em 1962. Várias vezes os controles de capitais foram uma possibilidade revista e abandonada pelo Banco da Inglaterra sempre se alegando esse último motivo.

Outra faceta do impulso à expansão do euromercado decorrente da política contracionista inglesa foi a restrição dos empréstimos públicos aos governos locais em outubro de 1955 que acabou por empurrá-los para o mercado monetário de mais curto prazo.

⁴⁵Summary of a meeting at the Bank of England, 16 August 1962. BE EID 10/21.

Os depósitos dos governos locais cresceram em aproximadamente £600 milhões entre 1958 e 1961 e os empréstimos de curto prazo aumentaram de 5,8% para 21,4% da dívida total desses governos entre 1955 e 1961. Esse sistema incentiva o crescimento do euromercado, pois as instituições financeiras emprestadoras usavam *swaps*⁴⁶ no mercado de eurodólares para oferecer crédito a custos menores que os que poderiam ser obtidos em um mercado com juros elevados, ou seja, as instituições financeiras atraíam dólares de fora do país e depois trocavam dólares por libras em operações de *swap* para poder oferecer empréstimos a custos mais baixos do que captando diretamente libras. (SCHENK, 1998) As operações de swap previnem os operadores contra movimentações de câmbio e contra restrições na oferta de dólares.

O fim das restrições a movimentação da libra esterlina em 1959 não reduziu a atratividade do eurodólar que era mais seguro e menos sujeito a controles. De fato, os controles sobre o fluxo de libras retornaram em 1961 e entre 1964 e 1967 quando novas crises cambiais se abateram sobre a Inglaterra. (HELLEINER, 1994)

Enquanto o Banco da Inglaterra se empenhava, com grande êxito, para deixar o euromercado o mais liberado possível, se opondo a visão mais desconfiada do Tesouro inglês, outros países da Europa foram mais reticentes quanto ao crescimento do novo mercado. No início dos anos 1960 vários países europeus foram adotando maiores restrições contra os eurodólares receosos das instabilidades que poderiam decorrer de um abrupto movimento de capitais assim como a presença de possíveis irregularidades nesse mercado que levassem a um aumento do risco de crédito. Os movimentos de capitais se tornaram mais fortes no início dos anos 1960.

Outra preocupação era o aumento de risco e incerteza que o euromercado poderia introduzir no sistema financeiro, em 1963 houve corridas contra bancos da Suíça e da Alemanha após o default de alguns empréstimos no euromercado o que foi chamado de “minicrise” por Einzig (1964). Em setembro de 1962 o banco central italiano exigiu a restrição do euromercado nos seus bancos, em 1963 o conselho nacional de crédito francês decidiu que os bancos franceses não poderiam pagar juros a depósitos estrangeiros. Suíça, Suécia e a Alemanha Ocidental também impuseram restrições ao euromercado em meados dos anos 1960. Chegou-se a pensar que o euromercado iria declinar a partir de então, mas isso não ocorreu. Seu efeito foi de reforçar a atuação da praça londrina dado o diferencial institucional favorável que o mercado inglês dispunha.

⁴⁶Uma operação de swap é uma troca entre o risco e a rentabilidade de determinados ativos no caso se fazia um swap cambial trocando dólares por libras e trocando o risco de variação do câmbio por um taxa pré-fixada.

A maior liberdade financeira que o euromercado oferecia, em especial o centro financeiro londrino, logo começou a atrair o interesse de outros bancos europeus e japoneses. No caso dos bancos japoneses os custos altos de captação no mercado japonês tornavam o euromercado especialmente atrativo para captar recursos. Posteriormente quando o Japão começou a acumular um grande saldo de dólares o euromercado foi uma maneira de conseguir emprestar os dólares a taxas mais altas.

Outros fatores para o crescimento do euromercado podem ser colocados nos períodos mais tempestuosos dos anos 1970. Os países exportadores de petróleo acumulam grandes saldos comerciais em dólares que eram reciclados para financiar os países importadores de petróleo gerando um crescente endividamento dos últimos. Esse movimento ganha muita força após o grande aumento de preços promovido pela OPEP no chamado primeiro choque do petróleo de 1973 e no chamado segundo choque em 1979⁴⁷. A reciclagem desses ativos ocorria dentro do euromercado onde foram denominados de “petrodólares”. Essa reciclagem foi um importante fator no aumento do euromercado.

Nesse mesmo período os empréstimos para o desenvolvimento do terceiro mundo ganharam força. O crescimento dos fundos no euromercado levava os bancos a procurarem os tomadores mais diversos e o diferencial de spread que o terceiro mundo oferecia era tentador. Além de participar ativamente do financiamento do terceiro mundo o euromercado parte também para outros clientes inesperados no segundo mundo, o bloco soviético. Os fatores mais importantes nesse aumento dos empréstimos para o bloco soviético foram o crescimento do comércio Leste-Oeste na Europa de 1964 em diante e o relaxamento da política de restrições americanas no governo Nixon. (MOFFIT,1984)

2.1.2- Fatores que levavam a saída dos dólares dos EUA

⁴⁷ Essa perda de controle do preço do petróleo por parte dos EUA, que controlaram essa commodity desde o início de seu uso generalizado, ocorre por inúmeros fatores entre eles: Aumento da demanda mundial de maneira que acaba a abundância de oferta predominante no período pós-guerra, aumento do nacionalismo árabe, desvalorização do dólar e consequente criação da OPEP, fim do domínio inglês sobre regiões estratégicas, revolução do Irã de 1979, Guerra árabe-israelense e aumento da competição pelo petróleo. Para mais detalhes ver Torres (2004).

É importante lembrar os tetos para as taxas de juros oferecidas na captação de depósitos nos EUA e as limitações que os bancos comerciais sofriam nesse país para entrar na área dos bancos de investimento (emissão e negociação de *securities*), comentadas no capítulo 1. Essas regulações estabelecidas em decorrência da crise de 1929, como descrito no capítulo anterior, aumentaram o desejo dessas instituições usarem o mercado de eurodólares.

Foi justamente nos anos 1960 que os tetos para os juros oferecidos pelos bancos comerciais nos EUA, dentro da Regulação Q, começam a dificultar o tipo de funcionamento que a máquina financeira americana vinha operando. Anteriormente, esses tetos, fora períodos muito curtos na segunda metade da década de 1950, estavam muito acima dos juros médios oferecidos pelas instituições financeiras não implicando real restrição das taxas exceto no caso de aplicações extremamente arriscadas em que juros mais altos seriam necessários para atrair financiamento.

Nos anos 1960 o aumento da inflação e conseqüentemente dos juros nominais americanos levam a taxa de juros dos títulos públicos para bem acima dos tetos estabelecidos, em 1962 o problema é remediado aumentando-se significativamente o teto dos juros da regulação Q de 2,5% para 4% ao ano. Esse aumento é, porém insuficiente diante do maior aumento dos juros e da inflação na segunda metade da década o que começa a prejudicar as instituições restringidas.

Esse problema, dos juros nominais dos títulos públicos estarem bem acima dos tetos permitidos para as instituições financeiras, se torna evidente entre 1966 e 1979 quando o spread entre as duas taxas passa 3% em diversas ocasiões. Além da restrição aos bancos comerciais, existente desde a década de 1930, o aumento da inflação leva ao estabelecimento de tetos dos juros para captação de outras instituições financeiras que até então estavam livres dessas regulações. A regulação Q e os tetos dos juros que ela implica são estendidos para os bancos de poupança mútua e para as *savingandloanassociations* (S&L), instituições conhecidas como *thrifts*⁴⁸ no sistema financeiro americano, em 1966.(GILBERT 1986)O objetivo dos novos tetos era impedir a competição pelos depósitos entre essas instituições e os bancos comerciais em um ambiente de juros altos o que para os legisladores elevaria os juros cobrados pelos empréstimos ao setor imobiliário, setor vital na economia dos EUA. Os tetos estabelecidos para essas instituições foram um pouco mais altos dos disponíveis para as

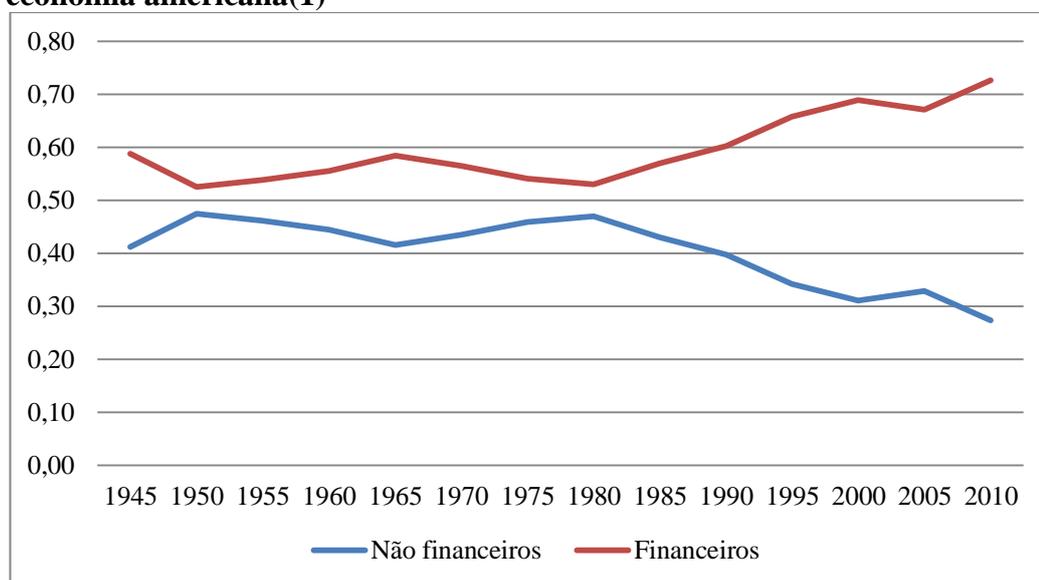
⁴⁸ Segundo a *Regulation Q*, *Asthrifts* são associações de empréstimo e poupança (S&L) e bancos de poupança mutua que se especializam em empréstimo hipotecário são conhecidas como *thriftinstitutions*.

instituições bancárias, pois esses segmentos trabalhavam com hipoteca, ou seja, empréstimos de mais longo prazo que se desejava expandir.

Mesmo com a liberação dos tetos em junho de 1970 para depósitos acima de US\$ 100.000⁴⁹ os tetos continuaram a restringir a atração que as *thrifts* e os bancos comerciais podiam oferecer para um grande número de contas. As instituições depositárias procuram escapar do teto de várias maneiras; criando outros tipos de contas remuneradas que estivessem fora das especificações da regulação Q, através da securitização e por meio do controle de outras instituições financeiras, mas essas saídas estavam sendo elaboradas e ainda não contornavam totalmente o problema.

Apesar do contínuo crescimento dos ativos financeiros em termos absolutos nesse período e sua participação relativa majoritária na economia americana como um todo, a participação no PIB é razoavelmente estável no pós-guerra até os anos 1980 quando se desregula o mercado financeiro. Essa rápida expansão posterior está ligada também a outras causas, as quais serão abordadas posteriormente no trabalho, como fim do câmbio fixo e processo de inovações financeiras.

Gráfico 2 - Participação dos ativos financeiros e não financeiros na economia americana(1)



Fonte: Federal Reserve, *fund flow accounts* diversos anos.

(1) Valores entre 1945 e 1955 estão aproximados por falta de dados podendo não corresponder exatamente aos especificados no gráfico, mas a tendência relativa entre os dois setores é certamente a que se apresenta.

⁴⁹ Cerca de US\$ 560.000 dólares se atualizado para o ano de 2010, ou seja, somente para os muito ricos.

A regulação Q afetou negativamente a participação dos ativos bancários no setor financeiro. Em 1950 os bancos controlavam 49,1% dos ativos enquanto em 1960 esse valor caiu para 36%. Esses ativos migraram principalmente para as instituições de poupança e para os fundos de pensão embora outras instituições financeiras também tenham se beneficiado.

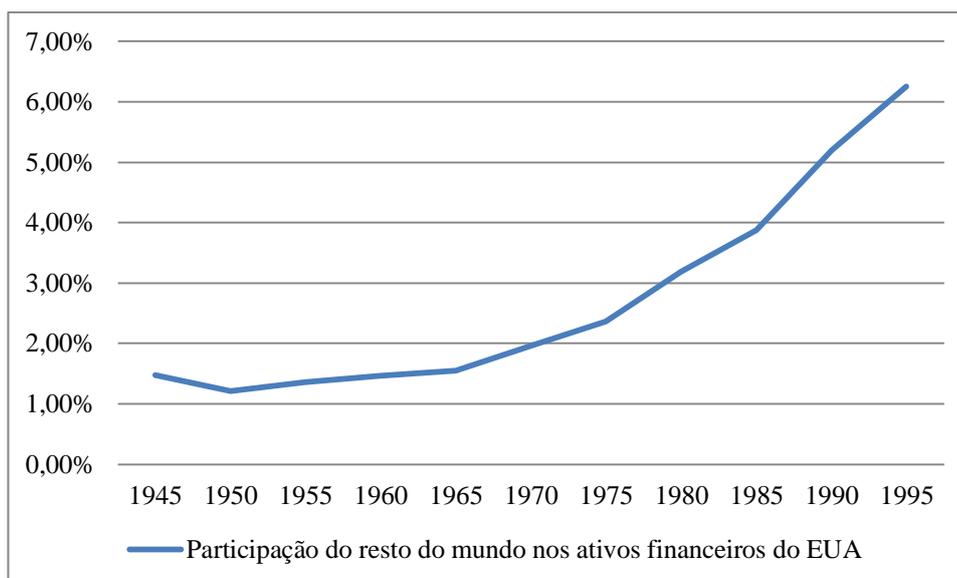
Para driblar a regulação os bancos criaram o Certificado de Depósito (CD) negociável. Esse certificado foi inventado nos EUA já em 1961 e era vendido com vencimento de 30 a 180 dias e com juros competitivos, pois não se enquadrava na regulamentação Q. Na prática os CD não eram nada mais do que um depósito a prazo remunerado acima dos tetos estabelecidos. Em 1966 a regulação Q passou a cobrir os CDs também fechando essa oportunidade nos EUA. No entanto, nesse meio tempo os CDs já haviam começado a ser oferecidos na Europa desde 1964 e passaram a ser um importante mecanismo para atrair capital no euromercado especialmente quando os CDs foram regulados nos EUA. Helleiner (1994) aponta que esse é um período de lucros financeiros cadentes nos EUA enquanto Parboni (1980) aponta como os lucros no exterior rapidamente se tornam relevantes nos maiores bancos americanos.

Assim, as restrições a expansão financeira e creditícia interna aos EUA levam mais capitais a emigrar para o exterior. A possibilidade de oferecer taxas mais altas e operações de bancos de investimento no exterior leva o mercado financeiro americano a se amalgamar com os bancos europeus que têm experiência local, mas não o poder de capital que os bancos americanos haviam acumulado.

Nesse contexto duas instituições bancárias se expandiram com o crescimento desse mercado: O Banco de Consórcio Multinacional, associação entre bancos americanos que forneciam grande capital e bancos europeus que forneciam experiência nas operações internacionais; e as agências insulares que ficavam em paraísos fiscais e ajudavam os bancos a driblar a legislação financeira americana e também a européia. (MOFFIT, 1984)

É nesse período que a participação do resto do mundo nos mercados financeiros americanos começa a ganhar espaço, uma tendência que não será mais alterada independente das grandes transformações que o sistema financeiro iria sofrer. Esse é um bom indicador do viés internacionalizante do sistema financeiro especialmente ao se considerar que o mercado financeiro americano é, por larga vantagem, o maior do mundo.

Gráfico 3 - Participação do resto do mundo nos ativos financeiros dos EUA



Fonte: Federal Reserve, fund flow accounts, diversos anos.

(1) Valores entre 1945 e 1955 estão aproximados por falta de dados podendo não corresponder exatamente aos especificados no gráfico, mas a tendência apresentada no gráfico é correta. Em 2010 o valor atingiu 10,81%.

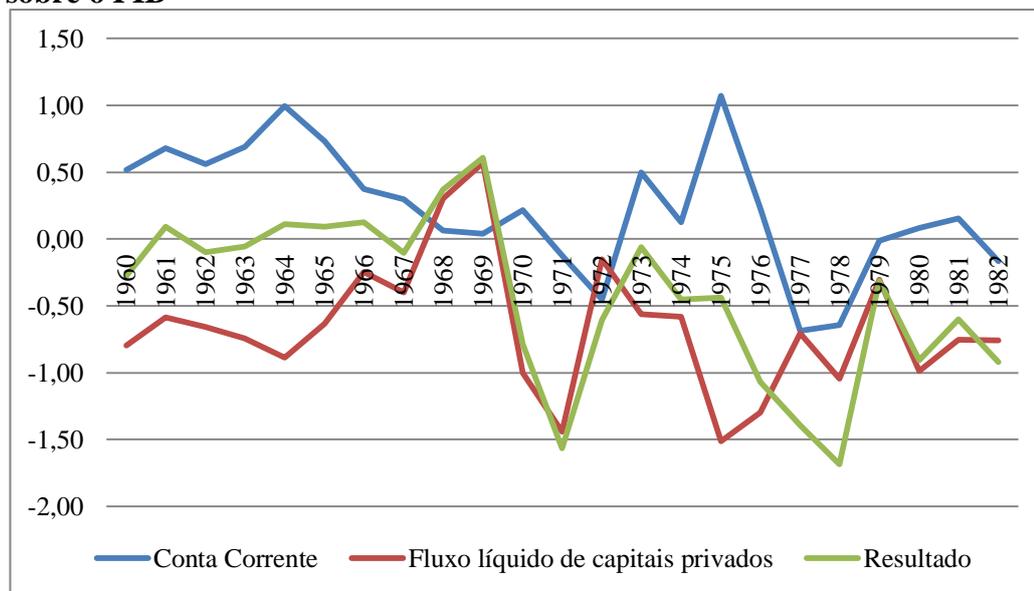
A rápida redução dos saldos externos americanos na segunda metade dos anos 1960 também levará mais dólares para o exterior. Essa virada histórica no Balanço de Pagamentos decorre principalmente da recuperação da economia européia arrasada após a Segunda Guerra. O gráfico 4 indica o saldo da conta externa americana sobre o PIB americano. Pode-se observar como a queda no saldo das transações correntes contribui decisivamente para a redução dos saldos externos positivos da economia americana apesar de uma melhora temporária com o primeiro choque do petróleo em 1973. Já o fluxo de capitais privados opera quase o tempo todo no negativo.

Mesmo que o gráfico não faça essa distinção é bom acrescentar que essa mudança na Conta Corrente se dá especialmente por uma mudança no saldo comercial que cai de cerca de 6800 milhões para 607 milhões entre 1964 e 1969 representando quase a totalidade da mudança nas contas correntes nos anos 1960. Embora ocorra uma melhora concomitante na Conta Capital dos EUA, ela é insuficiente para compensar o déficit em Conta Corrente levando a alguns déficits no balanço de pagamentos nesse período. No decorrer dos anos 1970 o saldo externo americano passa a operar no negativo sendo esse o fim da posição americana de grandes credores mundiais que foi construída durante a Segunda Guerra.

É curioso notar que os choques do petróleo agiram positivamente sobre o balanço externo americano. O saldo comercial apresentou significativa melhora tanto em 1973 quanto

em 1979. Isso não quer dizer que o choque foi bom para economia americana dado o impacto negativo no crescimento e na inflação, mas mostra como os EUA têm maior capacidade para lidar com a situação adversa por ter mais disponibilidade de petróleo e fontes alternativas de energia como o gás natural, assim como maior poder financeiro por operar com a moeda internacional e possuir poderosas instituições financeiras.

Gráfico 4 - Conta corrente e fluxo líquido de capitais privados dos EUA sobre o PIB



Fonte: Bureau of Economic Analysis

Até o início dos anos 1970 o sistema internacional ainda operava com o valor do dólar fixado na paridade com o ouro. Embora o grosso da circulação monetária não ocorresse através do ouro e sim dos dólares, como antes havia ocorrido com a libra esterlina na época da supremacia inglesa, o ouro tinha o papel de manter a crença de uma referência de valor constante. Assim, déficits na Conta Corrente americana poderiam minar o valor do dólar.

Preocupados com os déficits internacionais os EUA estabeleceram controles de capitais de maneira a evitar a saída de dólares. O primeiro desses foi o Imposto equalizador de juros (*interestequalizationtax* - IEJ) estabelecido em julho de 1963, o IEJ foi arquitetado por Robert Roosa durante o governo Kennedy. O imposto incidia na tomada de empréstimos por estrangeiros nos Estados Unidos chegando a 15% para ações e títulos de dívida de longo prazo com direito a algumas isenções. Como o gráfico acima pode demonstrar o imposto parece ter sido bem sucedido em melhorar, ou restringir, a saída de capitais dos EUA.

O IEJ foi criado com previsão de vigorar até 1966, mas foi sucessivamente renovado tendo durado até 1974. Em 1964 o IEJ foi expandido para também abranger alguns empréstimos de curto prazo. Já no governo Johnson, dois outros programas para manter os

recursos nos EUA foram estabelecidos, em 1969 o Programa Voluntário de Restrição ao Crédito Exterior (PVRCE) e pouco antes as novas regras para o investimento no estrangeiro sancionadas pelo Departamento de Investimento Direto no Estrangeiro (DIDE). O PVRCE tinha por objetivo levar os bancos a estabelecerem tetos voluntários para empréstimos a entidades estrangeiras. Já as novas regras do DIDE procuravam levar as empresas americanas a repatriar mais de seus lucros no exterior melhorando a conta externa americana. Em 1968 Johnson tornou obrigatória as regras do DIDE. (MOFFIT, 1984)

Para Moffit (1984) essa regulação restrita foi essencial para reforçar a tendência do crescimento relativo da atividade bancária de agências americanas em território europeu Europa incentivando o crescimento do euromercado onde uma regulação mais frouxa estava estabelecida As novas regras do DIDE não se aplicavam aos bancos que continuavam a financiar suas atividades no exterior. A restrição estabelecida pelo DIDE também incentivou as empresas multinacionais americanas a procurar se financiar dentro do próprio mercado europeu o que levou os bancos americanos a segui-las intensificando sua participação no euromercado. A concorrência pelos novos mercados somente acelerou esse movimento. Todo esse processo impulsionou a fusão do mercado financeiro internacional, nos anos 1970, os lucros externos dos maiores dez maiores bancos americanos já eram maiores que os lucros internos.

Outra prova da crescente interação dos bancos americanos e europeus foram os movimentos de capitais que os bancos americanos passaram a efetuar quando a política monetária se tornava mais restritiva nos EUA. Sempre que os juros subiam excessivamente os bancos captavam dólares na Europa e ofereciam mais barato nos EUA compensando o aperto creditício interno. Esse movimento se tornou parte do sistema aumentando o tempo que uma política restritiva levaria para tomar efeito nos EUA. (MOFFIT, 1984)

2.2 - Limitações financeiras de Bretton Woods

2.2.1 - A moeda internacional

Nesta seção buscaremos mostrar como não apenas as questões institucionais de regulação e as mudanças drásticas em algumas variáveis macroeconômicas como a inflação explicam totalmente o surgimento e a ampliação do Euromercado. O formato institucional de Bretton Woods e sua falência desempenham um papel central. A própria constituição do sistema monetário de Bretton Woods, que como vimos no capítulo anterior refletiu em muito uma tentativa de evitar a anarquia do câmbio flutuante do entre guerras, já levantava tensões internas que, dadas a mudanças na economia mundiais do pós-guerra, levariam a seu fim.

Segundo o acordo de Bretton Woods as reservas dos países centrais poderiam ser em ouro ou qualquer moeda conversível para o ouro. Na prática o ouro e o dólar se tornaram os principais ativos de reserva internacional. O poderio americano, o enfraquecimento das economias européias e, em menor grau, a maior facilidade de realizar transações em dólar do que em ouro levaram a moeda americana a ser o principal meio de troca. Bretton Woods funcionou bem até os anos 1960 quando o sistema começou a ser contestado. Um dos principais pontos de Bretton Woods acabou por ser desfeito unilateralmente pelos EUA em 1971 quando o dólar deixa de ser conversível para o ouro fazendo a principal moeda de reserva internacional inconvertível. Este trabalho colocará duas visões sobre a crise de Bretton Woods, a visão que está relacionada com o dilema de Triffin⁵⁰ e a visão de Serrano (2002; 2004).

O “dilema de Triffin” está conectado com o aumento na quantidade de dólares no sistema monetário internacional que ocorre pelos seguintes motivos; inicialmente por causa do Plano Marshall, em seguida pelos gastos militares externos envolvidos especialmente com as guerras da Coreia 1950-1953 e do Vietnã 1964-1975⁵¹ e do estabelecimento de bases militares americanas ao redor do globo e finalmente pela redução dos saldos em conta corrente não compensados pela melhora na conta capital, o que resulta em um balanço de pagamentos cronicamente negativo na segunda metade dos anos 1960.

Esse aumento de dólares cumpriu um importante papel ao facilitar a reconstrução dos países arrasados pela guerra e o desenvolvimento de outras áreas de interesse dos EUA ao

⁵⁰ Interpretados por Parboni (1981) e Moffit (1985)

⁵¹ Os EUA estavam envolvidos com a guerra do Vietnã desde 1950 quando apoiaram os franceses contra os vietnamitas. O ano de 1965 foi quando os americanos enviaram tropas terrestres pela primeira vez, embora o envolvimento dos EUA no conflito tenha sido crescente em todo o período 1950-1975.

mesmo tempo em que garantia os interesses americanos, mas o sistema tinha, segundo Triffin, um problema. Como o dólar estava atrelado ao ouro, sua crescente expansão levaria dúvida se o dólar manteria sua paridade com o ouro estabelecida em Bretton Woods criando uma potencial fuga para o metal. Por outro lado, caso a expansão de dólares cessasse o crescimento econômico estaria ameaçado. Esse ficou conhecido como o dilema de Triffin que avisou sobre o problema já em 1959, o mesmo ano em que a quantidade de dólares em circulação supera a quantidade de ouro em reserva nos EUA. Em 1960 surge a primeira especulação contra o dólar e mercados paralelos em Londres negociam o ouro a US\$ 40 a onça troy enquanto o valor fixado era de US\$ 35 a onça.

Marglin e Schor (1984) criticam Triffin ao afirmarem que, para Triffin, os dólares teriam de vir de déficits na balança de pagamentos americana e, no final, o excesso de dólares no sistema internacional surgiu pelo crédito criado no mercado de eurodólares. Independente disso, admitem que Triffin percebeu o mecanismo que levaria ao fim do padrão dólar-ouro. A expansão monetária e o déficit do governo com o desemprego em baixa e uma classe trabalhadora organizada levaram a um lento aumento da inflação que foi de 1,5% no início dos anos 1960 para 4,7% em 1968, nos EUA, o que é uma mudança significativa para os padrões americanos.

Para manter as taxas de câmbio fixas com o excesso de dólares outros países intervieram no mercado vendendo suas moedas. Assim a expansão monetária se propagou importando a inflação para fora dos Estados Unidos segundo o modelo Mundell-Fleming (ver nota 11). Os dólares americanos eram investidos em letras do Tesouro americano, o que financiava o déficit orçamentário dos Estados Unidos. De Gaulle, presidente francês entre 1959 e 1969, chegou a propor o retorno ao padrão-ouro para acabar com o “privilégio exorbitante” dado aos Estados Unidos pelo sistema Breton Woods; o privilégio de poder emitir a moeda internacional e usufruir ganhos de senhoriagem. De Gaulle não teve apoio para tal ideia, mas começou a trocar os dólares franceses por ouro americano. Reforçando especulações contra o dólar e a favor do ouro.

Já Serrano (2002) rejeita o dilema de Triffin. Serrano ressalta que o padrão ouro, seja o dólar-ouro predominante durante a vigência dos acordos de Bretton Woods entre 1946 e 1971, seja o libra-ouro predominante anteriormente entre 1819 e 1914, o comércio mundial não dependia da existência de fluxos internacionais de ouro⁵². Uma vez que o país emissor da

⁵² Embora a possibilidade de fazê-lo fosse indispensável

moeda internacional tenha um saldo de conta corrente persistentemente não negativo⁵³, evitando a saída de ouro, este país pode financiar o resto do mundo através de um fluxo de capitais de longo prazo compensados pela entrada de capitais de curto prazo e pelo saldo da conta corrente. A entrada de capitais de curto prazo é garantida, pois o resto do mundo, ao acumular saldos com a entrada de capitais de longo prazo, busca depositá-lo no país emissor da moeda chave comprando ativos de alta liquidez e que rendam juros.

Nessa visão, mesmo que o multiplicador “monetário do ouro” seja um, ou seja, mesmo que não seja possível aos bancos comerciais criar ouro como o fazem com moeda, o aumento do fluxo de entrada de capitais de curto prazo e saída de capitais de longo prazo aumenta a velocidade de circulação da moeda do país central permitindo a expansão da economia global sem constrangimento por parte da oferta monetária⁵⁴.

Se o país emissor da moeda internacional mantiver déficits seguidos na sua conta corrente passará a ter um passivo externo cada vez maior o que acarretará em uma obrigação externa em ouro cada vez maior. As captações de curto prazo teriam que crescer e acabariam por criar um passivo externo líquido positivo levando a perda de ouro. O país central não pode escapar dessa situação com uma desvalorização unilateralmente da sua moeda, pois ficará ameaçado de sofrer uma crise de confiança levando a corrida contra a sua moeda e a favor do ouro que ameaçaria a centralidade da sua moeda no sistema internacional.

Dispor da moeda internacional no padrão ouro permite ao país emissor financiar déficits constantes de seu balanço de pagamentos e permite determinar a taxa de juros global já que a sua moeda é a internacional. Esse é um privilégio que os EUA não queriam perder. O aumento do poder de compra do ouro também tinha um segundo problema. A URSS era a maior produtora de ouro no mundo⁵⁵ e o ganho de importância do ouro não era do interesse dos EUA em plena guerra fria. (SERRANO, 2002)

Embora com interpretações bem diferentes Triffin e Serrano levantam a questão do efeito desestabilizador que déficits externos americanos traziam ao sistema estabelecido até então. Sendo esses déficits desestabilizadores atribuídos ao balanço de pagamentos no caso de

⁵³Podendo ser positivo ou nulo

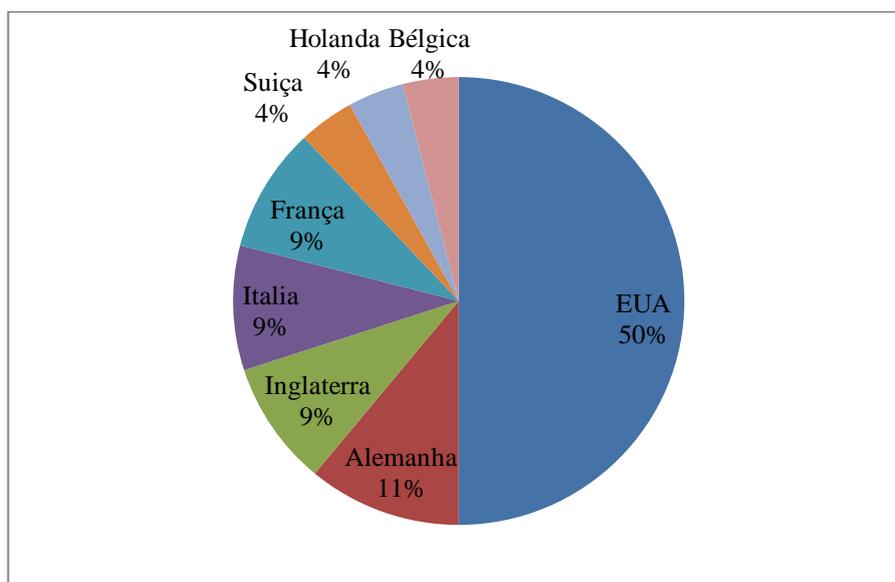
⁵⁴Respeitando a igualdade $MV = PY$. Moeda vezes velocidade de circulação é igual a nível de preços vezes produto real da economia. Bom lembrar que Keynes não negou essa igualdade, apenas afirmou que poderia haver variações bruscas na velocidade de circulação da moeda sendo necessária a atuação governamental para estabilizá-la.

⁵⁵ Junto com a África do Sul que era aliada dos EUA.

Triffin e a conta corrente na análise de Serrano. Como visto anteriormente, as duas contas estavam se deteriorando.

Para manter o sistema Bretton Woods os Estados Unidos montaram um esquema para sustentação do dólar em 1961 o *London Gold Pool*. Esse fundo comum de ouro foi usado para segurar as ondas especulativas e manter o preço do metal dourado a US\$ 35 a onça. Além dos EUA, sete países contribuíram para esse fundo, sua participação relativa pode ser visualizada no gráfico abaixo. Linhas de crédito em moedas estrangeiras, restritas aos bancos centrais, foram criadas para equilibrar o valor das moedas.

Gráfico 5 - Participação no *London Golden Pool*



Fonte: Meeting of the Federal Open Market Committee, 12 Dezembro, 1967

Inicialmente o fundo conseguiu segurar o valor do ouro. Esse papel foi facilitado pela venda de ouro pela URSS que detinha parte significativa do ouro mundial sendo uma das grandes produtoras do metal. O fundo conseguiu inclusive aumentar seu saldo até 1965 atingindo cinco vezes seu valor original, o equivalente a US\$ 1,5 bilhões de dólares, mas a piora da balança externa americana na segunda metade dos anos 1960, o abandono do fundo pela França em 1967, que declarou que o fundo só servia para defender os interesses anglo saxões dos EUA e da Inglaterra, e a corrida contra a libra colocam o fundo em cheque. Em março de 1968 o fundo é abandonado frente a uma forte corrida em busca do ouro. O mercado de ouro é fechado por algumas semanas e a partir de então o ouro passa ser negociado em dois mercados. Um é o mercado “monetário” que mantém o preço como acordado em Bretton Woods e o outro é o “não monetário” onde o valor do ouro pode flutuar.

Em 1968 foi feita uma experiência com apoio dos Estados Unidos para criar uma moeda internacional que poderia substituir o papel do dólar e do ouro, o sonho que Keynes defendera na reunião de Bretton Woods. Essa seria o Direito Especial de Saque (DES) emitido pela primeira vez pelo FMI em 1970 e teve seu valor original igualado a moeda americana⁵⁶. Segundo Parboni (1981), a iniciativa teria sido inicialmente aceita para conter a idéia francesa de voltar ao padrão ouro, mas os Estados Unidos acabaram colocando barreiras intransponíveis ao aumento do papel do DES ao negar sua conversão por dólares e ao negar firmemente o aumento de oferta do DES, que não tem liquidez o suficiente para se tornar um possível substituto do dólar.

Como visto, controles diretos sobre o capital foram estabelecidos em 1968, mas nem isso melhorou o balanço de pagamentos americano. Entre 1968 e 1969 os Estados Unidos começaram uma política mais restritiva com juros mais altos e aumento dos impostos, a economia americana desacelerou rapidamente e o presidente Nixon, visto como conservador, adotou uma política keynesiana expansionista fiscal e monetária em 1970 e 1971 para acabar com a recessão e enfrentou a inflação com controle de preços e salários⁵⁷. A economia se recuperou e a inflação se reduziu um pouco até 1972, mas a conta corrente americana caiu no negativo e os EUA passam a se financiar com recursos externos.

Antes de partir para uma medida mais drástica os americanos tentam convencer os países aliados a valorizarem as suas moedas e a adotar políticas fiscais expansivas de maneira que o déficit americano se reduzisse ao expandir a demanda dos aliados. Essa era a política das “três locomotivas” segundo a qual as três potências capitalistas da época, EUA, Japão e Alemanha, deveriam dividir a tarefa de puxar a economia mundial não deixando essa tarefa somente para os EUA. Os aliados, entretanto resistem a esse tipo de medida fazendo somente pequenas concessões fiscais e monetárias. Avalorização do marco em 1970 e do yen em 1968 são insuficientes para sanar o déficit americano. (SERRANO, 2004)

Em 1971, culpando o dólar valorizado como resultado dos déficits americanos, Nixon anunciou que os EUA estavam renunciando unilateralmente aos acordos de Bretton Woods e que os dólares não seriam mais conversíveis em ouro. É importante ressaltar, como fez Parboni (1981), que os Estados Unidos poderiam ter procurado primeiramente desvalorizar a sua moeda em relação ao ouro mantendo os acordos de Bretton Woods, mas

⁵⁶ Em 1973, com o fim do câmbio fixo, o valor do DES passou a ser definido por uma cesta de moedas quatro moedas que contêm pesos diferentes de dólares, euros, yens e libras.

⁵⁷ Foi nessa ocasião que Nixon fez sua famosa declaração: “Somos todos keynesianos”

escolheu acertadamente romper a conversão se libertando de vez do constrangimento externo e evitando fuga de ouro do país⁵⁸. Não seria mais necessário que os Estados Unidos mantivessem um superávit em conta corrente para financiar a sua conta de capital, podendo simplesmente imprimir dólares já que a moeda havia perdido o lastro. Inegavelmente, uma grande desvalorização do dólar, mantendo o lastro, poderia ameaçar o seu papel como moeda internacional o que foi evitado com o fim da conversão.

Os governos estrangeiros não poderiam mais trocar dólar por ouro, além disso, foi anunciada uma taxa de 10% sobre as importações e controles de preços e salários. Os europeus e japoneses protestaram vigorosamente contra as medidas, mas uma guerra comercial aos moldes de 1930 não foi deflagrada. Os outros países desenvolvidos não desejavam ou estavam incapacitados de se colocar ativamente contra as medidas. Como resultado, o plano foi um sucesso, a inflação se reduziu, um pouco graças aos controles de preços, e o país voltou a crescer e o ouro perdeu muito de sua importância comercial deixando espaço para o dólar.

Outra importante etapa no afastamento do papel do ouro foi o artigo aprovado em 1976 no FMI que abolia o preço oficial do ouro, impedindo o FMI de aceitar ouro como contribuição e, mais importante ainda, impedia os países membros de fixarem o valor de sua moeda em ouro. Apesar de o ouro ainda ter desempenhado importante papel como reserva de valor nos anos 1970, como em 1979, quando seu preço atingiu US\$ 300 a onça, seu papel como moeda internacional ficou condenado pela resistência americana, que possuía um grande estoque de ouro e podia, em parte, manipular o preço do metal. A partir de 1980 o ouro entra em tendência de queda até o início dos anos 2000.

2.2.2 - Taxas de câmbio flutuantes

Um dos pontos nevrálgicos para a expansão do euromercado que ainda não foi abordado foi o fim das taxas fixas de câmbio. O processo de transição entre taxas fixas para taxas flutuantes é complexo e marcante para o mercado financeiro global se conectando diretamente com o fim dos acordos de Breton Woods.

Como mencionado anteriormente, os acordos de Bretton Woods de 1944 estabeleceram que o dólar teria seu valor fixo em US\$ 35,00 a onça. Além disso, foi acordado

⁵⁸ Embora o ouro não pudesse mais sair do país o impacto inicial do fim da conversão foi uma fuga de capitais dos EUA em 1971.

que as taxas de câmbio dos países envolvidos iriam variar no máximo em 1% em torno do dólar e que variações maiores só seriam permitidas com a aprovação do FMI em caso de desequilíbrios crônicos no Balanço de Pagamentos.

Após a correção da maioria das moedas européias em 1949 houve um período de estabilidade cambial que durou até 1968. Das principais moedas internacionais somente o franco francês foi desvalorizado acima do limite uma vez em 1958, quando a livre conversão retornou a Europa, a peseta espanhola, de menor importância, foi desvalorizada algumas vezes e o marco alemão foi valorizado uma vez pouco acima do limite estipulado. Fora essas poucas exceções o câmbio de todas as principais moedas yen, libra, marco, lira, franco suíço, dólar australiano,... mantiveram-se constantes.

Os acordos de Bretton Woods levaram assim a um período de grande estabilidade cambial. As moedas desvalorizadas dos europeus e do Japão e a reconstrução que se seguiu após a guerra levaram esses países a ter um saldo comercial cada vez melhor com os EUA. Vendo seus saldos se reduzirem os EUA buscam, como visto, convencer seus aliados a revalorizar suas moedas de maneira que o dólar mantenha o seu valor, mas fique relativamente desvalorizado.

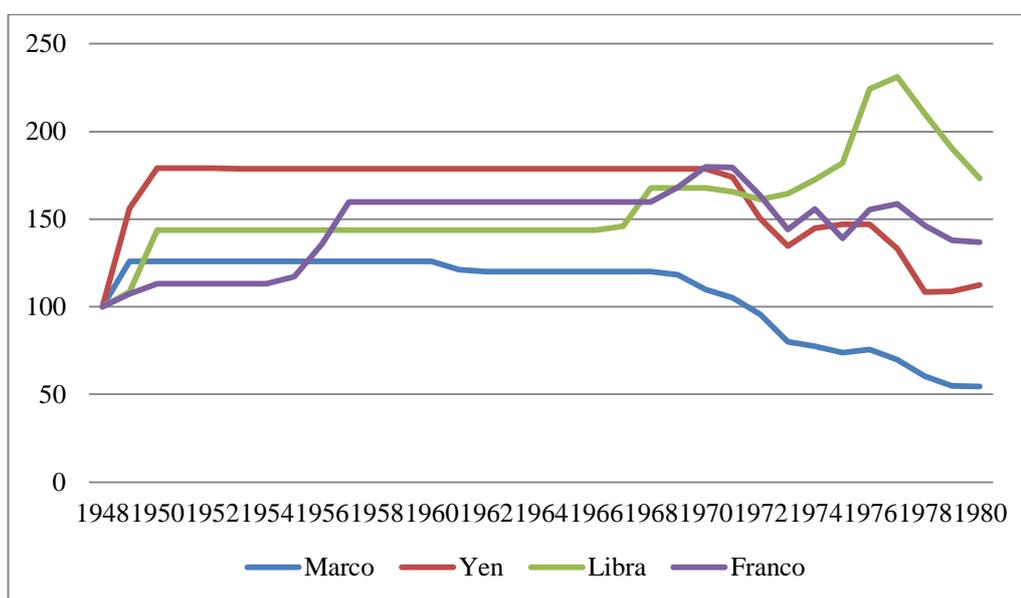
Como os aliados resistem a adotar política monetárias expansionistas, quando ao final dos anos 1960 os EUA as adotam ficava pavimentado o caminho para a ruptura de uma vez por todas com a conversibilidade com o ouro em busca de desvalorização cambial, e assim eliminar qualquer restrição que o resultado externo pudesse ter nos objetivos econômicos dos EUA como indicado nas interpretações de Serrano e Triffin.

As taxas de câmbio flutuantes ainda eram vistas com maus olhos em 1971 e os países centrais tentam entrar em um acordo para manter a estabilidade cambial. A tentativa de manter o controle das moedas ocorre no acordo smithsoniano (*Smithsonian Agreement*) de dezembro de 1971 formulado no encontro do grupo dos dez (G-10)⁵⁹. Segundo o acordo, o dólar se desvalorizaria em 8% para US\$38,00 a onça. Outras moedas também se desvalorizariam em relação ao ouro embora em menor montante deixando o dólar relativamente desvalorizado.

⁵⁹ Criado em 1962 o G-10 são os onze países que aceitaram participar do acordo *General Arrangements to Borrow* que fornece crédito para os países membros através do FMI e, em alguns casos, para outros países. Inicialmente formado por onze países o grupo aceitou mais um integrante, Suíça, em 1964. Os membros são: Bélgica, Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Holanda, Suécia, Suíça, Reino Unido e USA. Correspondendo por mais de 60% do PIB mundial.

Para facilitar o controle das moedas um maior grau de liberdade para as flutuações cambiais foi permitido. As moedas poderiam variar em até 2,25% para mais ou para menos em relação ao dólar. Em abril de 1972 os seis países da então comunidade econômica européia⁶⁰ formalizaram a criação da chamada “snake”⁶¹ acordo monetário que restringia ainda mais a flutuação de suas moedas para 2,25% para mais ou para menos entre suas próprias moedas ou de 1,125% em relação ao dólar. Como o marco alemão era a mais controlada e a menos suscetível a variação acabou se tornando a moeda central dentro da *snake*. O gráfico abaixo mostra as variações do câmbio no período 1948-1980 de quatro das principais moedas internacionais em relação ao dólar.

Gráfico 6 - Variações cambiais em relação ao dólar 1948-1980(1948 = 100)



Fonte: University of British Columbia 2012

Aumentos na taxa de câmbio indicam desvalorização das moedas assim, é possível observar claramente a desvalorização de fins dos anos 1940 e a estabilidade do câmbio até 1968 com exceção de uma leve valorização do marco e uma significativa desvalorização do franco entre 1955 e 1957. Como se pode ver o acordo Smithsiano e a “Snake” de 1971 não foram bem sucedidos em manter a estabilidade das moedas.

Já em junho de 1972 uma violenta fuga de capitais da libra obriga o governo o britânico a deixar a libra flutuar após um grande desgaste de reservas. Os outros países

⁶⁰ Bélgica, França, Alemanha, Itália, Holanda e Luxemburgo. Em 1973 juntam-se Dinamarca, Irlanda e Reino Unido ao grupo.

⁶¹ O nome *snake* vem do fato de o gráfico da oscilação cambial das moedas européias ser uma onda senoidal (PARBONI, 1980)

centrais continuam tentando manter o valor do dólar fixo, mas o déficit americano e o aumento de dólares implicam em maior pressão para novas desvalorizações. Em fevereiro de 1973 as especulações contra o dólar se intensificaram e uma nova desvalorização de 10% da moeda americana se segue. Essa nova desvalorização foi insuficiente e uma terceira desvalorização de 10% ocorre em junho do mesmo ano. Nessa sequência de desvalorizações a maioria dos países deixou suas moedas flutuarem. A *snake* durou até 1979, mas seus membros foram sucessivamente abandonando entre 1973 e 1977. Reino Unido já havia abandonado o acordo em 1972, França em 1974, Suécia em 1977 até somente a Alemanha e um grupo de países menores, Holanda, Bélgica, Luxemburgo e Dinamarca, estarem acompanhando o acordo. O câmbio fixo, um dos pontos centrais de Bretton Woods, havia definitivamente cedido para uma nova era de câmbio flutuante. Intervenções no câmbio passaram a ser expedientes temporários.

Rapidamente se percebeu que variações cambiais poderiam ser uma ótima maneira de se adquirir lucros especulativos. Apostar contra ou a favor de moedas em corridas especulativas para ganhar com a arbitragem se tornou corriqueiro. As grandes empresas passaram a usar de uma estratégia nomeada “*Leads & Lags*”. Segundo essa estratégia uma companhia operando em território estrangeiro ao prever uma alta da moeda estrangeira compra a moeda estrangeira e tenta pagar adiantada antes que o aumento do preço ocorra. Se a previsão é de queda os gastos são segurados o máximo de tempo possível. Um grande acúmulo dessa estratégia pode levar a uma “estocada final” quando pressões sobre o valor da moeda criam previsões auto-rivalizáveis. (MOFFIT,1984)

Os bancos operam emprestando para os especuladores operar contra as moedas desejadas. Os bancos centrais eram os grandes perdedores no fluxo especulativo, pois eles lutavam contra as ondas especulativas comprando ou vendendo reservas em vão como demonstra a variação cambial mesmo com o compromisso dos países centrais em manter o câmbio fixo. Os ganhos dos especuladores são compensados por perdas dos bancos centrais. Percebe-se assim mais uma dimensão de impulso aos mercados financeiros internacionais desregulados.

Os ganhos de arbitragem possíveis em operações cambiais deram grande impulso ao crescimento do euromercado que participava ativamente dos empréstimos a corridas especulativas. Em 1973 as operações cambiais chegaram a US\$ 100 bilhões diários, quatro vezes maior que o nível de negociações em 1970. Embora grande parte desse volume esteja dissociada de operações especulativas não há alteração normal de mercado baseado em oferta

e demanda que justifique tamanho crescimento. O crescimento explosivo do euromercado pode ser em parte atribuído a essa nova fonte especulativa.

2.3 – Avaliação empírica do euromercado

2.3.1 – Crescimento

O euromercado é de difícil mensuração. Seus ativos não estão sobre a responsabilidade de nenhum governo, muitos bancos têm interesse em esconder as suas transações e os depósitos de dólares de bancos em outros bancos podem levar a dupla contagem. Autores diferentes fizeram estimativas bem diversas do euromercado. Nesse trabalho se usará os dados fornecidos pelos relatórios anuais do BIS para se fazer uma estimativa.

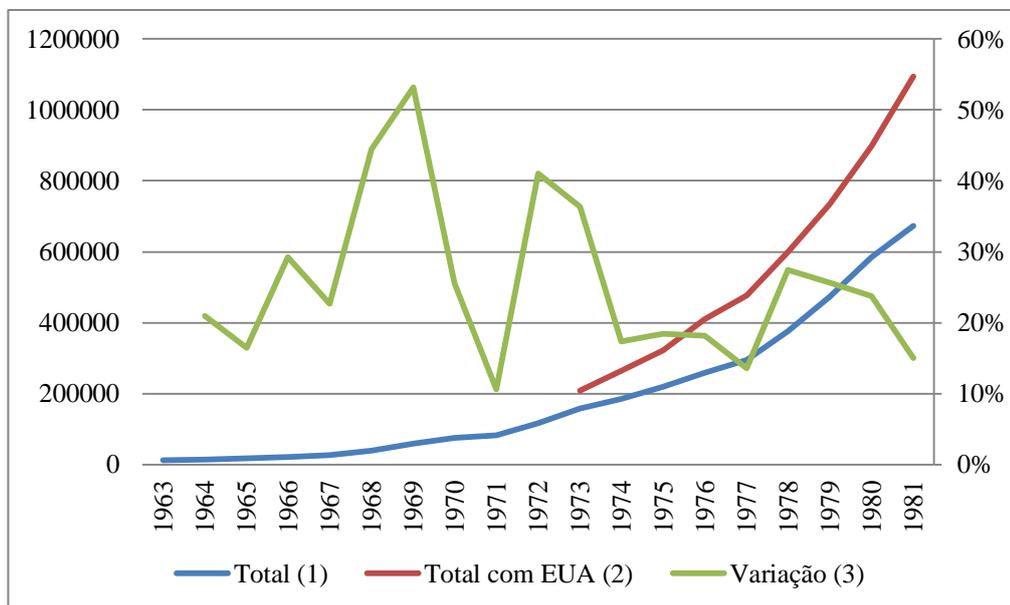
O primeiro relatório do BIS a fazer referência direta ao euromercado foi o de 1964. Somente estimativas muito vagas sobre o euromercado são feitas para períodos anteriores a setembro de 1963 impossibilitando um dado mais preciso para datas precedentes. A partir de então o BIS começa a lançar dados cada vez mais detalhados sobre esse mercado acompanhando desde 1963 a expansão do euromercado em onze países: Bélgica, Luxemburgo, França, Alemanha, Itália, Holanda Suécia, Suíça, Reino Unido, Canadá e Japão. Os gráficos nessa seção irão se referir a esses países somente como “onze países” para simplificar. Dados sobre os EUA e operações nos paraísos fiscais só surgem a partir de 1973.

O gráfico 6 indica o tamanho e o crescimento do euromercado nos anos disponíveis segundo a avaliação do BIS. Como pode ser observado, em todo o período há um alto crescimento desse mercado que chega a mais de um trilhão de dólares em 1981⁶². O tamanho do euromercado como apresentado abaixo precisa ser ponderado, por um lado este pode ser considerado pouco maior que o valor apresentado já que países com dados escassos como Dinamarca, Áustria e Irlanda não foram acrescentados, mas o BIS indica que esses países teriam uma participação de pouco mais de 1% do total. Bahrein, um importante paraíso fiscal, também não foi incluído no gráfico abaixo. O BIS justifica a exclusão de Bahrein pelo argumento de que esses dados envolveriam excessiva dupla contagem. Os ativos de Bahrein podem chegar a 1,5% ou 2% do total apresentado. A dupla contagem pelos depósitos entre os

⁶² Aproximadamente 2,4 trilhões em dólares de 2010

bancos também leva a uma grande superestimação dos dados abaixo. O BIS considera que o euromercado deva ser entre 1/3 e 1/2 dos valores abaixo apresentados.

Gráfico 7 - Tamanho do euromercado em milhões de US\$ (dados de dezembro exceto 1963 que se refere a setembro)



Fonte: BIS, relatórios anuais, diversos anos

(1) Total corresponde aos ativos em dólares nos bancos dos onze países indicados: Bélgica, Luxemburgo, França, Alemanha, Itália, Holanda Suécia, Suíça, Reino Unido, Canadá e Japão.

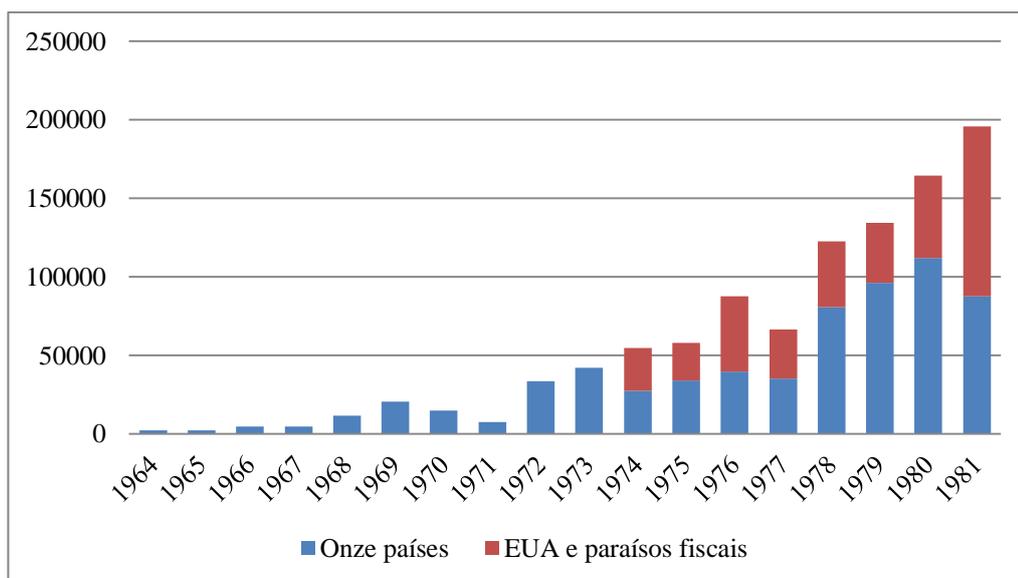
(2) O “Total com EUA” só está indicado a partir de 1973 quando o BIS começa a divulgar dados a respeito. Além dos onze países, esse valor acrescenta os ativos externos dos bancos americanos em dólares e os ativos das filiais de bancos americanos localizadas nos chamados paraísos fiscais onde as restrições financeiras são quase nulas, sendo esses: Bahamas, ilhas Caiman, Panamá, Hong Kong e Singapura.

(3) O valor “variação” corresponde a variação dos ativos no “Total” e não no “Total com EUA”

O primeiro dado encontrado sobre os EUA indicam que aproximadamente 24,5% dos ativos do euromercado estavam na mão dos bancos americanos operando dentro e fora dos EUA em 1973. Essa participação é crescente tendo chegado a 38,5% em 1981. Do total dos ativos americano entre 11% e 19% estão alocados em paraísos fiscais. A facilidade dos americanos em ganhar participação nesse mercado pode ser justificada pelo fato dos bancos americanos operarem diretamente na moeda internacional, o dólar, no seu país de origem. Além disso, o acúmulo de capitais dessas instituições no pós-guerra permite um mais fácil entrada no euromercado.

O enorme aumento do euromercado apontado por sua volátil e sempre positiva taxa de crescimento não deixa claro o crescimento bruto do mercado. Uma taxa de variação em queda pode indicar um maior crescimento líquido do mercado dado que o montante total é maior. O gráfico abaixo clareia o crescimento líquido do euromercado.

Gráfico 8 - Crescimento líquido do euromercado em milhões de US\$



Fonte: BIS, relatórios anuais, diversos anos

Como pode se observar o crescimento do euromercado nos onze países indicados alcança um pico em 1969 e depois se retrai até 1971. O pico em 1969 pode ser explicado por três fatores. Primeiro, aumento dos juros nos EUA que levou a maior demanda americana por dólares resultando no nível mais alto de juros no euromercado até então. Segundo, restrições aos empréstimos na Itália e na França que levaram bancos desses dois países a procurar os dólares do euromercado. O terceiro fator tem raízes cambiais. A valorização do marco no período teve o efeito de aumentar a busca por dólares para serem convertidos para marcos já que a moeda americana tinha maior aceitação e demanda. Após a valorização os dólares migraram com força para fora da Alemanha o que levou bancos alemães a captar no euromercado para realizar operações internacionais.

O arrefecimento ou fim dos fatores que determinaram o rápido crescimento de 1969 explicam em parte a queda de crescimento posterior. O déficit americano, sua distribuição global e as instituições internacionais explicam o resto da redução. Em 1971 a maior parte do déficit americano se dirigiu para os países do G-10. Os bancos centrais desses países haviam se comprometido em não depositar mais seus recursos no euromercado no início dos anos 1970 reduzindo a oferta disponível quando acumularam saldos.

Em 1972 os déficits americanos são mais direcionados aos países menos desenvolvidos e não mais aos G-10 devido a um aumento no preço das matérias primas. Esses países estavam mais propensos a depositar seus recursos no euromercado levando a um

aumento da oferta de moeda. O grande crescimento dos *eurobonds*⁶³ no período também levou o euromercado a captar parte desses recursos incentivando o crescimento em 1972. Outro fator que contribuiu para o aumento da oferta foi uma fuga de ativos privados não bancários do Reino Unido e da Itália para o dólar em 1972 por conta da desvalorização em curso dessas moedas.

O relatório anual do BIS de 1973 também relata que, em 1972, uma política monetária mais solta em uma série de países permitiu o crescimento do euromercado pelo lado da oferta. Essa interpretação é interessante, pois, segundo o BIS, uma política monetária mais restritiva leva ao crescimento do euromercado por lado da demanda enquanto uma política mais frouxa leva ao crescimento pelo lado da oferta.

Com uma ampla oferta de moeda a demanda começou a ser atendida por fontes domésticas de endividamento reduzindo a demanda pelo euromercado isso somado a certas restrições aos empréstimos do euromercado impostos pela Alemanha e por outros países menores levou os bancos a buscar novos emprestadores para o euromercado. É nesse contexto que o terceiro mundo começa a receber influxos crescentes do euromercado. Os empréstimos para o terceiro mundo foram usados em grande parte para grandes projetos ligados a industrialização desses países, sendo empréstimos de mais longo prazo. Como o empréstimo era de longo prazo os países que captavam deixavam seus recursos no euromercado enquanto eram gradativamente usados facilitando a “reciclagem” dos mesmos recursos para nova expansão do euromercado. Outra região que começa a atrair empréstimos é o leste europeu, mesmo que este ainda estivesse sobre o regime comunista. A extração de petróleo do mar do norte também foi um fator de demanda dos eurodólares nesse período. (1973)

Algumas transformações financeiras permitiram o contínuo crescimento de 1973 em diante. A generalização de empréstimos com taxas corrigíveis para o terceiro mundo levou a redução da incerteza em contratos mais longos e aumento da confiança no mercado. A propagação da chamada “sindicação de empréstimo” também permitiu empréstimos em volumes historicamente altos. Nesse último mecanismo um empréstimo é dividido entre muitos bancos podendo alcançar cifras de um bilhão de dólares ou mais, o que para iniciativa privada em 1973 seria impensável. A sindicacion de empréstimo facilitou empréstimos de mais longo prazo voltados especialmente para governos.

Em 1973 as moedas começam a flutuar livremente, pelos motivos expressos na sessão anterior, nesse contexto a busca de proteção (*hedge*) levou a um grande aumento da

⁶³ Títulos não negociados na moeda nativa do país

demanda no euromercado. Finalmente o choque do petróleo de 1973 foi o último fator que levou a expansão desse mercado no período tanto na oferta de dólares, que vêm reciclados dos países exportadores, quanto da demanda de países importadores no terceiro ou no primeiro mundo.

Mesmo com todos esses fatores o euromercado reduz o seu crescimento quando o sistema financeiro internacional sofre uma crise em 1974 que dura até 1975 com a falência de um grande banco multinacional alemão e um americano respectivamente o Bankhaus I D. Herstatt e o Franklin National Bank envolvidos em especulação cambial. Essa crise será mais aprofundada no capítulo 3.

Em 1976 uma redução temporária dos empréstimos ao leste europeu implicou em uma menor participação dos bancos europeus no crescimento do euromercado do período tendo os bancos americanos assumido grande parte do crescimento.

Apresentamos uma tentativa de explicação para a redução do crescimento em 1977, a partir de algumas sugestões no relatório anual do BIS de 1978. O menor diferencial entre as taxas de juros americanas e do resto do mundo foi apontada pelo BIS como causa para a redução do crescimento da participação americana no período. O fim dos superávits dos países exportadores de petróleo em decorrência do aumento de importações desses países e da inflação que corroeu entre metade e dois terços dos aumentos do preço do petróleo em 1973 é outra das justificativas colocadas. O fim do superávit desses países teria reduzido a necessidade de refinanciamento através do euromercado. Esses dois pontos parecem explicar de forma mais concreta o porquê de tal arrefecimento no crescimento.

O grande aumento do euromercado de 1978 em diante precisa ser analisado com cuidado. Nesse período a inflação americana passou dois dígitos alcançando o maior valor desde a segunda guerra. Do início de 1978 até 1981 a inflação acumulada nos EUA chega a 50%. Assim um dos fatores do alto crescimento é meramente nominal. O aumento de depósitos intra bancos devido ao crescimento das inter-relações com o crescimento do mercado e da busca por segurança cambial também parecem ter resultado em um aumento da dupla contagem. Mesmo descontando esses fatores o crescimento bruto do euromercado foi nítido. Muitos pontos contribuíram para essa expansão.

A expectativa de que o dólar se desvalorizaria levou a uma busca pelo endividamento nessa moeda para que o custo futuro fosse reduzido. Além disso, o segundo choque do petróleo com a guerra do Irã em 1979 retomou com força a busca de reciclagem dos “petrodólares”. O aumento da flutuação cambial e a procura por *hedge* também empurraram a

oferta e a demanda especulativa do euromercado. Esses também serão os principais fatores do crescimento em 1980.

Já a redução no crescimento do euromercado nos “onze países” em 1981 pode ser atribuído a uma redução dos empréstimos para o leste europeu, provido principalmente por bancos europeus, devido a crise na Polônia. O aumento dos empréstimos para países de terceiro mundo que estão rolando as suas dívidas justificam em parte o aumento da participação dos bancos americanos que são os principais responsáveis por esse fluxo de capitais.

A valorização do dólar fez muitos países reduzirem suas operações com moedas locais para se concentrar no dólar facilitando a operação de bancos americanos. Países que acostumados a trabalhar com sua moeda local tiveram dificuldades de captar dólares o que justifica grande crescimento dos eurodólares concentrado em bancos americanos. Mais de 50% do crescimento em 1981 foi centrado em bancos dos EUA fato que não ocorria desde 1976.

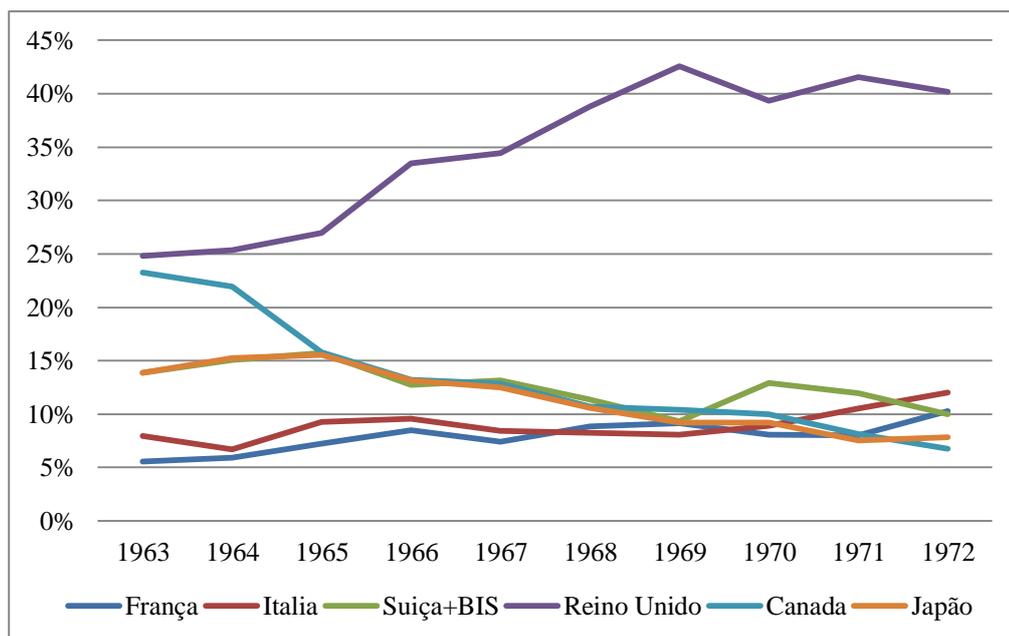
Os principais pontos abrangentes que podemos fazer nessa análise do crescimento entre 1963 e 1981 é que o euromercado teve um crescimento ininterrupto e com rápido crescimento da participação americana.

2.3.2 – Participação dos países

Além do crescimento desse mercado, outro fator interessante para ser analisado é a participação de cada país dentro dele. O gráfico abaixo mostra a participação de todos os países entre os “onze países” que, no período estudado, passaram 10% do total de ativos. Os dados vão até 1972 quando uma nova série precisa ser feita devido aos dados sobre os bancos americanos.

Esse trabalho se concentrará na participação dos ativos e não dos passivos no euromercado. Essa opção foi feita porque não há um diferencial significativo entre a participação dos ativos e dos passivos dos principais países no euromercado de maneira que, vendo sob a ótica do passivo, os mesmos países se destacariam com participação percentual muito parecida sobre o total. Somente países pequenos que operavam com um montante relativamente pequeno do euromercado apresentaram um diferencial alto entre passivo e ativo. Mais a frente será discutido que países operavam emprestando e que países operavam tomando emprestado do euromercado.

Gráfico 9– participação dos bancos nos ativos do euromercado 1963-1972



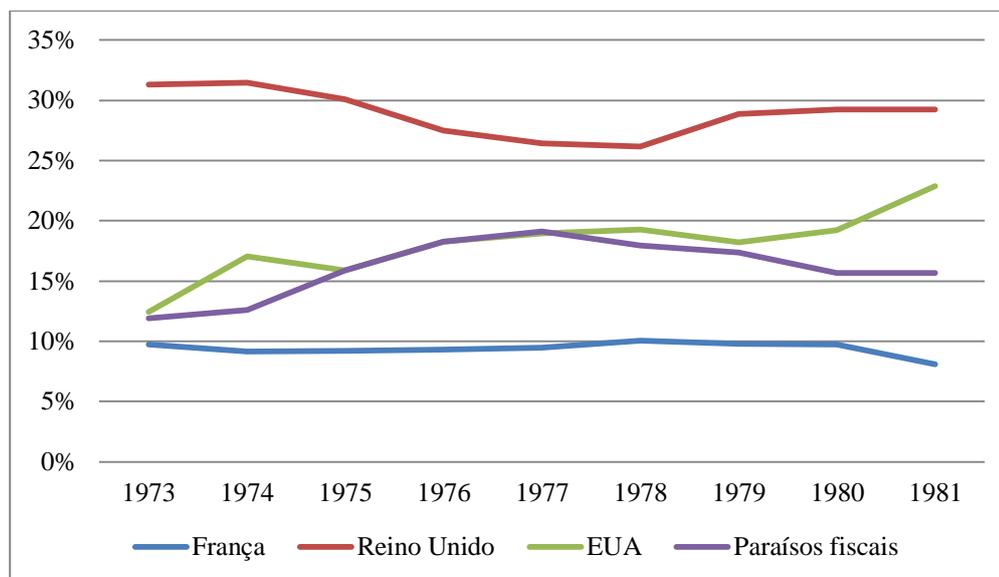
Fonte: BIS, relatórios anuais, diversos anos

Os seis países apontados representam entre 89% e 91% do total dos “onze países” apresentados. Surpreende a grande participação do Japão e do Canadá em 1963. Isso ocorre devido ao grande acúmulo de dólares que o comércio superavitário desses dois países gerou em relação com os EUA. O Canadá devido a sua proximidade com os EUA e intensa relação comercial e o Japão devido ao interesse estratégico dos EUA nesse país. Rapidamente o Reino Unido aumenta sua participação no total devido ao ambiente financeiro mais aberto enquanto outros países adotam restrições mais significativas em diversos anos. O Reino Unido vem ganhando espaço sobre todos os outros principais países participantes do mercado deixando claro a sua importância dentro do euromercado.

Como o BIS fica localizado na Suíça, a participação da Suíça no mercado também era significativa até 1972 quando o BIS se compromete a não mais depositar seus fundos no euromercado, a partir de então a participação da Suíça fica em menos de 5% dos “onze países”. Um último dado interessante é a ausência da Alemanha nos principais países do euromercado apesar da enorme potência econômica que a Alemanha já representava após seu rápido crescimento nos anos 1950. A baixa participação da Alemanha tem dois motivos, primeiro um ambiente financeiro mais regulado em relação a outros países e depois ao fato da Alemanha ter procurado operar primariamente em marcos ao invés de dólares sendo essa moeda a principal utilizada por esses países em transações internacionais. A forte relação

comercial intra-européia com a Alemanha permite esse movimento diferenciado por parte desse país. Enquanto dos “onze países” no máximo 16% de suas operações internacionais ocorriam com suas moedas domésticas, sendo esse valor normalmente muito menor, 2/3 das operações bancárias internacionais da Alemanha eram realizadas em marcos sendo o único país com um índice significativo nesse quesito entre os países estudados, fora, é claro, os EUA.

Gráfico 10– Participação no euromercado 1973-1981



Fonte: BIS

Esse é o grupo de países que, contando a participação dos EUA e das filiais de bancos americanos em paraísos fiscais, tem participação de 10% ou mais no período apontado. Todos os outros países estudados têm participação cadente no período exceto pela soma de Bélgica e Luxemburgo que alcançam 7% do total em 1981 contra 5% em 1973. O rápido crescimento dos bancos americanos ofusca a participação dos outros países, a Itália que em 1973 detinha 8% do total cai rapidamente para menos de 5%.

Os quatro países apontados no gráfico 9 têm participação crescente no total dos países estudados passando de 65% em 1973 para 76% em 1981. A queda da participação dos paraísos fiscais de 1978 em diante está relacionada ao fim da exigência de reservas para operar no mercado internacional para bancos americanos nesse ano, o que anteriormente levava essas instituições a se aproveitar dos paraísos fiscais para driblar as exigências.

Tendo observado essas tendências resta saber que países entravam no euromercado emprestando e que países entravam tomando emprestado. Infelizmente só há dados abundantes para os países apresentados até agora embora deva ser considerado que o terceiro

mundo e o leste europeu passam a ser importantes tomadores de 1973 em diante com já comentado.

Os países europeus, de modo geral, apresentam uma posição superavitária no euromercado, tendo mais ativos do que passivos, até meados dos anos 1970. Uma das poucas exceções ocorre em 1971 quando a França muda de uma posição levemente superavitária para grande deficitária. Essa mudança está relacionada com a desvalorização do franco que leva a busca pelo endividamento em dólares, em 1973 a França já está superavitária novamente. Outra exceção ocorre com o primeiro choque do petróleo que leva a um significativo endividamento em 1974. De 1976 em diante a Europa passa a operar como tomadora o que se relaciona com o crescimento mais rápido da região em relação ao resto do mundo especialmente os EUA até 1979. A partir de então a subida dos juros nos EUA e o segundo choque do petróleo parecem ser os principais motivos para a posição deficitária explosiva da região européia.

Uma grande exceção na Europa é o próprio Reino Unido que opera o tempo todo de maneira deficitária. Embora grande de maneira absoluta esse déficit é pequeno em relação a quantidade de capitais circulam pelo Reino Unido. Os déficits giraram em torno de 5% do total de ativos. Essa posição deficitária parece estar relacionada em parte com as defesas da libra que o governo inglês operou em diversos momentos. Desconfianças sobre a libra parecem ter levado a busca de dólares no mercado financeiro desse país. Além disso, os empréstimos para começar as operações de exploração do petróleo do mar do norte foi um fator significativo para o déficit que se avolumou nos anos 1970. Somam-se também os mesmos quesitos que levaram as outras economias européias para uma posição deficitária como a alta nos juros americanos no fim dos anos 1970.

Fora da Europa, o Japão opera com superávit de dólares até 1974 quando o choque do petróleo o coloca em posição deficitária crescente. O rápido crescimento do Japão no período aumenta as necessidades petrolíferas do país, a despeito da grande melhora na eficiência do petróleo e do desenvolvimento de fontes alternativas de energia, assim como exige mais recursos para financiar o próprio crescimento. Já o Canadá se mantém superavitário até 1978 quando a subida dos juros nos EUA começa a ter efeito, reduzindo a disponibilidade de dólares e aumentando os empréstimos do país com o euromercado.

Os EUA têm sua posição no euromercado como uma imagem espelhada das outras economias apresentadas. Quando as nações européias estão superavitárias os EUA estão deficitários e vice-versa. Embora os dados sobre esse país só estejam disponíveis a partir de

1973 percebe-se que inicialmente os EUA operam tomando emprestado do euromercado. A partir de 1976 os EUA passam a operar emprestando dentro desse mercado. Isso deve ocorrer em parte pela necessidade de financiamento da Europa com o choque do petróleo e em parte pela crescente necessidade de financiamento do terceiro mundo que toma emprestado majoritariamente com os EUA. O aperto dos juros nos EUA não muda a posição americana de superavitários, pelo contrário, a posição superavitária dos EUA é reforçada nesse período indicando que o resto do mundo precisava mais de dólares que os próprios EUA. De fato, o dólar havia se tornado a moeda mundial que todos precisavam.

CAPÍTULO 3 – Interpretações sobre o euromercado e o retorno da ordem liberal

O capítulo 3 busca analisar o papel dos Estados na nova ordem econômica que surgiu e na formação do euromercado, assim como apontar que contradições levaram ao fim do sistema regulado que prevaleceu durante a era de ouro do capitalismo.

O capítulo 3 está dividido em três seções. A primeira seção tenta destrinchar o papel que os Estados nacionais desempenham na formação do euromercado. Essa seção é dividida em duas partes que analisam visões opostas sobre o mesmo tema. A primeira parte comenta sobre a visão que defende que os Estados nacionais teriam se oposto ao euromercado e que atitudes por parte dos Estados nacionais corroboram essa interpretação. A segunda parte comenta a visão que defende que os Estados nacionais teriam facilitado a criação do euromercado e de um sistema financeiro menos regulado e que opções tomadas pelos Estados nacionais corroboram essa interpretação.

A segunda seção faz uma síntese das duas visões anteriores e tenta fazer uma decomposição nas duas partes em que está dividida. Na primeira parte é estudado o caso dos Estados Unidos e qual teria sido o comportamento dessa nação na transição da ordem menos liberal para uma mais liberal em especial se considerando o papel dessa nação em relação ao euromercado. A segunda seção faz um percurso idêntico em relação aos outros países centrais da Europa e Japão.

Por último, a terceira seção discute as causas das instabilidades internacionais segundo a visão de dois autores e como ambas contam diferentes histórias sobre o triunfo liberal.

3.1 – Duas visões sobre o papel dos Estados na formação do euromercado

O mercado financeiro global esteve em expansão desde meados do século XIX sob a tutela inglesa até o interregno dos anos 1930, posteriormente, já sob a hegemonia dos EUA, retoma sua expansão após a Segunda Guerra Mundial. As novas tecnologias e a tutela de uma nova e mais poderosa superpotência, os EUA, levam a um novo crescimento do mercado financeiro internacional. O explosivo crescimento do euromercado acompanhou o renascimento das finanças globais.

Restrições nos movimentos de capitais e novos controles não impediram a expansão desse mercado de dólares expatriados. Helleiner (1994), Moffit (1985) entre outros, alegam que o euromercado, em grande parte, agia na contramão das políticas econômicas nacionais, levando inflação em países de política austera, como Alemanha, que assustada pela lembrança da hiperinflação que sofreu nos anos 1920 procura evitar a inflação a qualquer custo, e fuga de capitais de países com políticas expansionistas e baixos juros como a França, Itália e os países escandinavos nos anos 1960. O suposto conflito entre os objetivos de política macroeconômica da *Golden Age* o funcionamento do euromercado levanta uma questão importante: até que ponto tal movimento teria escapado ao controle dos Estados nacionais?

3.1.1 – Os Estados nacionais como opositores do euromercado

Alguns comentadores, como Moffit (1984) e Parboni (1980), argumentam que os governos teriam tentado primariamente restringir o euromercado pelo receio que fortes movimentos abruptos e especulativos levassem a instabilidades nas políticas domésticas embebidas do ideário do *welfare state* fortalecido no pós segunda guerra como comentado no capítulo 1. Outro argumento para o posicionamento contrário dos governos, colocado por Robert Gilpin (1987), é que as taxas de câmbio fixas estabelecidas nos acordos de Bretton Woods, que tinham por objetivo facilitar o comércio ao oferecer maior previsibilidade, não eram compatíveis com um ambiente de livre circulação financeira. Gilpin argumenta que os fluxos de capitais abruptos, como ocorreram nos instáveis anos 1930, levava a distorções das taxas de câmbio que atrapalharam o comércio. Segundo Gilpin, haveria então uma incompatibilidade entre os vários aspectos de uma ordem econômica liberal. Enquanto o livre comércio se beneficiaria do câmbio fixo e sua segurança e previsibilidade, as finanças globais liberalizadas seriam prejudicadas, pois flutuações no valor das moedas são esperadas com grandes movimentações de capitais.

Essa visão de Gilpin é claramente oposta tanto à ideologia liberal quanto a abordagem teórica ortodoxa marginalista, para qual o fluxo de capital simplesmente acelera as tendências de auto correção de desequilíbrios no comércio e nas políticas dos Estados nacionais quando esses assumem posturas insustentáveis desequilibradas/ou inflacionárias. Os Estados nacionais devem priorizar, segundo essa visão, a menor intervenção possível na economia o que resulta, pelo funcionamento automático das forças de mercado, num resultado interno e externo balanceados. O resultado balanceado não é alcançado quando políticas macro determinam objetivos macroeconômicos domésticos explícitos, principalmente em termos de crescimento e emprego, se opondo ao “equilíbrio natural do mercado”. O ideal seria o balanceamento automático como ocorria no padrão ouro, descrito no capítulo 2, em que fluxos de capital policiariam políticas expansionistas insustentáveis ao definir a base monetária dos países.

Já o aclamado virtuosismo do padrão ouro se confronta com o “trilema impossível” que coloca que não se pode ter livre mobilidade de capitais, controle sobre a política monetária doméstica e taxa de câmbio fixo ao mesmo tempo; O antigo padrão ouro era caracterizado pela livre mobilidade de capitais e câmbio fixo. De maneira diferente, durante os acordos de Bretton Woods, predominou a defesa da autonomia da política monetária com o câmbio fixo⁶⁴ em detrimento da mobilidade de capitais.

O crescente enfraquecimento da ordem de Bretton Woods com o crescimento do poder do capital financeiro reforçou o argumento que procura ressaltar os benefícios do câmbio flutuante com livre política monetária e livre mobilidade de capitais. Esse último é o sistema que começa a prevalecer depois da crise dos anos 1980.

Vale destacar que independente de mecanismo de causação ortodoxos, sob o aspecto ideológico, para os neoliberais, um sistema financeiro liberalizado também permite maior liberdade pessoal, como afirmou Friedrich Hayek em várias oportunidades, ao permitir que os indivíduos disponham livremente de seus recursos privados sem interferência dos governos. Certamente há uma convergência entre tal ideal de liberdade da propriedade e a teoria marginalista propriamente dita quanto ao fato que tal livre fluxo de capitais promove a melhor

⁶⁴Parboni(1980) chama atenção para o fato de que a maioria dos países membros do FMI alteraram a paridade de suas moedas entre 1948 e 1965 indicando que o câmbio não era absolutamente fixo no sistema de Bretton Woods. O autor enfatiza que a principal característica dos acordos de Bretton Woods era a conversibilidade do dólar em ouro e não a paridade das moedas. De qualquer maneira as alterações de paridade foram muito pouco significativas após a “correção” do câmbio das grandes potências européias em 1949.

alocação de recursos possível, segundo o critério de Pareto, tanto domesticamente quanto internacionalmente.

Outro fator que teria contribuído para a oposição dos Estados nacionais ao livre movimento de capitais foram os efeitos da maior liberdade de movimentações em 1946 e 1947. Os impactos negativos na economia européia da fuga de capitais que se deu nesse período teriam causado ou facilitado a profunda crise de 1947 comentada no capítulo 1. O receio americano de que outros países europeus aderissem ao comunismo no contexto da iminente guerra fria também levaram a maiores controles de capital com o aval dos EUA que não procurou limitá-los embora não tenha estabelecido controles para seu próprio fluxo de capitais inicialmente. O caso do governo de ocupação dos EUA no Japão é taxativo nesse ponto. Os EUA estabeleceram restrições ao movimento de capitais no Japão ainda mais restritivos do que o estabelecido anteriormente pelos próprios japoneses.

O rompimento dos controles segundo esse argumento que minimiza ou descarta o papel dos Estados na formação do euromercado colocam que; paulatinamente a resistência dos governos foi sendo vencida pela mobilidade e a fungibilidade⁶⁵ do capital em um ambiente de inovação financeira⁶⁶. As características do capital estão bem descritas nas palavras de Lawrence Krause (*apud* HELLEINER, 1994, p.7):

Money can be transmitted instantaneously and at low cost-indeed, with the mere stroke of hypothetical pen. It can be inventoried without physical deterioration and without warehousing cost. It can change its identity easily and can be traced only with great effort, if at all.

Avanços tecnológicos também teriam contribuído ao permitir mais rápida transmissão de informações, maior velocidade de cálculos e maior armazenagem de dados. A pressão crescente do mercado decorrente do aumento da integração econômica internacional através de fluxos de capital e comércio também teria sido também um fator importante para contornar a posição do governo.

Um fato que reforça a visão de Estados contra o euromercado foi um dos pontos do *Smithsonian Agreement* assinado em dezembro de 1971, que representa a última tentativa de manter taxas de câmbio fixas pelo G-10, os Bancos Centrais previamente concordam em limitar suas reservas no mercado de eurodólares em junho do mesmo ano para reduzir o

⁶⁵ Possibilidade de ser substituída facilmente por outros ativos.

⁶⁶ Entre as inovações financeiras do período podemos citar: O grande aumento do mercado de opções e do mercado futuro com o início do câmbio flutuante a partir de 1973 e o início do mercado de swaps em 1981.

crescimento do euromercado. Entretanto, fontes privadas de dólares já eram predominantes no euromercado em 1964 segundo Einzig (1964) e essa restrição não impediu o contínuo crescimento dos eurodólares.

Essa interpretação também é embasada pelos vários controles de capital que já existiam no pós segunda guerra e nos que foram sendo implementados nos anos 1960, especialmente após a convertibilidade das moedas europeias ter se restabelecido, em conta corrente, no ano de 1958.

Mesmo no fim dos anos 1970, quando os países já haviam começado a liberar seus controles⁶⁷, o FED propõe medidas para controlar o euromercado de maneira que sua política monetária contracionista no chamado “choque Volcker” do fim dos anos 1970 e início dos 1980 não fosse prejudicada pela entrada de dólares do euromercado.

3.1.2 – Os Estados nacionais como formadores do euromercado

A segunda interpretação, menos difundida, argumenta que os Estados tiveram um papel essencial no crescimento do euromercado. Essa interpretação coloca ênfase no posicionamento dos EUA e da Inglaterra na expansão desse mercado assim como nas operações de salvamento conjunto que sanaram apostas mal sucedidas. Quanto aos EUA, o posicionamento sempre permissivo desse país em relação ao euromercado, mesmo quando as preocupações em relação a deterioração do seu Balanço de Pagamentos levaram o governo americano a impor restrições nos anos 1960 como o imposto equalizador de juros e as outras medidas restritivas propostas pelo economista Roosa. As restrições impostas não se aplicavam a empréstimos de bancos americanos fora dos EUA que não operassem em dólares e mesmo operações com dólares foram liberadas já em 1967. As restrições voluntárias ao crédito doméstico também não se aplicavam as operações no exterior. Além disso, a *Edge Act* de 1919 também foi uma importante lei herdada de um período anterior que permitia a operação de bancos americanos nacionais, e não dos estaduais ou locais, no mercado internacional através de subsidiárias. (HELLEINER, 1994)

Essa interpretação, que ressalta o papel dos Estados, descarta que o euromercado tenha passado despercebido pelos reguladores americanos, o que realmente seria inconcebível dado o tamanho e a influência desse mercado. Helleiner (1994) argumenta que o

⁶⁷ Inglaterra libera todos os controles de fluxo de capitais, inclusive alguns que já operavam a 49 anos, em 1979. (HELLEINER, 1994)

posicionamento americano mais liberal em relação ao euromercado estava ligado inicialmente à preocupação com a paridade entre o dólar e o ouro. O euromercado seria ideal para manter a centralidade da moeda americana e a valorização da mesma, pois o dólar teria sua demanda reforçada pelos centros financeiros internacionais.

A crise do dólar nos anos 1960, a regulação financeira mais restritiva dentro dos EUA, inclusive com tetos para os juros dentro da regulação Q, e a piora do saldo externo americano a partir dos anos 1960, tornava o ouro cada vez mais atrativo e ameaçava a posição central do dólar como moeda internacional. Alguns governos, especialmente a França, começaram a contestar o papel que o dólar desempenhava e as vantagens que os EUA usufruíam por ter sua moeda doméstica usada como a moeda internacional. Para De Gaulle os EUA se aproveitavam de ter a moeda internacional ao usufruir ganhos de senhoriagem. O presidente francês temia que um excesso da quantidade de dólares no mercado internacional levasse a sua desvalorização e com isso perdas patrimoniais de países com reservas em dólar. Ainda que se perceba certo monetarismo rudimentar na leitura de De Gaulle fica claro que o líder francês percebe a vantagem geoeconômica que é dada ao país emissor da moeda internacional e conseqüentemente, no sentido lógico, o caráter de vantagem ao Estado norte americana que adviria da expansão de um mercado financeiro desregulado denominado em tal moeda.

Serrano (2004) e Parboni (1980) desenvolvem do ponto de vista teórico o argumento que aponta a grande vantagem de se ter a moeda nacional como moeda internacional. Nesse caso, as contas externas podem fechar em déficit sem que isso imponha restrições à economia doméstica, pois não é necessário acúmulo de reservas por parte desse país para saldar suas obrigações. Antes de o dólar ter sido desatrelado do ouro por Nixon em 1971, os EUA ainda precisavam manter um saldo não negativo (nulo ou positivo) em transações correntes e se manter reciclando a sua moeda através de empréstimos de longo prazo como colocado em mais detalhes no capítulo 2. Serrano (2004) acrescenta ainda que os EUA como país emissor da moeda internacional, podem fixar unilateralmente o piso dos juros internacionais através da taxa de juros doméstica. Para Serrano, a visão monetarista simplória de De Gaulle chega a ser ingênua dadas as outras vantagens que controlar a moeda internacional engendra.

De toda a maneira, a França procurou ativamente trocar suas reservas em dólares por ouro e pleiteou a volta do padrão-ouro. Os EUA inclusive tentaram aliviar a pressão sobre o dólar suspendendo a regulação Q, que limitava os juros, para reservas em dólar de outros bancos centrais, incentivando assim outros governos a reter dólares e operar com os mesmos

junto com os bancos americanos. Nesse sentido o euromercado contribuía para manter a atratividade do dólar no cenário internacional. Em outras palavras o euromercado seria usado pelos EUA como fonte de alívio para pressões contra o dólar o que questiona a visão que coloca uma oposição entre euromercado e Estados nacionais, ou ao menos uma dicotomia da desregulação do euromercado e a perda do poder do estado hegemônico. (HELLEINER, 1994)

Um segundo fator importante para a preocupação americana em relação a esse mercado, além da preocupação em manter o dólar como moeda internacional, seria a o financiamento das multinacionais americanas que ganhavam peso crescente na Europa. Os investimentos diretos americanos na Europa haviam aumentado muito sua intensidade entre o início dos anos 1960 e o fim dos anos 1970. Com o aumento das taxas de juros internas nos EUA em 1969 e depois novamente em 1971⁶⁸ o euromercado se mostrava uma excelente *second Best* maneira de financiar as multinacionais americanas.

Já o papel da Inglaterra, como já foi visto no capítulo 2, decorre de seu posicionamento extremamente liberal frente ao euromercado. Esse posicionamento decorria do desejo das autoridades inglesas de manter a Inglaterra como centro financeiro internacional como havia sido anteriormente. Desejo esse que estava entranhado no Banco da Inglaterra que evitou a imposições de restrições ao euromercado quando a libra sofreu as crises de confiança decorrentes da perda de poder do império inglês, bem retratado nas independências de suas colônias que se seguiam no período e também na sua participação cadente no PIB mundial. Outro fator significativo para a perda de centralidade da libra foi o posicionamento anti-britânico das ex-colônias inglesas no Oriente Médio que ao acumular grandes saldos comerciais com o aumento da produção de petróleo procuraram primariamente negociar com os EUA. A perda de confiança na libra foi o principal motivo para que o centro financeiro de Londres passasse a operar com os dólares americanos enquanto medidas restritivas eram impostas somente as transações com libras. Ou seja, as estratégias tomadas estavam em inteiro acordo com a estrutura de poder político dominante na Inglaterra dadas as novas condições estruturais da economia mundial.

Essa segunda interpretação, que valoriza a influência dos Estados nacionais na formação do euromercado, não descarta a importância das propriedades da moeda, mobilidade e fungibilidade, no estabelecimento do euromercado (e do mercado financeiro global). Helleiner (1994), defensor dessa segunda interpretação, coloca que essas propriedades da

⁶⁸ Embora o aumento de 1971 tenha sido rapidamente corroído pela aceleração inflacionária.

moeda geram dificuldades para os governos em regular o fluxo de capitais que podem ser facilmente disfarçados em transações na conta corrente. Essa dificuldade dos Estados nacionais já havia sido apontada tanto por Keynes quanto por White no encontro de Bretton Woods.

A dificuldade resultante basicamente diz respeito à ausência de cooperação entre Estados nacionais. Impor controles extremamente rígidos de capitais é difícil quando proposto de forma unilateral. Operações disfarçadas ou “fraudulentas” nas transações correntes só seriam efetivamente coibidas caso houvesse um controle eficiente do país de origem da moeda e o de destino. Assim, apesar da ideia da primazia da ordenação estatal do sistema financeiro fica claro que determinações unilaterais estatais nesse sistema não são de simples implementação. O controle unilateral tem assim uma clara limitação: depende da vontade e concordância de vários países⁶⁹. Sempre as nações mais “permissivas” têm maior facilidade para atrair os capitais internacionais em detrimento das mais reguladas (HELLEINER, 1994). Os liberais se colocaram radicalmente contra esse tipo de medida afirmando, como já colocado, que esse procedimento feria a liberdade pessoal sendo, portanto uma medida autoritária. (HAYEK, 1976). Poder-se-ia contrapor o argumento de Hayek com uma defesa dos controles de capital apontando que seria antidemocrático manter o sistema econômico refém de especuladores e dos movimentos irracionais de um mercado financeiro desregulado sujeito ao movimento de manada, em que um especulador imita o outro provocando grandes movimentos súbitos de capitais. Entretanto, o que nos interessa aqui é distinguir até que ponto alguns estados nacionais contribuíram para a expansão da desregulação do mercado financeiro internacional e não enveredar para uma discussão de caráter normativo quanto ao sistema capitalista socialmente mais desejável.

Em relação à questão dos estados nacionais é importante analisar que há uma hierarquia em termos internacionais e a área de manobra do estado hegemônico é muito maior, sendo tal espaço internacional ordenado por interesses geoeconômicos e geopolíticos. Assim os interesses estatais não hegemônicos têm que se compatibilizar ou, ao menos, levar em conta a direta orientação da potência hegemônica

Uma vez que uma grande potência como os EUA ou um conjunto de países centrais se recuse a impor controles conjuntos, se torna inviável uma restrição unilateral altamente

⁶⁹Boughton (2002) revendo o posicionamento de White e sua diferença em relação a Keynes nas negociações de Bretton Woods coloca que White seria mais favorável a controles de capitais temporários somente enquanto Keynes via benefícios de controles permanentes.

eficiente. No início dos anos 1970, o oeste europeu e o Japão ainda tinham esperanças de salvar o câmbio fixo, ambos pedem controles mais rígidos de capitais para impedir a flutuação cambial no contexto do *Smithsonian Agreement* de 1971. Ainda que a flutuação cambial beneficiasse o euromercado os Bancos Centrais ainda achavam que a estabilidade cambial seria um ponto chave para segurança das transações e redução de riscos. Os EUA se recusam a cooperar e em oposição a esse pedido, o próprio presidente americano, Nixon, começa a defender os benefícios de um fluxo financeiro liberalizado publicamente em 1972, um fato inédito no pós-guerra.

Os EUA acreditavam que, no curto prazo, o movimento de capitais especulativos levariam o peso do ajuste da sua conta externa deficitária para a Europa ao revalorizar as moedas européias. Os próprios EUA incentivaram ativamente a especulação contra o dólar em 1971. Outro ponto importante é a perspectiva de que em um ambiente desregulado o peso do mercado financeiro americano lhe daria maior poder de barganha no cenário internacional dado o capital acumulado nos EUA e as vantagens de operar internamente com a moeda internacional. Os EUA começam a defender um posicionamento mais liberal em detrimento dos interesses nacionais de seus aliados. Um controle mais rígido de capitais fica impossibilitado frente à grande participação dos EUA no setor financeiro global e a resistência que esse país impunha. Segundo o relatório presidencial dos EUA de 1973 (*apud HELLEINER 1994 p.106-107*):

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.

O jogo se inverte temporariamente em fins dos anos 1970 quando o FED pressiona por maiores restrições ao euromercado no encontro do *Bank of International Settlement* (BIS), ao reconhecer que a entrada de dólares desse mercado nos EUA poderia reduzir a eficácia da política monetária restritiva iniciada por Volcker. É a vez do Banco da Inglaterra e o Banco Nacional da Suécia se oporem as restrições. O Banco central da Alemanha, o Bundesbank, também retira seu apoio inicial ao plano alegando que não tinha permissão legal para restringir as reservas de bancos alemães que operassem fora da Alemanha.

Essa tentativa por parte do FED também sofreu forte oposição doméstica pelos grandes banqueiros americanos que, como visto no capítulo 2, tinham parte significativa dos lucros concentrados no euromercado e resistência também por parte de empresas

multinacionais que se beneficiavam das políticas financeiras mais brandas do euromercado. Tal tensão mercado/Estado acabou pendendo para os interesses do mercado porque se começou a temer que uma restrição unilateral, frente à oposição de seus aliados, fosse deixar os bancos americanos em desvantagem. O *eurocurrency market control act* é rejeitado pelo congresso americano em 1979 sob forte *lobby* dos banqueiros. (HELLEINER, 1994)

O FED muda rapidamente de postura e, em 1981, permite o estabelecimento de instituições bancárias internacionais livres de regulação e taxas no solo americano alegando que os EUA iriam ganhar poder de barganha no cenário financeiro internacional assim como permitir que pequenos bancos americanos, impossibilitados de operar fora, participassem do cenário internacional ao tentar atrair parte do euromercado para os EUA. Essa medida também beneficiaria os EUA, segundo seus proponentes, pela criação de empregos e pelo aumento na arrecadação do governo.

Vemos aqui como o Estado nacional dentro de certos limites estabelecidos por conjunturas políticas específicas, como a regulação mais restrita resultante do pacto do *New Deal*, é capaz de utilizar os espaços financeiros internacionais para facilitar a acumulação de sua burguesia, e também ampliar seu poder geopolítico internacional. Quando o balanço interno de forças se altera e mesmo a conjuntura macroeconômica internacional, a direção de atuação do Estado se altera. As atuações dos governos nacionais, contraditórias, temporalmente ganham uma lógica ao se perceber que favorecem a cada momento o mercado, ou explicitamente os interesses maiores de acumulação da burguesia.

Além da permissividade, outro papel central que os governos vão cumprir no decorrer da expansão do euromercado é o de emprestadores de última instância na eventualidade das crises financeiras. Sem o socorro dos Estados a ordem financeira liberal poderia se sufocar em uma de suas crises causando grande custo econômico e social.

Com o dismantelamento do sistema de Bretton Woods e a abertura dos movimentos de capitais, o risco de crises financeiras se eleva. Em 1974 a primeira crise financeira internacional do pós guerra se alastra quando dois bancos multinacionais o Bankhaus I D. Herstatt da Alemanha e pouco depois o Franklin National Bank dos Estados Unidos entram em dificuldade financeiras decorrentes de especulações cambiais mal sucedidas⁷⁰. Como essas instituições tinham um porte grande a ameaça de falência lança dúvidas sobre a saúde financeira de outras instituições que estavam comprometidas com os bancos fragilizados

⁷⁰⁷⁰ O câmbio fixo tinha acabado de ser abandonado em 1973, como comentado no capítulo 2.

como ocorre no encadeamento típico de uma crise financeira. A quebra de confiança no funcionamento do sistema financeiro levou a uma forte contração creditícia que se reflete na economia real. Um dos momentos críticos da crise foi exatamente quando o Banco Central Alemão, o Bundesbank, se recusou a cobrir imediatamente os déficits do Herstatt que ocultara previamente seus prejuízos da autoridade alemã através de falsa contabilidade. (MOFFIT, 1984)

Os EUA entram em recessão e, para garantir a estabilidade do sistema, o FED entra emprestando mais de US\$ 1 bilhão para o Franklin National Bank. Mais surpreendente nesse evento é que o FED garantiu até mesmo as contas estrangeiras do Franklin National Bank que estavam no euromercado e teoricamente fora da jurisdição americana. O FED agiu como garantidor de liquidez até em paraísos fiscais como Nassau e Bahamas lançando uma mensagem clara para o sistema financeiro: A de que ele seria salvo onde quer que fosse e como fosse. (HELLEINER, 1994)

Esse episódio apenas confirma o conceito que as Autoridade Monetárias são elementos estatais centrais e constitutivos do que define o mercado capitalista. Esse caráter fica patente, explícito, em meio às crises de liquidez, e ao contrário do que defendem os liberais não são exceções que criam “*moral hazards*” e sim a razão de ser dos Bancos Centrais.

O papel dos outros bancos centrais do G10 também foi importante para garantir a liquidez dos mercados durante essa crise. Reunidos em torno do BIS, autoridades dos bancos centrais formulam as primeiras regulações jurídicas sobre os mercados bancários internacionais após a crise de 1974. Ainda que informalmente se acerta que os bancos centrais serão responsáveis pela solvência de suas instituições mesmo que essas operem fora de seu território e que o Banco Central do país hospedeiro se responsabiliza pela supervisão e salvamento das subsidiárias e *joint ventures*⁷¹ dos bancos estrangeiros que operem em seu território.

A partir de então, os encontros no BIS passam a acontecer regularmente e se decide que seu presidente será sempre o representante de algum banco central dos países membros, reduzindo, segundo Helleiner (1994), a influência política interna do BIS. Mais do que isso, a participação do BIS nas decisões internacionais estava marginalizada desde Bretton Woods e esse evento marca a volta definitiva da importância dessa instituição nas decisões financeiras

⁷¹ Empreendimentos conjuntos de várias empresas sem que nenhuma perca sua personalidade jurídica e que termina uma vez que o empreendimento esteja concluído.

internacionais. A coordenação dos países centrais em torno do BIS e o papel dessa instituição urge uma breve revisão da sua história.

O BIS sempre foi um centro dominado por ideias econômicas ortodoxas e centrado na defesa do capital financeiro desde sua fundação em 1930 com o já estabelecido objetivo de coordenar operações conjuntas dos bancos centrais de vários países e, originalmente, também para tratar das questões das intermináveis dívidas de guerra herdadas da primeira guerra mundial.

O BIS tinha sido afastado do plano de decisões no pós-guerra pela sua participação na economia de guerra nazista e pela predominância das idéiaskeynesianas nos novos formuladores políticos que se opunham ao pensamento ortodoxo da instituição. De fato, o BIS quase foi fechado durante os acordos de Bretton Woods quando o governo norueguês propôs sua liquidação “o mais cedo possível” e a proposta foi defendida por White e Henry Morgenthau⁷². Os banqueiros de Nova York se colocaram ativamente contra a proposta de liquidação do BIS por considerar a instituição um importante centro da ideologia ortodoxa que poderia facilitar a coordenação dos bancos centrais futuramente. A existência do BIS foi garantida quando a instituição virou a responsável fiscal pelo sistema de pagamentos intra europeu durante o plano Marshall e posteriormente da União Européia de Pagamentos em 1950.

O primeiro passo importante para a retomada da centralidade dessa instituição foi o papel da mesma durante a crise do dólar de 1960 que levou a coordenação dos bancos centrais em torno do BIS para impedir a desvalorização do dólar. Foi essa crise do dólar do início dos anos 1960 que levou a maior desenvolvimento institucional do *offsetting financing* (fluxos balanceadores) para fazer contrapeso a movimentações bruscas de capital de maneira que a necessidade de controles restritos de capitais fosse reduzida. A retirada da cláusula restritiva ao uso dos fundos do FMI em 1961, que impedia o uso do fundo para balancear fluxos especulativos de capitais, foi um importante avanço nesse aspecto assim como a maior capitalização do FMI através do aumento de cotas em 1964 e 1965 durante uma nova crise da libra e a organização dos G-10 em torno do BIS em 1962. A volta da importância do BIS é um importante marco na retomada da visão ortodoxa no plano econômico global essa volta ocorre em duas fases.

⁷² Secretário do Tesouro Americano entre 1934 e 1945 durante a administração Roosevelt

Retomando a crise de meados dos anos 1970, a econômica mundial se contrai em razão do choque do petróleo e da crise financeira nos anos 1974 e 1975, especialmente os países mais desenvolvidos que estavam mais envolvidos, Alemanha, Reino Unido e EUA. Em 1976 a confiança retorna e os mercados voltam a se expandir. O papel do FED e dos outros bancos centrais do G-10 atuando como emprestadores de última instância e salvadores de instituições que podem colocar em crise o sistema financeiro, as chamadas “*too big to fail*”, ganharam um destaque que seria repetido a cada nova crise financeira internacional mais aguda como a crise da dívida de 1982, a quebra da bolsa de 1987 e a crise do *subprime* de 2008⁷³.

O ganho de espaço dos Bancos Centrais mais coordenados através dos encontros no BIS foi importante no estabelecimento de uma ordem liberal. Isso ocorre pela alta conexão entre os bancos, que normalmente se beneficiam de um fluxo livre de capitais, e os bancos centrais cujos gerentes normalmente são escolhidos entre proeminentes personalidades do setor financeiro. Embora seja verdade que grupos importantes dentro dos bancos centrais nos países desenvolvidos receassem inicialmente a passagem para taxas de câmbio flutuante, pois temiam os efeitos instabilizantes de tal política que em sua visão poderia levar a uma repetição da crise dos anos 1930.

Olhando por esse ângulo é difícil deixar de notar um importante papel dos governos na instituição do euromercado e futuramente do sistema financeiro globalizado. A participação dos governos pode ser colocada então em dois pontos, permissividade regulatória em relação ao euromercado por parte dos EUA e da Inglaterra que acabam impondo o regime liberal aos outros governos e operações de salvamento e aumento de liquidez em caso de instabilidade financeira.

⁷³ A operação dos Bancos Centrais também é essencial em outras crises domésticas de menor proporção como a crise das pontocom nos EUA no início dos anos 2000 que levou o FED a baixar os juros para os níveis reais mais baixos desde meados dos anos 1970, mas o papel doméstico dos bancos centrais já tinha sido estabelecido anteriormente, a coordenação global no nível que ocorreu foi a novidade.

3.2 – Síntese e decomposição dos dois argumentos apresentado

Observando o resultado final do processo não há dúvidas de que há uma mudança gradual de uma ordem mais restrita para uma ordem mais liberal com a volta da conversão das moedas européias em 1958, o crescimento do euromercado de meados de 1950 em diante, o fim da conversão do dólar em 1971, início da livre flutuação cambial, ou flutuação suja, de 1973 em diante e da desregulamentação das contas de capital e financeira que começa em alguns países em meados dos anos 1970 e que se propaga nos anos 1980.

Nenhum autor, seja defensor do Estado como propulsor ou opositor do euromercado, refuta essa mudança gradual amplamente respaldada pelos fatos. A oposição entre os autores se evidencia nos motivos que levaram a essa mudança. Para Panitch e Gindin (2012), o próprio sistema de Bretton Woods tinha sido estabelecido desde o princípio visando a criação de um mercado financeiro globalizado. Os autores consideram que as restrições impostas durante Bretton Woods sempre foram vistas como temporárias tendo por objetivo aguardar a recuperação das economias capitalistas atingidas pela guerra e pela crise para um retorno o mais breve possível para a ordem liberal anterior. Panitch e Gindin são assim defensores dos Estados como propulsores do euromercado e não identificam uma ruptura de objetivos entre o mundo menos e mais liberal com o fim de Breton Woods. Helleiner (1994), apesar de também defender que os Estados têm participação no crescimento do euromercado, reconhece que houve inicialmente uma resistência ativa de alguns Estados contra a ordem liberal, resistência justificada por interesses nacionais que prevaleciam até então e eram incompatíveis com uma ordem liberal. Para Helleiner há uma ruptura entre os objetivos dos Estados antes e depois da ordem liberal, ou seja, os Estados keynesianos foram tomados por ideólogos do liberalismo. Moffit (1984) e Parboni (1980) são ainda mais enfáticos no embate entre os Estados e a ordem liberal até os anos 1970, para esses autores nem mesmo os EUA teriam apoiado a ordem liberal inicialmente. Esses serão os quatro principais comentadores que serão confrontados nessa seção.

3.2.1 – Os Estados Unidos

Antes de tratar do cenário internacional cabe tecer alguns comentários sobre a interpretação de Panitch e Gindin (2012) sobre a regulação financeira interna nos EUA após a crise dos anos 1930. Como colocado no capítulo 1, essa crise levou a restrições nos juros que os bancos poderiam oferecer através da regulação Q e nas atividades que os bancos poderiam desempenhar. Cintra (1997) coloca que essas limitações reduziram as atividades bancárias e atrapalharam o crescimento dessas instituições, embora alternativas para burlar as limitações tenham sido empregadas. Limites no juros ofertados teriam reduzido a captação dos bancos beneficiando outras instituições e formas de financiamento como o mercado de capitais. Foi só a partir da desregulação dos anos 1980 que os banqueiros teriam triunfado sobre as regulações embora só em 1999 elas tenham se extinguido completamente com a *Gramm-Leach-BlileyAct*.

Para Panitch e Gindin as regulações dos anos 1930 tiveram como principal objetivo fortalecer e não enfraquecer a atividade bancária. Os tetos aos juros teriam aumentado a lucratividade dos bancos, pois não seria mais preciso oferecer altas taxas para concorrer com os outros bancos. A aproximação do Estado americano com o sistema financeiro através de supervisão e aumento do poder de regulação e salvamento do FED teria sido benéfico para os bancos edificando um sistema financeiro mais seguro para o crescimento dessas instituições.

De fato, entre 1950 e 1965 os ativos financeiros ganham espaço na economia americana reforçando, nesse período, a interpretação de Panitch e Gindin. Por outro lado a participação dos bancos nesses ativos se reduz continuamente devido ao crescimento de outras instituições, como colocado no capítulo 2. Em que nível essas novas instituições estavam sobre controle dos bancos é impossível de saber. De toda maneira, entre 1965 e 1980 vê-se uma queda na participação dos ativos financeiros na economia americana concomitante com o momento em que as taxas médias oferecidas pelas instituições bancárias e os juros nominais dos títulos da dívida do governo americano esbarram ou ultrapassam os tetos para os juros da regulação Q.

Voltando ao cenário internacional, o argumento de Panitch e Gindin (2012) está centrado no fato dos EUA não terem estabelecido controle de capitais no imediato pós-guerra. É importante apontar que os EUA eram a potência econômica absoluta do mundo capitalista nesse momento e desfrutava de uma estabilidade que os países arrasados pela

guerra ou o terceiro mundo não podiam oferecer. Assim sendo, mesmo sem controles de capitais os EUA absorveriam os fluxos internacionais de capitais de qualquer maneira⁷⁴.

Para Panitch e Gindin (2012), os EUA só aceitaram uma ordem mais restritiva após a crise de 1947 na Europa. Inicialmente a tentativa de restabelecer um regime liberal detonou a crise na Europa após uma forte fuga de capitais para os EUA, embora a crise tenha sido aprofundada por outros fatores como comentado no capítulo 1. Receando que a Europa estivesse demasiadamente exposta a influência do socialismo e de que essa pudesse abandonar o regime capitalista caso não houvesse uma significativa e rápida melhora econômica os EUA aceitam ajudar a reconstrução dessa região e do Japão. Desde o fim da Segunda Guerra os EUA estavam cientes de que a URSS seria seu principal adversário no novo cenário internacional que surgia.

A política de reconstrução dos aliados promovida pelos EUA com ampla transferência de capital pelo governo e apoio a transferência de capital americano privado para os países arrasados pela guerra foi essencial para que o mundo não mergulhasse em outra crise como nos anos 1930. Até aqui Helleiner (1994) concorda com Panitch e Gindin (2012). Para Helleiner, Inglaterra e EUA seriam protagonistas na criação do euromercado. Os opositores do euromercado para Helleiner são os outros países europeus.

Diferente de Helleiner (1994) e Panitch e Gindin (2012), Moffit (1984) e Parboni (1980) defendem que mesmo os EUA tentaram primeiramente frear a participação no euromercado. Preocupados com a saída de capitais dos EUA o governo instituiu restrições para manter os capitais dentro dos EUA em 1964⁷⁵. Como comentado no capítulo 2, essas restrições foram impostas pelo DIDE, pelo IEJ e pelo PVRCE. Para Moffit e Parboni essas restrições saíram “pela culatra”, pois incentivaram o sistema bancário americano a migrar para fora do país levando a expansão do euromercado o que reduz a margem de manobra do governo americano já que esse mercado estava fora de sua jurisdição. Helleiner rejeita essa hipótese, pois esse autor pontua que essas restrições não se aplicavam ao euromercado. O único quesito dessas restrições que impactava no euromercado, restrições para empréstimos em dólares fora dos EUA, foi abolida em 1967. Assim, se houve uma predominância em determinado momento que restringir seria a melhor estratégia, ela durou pouco tempo.

⁷⁴ Contrariando mais uma vez a tese de que os capitais se movem para países menos abundantes em capital.

⁷⁵ Interessante notar que o primeiro dado do BIS sobre o euromercado é de 1963

O principal motivo para os EUA serem permissivos com o euromercado segundo Helleiner era o desejo de aumentar a demanda por dólares no mercado internacional e manter a centralidade da moeda americana que já havia sofrido uma crise de confiança no início dos anos 1960 e continua sobre pressão conforme o déficit americano aumenta.

3.2.2 – As outras potências em relação ao euromercado

O posicionamento dos outros países em relação ao euromercado é ainda mais difícil de destrinchar. Existem muitos fatores que reforçam um posicionamento de oposição e outros que demonstram um posicionamento a favor por parte dos governos nacionais em relação ao euromercado. No imediato pós-guerra, fora os EUA, o único país que parecia ter pressa em retomar a conversão cambial era a Inglaterra que inúmeras vezes tentou retomar a conversão, mas desistiu em pouco tempo frente a fortes fugas contra a libra. Por fim a Inglaterra aceitou retomar a conversão junto com os outros países europeus em 1958 com a criação da comunidade econômica européia.

Com a volta da conversão das moedas na Europa, o euromercado começa a se desenvolver. Dólares migram para fora dos EUA possibilitando a expansão desse mercado que é inicialmente muito reforçado pelo diferencial de juros na Europa e nos EUA. A retomada da conversão cambial em 1958, mesmo que somente em conta corrente, pode ser interpretada como um importante passo liberal. Os depósitos dos Bancos Centrais europeus e do próprio BIS no euromercado demonstram que, ao menos inicialmente, essas instituições não procuraram restringir o crescimento desse mercado, pelo contrário. Inclusive, a Alemanha oferecia *swaps* de dólares e outras moedas a taxas facilitadas até 1964 ajudando a expansão desse mercado.

Por outro lado, a partir de meados dos anos 1960, houve intensificação da regulação dos fluxos de capitais. O pico das restrições ocorreu na transição para o câmbio flutuante entre 1971 e 1973. Durante esse período os governos europeus e o Japão se colocaram contra movimentações que pudessem levar a flutuações cambiais. Foi nesse contexto do acordo Smithsonian que os Bancos Centrais e o BIS se comprometem a não mais depositar seus ativos no euromercado. Embora o crescimento do euromercado não pare por conta das restrições ele é temporariamente reduzido.

Entre 1958 e meados dos anos 1960 parece haver um posicionamento pró-mercado por parte dos outros países com uma crescente amenização das restrições e colaboração dos bancos centrais e do BIS em fornecer dólares para o crescimento do

euromercado corroborando fortemente a opinião de Panitch e Gindin (2012). No entanto, esse é um momento ainda delicado para a economia européia, apesar da rápida recuperação, e as restrições mais rígidas estabelecidas no desenrolar da crise de 1947 permanecem. O tratado de Roma de 1957, que levou a fundação da Comunidade Econômica Européia, assinado originalmente por Bélgica, França Itália, Luxemburgo, Holanda e Alemanha Ocidental, já previu formalmente a liberalização dos fluxos de capitais, os governos Europeus não lhe deram grande atenção até o início dos anos 1980 quando maioria dos países desenvolvidos desregulamenta o fluxo de capitais. A partir de meados dos anos 1960 começa a aumentar o nível de regulação especialmente quando a estabilidade cambial, que ainda era cara aos Bancos Centrais, começa a ser ameaçada. Esse segundo momento é condizente com a versão de Helleiner (1994).

Mesmo após a flutuação cambial se tornar uma realidade, em 1973, os governos europeus e o Japão continuam buscando maneiras de controlar o euromercado. Quando ocorre o choque do petróleo em 1973 rapidamente se percebe a urgência de reciclar os saldos em dólares acumulados pelos países exportadores do Oriente Médio. Países europeus propõem que os saldos sejam reciclados através do FMI aumentando o controle dos Estados e do multilateralismo sobre o processo. Os EUA se opõem a essa medida que acaba sendo abandonada. Novamente em 1975 os países europeus, com exceção da Inglaterra, juntos com Japão e Arábia Saudita, propõem que o financiamento do terceiro mundo ocorra através do FMI. Novamente os EUA se opõem a causa que também acaba por ser abandonada. O direito de veto que os EUA guardaram para si dentro do FMI, criado sob a tutela da supremacia americana no pós-guerra, assim como o fato dos EUA deterem o maior sistema financeiro, a moeda internacional, um superior poder bélico, tecnológico, e todas as vantagens de um hegemon, garantem que seu poder de decisão sobre todas as propostas colocadas.

Essas duas medidas de controle propostas minariam alguns dos mais importantes canais de demanda e oferta do mercado de eurodólares e aumentaria o controle de capitais por parte dos países. A oposição americana e as propostas européias nesse período condizem com a visão de Helleiner (1994) de resistência desses países a uma ordem mais liberal pelo menos até os anos 1980.

O que teria feito as potências capitalistas mudarem sua postura em meados dos anos 1960 e novamente no fim dos anos 1970? Para Helleiner (1994) não há mudança em meados dos anos 1960. Havia continuidade da vontade dos países centrais de controlar os capitais e manter autonomia doméstica em relação aos efeitos perturbadores de acelerados fluxos de

capitais e variação cambiais. A retomada da conversão das moedas em 1958 e a participação dos bancos centrais no euromercado não é sequer discutida por esse autor sendo colocados somente como acontecimentos.

Enquanto para Panitch e Gindin (2012) os movimentos mais liberalizantes são apenas continuidade de um plano maior de liberalização do movimento de capitais no longo prazo. Já as leis mais restritivas dos anos 1960 e 1970 são entendidas, em parte, exatamente como foram as restrições após a crise de 1947: como os outros países centrais ainda tinham um pequeno mercado financeiro e uma construção econômica fraca deveria ser papel dos EUA financiar e aumentar a integração financeira permitindo, caso necessário, restrições contra o seu mercado.

3.3 – Causas das instabilidades internacionais e triunfo liberal

As crises das moedas que levaram as flutuações cambiais e ao fim de Bretton Woods não são consequências dos conflitos entre os Estados nacionais segundo Panitch e Gindin (2012). Para esses autores sempre foi objetivo dos EUA fortalecer a classe financeira⁷⁶ fora dos EUA com crescente integração econômica de maneira que essa última ajudasse na criação de uma ordem financeira global e liberalizada em oposição ao socialismo ou a um capitalismo fechado financeiramente como tinha sido o caso da Alemanha nazista.

O conflito para Panitch e Gindin (2012) está entre as classes trabalhadoras e burguesas dentro dos Estados nacionais. A principal contradição da ordem de Bretton Woods teria sido fornecer uma economia de pleno emprego com o crescente *welfarestate*⁷⁷. Na segunda metade dos anos 1960 as taxas de emprego caíram para níveis muito baixos com uma série de consequências sobre as economias centrais. Como demonstra Marglin e Schor (1984) o aumento da luta pelos trabalhadores contra o processo de controle do trabalho conhecido como taylorização começou a resultar em menos horas de trabalho, menor produtividade e maiores salários a partir do início dos anos 1960. Esse ganho de espaço dos trabalhadores está diretamente relacionado com o aumento do emprego nesse período.

⁷⁶Panitch e Gindin tratam classe financeira, burguesa e capitalista como idênticas em questão de interesses e estratégias.

⁷⁷ Os motivos do crescente *welfarestate* são muitos não podendo ser dissecados nesse trabalho. Pode-se citar a necessidade de oferecer uma situação social melhor para a geração que sofreu os guerra e da crise dos anos 1930 assim como mostrar que os Estados capitalistas tinham uma boa alternativa ao comunismo.horrores da

Para Panitch e Gindin (2012) e Marglin e Schor (1984) é o aumento do poder de barganha dos trabalhadores e logo da intensificação da luta de classes que leva os capitalistas a acelerar a correção dos preços levando ao aumento da inflação. O aumento da inflação é a principal causa da instabilidade cambial para Panitch e Gindin (2012), pois começa a gerar desconfianças em relação ao valor das moedas já que há um diferencial crescente entre as inflações dos países centrais. Os autores não deixam de reconhecer que a necessidade de manter os aliados americanos crescendo para que esses criassem um muro de contenção contra o comunismo tenha desempenhado um papel importante no aumento de dólares no exterior e que esses tenham sido posteriormente utilizados para forçar flutuações cambiais. Embora inicialmente o ganho dos trabalhadores não tenha reduzido o nível de investimento nas economias centrais esse cenário muda com o primeiro choque do petróleo.

O aumento do preço do petróleo aumentou consideravelmente o custo de produção isso, somado a queda de produtividade, com significativas correções salariais levou a uma queda no lucro e na taxa de lucro, o motor do capitalismo segundo a interpretação econômica marxista. As correções de preços não acompanharam esses outros fatores deixando a apropriação de renda dos capitalistas mais baixa e a inflação mais alta.

Panitch e Gindin (2012) acrescentam outro curioso fator para a crise de Bretton Woods. Para esses autores o nacionalismo desenvolvimentista do terceiro mundo especialmente entre 1960 e 1970, também relacionado a luta do capital contra o comunismo em nível global, levou a crescentes expropriações por parte do terceiro mundo de investimentos americanos em seus territórios. Essas expropriações cresceram de oito por ano no início dos anos 1960 para 17 no final dos anos oitenta até 56 por ano em 1975. Essas expropriações foram, segundo afirmado por Fowler, Secretário do Tesouro Americano de 1965, a maior ameaça a ordem capitalista. Os autores não especificam que expropriações seriam essas, mas provavelmente estão mais ligadas a nacionalização das empresas de petróleo no Oriente Médio no período que de fato reduziram a margem de lucro das empresas petrolíferas na região embora “ameaçar a ordem capitalista” pareça claramente um exagero.

O início da liberalização financeira foi assim segundo Panitch e Gindin (2012) uma continuidade de um plano engendrado desde Bretton Woods. Visão muito diversa é apresentada por Helleiner (1994). Para esse autor o triunfo da visão financeira a partir do final dos anos 1970 está ligado com três causas.

A primeira é que o ideário ortodoxo pró-liberalização e contra o *welfarestate* ganha espaço com o péssimo desempenho econômico de estagnação com inflação nos anos 1970 nos

principais países capitalistas. Nos EUA esse pensamento culminou internamente no fim das restrições ao movimento de capitais em 1974 e no *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* de 1980 que levou a ampla desregulação financeira com o fim de tetos para os juros e do fim de vários limites para a expansão bancária e a desregulação ainda seria aprofundada posteriormente. Em relação ao contexto internacional o ganho de espaço desse pensamento levou os EUA a defender abertamente a liberalização dos fluxos de capitais nos anos 1970.

A segunda causa ressaltada por Helleiner (1994) está relacionada a pouca resistência pública as políticas liberalizantes dos movimentos de capital. Muitos atores políticos se surpreenderam como o fim abrupto das restrições aos movimentos de capitais não provocaram reação popular a despeito da pertinência dessas políticas no tipo de política que econômica que pode ser adotada em cada país, como visto, políticas fiscais expansivas poderiam ficar ameaçadas. Essa postura se difere muito da resistência que os trabalhadores impuseram diante da queda dos salários nos anos 1970 e início dos anos 1980 que resultaram numa explosão de greves contida pelos novos governos conservadores (Helleiner não conecta essa explosão de greves com a ordem financeira mais liberal). O autor argumenta que a falta de reação popular pode ser explicada por dois fatores. Primeiro, o desconhecimento do público em relação aos impactos desse tipo de política econômica que seriam mais complexos. Segundo, ao fato da liberalização não atingir diretamente um grupo social específico, sendo seus efeitos mais dispersos macroeconomicamente.

A terceira e última causa foi a crescente influência do ideário ortodoxo já colocada anteriormente. Os três motivos apontados por Helleiner (1994) para a predominância da visão liberal após 1980 foram: O especial interesse e influência dos países que passaram a hospedar os maiores mercados financeiros EUA, Inglaterra e Japão. A desregulação competitiva, já mencionada, em que os países passam a disputar os fluxos financeiros com regras cada vez mais liberais de maneira que seu mercado pareça mais atrativo e possa desfrutar das vantagens desse fluxo de capitais.

Em 1984 a Dinamarca e a França acabam com os controles de capitais, essa última depois de grande resistência, em 1986, a Holanda, pouco depois a Alemanha. Em 1988 todos os membros da comunidade européia se comprometem em abolir os controles de capitais em dois anos. Três fatores facilitaram o fechamento do acordo de 1988. O primeiro foi a expansão do crédito e o comprometimento dos Bancos Centrais europeus de intervirem no Sistema Monetário Europeu em caso de risco sistêmico setembro de 1987. O segundo foi

asuperação de uma série de propostas de leis contra a evasão fiscal que reduziriam o livre movimento de capitais. Essas propostas acabaram caindo pela resistência da Inglaterra, Luxemburgo e Alemanha Ocidental. Os países escandinavos também concordam em reduzir suas restrições em 1989 e 1990 para se juntar a comunidade Européia e concorrer com o mercado financeiro londrino.

O Japão também entra nesse percurso nos anos 1980 sob pressão dos americanos e dos imensos a saldos em dólares acumulados desfazendo regulações que operavam desde os anos 1930. Em 1984 o acordo com os EUA em relação a paridade yen-dolar já previa o processo de desregulação que se torna amplo antes do fim da década. Austrália e Nova Zelândia também desregulam o controle de capitais em 1984 e 1985.

Em maio de 1989 o *Code of Liberalization of Capital Movements* da *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD), que sempre abrangeu os principais países capitalistas, passa a defender a liberalização de todo o tipo de movimentação internacional de capital, inclusive os de curtíssimo prazo. Esse código, estabelecido em 1961 na fundação do OECD tinha por objetivo defender somente fluxos de capital relacionados a investimento externo direto (IED), ou seja, movimento de capitais entendidos como produtivos em oposição aos especulativos. Mesmo originalmente visando IED esse código foi alvo de uma série de restrições pelos países assinantes que temiam ficar impossibilitados de impor maiores controles sobre os movimentos de capitais na década de 1960. É o triunfo final da visão liberalizante.

Fica claro que a despeito de se entender a trajetória da economia do pós-guerra como um contínuo dentro de uma ideia original liberal e de reforço da ordem burguesa internacional (PANITCH & GINDIN, 2012; MARGLIN & SCHOR 1984) ou alternativamente uma mudança de orientação dos Estados nacionais (HELLEINER, 1994; MOFFIT, 1984; PARBONI, 1980), e por conseguintes políticas econômicas, a partir da crise do final dos anos 1960, e, também nesse caso, reconhecendo a relevância de tensões inter-estatais. Há dois pontos claros de convergência: em nenhum momento a política econômica se fez sem uma forte intervenção estatal; essa intervenção não é vista como um corpo exógeno a um sistema de agentes atomizados e racionais e sim como um componente fundante e central do próprio funcionamento da economia de mercado. Em segundo lugar, fica evidente que o final dos anos 1970 marca, ao menos, uma aceleração da velocidade de implementação de medidas liberais que aproximaram o sistema capitalista de sua versão pré-crise de 1929.

CONCLUSÃO

No capítulo 1 mostrou-se um movimento pendular da ordem econômica capitalista no século XX. Inicialmente, a partir da crise de 1929, ocorre uma mudança na direção de um capitalismo mais regulado, com intervenção estatal direta maior. Esse movimento forjou um padrão ou, mais especificamente, uma forma de capitalismo que ordenou as estruturas domésticas nos EUA como também a arquitetura produtiva e financeira internacional. Sendo o marco desse movimento nos EUA o *New Deal* reestruturado pela guerra e a regulação financeira dos anos 1930. No cenário internacional a influência americana foi central para o estabelecimento da nova ordem sendo marco dela o encontro de Bretton Woods e as medidas que lhe sucederam no final da década de 1940. Aos poucos essa ordem vai apresentando desgastes de origem econômica e política.

Os anos 1970 marcam a eclosão dessas tensões crescentes, um período conturbado na economia global com o término do padrão ouro, início de um regime de taxas de câmbio flutuantes e explosão dos fluxos internacionais de capital somados aos choques do petróleo e inflação nos países centrais. O padrão internacional de crescimento e ordem das economias capitalistas que tinha sido previamente organizado pelos EUA como potência dominante no pós-guerra entra em colapso marcando o fim da “era de ouro” do capitalismo.

Como apresentado no capítulo 2, foi nesse contexto que o euromercado se expandiu sendo alimentado por praticamente toda nova instabilidade na economia global. O explosivo crescimento do euromercado pode ser considerado o renascimento das finanças globais após o interregno criado pela crise dos anos 1930. Restrições nos movimentos de capitais e novos controles não impediram a expansão desse mercado de dólares expatriados, ao contrário, em boa medida foram seu combustível.

O capítulo 3 buscou contrapor duas visões sobre as contradições criadas no euromercado. Uma visão que coloca os Estados como opositores ao euromercado e conseqüentemente a um sistema mais liberal e uma visão que coloca os Estados como defensores do euromercado. Apontou-se que as duas visões percebem uma mudança de postura em relação a ordem mais liberal e ao euromercado. Na década de 1980, como se viu, nenhum país central se opõe ao mercado liberalizado.

Assim a verdadeira distinção entre essas duas interpretações foi colocada em que uma delas, a que vê Estados como pró-desregulação, não existiria uma ruptura nos objetivos

dos Estados nacionais na mudança de uma ordem menos liberal para uma mais liberal dos anos 1980 em diante. Essa interpretação defendida por Panitch e Gindin (2012) entende que um momento conjuntural de fraqueza de alguns velhos centros capitalistas (Europa), dada a Segunda Guerra Mundial, e a ameaça comunista foram os únicos motivos que levaram os Estados nacionais a aceitarem uma ordem mais restrita temporariamente. Para esses autores de inspiração marxista era do interesse da burguesia americana fortalecer a burguesia dos outros países centrais através da integração financeira e por isso o euromercado seria sempre reforçado, mesmo que, de maneira contingencial, restrições financeiras para permitir o crescimento mais veloz dos Estados atingidos pela guerra fossem aceitos.

Enquanto a outra interpretação, que vê os Estados como opositores do euromercado, foi dividida em duas versões. A de Helleiner (1994) defende que, enquanto os Estados Unidos e a Inglaterra incentivaram sempre o crescimento do euromercado, Japão e outras nações européias se colocaram contra a sua expansão enquanto puderam. O euromercado atrapalharia os objetivos nacionais dessas nações distorcendo a execução do *welfarestate*, da política cambial e/ou inflacionária interna. Uma vez que a estabilidade cambial com o fim de Bretton Woods foi abandonada a pressão pela liberalização teria começado a vencer a resistência das demais nações. Em especial porque movimentos volumosos de capital começaram a beneficiar nações mais abertas financeiramente levando a um irresistível impulso a liberalização.

A outra versão dessa segunda interpretação defendida por Parboni (1980) e Moffit (1984) colocam que nem os EUA teriam apoiado o sistema mais liberalizado. A resistência das nações teria sido vencida por um desenvolvimento do mercado que escapou ao controle das mesmas a ponto de não haver mais saída.

Finalmente as duas interpretações foram revistas, na última seção do capítulo 3, para procurar as causas das instabilidades no cenário internacional segundo cada uma delas. A interpretação dos Estados como defensores do euromercado de Panitch e Gindin (2012) coloca que o aumento de poder de barganha dos trabalhadores no contexto da aproximação do pleno emprego, dentro dos Estados Unidos e dos outros países centrais, levou a uma intensificação do conflito de classes e do aumento da inflação. Esse aumento de inflação e redução do lucro capitalista gerou instabilidades internas e externas que forçaram o rompimento da ordem mais restrita de Bretton Woods.

Para Helleiner (1994), Parboni (1980) e Moffit (1984) foi a intensificação da concorrência internacional a partir da recuperação dos outros centros capitalistas atingidos

pela guerra que levou a essas instabilidades. A discordância entre os objetivos internos de cada país teriam levado ao fim de Bretton Woods.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARIENTI, Patricia Finceca Ferreira, INÁCIO, Janypher Marcela. Instabilidade, Desregulamentação Financeira e a Crise do Sistema Financeiro Atual. **Cadernos Cedec**, nº 90. Edição especial Cedec/INCT-INEU. Rio de Janeiro: novembro, 2010.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Annual Reports. Diversos anos. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/arpdf/archive/index.htm> Acessado em 5 de outubro de 2013

BOUGHTON, James M. **Why White, Not Keynes? Inventing the Postwar International Monetary System**. International Monetary Fund Working Paper: março 2002.

BRAGA, J. C. S; CINTRA, M. A. M. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In: FIORI, J. L. (org). **O Poder Americano**. Rio de Janeiro: Editora Vozes, 2004.

BRAGA; José Carlos S. Crises sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças. **Estudos Avançados**, vol. 23, n. 65. São Paulo: USP, 2009.

CAGNIN, Rafael Fagundes; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas. **Econômica**, v. 9, n. 2, p. 296-338. Rio de Janeiro: dezembro, 2007

CHATTERJEE, R. Rex. Dictionaries fail: the volcker rule's reliance on definitions renders it ineffective and a new solution is needed to adequately regulate proprietary trading. **International Law & Management Review**, Vol. 8, 2011

CINTRA, Marcos Antonio Macedo. **As Transformações na Estrutura do Sistema Financeiro dos Estados Unidos: a Montagem de um Novo Regime Monetário-financeiro (1980-1995)**. Tese de doutorado. Instituto de economia. Universidade de Campinas, 1997.

CIPOLLA, Francisco Paulo. Economia Política do Taylorismo, Fordismo e Teamwork. **Revista de Economia Política**, vol. 23, nº.3 julho-setembro, 2003. Disponível em: <http://www.rep.org.br/pdf/91-4.pdf> Acessado em 23 de janeiro de 2013

COUTINHO; Luciano; BELLUZO, Luiz Gonzaga. "Financeirização" da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. **Economia e Sociedade**, vol. 11, p. 137-50. Campinas, dezembro 1998.

DE LONG, James Bradford. **America's Only Peacetime Inflation: The 1970s**. University of California at Berkeley and National Bureau of Economic Research, 1995

DE CECCO, Marcello. **Money and empire: the international gold standard, 1890-1914**. Oxford: Blackwell, 1974.

EICHENGREEN, Barry; TEMIN, Peter. **Fetters of Gold and Paper**. Oxford University Press Oxford Review of Economic Policy, Oxford University Press, vol. 26(3), pp. 370-384, 2010.

----- . A Globalização do Capital: uma História do Sistema Monetário Internacional. São Paulo: Editora 34, 2000

EICHENGREEN, Barry; DE LONG, James Bradford. **The Marshall Plan**: History's most successful structural adjustment program. NBER Working Paper No. 3899. November, 1991

EINZIG, Paul. **Some Recent Changes In The Euro-Dollar System**. The Journal of Finance, vol. 19, nº 3 pp. 443-449. Setembro, 1964.

FARHI, Maryse. **Crise financeira e reformas da supervisão e regulação**. Artigo apresentado no III encontro da associação keynesiana brasileira, 11 a 13 de agosto, 2010 disponível em: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2010/33.pdf> Acessado em 5 de dezembro de 2013.

FEDERAL RESERVE BANK Of NEW YORK. **The London Gold Market** Na excerpt from the Bank of England Quarterly Bulletin. Março, 1964.

FEDERAL RESERVE. Database: Financial Accounts of the United States. Flow of Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts.

FEDERAL RESERVE. **Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy**. EUA, 2013.

GEMECH, Firdu; STRUTHERS, John. **The Mckinnon-Shaw Hypothesis**: Thirty Years on A review of Recent Developments in Financial Liberalization Theory. Development Studies Association , Annual Conference on "Globalisation and Development". Glasgow, 2003

GILBERT, R. Alton. **Requiem for Regulation Q**: What It Did and Why It Passed Away. ST. Louis: 1986.

GLYN, Andrew. **Capitalism Unleashed**. Oxford: Oxford University Press. 2006.

GINDIN, Sam, PANITCH, Leo. **The Making of Global Capitalism** The Political Economy of American Empire. Londres: Verso, 2012.

GOODMAN, George J.W. **Commanding Heights** When currencies Began to Float, 1982

HARRISON, Mark. **The Economics of World War II: Six Great Powers in International Comparison**. Cambridge University Press, 1998.

HAYEK, Friedrich A. Von. **The Mirage of Social Justice**. Chicago: University of Chicago Press, 1976.

HELLEINER, Eric. **States and Reemergence of Global Finance**. From Bretton Woods to the 1990s. Londres: Cornell University Press, 1994.

MARGLIN, A. Stephen; SCHOR, Juliet B. **The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience.** Oxford, Clarendo Press, 1984.

MAMUDI, Sam. **Lehman folds Record \$613 bilion debt.** Disponível em: <http://www.marketwatch.com/story/lehman-folds-with-record-613-billion-debt?siteid=rss>
Acessado em 20 de agosto de 2012

MOFFITT, Michael. **O dinheiro do mundo: De Bretton Woods à beira da insolvência.** São Paulo: Editora Paz e Terra, 1984

MOSS, David A. An Ounce of prevention, Financial regulation, moral hazard and the end of “too big to fail”. **Harvard Magazine.** Cambridge: Setembro-Outubro, 2009.

PARBONI, Riccardo. **The Dollar ansits Rivals: Recession, Inflation and International Finance.** Londres: Verso, 1981

PHILIPPON, Thomas. **The size of the u.s. Finance industry: a puzzle?** Stern School of Business, New York University. NBER and CEPR, 2011.

RAJAN; Raghuram G. **Fault Lines.** Princeton: Princeton University Press, 2010.

SCANDIUCCI FILHO, José Gilberto. **Hegemonia, Estados e Mercados nos arranjos de Bretton Woods.** Tese de Doutorado. Instituto de economia. Universidade de Campinas, 2000.

SCHENK, Catherine R. **The OriginsoftheEurodollar Market in London: 1955–1963.** Glasgow, Explorations in Economic History, v. 35, p. 221-238, 1998.

SAMUEL, Howard D. Troubled passage: the labor movement and the fair labor standarts act. **Monthly Labor Review.** Bureau of Labor Statistics, Dez. 2000

SERRANO, Franklin. Do ouro imóvel ao dólar flexível. **Economia e Sociedade.** Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 237-253, jul./dez. 2002.

----- Relações de poder e a política macroeconômica americana: de Bretton Woods ao padrão dólar flexível. In: FIORI, J. L. (org). **O Poder Americano.** Rio de Janeiro: Vozes, 2004.

----- A economia americana, o padrão dólar flexível e a expansão mundial nos anos 2000. In FIORI, J. L.; MEDERIOS, C.; SERRANO, F. **O mito do colapso do poder americano.** Rio de Janeiro: Record, 2008.

STEIN, Herbert. **The Fiscal Revolution in America: The policy in pursuit of reality.** Washington: Aei Press, 1996

TAVARES, Maria da Conceição. A Retomada da Hegemonia norte-americana. **Revista de Economia Política,** Vol. 5, n. 2, abril-junho. São Paulo: 1985

The University of British Columbia Sauder School of Business **PACIFIC Exchange Rate Service**.Disponível em: <http://fx.sauder.ubc.ca/etc/USDpages.pdf> Acessado em 5 de janeiro de 2014

The White House **Historical Tables**Disponívelem:
<http://www.whitehouse.gov/omb/budget/historicals> Acessado em 5 de outubro de 2013

YERGIN, Daniel. O Petróleo uma história mundial de conquistas poder e dinheiro. Edição Max Altman. São Paulo: Paz e Terra, 2010.