

**DEBORA KLAUMANN**

**A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E A  
DESREGULAMENTAÇÃO**

Monografia apresentada como requisito parcial para Obtenção do título de Bacharel em Economia no Curso de ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Fabio Dória Scatolin

**CURITIBA**

2009

## TERMO DE APROVAÇÃO

DEBORA KLAUMANN

### A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E A DESREGULAMENTAÇÃO

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Economia no Curso de Ciências Econômicas, do Setor de Ciências Sociais e Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela comissão formada pelos seguintes professores:

Orientador:

  
Prof. Fabio Dória Scatolin  
Setor de Ciências Sociais e Aplicadas

  
Prof. José Guilherme Silva Vieira  
Setor de Ciências Sociais e Aplicadas

  
Prof. Fabiano Abranches Silva Dalto  
Setor de Ciências Sociais e Aplicadas

Curitiba, 30 de novembro de 2009.

## SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS.....	01
LISTA DE SIGLAS.....	02
RESUMO.....	03
INTRODUÇÃO.....	04
1 RUMO A DESREGULAMENTAÇÃO.....	07
1.1 ORIGENS E CONSEQUENCIAS DO SISTEMA BRETTON WOODS..	07
1.2 GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA & DESREGULAMENTAÇÃO.....	14
1.3 LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA & SISTEMA BANCARIO PARALELO.....	18
2 A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL.....	24
2.1 OUTRA GRANDE CRISE.....	24
3 A PROPOSTA DE REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL.....	32
3.1 O IMPOSTO TOBIN.....	33
3.2 E A REGULAMENTAÇÃO BANCÁRIA?.....	36
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	39
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS.....	41

## LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – PRODUTO INDUSTRIAL GLOBAL.....	29
FIGURA 2 – COMÉRCIO GLOBAL.....	30
FIGURA 3 – MERCADO DE AÇÕES MUNDIAL.....	30

## LISTA DE SIGLAS

ADR	AMERICAN DEPOSITARY RECEIPT
AIG	AMERICAN INTERNATIONAL GROUP
EUA	ESTADOS UNIDOS DA AMERICA
FMI	FUNDO MONETARIO INTERNACIONAL
FED	FEDERAL RESERVE SYSTEM
G-7	GRUPO DOS SETE PAÍSES MAIS DESENVOLVIDOS
G-20	GRUPO DOS VINTE PAÍSES MAIS RICOS DO MUNDO
SBW	SISTEMA BRETTON WOODS
SFI	SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

## RESUMO

Oficialmente, ainda não existe um consenso sobre as causas da atual crise financeira que assombrou o mundo a partir de 2008. Entretanto, já é possível afirmar que a globalização financeira aliada à desregulamentação do Sistema Financeiro Internacional e a ausência de regras eficazes que ordenassem as atividades do sistema bancário paralelo tiveram um papel decisivo na formação desta catástrofe econômica e financeira. Tendo como ponto de partida a falta de regulamentação, principalmente em âmbito internacional, esta monografia toma a proposta da Alemanha, o Imposto Tobin, como uma tentativa de restabelecer algumas regras que ajudem a controlar e regular os fluxos internacionais de capital. Esta por sua vez, é uma medida paliativa que servirá, simplesmente, como forma de controle temporário dos fluxos internacionais de capital, pois, é bastante provável que como já ocorria desde o período de Bretton Woods, os investidores e os bancos acharão brechas na regulamentação que os auxiliarão na incansável trajetória da busca pela maximização do lucro.

## INTRODUÇÃO

As crises financeiras tornaram-se acontecimentos recorrentes na evolução das economias de mercado nos últimos séculos, e, de acordo com os registros conhecidos destas turbulências bancárias, todas apresentam uma combinação de elementos novos e antigos. A rápida expansão do crédito, por exemplo, tem sido um componente comum a maioria das crises, haja vista, que somente a disponibilidade de financiamento é capaz de supervalorizar os ativos e gerar movimentos de retroalimentação que propiciam o surgimento de bolhas nos mercados de ativos.

É fato que acontecimentos isolados, “via de regra”, não explicam, por si só, uma crise com as proporções da crise atual. Alguns economistas como Paul Krugman (2009), acreditam que a desregulamentação do sistema financeiro internacional e dos bancos não-bancos, que funcionavam a sombra de instituições financeiras tradicionais, explicaria, pelo menos em parte, a crise atual. A estrutura e a dinâmica desse sistema altamente interconectado se enraizou durante o quarto de século que se seguiu após meados da década de 1980, e provocou profundas mudanças no sistema financeiro internacional formando um todo integrado e complexo. Essas mudanças estavam relacionadas, de início, à nova volatilidade dos mercados de câmbio após o desmantelamento de Bretton Woods, e, depois, às oportunidades criadas pela liberalização financeira em âmbito internacional, sobretudo ao descarte dos controles de fluxo de capital internacional e à abertura de outros sistemas financeiros (entenda-se sistema bancário).

Também é fato que, independente da causa da crise ser individual ou conjunta, uma série de acontecimentos fez com que a liquidez internacional aumentasse assustadoramente levando os investidores a incorrer em riscos que nem sequer conseguiam entender, os bancos a liberar empréstimos duvidosos e a países, que dispunham de mais reservas do que conseguiam gastar, a investir em títulos de dívida pública com retorno quase zero ou até mesmo negativo.

Com tamanha abundância de crédito, bolhas se formaram e acabou por estourar dentro da principal economia do mundo, os Estados Unidos. A

bolha imobiliária americana, que estourou em meados de 2007, formou-se devido ao crédito inseqüente, todavia altamente lucrativo. O estouro dessa bolha, em si, não foi o responsável pela crise, mas fez com que viessem à tona os problemas de um sistema financeiro globalizado e desregulamentado, que vem firmando suas raízes desde a década de 1970, com o fim do sistema Breton Woods.

Nas ultimas décadas, o aumento da ocorrência de crises bancárias foi assustador e estas estão diretamente ligadas ao crescimento da instabilidade cambial e financeira e à liberalização dos fluxos internacionais de capitais que vem aumentando desde a década de setenta. Trata-se de um dos principais problemas da chamada globalização financeira.

A literatura existente sobre o problema do descontrole dos fluxos de capital internacional e de sua ação desestabilizadora sobre as taxas de cambio nos remete a 1972, ano em que James Tobin, da Universidade de Princeton, sugeriu a criação de um imposto sobre os movimentos desestabilizadores dos capitais de curto prazo, sendo que este não prejudicaria o movimento do comércio internacional e os investimentos de longo prazo.

Neste contexto, o presente trabalho objetiva delinear alguns aspectos da evolução do Sistema Financeiro Internacional, sua crescente desregulamentação e a analisar o imposto Tobin, como uma das propostas para a reforma do Sistema Financeiro Internacional. O imposto Tobin, no fim da década de 1990, devido à crise asiática, foi repensado como uma forma de disciplinar os fluxos financeiros internacionais e agora, novamente, com a crise financeira atual, voltou à tona como proposta apresentada pela Alemanha, para conter os ataques especulativos sofridos pelas moedas dos mais diversos países.

Além desta introdução, esta monografia está organizada da seguinte forma. O capítulo 1, parte de um retorno ao período do Acordo de Bretton Woods, o qual se faz necessário para o entendimento do processo de desregulamentação que ajudou a desencadear a crise atual. Também será explanado como a globalização financeira aliada à políticas neoliberais, adotadas, inicialmente, nas duas principais economias do mundo foram decisivas para a expansão, em âmbito internacional, da desregulamentação. Enfatiza-se como a liberalização financeira abriu espaço para a criação do

sistema bancário paralelo. No capítulo 2, é apresentado a sequência de acontecimentos que desaguaram na crise atual e uma comparação desta com a grande depressão. No terceiro capítulo, é feita uma análise da proposta do imposto Tobin como uma das opções para ajudar a reformar o sistema financeiro internacional. Esta proposta está na pauta de discussão do G-7, todavia vem enfrentando forte resistência por parte dos Estados Unidos. Finalmente na conclusão seguem algumas considerações finais.

## 1. RUMO A DESREGULAMENTAÇÃO

A reputação do sistema financeiro internacional é, atualmente, de ser uma fonte de instabilidade das taxas de câmbio, através da alta mobilidade dos capitais e da inexistência de um regime internacional provido de instituições e regras suficientemente eficazes para ordenar os ajustes dos mercados e prevenir as crises monetárias e financeiras.

Após o desmoronamento do regime de Bretton Woods, vieram à tona inúmeras propostas para lançar as bases de uma nova regulamentação das relações dos sistemas financeiro e monetário internacionais. Entretanto todas foram frustradas.

Ao longo das últimas décadas aconteceram dezenas de crises financeiras, principalmente nos países em desenvolvimento. Hoje a crise assola a principal economia do mundo e coloca na pauta do dia a necessidade da institucionalização dos mercados financeiros e da criação de regras capazes de balizar o comportamento dos operadores desses mercados. Se a globalização financeira parece corresponder a uma perda de controle das autoridades públicas nacionais e internacionais, ganha cada vez mais terreno a idéia de que essa limitação não passa do reflexo de uma falta de organização do sistema financeiro internacional (Kébabdjian e Leonard, 2009).

Este capítulo parte do histórico do SFI a partir de Bretton Woods, noção que se faz necessária para o entendimento do processo de desregulamentação, e descreve como a globalização financeira aliada a crescente desregulamentação foram decisivas para a deflagração da crise atual.

### 1.1 ORIGENS E CONSEQUÊNCIAS DO SISTEMA BRETTON WOODS

Bretton Woods pode ser visto como a última tentativa de fortalecer o padrão ouro e, de certa maneira, como uma forma de firmar a hegemonia dos Estados Unidos como principal potência internacional no pós-guerra. Em sua origem, o acordo foi marcado por tensões que surgiram do confronto entre

proposta norte americana e inglesa, da qual os Estados unidos saíram vencedores (Cunha,2009).

Em julho de 1944, representantes de 44 países elaboraram o sistema, firmado pelo acordo de Breton Woods, que exigia taxas de cambio fixas, porém ajustáveis, em relação ao dólar norte-americano e um preço do ouro, em dólar, invariável. Os países membros manteriam suas reservas internacionais em dólares e, a qualquer momento, teriam o direito de vendê-los ao FED (Banco Central americano) em troca de ouro ao preço oficial. O principal requisito do sistema Breton Woods era que as taxas de cambio fossem fixadas ao dólar, que por sua vez, estaria atrelado ao ouro. O preço fixo do ouro representaria um freio para a política monetária norte-americana, haja vista que esse preço aumentaria se muitos dólares fossem criados. As taxas de cambio fixas imporiam disciplina monetária no sistema e evitariam a instabilidade especulativa típica do regime de taxas de cambio flutuantes adotadas no período entre guerras, considerada, pelos elaboradores do sistema, prejudicial ao comércio internacional (Cunha, 2009).

Outro aspecto do acordo, dizia respeito aos controles para limitar os fluxos de capital internacionais que, diferentemente do padrão ouro, agora eram permitidos. Os controles foram concebidos com o intuito de evitar ataques especulativos contra as moedas diminuindo assim a ameaça que os fluxos de capitais representavam para a estabilidade do cambio. Além disso, uma nova instituição foi criada para monitorar as políticas econômicas nacionais e oferecer financiamento para equilibrar os balanços de pagamentos de países em situação de risco, era o Fundo Monetário Internacional (Einchengreen 2000).

Esses três elementos do Sistema de Bretton Woods eram complementares. As taxas de cambio fixas, mas ajustáveis, eram factíveis somente porque os controles de capital protegiam os países que buscavam defender suas moedas contra os fluxos de capital desestabilizadores e asseguravam o espaço de manobra necessário para que os ajustes fossem efetuados. Os fundos do FMI eram recursos extras de defesa para os países manterem o cambio fixo em face de pressões do mercado. E a monitoração do Fundo desencorajava mudança nas paridades e controles que poderiam

resultar em aproveitamento indevido do sistema. Todo o sistema foi arranjado para proteger as taxas de câmbio dos fluxos de capital desestabilizadores.

Deste sistema emergiu uma nova ordem financeira internacional que procurava combinar a estabilidade propiciada pelo regime de câmbio fixo do antigo padrão ouro, com a flexibilidade requerida por governos nacionais que passaram a assumir como dever, a manutenção do pleno emprego, o que gerava a necessidade de maior autonomia na condução dos instrumentos de política econômica. Ademais, com a criação do Fundo Monetário Internacional, pretendeu-se estabilizar os processos de ajuste das contas externas, de modo a não se retornar às políticas de desvalorizações competitivas entre os países e ao protecionismo comercial (Einchengreen, 2000).

Entre a instabilidade dos anos do entre guerras e a rigidez do padrão ouro, buscou-se um meio termo, em que os países participantes do acordo teriam o direito de ampliar a margem de flutuação de suas moedas frente ao dólar (cujo valor em ouro estava fixado) sempre que ocorresse algum "desequilíbrio fundamental" nas contas externas (Cunha, 2005) .

Quando a Conferência de Bretton Woods aconteceu, a hegemonia econômica e financeira dos Estados Unidos era indiscutível. O país tinha a maioria dos investimentos mundiais, da produção manufaturada e das exportações. Produziam a metade de todo o carvão mundial, dois terços do petróleo e mais do que a metade da eletricidade. Eram capazes de produzir imensas quantidades de navios, aviões, automóveis, armamentos, máquinas, produtos químicos, etc. reforçando a vantagem inicial, e assegurando sua liderança no mundo capitalista. Também, e principalmente, detinham 80% das reservas mundiais de ouro. Esta foi uma situação específica, em que os países europeus estavam enfraquecidos, além de que logo após começou a guerra fria. (Oliveira, 2008)

Na condição de maior potência mundial e uma das poucas nações não afetadas pela guerra, os EUA estavam em posição de ganhar mais do que qualquer outro país com a liberação do comércio mundial, e sua meta era esta. O país teria com isso um mercado mundial para suas exportações, e teriam acesso irrestrito a matérias-primas vitais. O capitalismo dos EUA não poderia sobreviver sem mercados aliados.

A supremacia econômica dos EUA, no pós-guerra, garantia um superávit estrutural no balanço de pagamentos mesmo com os gastos militares e a reconstrução das economias devastadas pela guerra. Além disso, a moeda norte-americana tornara-se a moeda universal e a liquidez internacional ficara vinculada ao dólar.

Terminado o período de reconstrução do pós-guerra e com o crescimento das economias européias e japonesa, à altas taxas, a acumulação de capital em escala internacional atraiu capitais os norte-americanos.

Em 1958 quando os países, finalmente, conseguiram se estruturar para tornarem suas moedas conversíveis, surgiu dois problemas. Primeiro, a partir do momento em que as moedas tornaram-se conversíveis, o papel exclusivo do dólar como moeda de reserva internacional tornou-se limitado, pois qualquer uma das moedas conversíveis poderia ser utilizada como reserva. Segundo, a conversibilidade das moedas tornou as economias dos países industrializados mais atraentes ao capital norte-americano desencadeando, assim, fortes saídas de capitais dos Estados Unidos e provocando uma retração do dólar em seu papel de reserva internacional. O restabelecimento da conversibilidade nas contas correntes, que até então não havia acontecido, dificultou a aplicação dos controles de capital. Ficou mais fácil superfaturar e subfaturar o comércio e contrabandear fundos para o exterior. O crescimento das companhias multinacionais criou mais um canal para transações na conta de capital. Iniciava-se uma crise do dólar.

Com taxas de cambio estáveis e moedas conversíveis, começou, a partir de 1958, um processo de acúmulo de "indesejáveis" reservas, por parte dos bancos centrais dos países desenvolvidos, como forma de absorver o fluxo de capitais que deixava os Estados Unidos.

Esta situação trouxe à tona o que foi chamado de "Dilema de Triffin" citado em: Epstein (2005) o qual resume o dilema da seguinte forma:

"O economista de Yale, Robert Triffin, identificou a debilidade fundamental do sistema monetário baseado no dólar — na verdade, de qualquer sistema monetário internacional baseado numa moeda nacional: os Estados Unidos tinham que incorrer em déficits no balanço de pagamentos para prover a liquidez internacional. Mas, quanto maior e mais prolongado o déficit

americano, menor confiança os outros teriam de que Washington continuaria a converter dólares em ouro a uma taxa fixa. Como resultado, teríamos, eventualmente, pânico no sistema monetário".

Entretanto, a partir de 1958, o problema não foi a falta de liquidez internacional, nem a necessidade de déficits norte-americanos. Ao contrário, o fluxo de capitais norte-americanos, atraídos pelas altas taxas de crescimento dos demais países desenvolvidos, estava sendo responsável por indesejáveis déficits no balanço de pagamentos dos Estados Unidos. E estes déficits tinham que ser incorporados, como também as indesejáveis reservas em dólares, pelos bancos centrais estrangeiros. Tanto os déficits no balanço de pagamentos norte-americano, quanto às reservas em dólares, absorvidas pelos bancos centrais estrangeiros, eram indesejáveis<sup>1</sup>.

A partir do momento em que as autoridades monetárias dos países industrializados apresentaram a moeda norte-americana ao FED, com a finalidade de convertê-la em ouro ao preço oficial de US\$ 35 a onça, o Acordo de Bretton Woods estremeceu. As reservas em ouro dos Estados Unidos despencaram de 653 milhões de onças, em fins de 1957, para 509 milhões, em 1960. O sistema, que em 1958 apenas iniciava seu funcionamento, conforme o Acordo de Bretton Woods de 1944, em meados de 1960, já se encontrava em processo de decadência.

A sobrevivência do dólar, como moeda dominante, após 1958 até o início da década de 1970 somente foi possível graças a sua crescente inconvertibilidade, em relação ao ouro, a qual todos julgavam de interesse próprio não forçar os Estados Unidos a declararem de jure (Kilsztajn, 1989)<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> De acordo com Robert Triffin, (citado em Epstein, 2005) à medida que o acúmulo de saldos em dólar no exterior fosse colocando em risco a convertibilidade em ouro, a credibilidade do padrão-ouro seria colocada em xeque. O mundo precisava de dólares, que se tornavam disponíveis quando os Estados Unidos emitiam moeda para saldar seus déficits externos. Mas se por um lado a expansão de dólares, potenciada pelo circuito *offshore* do euromercado, era necessária para o crescimento do comércio internacional, por outro enfraquecia a confiança na própria moeda americana, no sistema de convertibilidade. Já no início dos anos 1960, o passivo externo norte-americano superava as reversas de ouro do país, o que evidenciava a fragilidade do sistema de convertibilidade. O dilema consistia no seguinte: por um lado, a ocorrência de déficits persistentes, necessários para a expansão do comércio internacional, colocavam em risco o regime de convertibilidade; por outro, a inexistência de déficits provocaria o não provimento de liquidez para a expansão do comércio mundial. Logo, o padrão ouro-dólar estaria fadado a entrar em colapso.

<sup>2</sup> De jure - diz respeito a leis que existem, mas não são respeitadas na prática, ou seja, não são de fato aplicadas.

Paralelamente ao decréscimo de reservas em ouro dos Estados Unidos e o aumento de seus passivos externos, desenvolveu-se o mercado de eurodólares que, do ponto de vista do sistema monetário e financeiro internacional, foi mais importante. A acumulação dos passivos externos norte-americanos por parte dos bancos centrais dos demais países desenvolvidos contribuiu para a institucionalização do mercado de eurodólares e para aprofundar ainda mais a crise do dólar.

No final da década de 1950, os Estados Unidos adotaram medidas para limitar o fluxo de capitais para o exterior, o que levou os bancos privados a desenvolverem suas atividades em outros países. Os bancos centrais dos países desenvolvidos, a partir de então, começaram a depositar no mercado de eurodólares os dólares acumulados. Os passivos externos dos Estados Unidos, em poder das autoridades monetárias, estavam sendo transferidas para os bancos privados. Estes recebiam os depósitos dos bancos centrais e os reciclavam no mercado de eurodólares, que funcionava independentemente das autoridades monetárias e provocava expansão da liquidez em âmbito internacional. Com o mercado de eurodólares desenvolvido, iniciou-se um processo de enfraquecimento da política monetária norte-americana e dos demais países industrializados.

No final da década de 1960 a instabilidade estava instalada. Após dois anos (1968-1969) em que, finalmente, a saída persistente de capitais deu espaço à entrada de capitais externos nos Estados Unidos, as autoridades monetárias dos países industrializados desativaram seus depósitos em eurodólares. Entretanto, em 1970, novamente, o fluxo de capital, que abandonou os Estados Unidos recomeçou, batendo o recorde de US\$ 13 bilhões. Os bancos centrais dos países desenvolvidos, que estavam conseguindo diminuir suas reservas em dólares, tiveram que comprá-las. (Kilsztajn, 1989).

O pronunciamento de Nixon em 15 de agosto de 1971, cancelando a conversibilidade do dólar à taxa fixa de US\$ 35 a onça, oficializou a crise do dólar. Um dos pilares de Bretton Woods, a conversibilidade dólar-ouro foi posta abaixo diante da grande demanda mundial por ouro.

O movimento de capitais, dos Estados Unidos para o exterior e o aumento dos passivos oficiais norte-americanos implicou na desvalorização do

dólar. A iminência de maiores desvalorizações da moeda realimentava a saída de capitais norte-americanos e o aumento das reservas em poder das autoridades estrangeiras e assim por diante. Além disso, o mercado de eurodólares estava utilizando os dólares norte-americanos para desenvolver eurodólares e ampliar a liquidez internacional (Kilsztajn, 1989).

Os três elementos chave do sistema Bretton Woods que deveriam funcionar de forma complementar e harmoniosa mostraram-se totalmente ineficientes. O sistema de taxas ajustáveis revelou-se uma contradição, pois os países, principalmente os industrializados, se recusavam a fazer uso desta ferramenta, pois a desvalorização da moeda implicava no risco de uma enxurrada de fugas de capital, sobre a qual não se tinha controle, e também seria admitir o fracasso das políticas do governo, tendo em vista que o cambio só deveria ser ajustado em meio a um clima de crise. Já os recursos do FMI em meio a tantos “desequilíbrios fundamentais” tornaram-se rapidamente insignificantes (Eichengreen, 2000).

Durante os anos de vigência do Acordo de Bretton Woods, os controles de capital tinham assegurado um pouco de alívio em face de pressões nos balanços de pagamentos aos governos. Os controles proporcionavam uma margem para reorganizar de modo controlado as alterações no cambio ajustável sem provocar um maremoto desestabilizador nos fluxos internacionais de capital. Entretanto, a eficácia desses controles tinha sido corroída ao longo das décadas precedentes. Com o restabelecimento da conversibilidade nas contas correntes, passou a ser difícil distinguir e isolar compras e vendas de moeda estrangeira relacionadas a transações em conta corrente e de capital. Os participantes do mercado encontraram novas e inteligentes maneiras de contornar as barreiras aos fluxos de capital internacional. Perdendo esse escudo, a operação de cambio fixo, porém ajustável, tornou-se cada vez mais complicada para os governos e bancos centrais. Em um mundo de grande mobilidade de capital, a defesa da paridade exigia níveis sem precedentes de intervenção nos mercados de cambio e apoio internacional, o que se tomou inviável.

Mesmo com todas estas fragilidades o Sistema de Bretton Woods sobreviveu até o início dos anos 1970. No entendimento de Eichengreen (2000, p.168), a sobrevivência do Sistema decorreu de um sistema de cooperação

internacional que envolvia governos e bancos centrais, especialmente mediante o oferecimento de suporte internacional coordenado às moedas fundamentais. Este sistema de cooperação, de certo modo externa ao acordo, acabou cumprindo o papel de mecanismo de ajuste do sistema. Ela permitiu a estruturação de uma rede capaz de sustentar os acordos, que impediu o fim precoce da conversibilidade, especialmente em 1961, quando o preço do dólar fora dos Estados Unidos tinha superado US\$ 35 a onça de ouro e os países europeus comprometeram-se a não converter seus dólares em ouro e, ademais, a vender ouro de suas reservas, de modo a sustentar a conversibilidade.

O sistema de taxas de cambio fixas cedeu lugar ao de taxas de cambio flutuantes nos países industrializados, a partir de 1973. Esta solução que deveria ter sido uma resposta provisória aos ataques especulativos que os bancos centrais sofreram durante a vigência do Sistema Bretton Woods, acabou por vigorar até os dias de hoje, marcando o início de um novo período turbulento nas relações monetárias internacionais.

## 1.2 GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E DESREGULAMENTAÇÃO

Nas décadas após a Segunda Guerra Mundial, a idéia da globalização tornou-se cada vez mais popular quando se descrevia o futuro da economia mundial. Um dia, os mercados de todos os tipos de bens e serviços se tornariam integrados e os benefícios seriam visíveis. Os padrões de vida se elevariam em todos os lugares com a queda das barreiras ao comércio, à produção e ao capital.

Até hoje, apenas os serviços financeiros tiveram sucesso em se tornar globalizados. Os mercados financeiros em rápida transformação, auxiliados por tecnologias rápidas, eliminaram as fronteiras nacionais em muitos casos, tornando muito fáceis os investimentos internacionais. As restrições governamentais foram eliminadas em quase todos os principais centros financeiros, e os estrangeiros foram estimulados a investir.

Durante os anos 80 e 90, uma forte onda de desregulamentação iniciou-se nos Estados Unidos e na Inglaterra, capitaneados por Ronald

Reagan e Margareth Thatcher, e, logo em seguida, espalhou-se a outros países, tanto desenvolvidos quanto em desenvolvimento. Em linhas gerais, esse processo caracterizou-se por:

- a) abolição ou relaxamento de restrições ao movimento de capitais;
- b) desregulamentação do mercado de ações;
- c) desmantelamento do mercado financeiro;
- d) remoção de controles sobre as operações das instituições financeiras;
- e) diminuição da presença do Estado no setor financeiro;
- f) acordos internacionais sobre a adequação de capital para instituições financeiras.

A globalização ou integração financeira caracteriza-se pela constituição de um mercado financeiro único no mundo, com transações muito acima do volume de comércio de bens e serviços ou de investimentos. Neste contexto, grande parte das operações corresponde a coberturas de risco e aplicações de curto prazo, com fins especulativos ou de arbitragens. Com a globalização financeira e a não existência de um novo acordo monetário internacional, a especulação com o câmbio pode tornar a relação deste com a situação produtiva de um país bastante complicada. Com isto, os custos dos bancos centrais para enfrentar corridas especulativas multiplicaram-se. Estes ficaram mais dependentes de suas reservas, de empréstimos internacionais e da colaboração de outros bancos centrais. Ou seja, o papel de emprestador de última instância aumentou de importância e complexidade devido a um maior risco de crises de liquidez, com impactos que se podem disseminar por toda a economia nacional e até global em curto período de tempo (Dathein, 2009).

A abertura externa à livre mobilidade de capitais tem seus defensores, e esta é justificada por seus efeitos benéficos, como o aperfeiçoamento da intermediação financeira global entre poupadores e investidores, o que permitiria a canalização da poupança externa para os países com insuficiências de capital. Isso ajudaria também no financiamento compensatório de choques externos e, portanto, na estabilização do gasto interno de quem os sofresse.

Outra justificativa é o aumento da eficiência do sistema financeiro internacional, dado pela concorrência entre agentes residentes e não-residentes. A abertura externa também aumentaria a possibilidade de

diversificação dos riscos por parte dos investidores domésticos e externos e, em consequência, da diversificação de posse de ativos (Carcanholo, 2008).

O processo de desregulamentação do sistema bancário teve como modificações mais relevantes a revogação da proibição dos bancos comerciais pagarem juros sobre depósitos a vista, a autorização de criação de um mercado off-shore<sup>3</sup> dentro dos EUA, e a permissão do lançamento de títulos junto a investidores institucionais qualificados (ADR)<sup>4</sup>. Vale destacar também, como parte do processo de desregulamentação, e já como elemento da internacionalização financeira, o fato de filiais bancárias americanas na Europa começarem a emitir certificados de depósitos bancários.

Dentre as razões para esse processo de desregulamentação destacam-se a volatilidade da taxa de juros americana no período, a crise do endividamento que levou à queda da lucratividade do setor bancário, e a criação de novos produtos financeiros, provocada pela acirrada concorrência interbancária.

A ampliação do processo de desregulamentação, pelos países industrializados, e por todos os mercados emergentes, e a interpenetração dos vários mercados nacionais, propiciada pela liberalização dos fluxos internacionais de capitais, levou à exacerbação do processo de internacionalização financeira, o que ficou conhecido como globalização financeira.

Chesnais (1999) prefere chamar estas mudanças que ocorreram no sistema financeiro internacional de mundialização financeira, definindo três etapas de seu processo.

A primeira etapa, que compreende o período 1960-79, é chamada pelo autor de internacionalização financeira direta. Os sistemas monetários e financeiros teriam iniciado essa etapa compartimentados, e a internacionalização teria sido limitada, destacando-se o surgimento e o desenvolvimento do mercado de eurodólares. É nesse período que culmina a

---

<sup>3</sup> **Offshore** é uma entidade situada no exterior, sujeita a um regime legal diferente, "extraterritorial" em relação ao país de domicílio de seus associados. A expressão é aplicada mais especificamente a sociedades constituídas em "paraísos fiscais", onde gozam de privilégios tributários (impostos reduzidos ou até mesmo isenção de impostos).

<sup>4</sup> **American Depositary Receipt (ADRs)** (Recibo de depósitos de ações). Recibo de ações de uma companhia sediada fora dos EUA, custodiado por um banco nos EUA e outorgando ao acionista o direito sobre todos os dividendos e ganhos de capital. Em vez de comprar ações de companhias estrangeiras nos mercados externos, os norte-americanos podem comprá-las nos EUA sob forma de um ADR.

queda do sistema de Bretton Woods com o fim do padrão ouro-dólar e do sistema de taxas de câmbio fixas. Este último fato fez com que o mercado cambial, a partir de então extremamente volátil, fosse o primeiro compartimento a entrar na mundialização financeira contemporânea” (Chesnais, 1999). Isto se deu através do surgimento do mercado de derivativo<sup>5</sup> sobre moedas, com o objetivo de realizar cobertura cambial sobre a volatilidade das cotações, mecanismo que também se desenvolveu para as taxas de juros. É nesta primeira etapa também que ocorre a acelerada expansão internacional dos bancos americanos, fruto da desregulamentação naquele país.

A segunda etapa é a da desregulamentação e liberalização financeira, abrangendo o período 1979-85. É iniciada com as medidas dos governos americano e britânico que originaram o atual sistema financeiro liberalizado. As principais características desta etapa são a liberalização, tanto para entrada como para saída, dos movimentos de capitais e a securitização das dívidas públicas. Como alterações institucionais, devem ser destacadas os mercados financeiros e instituições não-bancárias como instituições dominantes, ao invés de serem unicamente os bancos, como na etapa anterior, e o crescimento da participação de fundos de pensão e fundos mútuos.

A generalização da arbitragem e incorporação dos mercados emergentes forma a terceira etapa (1986-95). Ela se caracterizou pela abertura e desregulamentação dos mercados de ações, pela incorporação dos mercados emergentes dentro da circulação internacional do capital e pelos choques financeiros e cambiais de maior intensidade. Nesta etapa é que ocorre também o surpreendente crescimento dos derivativos.

Os produtos financeiros derivados fazem parte das inovações financeiras criadas pelos mercados para atender a necessidades internas dos agentes do sistema, capitalização dos bancos, por exemplo, e necessidades externas, como a cobertura da volatilidade de taxas de juros e de câmbio, e também teriam a função de administrar e/ou cobrir os riscos financeiros. Estes riscos podem ser de inadimplência de crédito - dado pela incapacidade do devedor em cumprir as obrigações, de mercado, definido pelo risco de perda

---

<sup>5</sup> Derivativo é um contrato cujo valor deriva de um outro ativo, ou seja, é um contrato definido entre duas partes no qual se definem pagamentos futuros baseados no comportamento dos preços de um ativo de grande negociação no mercado (normalmente das chamadas *commodities*, moedas, ações, taxas de juros ou títulos).

de capital, seja por alterações cambiais (risco cambial) ou na taxa de juros, de liquidez (possibilidade de faltar recursos para saldar as transações) - e pelo risco de liquidação, isto é, pelo descompasso temporal entre operações de crédito e débito. (Carcanholo, 2008).

O desenvolvimento desses novos produtos se deu como forma de cobrir os riscos dentro de um sistema bancário que cresceu paralelamente ao sistema bancário tradicional.

Entretanto, com eles, não ocorre a eliminação do risco, mas a reestruturação dos riscos individuais (por agente) e a transferência para terceiros. Dessa forma, o próprio desenvolvimento dos mercados financeiros, ao criar formas (inovações) de proteção contra riscos, leva ao aumento da instabilidade financeira e, por isso, trata-se de uma instabilidade estrutural, e não meramente conjuntura (Carcanholo, 2008).

A expansão desse sistema bancário paralelo, com total liberdade para “inovar” e sem nenhum tipo de regulamentação, pois não eram considerados bancos, desencadeou novas modalidades de corridas bancárias em escala maciça, que, agora são deflagradas via internet, com um click de mouse, em vez de por multidões nas portas de instituições, embora não menos arrasadoras.

Conforme observou Paul Krugman em artigo publicado no The New York Times, em referencia a crise atual,

“... Os políticos seguidores da ideologia Reaganista<sup>6</sup> desmantelaram as regulamentações estabelecidas no New Deal, que haviam impedido uma crise bancária durante 50 anos, acreditando que o mercado financeiro pudesse cuidar de si. O efeito disso foi que o sistema financeiro tornou-se tão vulnerável quanto era durante a crise da década de 1930 - e o inevitável aconteceu”.

### 1.3 LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA E O SISTEMA BANCÁRIO PARALELO

A crise do sistema Bretton Woods foi criando espaço para o retorno a uma ordem liberal nas finanças internacionais, marcada pela expansão do

---

<sup>6</sup> Referente à **Ronald Wilson Reagan** Presidente do Estados Unidos da America (1967-1975).

capital financeiro no espaço dos mercados globais, enfraquecimento do poder regulatório estatal e pela recorrência de episódios de crises financeiras, principalmente nos países emergentes (Cunha, 2005).

Convencionou-se chamar essa nova ordem liberal de “Neoliberalismo” que nada mais é do que uma prática político-econômica baseada nas idéias dos pensadores monetaristas (representados principalmente por Milton Friedman, dos EUA, e Friedrich August Von Hayek, da Grã Bretanha) que após a crise do petróleo de 1973, começaram a defender a idéia de que o governo já não podia mais manter os pesados investimentos que haviam realizado após a II Guerra Mundial, pois agora tinham déficits públicos, balanças comerciais negativas e inflação. Defendiam, portanto, uma redução da ação do Estado na economia. Essas teorias ganharam força depois que os conservadores foram vitoriosos nas eleições de 1979 no Reino Unido (designando Margareth Thatcher como primeira ministra) e, de 1980, nos Estados Unidos (eleição de Ronald Reagan para a presidência). Desde então o estado passou apenas a preservar a ordem política e econômica, deixando as empresas privadas livres para investirem como quisessem. Além disso, os estados passaram a desregulamentar e a privatizar inúmeras atividades econômicas, com ênfase especial às atividades bancárias, antes controladas por eles (Chaves, 2004).

O processo de desregulamentação financeira, que veio se disseminando desde fins da década de 1980, produziu um acirramento da concorrência bancária, instigando os bancos a criarem inovações financeiras como forma de sustentar estratégias mais ousadas na composição de seus ativos, através de uma política mais agressiva na captação de recursos. Os novos produtos financeiros se apresentam como formas mais eficazes que os bancos desenvolveram para captar recursos o que lhes permitiu fornecer crédito fora da regulação da autoridade monetária.

A inclinação dos bancos tradicionais, regulamentados, pela escalada e pela crescente alavancagem criou o impulso necessário para a ascensão de um sistema bancário paralelo. Por causa dessa maior regulação maior sobre os bancos tradicionais, a maior parte da intermediação financeira nas últimas duas décadas cresceu dentro desse sistema paralelo. A maioria dos integrantes desse sistema faz operações de crédito de curto prazo, é muito mais

alavancada que os bancos e investe em instrumentos financeiros de pouca liquidez.

Para compreender a lógica desse sistema, é preciso entender o que fazem os bancos. Os bancos existem para conciliar os desejos conflitantes dos poupadores e dos devedores. Os poupadores desejam liberdade de acesso ao dinheiro deles em curto prazo. Os devedores querem compromisso firme: não desejam enfrentar o risco de enfrentar exigências súbitas de pagamento. Os bancos normalmente satisfazem a ambos os desejos: os depositantes têm acesso a seus fundos sempre que desejam, e, no entanto, a maior parte do dinheiro que eles entregam aos cuidados de um banco é usada para fazer empréstimos de longo prazo. O motivo para que isso funcione é que os saques e os novos depósitos em geral se equiparam, de modo que um banco necessita apenas de uma modesta reserva de caixa para cumprir seu compromisso para com os depositantes (Krugman, 2009).

Mas, ocasionalmente, e muitas vezes com base em nada mais que boatos, surgia uma corrida a um banco, na qual muitas pessoas ao mesmo tempo tentavam sacar o dinheiro que mantêm depositado. E um banco que enfrenta uma corrida de seus depositantes, por não dispor de caixa suficiente para atender aos pedidos destes, pode quebrar ainda que o boato seja falso. Ainda pior, corridas a bancos podem ser contagiosas. Caso os depositantes em um banco percam seu dinheiro, os depositantes de outros bancos provavelmente se enervarão também, o que pode gerar uma reação em cadeia. Com isso, podem surgir efeitos econômicos mais amplos: à medida que os bancos sobreviventes tentam levantar dinheiro cobrando seus empréstimos, é possível que surja um círculo vicioso no qual as instituições criam uma compressão de crédito, o que gera maior número de insolvência em empresas e ainda mais problemas financeiros nos bancos, e assim por diante. Isso, em resumo, foi o que aconteceu em 1930/31 e fez da Grande Depressão o desastre que ela foi. Por isso, criou-se um sistema de regulamentos e garantias que oferece uma rede de segurança para o sistema financeiro (Krugman, 2009).

A regulamentação limitava riscos e também os potenciais lucros dos bancos. Entretanto, os bancos inconformados com os lucros baixos, aos poucos conseguiram criar novas manobras para ampliar sua liberdade - em

parte ao persuadir os políticos a relaxar as regras, mas principalmente por meio da criação de um “sistema bancário paralelo” que depende de complexos arranjos financeiros criados para contornar a regulamentação cujo objetivo era garantir que o sistema bancário se mantivesse seguro (Nassif, 2009).

Os novos bancos, completamente desregulamentados, não têm nenhum papel funcional específico – são simplesmente bancos de negócios livres de qualquer controle regulatório ou transparência em sua arbitragem especulativa. Este sistema bancário paralelo não compete com o sistema regulado: é uma extensão sua. Os bancos comerciais e de investimento regulados funcionavam como corretores preferenciais dos operadores dos bancos paralelos, auferindo assim grandes lucros com suas atividades. Essa característica, cada vez mais importante da atividade bancária oficial, era uma forma de expandir maciçamente seus balanços e sua alavancagem. Para conseguir financiamento dos bancos de Wall Street, os fundos de hedge tinham que lhes dar garantias; mas por meio de uma prática conhecida como re-hipotecagem, uma proporção desses ativos dados como garantia podia ser usada como sua própria garantia para levantar seus próprios fundos. O resultado era o autofinanciamento de atividades, altamente lucrativas, pelos bancos de Wall Street, em grande escala, sem nenhum comprometimento extra de seu próprio capital: uma forma talentosa de aumentar muito seus graus de alavancagem (Gowan, 2009). Estas práticas permitiram que bancos de investimento expandissem assustadoramente a sua alavancagem.

Desde o fim dos anos 1990, uma parte cada vez mais importante desse lado do sistema bancário paralelo tem sido um mercado de derivativos de crédito do “mercado de balcão”. Tradicionalmente, os bancos tinham que segurar suas operações de crédito, e esse seguro implicava o fornecimento de garantias. O diferencial desses novos produtos consistia no fato de que, por serem produtos paralelos do “mercado de balcão”, eles não exigiam o compromisso de parcelas de capital dos bancos como garantia e, assim, permitiam mais alavancagem.

A ilusão de que os riscos haviam desaparecido convidava ao aumento da alavancagem, multiplicando os lucros, o que era excelente enquanto cresciam os preços dos ativos.

Este sistema bancário paralelo, atuando à margem do sistema regulado, foi capaz de promover a multiplicação dos ativos originários das operações de crédito imobiliário, através do processo de securitização de ativos e sua disseminação por mercados, instituições, investidores em vários países. Isto foi facilitado pelo notável desenvolvimento da informática e das comunicações entre instituições.

Ademais, a notável expansão dos empréstimos imobiliários para devedores de alto risco foi também facilitada por mudanças legais e regulamentares que tinham por objetivo facilitar o acesso das famílias, principalmente daquelas de baixa renda e pertencentes às minorias étnicas, à casa própria, através de financiamentos hipotecários.

A própria hipoteca para devedores de alto risco foi uma inovação financeira com características particulares que associavam o desempenho do produto financeiro à constante elevação no preço dos imóveis residências.

Contudo, restrições à alavancagem ainda estavam sendo removidas por meio de políticas públicas. Hank Paulson teve sucesso notável nessa área em 2004, quando, como presidente do Goldman Sachs, liderou a campanha em Wall Street para conseguir que a Comissão de Valores Mobiliários concordasse em relaxar a chamada "regra do capital líquido", que restringia a alavancagem para grandes bancos de investimento. A partir daí, as empresas eram efetivamente permitidas a decidir sobre sua própria alavancagem tendo como base seus modelos de risco. (Nassif, 2009).

Em junho de 2008, Timothy Geithner, na época, presidente do Federal Reserve Bank de Nova York, pronunciou discurso no Economic Club de Nova York, em que tentou explicar como o fim da bolha habitacional pode causar tantos estragos (Geithner não sabia, mas o pior ainda estava por vir). Neste discurso transparece com clareza a perplexidade de Geithner com a falta de controle do sistema:

“A estrutura do sistema financeiro mudou fundamentalmente durante o boom, com aumento dramático da fatia de ativos fora do sistema bancário tradicional. Esse sistema financeiro não bancário tornou-se muito grande, em especial nos mercados de dinheiro e de financiamentos. (...) A escala de ativos de longo prazo, arriscado e relativamente ilíquidos, financiados por passivos de

muito curto prazo tornou vulneráveis numerosos veículos e instituições desse sistema financeiro paralelo a um tipo clássico de corrida, mas sem as proteções do tipo de seguro de depósito com que conta o sistema bancário para reduzir esses riscos.(...) Depois que os investidores nesses esquemas financeiros – muitos deles eram gestores de dinheiro conservadores – sacaram ou ameaçaram sacar seus recursos desse mercados, o sistema tornou-se vulnerável a um ciclo autoreforçador de liquidação forçada de ativo, o que acentuou ainda mais a volatilidade e reduziu os preços de varias classes de ativos. Em resposta, aumentaram-se as exigências de margem ou suspenderam-se totalmente os financiamentos a alguns clientes, gerando mais desalavancagem. Os colchões de capital se esvaziaram à medida que se vendiam ativos em mercados deprimidos. A força dessa dinâmica foi exacerbada pela má qualidade dos ativos – em especial daqueles associados a hipotecas. Isso ajuda a explicar como quantidade relativamente pequena de ativos arriscados foi capaz de minar a confiança dos investidores e de outros participantes do mercado, ao longo de faixa muito mais ampla de ativos e de mercados”. (Krugman, 2009, pg 169)

Pode-se observar que Geithner deu ênfase em como a queda do valor dos ativos prejudicou os balanços patrimoniais, determinando mais vendas de ativos, em um processo auto-reforçador. A consequência desse processo foi uma corrida bancária maciça que provocou o fenecimento do sistema bancário paralelo, a qual se assemelhou ao que ocorreu com o sistema bancário convencional, no início da grande depressão (Krugman, 2009).

Tendo em consideração os acontecimentos acima descritos o capítulo seguinte explana o advento da crise financeira.

## 2. A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL

Galbraith ("A Short History of Financial Euphoria", 1993) argumenta que há dois fatores que tradicionalmente contribuem para as euforias que precedem as crises. O primeiro é a memória extremamente curta associada aos fatos financeiros. Episódios como a bolha da **Nasdaq**, ou a quebra do Long Term Capital, ou como a bolha dos bulbos de tulipa no Século XVII na Holanda, ou a South Sea Bubble, têm suas origens, problemas e consequências rapidamente esquecidos. O segundo são os efeitos da associação particular entre o dinheiro e a inteligência. A combinação de técnicas novas com a abundância de recursos criados nas fases de expansão de ciclos econômicos produz algo que infelizmente nos expõe a crises.

Ambos os fatores estão presentes na determinação dos episódios que deram origem a crise atual. Levando em consideração os fatores supracitados, este capítulo faz uma retrospectiva dos acontecimentos que nortearam o advento da crise e em seguida apresenta uma comparação da mesma com a grande depressão, esta na visão de Barry Eichengreen.

### 2.1 OUTRA GRANDE CRISE

As crises financeiras são fenômenos recorrentes na evolução das economias de mercado nos últimos séculos, e, de acordo com os registros conhecidos destas turbulências bancárias, todas apresentam uma combinação de elementos novos e antigos (Alkimir, 2005). A rápida expansão do crédito, por exemplo, tem sido um componente comum a maioria das crises, haja vista, que somente a disponibilidade de financiamento é capaz de supervalorizar os ativos e gerar movimentos de retroalimentação que propiciam o surgimento de bolhas nos mercados de ativos. É claro que este cenário de fartura creditícia só poderá se materializar caso a política monetária seja frouxa, como se mostrou o período de 1987 a 2006, em que Alan Greenspan esteve à frente do Banco Central dos Estados Unidos, com expansão de liquidez e manutenção da taxa real de juros extremamente baixa por um longo período de tempo (Krugman, 2009).

Até 1929, as recessões eram chamadas de “pânicos”. O termo “depressão” foi usado uma ou duas vezes no início do século 20, mas durante a década de 1930 o termo passou a ser associado exclusivamente àquela década.

Em 2001, o Banco Mundial estimou que cento e doze crises bancárias sistêmicas tivessem ocorrido em noventa e três países, entre o fim da década de 1970 e o fim da década de 1990. Pode-se dizer que passar por uma crise pode ser considerado má sorte, mas passar por cento e doze crises, certamente, trata-se de extrema negligencia. Alguns países, inclusive os estados Unidos, foram tão negligentes que tiveram de enfrentar mais de uma crise (Wolf, 2009).

Outro estudo, de Barry Eichengreen, da Universidade da Califórnia, em Berkley, e de Michael Bordo, da Rutgers University, contou noventa e cinco crises somente nas economias de mercados emergentes e mais quarenta e quatro em mercados desenvolvidos de alta renda, entre 1973 e 1997.

A imensidão de crises pelas quais os países emergentes tiveram que passar ensinou-lhes a lição de não tolerar déficits em conta corrente devido à instabilidade que esta pode gerar em momentos de crise onde a fuga de capital é intensa. Hoje o risco de outra onda de crises nos mercados emergentes é bem menor. Entretanto, com os países emergentes apresentando superávits, o déficit em conta corrente equivalente apareceu nos Estados Unidos. Pois se muitos países estão oferecendo capital e poucos países estão dispostos ou preparados para receber este capital, os que aceitarem, acabarão com grandes déficits.

A era de liberalização financeira foi uma época de crises. A financeirização da riqueza passou a ser, desde a década de 1980, um padrão sistêmico globalizado (Tavares, 06/2009).

A partir de meados da década de 1980 sucederam-se uma série de crises cambiais e financeiras em vários países periféricos, que deram lugar a uma fuga de capital para os EUA, onde a valorização dos ativos financeiros confirmava a superioridade indiscutível do mercado de capitais de Nova York. A explosão acionária de Wall Street levou a um ciclo de fusões e aquisições em que os grandes bancos americanos tomaram-se mega-instituições à escala mundial, superando de longe todos os seus antigos concorrentes europeus e

japoneses. Não havendo mais segmentação formal das instituições do mercado financeiro, os bancos americanos converteram-se em verdadeiros supermercados financeiros que operavam, através do sistema bancário paralelo desencadeando a crise atual (Wolf, 2009).

Desde a grande depressão de 1929, não se tem registro de colapsos econômicos de gravidade comparável ao que se observa na atualidade. Originada a partir da especulação imobiliária e do descontrole do sistema financeiro nos Estados Unidos, uma profunda crise de confiança se instalou em âmbito mundial, acarretando forte abalo ao setor privado e comprometendo a economia de Estados desenvolvidos e emergentes (G-20).

Os primeiros sinais consistentes da atual crise financeira mundial surgiram em 2007, quando devido a um aumento nas taxas de juros nos Estados Unidos, houve, em contrapartida, aumento da inadimplência no mercado imobiliário americano. Em maio de 2007 a agência de rating “Moody’s” reuiu para baixo as notas de vários contratos de produtos financeiros estruturados a partir de hipotecas subprime<sup>7</sup>. Em junho, as classificadoras de risco continuaram o movimento de rebaixamento de ratings<sup>8</sup>, e em julho o indicador sobre venda de novas casas apresentou recuo de 6,6% comparando-se com o mesmo mês do ano anterior, portanto neste período já havia sinais claros de que os alicerces sobre os quais se formou uma enormidade de instrumentos financeiros negociados nos principais mercados globais, estavam desgastados e poderiam ruir a qualquer momento (Krugman, 2009).

Apesar dos sinais, já bastante visíveis, em julho de 2007, as bolsas de valores de vários países ao redor do mundo, batiam sucessivos recordes. A Dow Jones, principal bolsa americana, atingiu pela primeira vez, em sua história, os 14.000 pontos. A economia dos Estados Unidos apresentava bom desempenho e os problemas com a inadimplência, anteriormente vislumbrados no mercado imobiliário, estavam “em boa parte sob controle”, conforme afirmou

---

<sup>7</sup> **Subprime** (do inglês *subprime loan* ou *subprime mortgage*) é um crédito de risco, concedido a um tomador que não oferece garantias suficientes para se beneficiar da taxa de juros mais vantajosa (*prime rate*). O termo é empregado para designar uma forma de crédito hipotecário (*mortgage*) para o setor imobiliário, surgida nos EUA e destinada a tomadores de empréstimos que representam maior risco.

<sup>8</sup> **Rating** são notas representadas sob letras e sinais aritméticos, dadas a um país, pessoa ou empresa, por agências de classificação de risco, sobre a possibilidade destes, saldarem suas dívidas.

Henry Paulson (secretário do tesouro do governo Bush), em discurso na cidade de Beijing no dia 1º de agosto de 2007.

Em nove de agosto, ainda em 2007, o PNB Paribas (banco francês) suspendeu os saques em três de seus fundos de investimentos, todos com papéis atrelados a dívida imobiliária americana. Começava desta forma, uma das maiores crises de nossa história, a primeira grande crise do século XXI.

Paul Krugmann, prêmio Nobel de economia de 2008, referiu-se à crise como:

“(...) ela se parece com qualquer outra que já presenciamos em diferentes épocas, só que, agora, é como se todas estivessem acontecendo de uma vez, ao mesmo tempo: estouro da bolha de imóveis, comparável ao que aconteceu no Japão e fins da década de 1980; onda de corridas bancárias, (...) do começo da década de 1930(...); armadilha da liquidez nos Estados Unidos, (...) também do Japão, e, mais recentemente, ruptura dos fluxos de capital internacionais e sucessão de crises cambiais, análogas às que varreram a Ásia, em fins da década de 1990.”

O empurrão na primeira peça do dominó desse mercado financeiro altamente interconectado partiu de onde já se esperava há muito tempo: da turbulência nos ativos vinculados ao fragilizado mercado de imóveis e hipotecas dos EUA. Entretanto, atribuir a crise apenas ao mercado imobiliário pode ser uma nova tentativa de circunscrever o problema a uma causa específica e localizada, evitando entendê-la como uma falha profunda de todo o sistema. O estouro da bolha imobiliária foi apenas o estopim aceso que atingiria, posteriormente, o barril de pólvora em que havia se transformado o sistema financeiro (Gowan, 2009).

O agravamento da crise se deu com o colapso do Lehman Brothers, o quarto maior banco de investimentos dos Estados Unidos. A falência de dois dos cinco maiores bancos de investimentos do país fez com que o governo americano percebesse, tardiamente, a gravidade da crise, e, só então, iniciasse os programas e políticas de abrandamento e combate à crise. As medidas

iniciais vieram somente para amenizar o pânico, já instalado em todo o mundo, e evitar o colapso total do sistema financeiro internacional.

Dois dias depois da quebra do Lehman, foi anunciado um pacote de resgate de US\$ 85 bilhões pelo governo americano para o gigante dos seguros AIG (American International Group) e, nas semanas seguintes, teve sequência a injeção de US\$ 3,6 trilhões no mercado monetário internacional. O mercado de commercial papers, que fornece facilidades financeiras para a economia capitalista global, paralisou. As operações financeiras praticamente pararam em todos os mercados, visto que os bancos e estabelecimentos financeiros detiveram seu dinheiro, temendo que eles mesmos pudessem precisar ou que aqueles a quem eles emprestassem o dinheiro pudessem entrar em colapso.

O Federal Reserve americano interveio, como já havia sido feito em crises financeiras anteriores, através do corte de taxas de juro e da facilitação das condições de crédito. Mas, desta vez, estas medidas não conseguiram aliviar a crise.

Durante os meses que se seguiram, os problemas nos mercados financeiros se agravaram, até que explodiram em março de 2008, quando o governo dos EUA montou uma operação que custou US\$ 30 bilhões para garantir a aquisição do banco de investimentos Bear Stearns pelo JP Morgan Chase.

A tempestade que assolou o mundo em setembro e outubro de 2008 desencadeou uma operação de resgate às instituições financeiras por parte, principalmente, dos governos dos EUA e de países da Europa, em escala nunca antes vista. A pesada injeção de fundos para sustentar o sistema financeiro foi o meio encontrado para evitar uma catástrofe econômica.

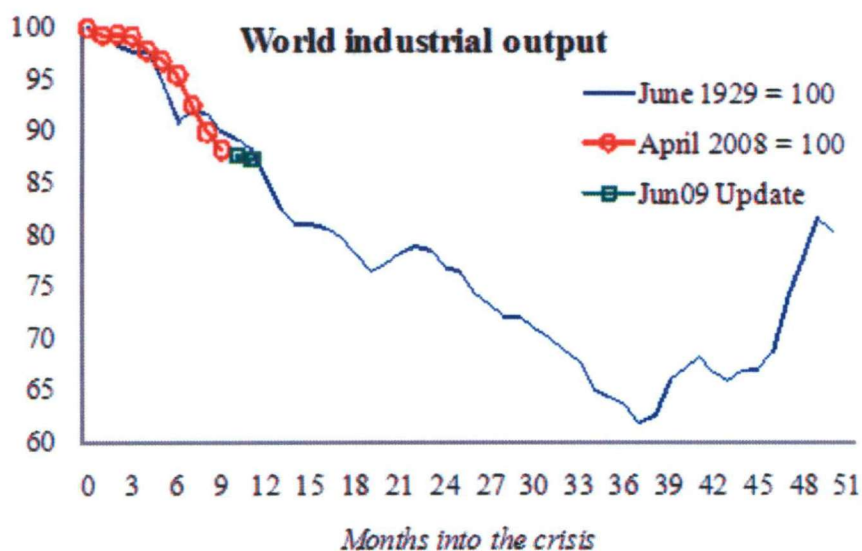
Estudo recente, publicado em abril de 2009, efetuado por dois historiadores econômicos, Barry Eichengreen, da universidade da Califórnia, em Berkeley, e Kevin O'Rourke, do Trinity, em Dublin, mostra que a recessão na produção, a ruína financeira e a contração do comércio internacional que observamos na atual crise são mais profundas do que na Grande Depressão, para o mesmo período de tempo já decorrido.

Em seu trabalho, os professores Eichengreen e O'Rourke, estabeleceram o início da atual recessão como sendo abril de 2008 e o da

grande depressão em junho de 1929. As conclusões deles é que esta recessão equivale plenamente à etapa inicial da grande depressão.

Inicialmente, o produto industrial global acompanha o declínio do produto industrial durante a grande depressão de forma assustadoramente próxima.

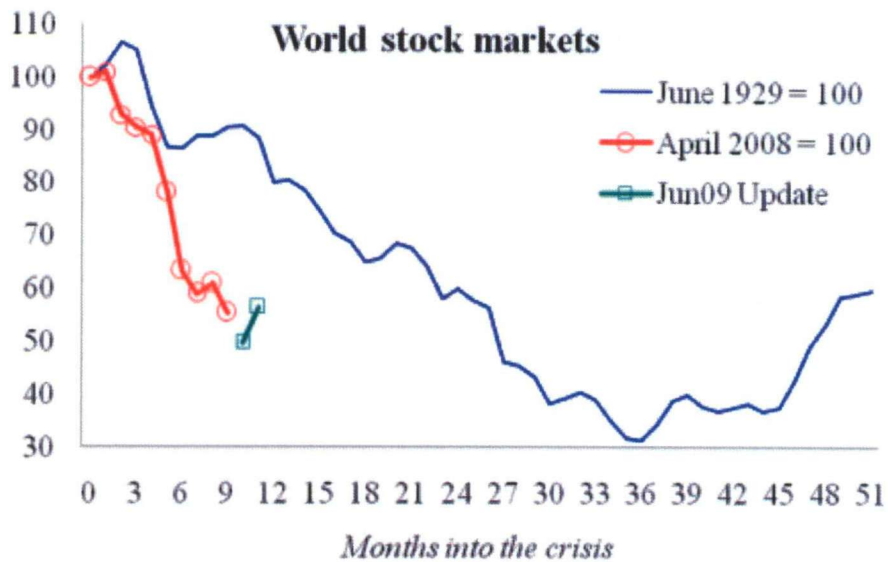
**Figura 1 – Produto Industrial Global**



Fonte: [www.voxeu.org/](http://www.voxeu.org/) Eichengreen e O'Rourke

Já o colapso no volume do comércio mundial tem sido bem pior do que durante o primeiro ano da grande depressão. Devido ao colapso da demanda no setor manufatureiro, o declínio no comércio global no primeiro ano da atual crise equivale ao dos dois primeiros anos da grande depressão.

**Figura 2 – Comercio Global**



Fonte: [www.voxeu.org/](http://www.voxeu.org/) Eichengreen e O'Rourke

E finalmente, apesar da recuperação recente, o declínio nos mercados de ações mundiais é bem maior do que no período correspondente da grande depressão.

**Figura 3 – Mercado de Ações Mundial**



Fonte: [www.voxeu.org/](http://www.voxeu.org/) Eichengreen e O'Rourke

Os dois autores resumem: “Globalmente, nós estamos repetindo ou em uma situação ainda pior do que a grande depressão (...) Este é um evento do tamanho da depressão”.

Durante a grande depressão, a taxa média de juros das sete principais economias do mundo ficou acima de 3%. Hoje ela está próxima de zero. Durante a depressão a oferta monetária sofreu um colapso e na crise atual ela continuou crescendo. A crescente oferta monetária combinada a profunda recessão coloca em questão a explicação monetarista para a grande depressão. Enfim, pode-se dizer que a política fiscal adotada para rebater a crise atual é muito mais agressiva desta vez do que no passado.

Entretanto, o que deu nome à grande depressão foi o declínio violento no decorrer de três anos. Agora o mundo está se utilizando das lições deixadas por Keynes e Friedman, ou seja, as políticas de resposta à crise sugerem que a catástrofe não irá se repetir.

Além dos ensinamentos de Keynes e Friedman, um outro economista voltou as rodas de debate trata-se de James Tobin, que tem um de seus trabalhos, o imposto Tobin, novamente em pauta, pelas economias do G-7 e é tido como uma forma de controlar os fluxos de capital de curto prazo. O capítulo seguinte analisa esta proposta.

### 3. A PROPOSTA DE REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

Os períodos de crises financeiras, historicamente, são os momentos propícios para promover reformas abrangentes que, em situações de normalidade, esbarrariam em obstáculos intransponíveis.

Os déficits que se formaram nos Estados Unidos, em contrapartida aos superávits Chineses assombram a economia mundial há vários anos, representado uma ameaça a organização dos mercados de câmbio e para os valores relativos das moedas dos diversos países. Esses desequilíbrios nos balanços de pagamentos surgiram devido à desregulamentação do sistema financeiro internacional e que associados à falta de regulamentação dos bancos foram coadjuvantes da crise.

Entretanto, enquanto as informações pertinentes para identificar a formação das condições propícias às crises de liquidez não são reunidas, o que pressupõe uma conscientização política das conseqüências da globalização financeira, é perfeitamente lógico que a atenção fique polarizada nos meios de uma regulamentação “branda” dos movimentos de capital e, em particular, na possibilidade de restringir, por meio de princípios preventivos ou coercitivos, os créditos imprudentes de curto prazo dos bancos internacionais. (Kébabdjian, Leonard).

Joseph Ackermann, presidente do Deutsche Bank, um dos líderes mais refletidos do setor, argumentou que "as reformas regulatórias oficiais devem ser equilibradas, e que as trocas envolvendo um possível crescimento global menor e uma necessidade menor de criação de empregos devem ser cuidadosamente consideradas".

A questão da reforma do sistema financeiro internacional, não pode ser desvinculada do debate sobre os méritos e inconvenientes respectivos dos regimes cambiais alternativos. Todavia, o que será analisado neste capítulo, e o que nos interessa é a proposta do Imposto Tobin e sua viabilidade que é relativa, unicamente, à “reforma” do sistema financeiro internacional.

Uma característica dessa proposta é que o seu objetivo não é a regulamentação das relações financeiras globais, mas o controle dos movimentos internacionais de capital.

Em seguida será discorrido a respeito do que está sendo feito para regular o sistema bancário.

### 3.1 O IMPOSTO TOBIN

Tobin (1978) citado em Lopes (2009) argumenta que o grande problema posto pela mobilidade internacional de capitais de curto-prazo é que a mesma reduz dramaticamente a autonomia dos governos para adotar políticas econômicas que sejam apropriadas para as suas respectivas economias. Essa redução de autonomia não é condicional a adoção de nenhum regime cambial específico. Assim sendo, o regime cambial adotado é irrelevante para a questão da autonomia das políticas econômicas nacionais.

A proposta de instituição de um imposto sobre os movimentos internacionais de capital pode servir de referência, em virtude de sua aparente simplicidade. A discussão da proposta inicial de taxação dos movimentos de capital foi objeto, nos anos noventa, de uma literatura abundante. Hoje a Alemanha e a França, entre outros, se empenham pela introdução de um imposto para o mercado financeiro internacional, o imposto Tobin.

Sendo uma solução coercitiva, o imposto Tobin tem por aptidão, na hipótese de paridade das taxas de juros, separar a taxa de juros interna das expectativas em relação à taxa de câmbio futura. Essa separação permite dar mais força a credibilidade da moeda interna, diminuindo o custo de sua defesa (Kébabdjian e Leonard, 2009).

O papel estabilizador do imposto age através da proteção parcial da política monetária contra os choques externos e também alivia o custo da defesa da moeda pelas autoridades públicas, na medida em que os agentes do mercado são levados a rever na baixa suas expectativas de realinhamento e em última instância, ele pode levar à eliminação da possibilidade de surgimento de uma especulação auto-realizadora, sob certas condições (Jeanne, 1996) citado por (Kébabdjian e Leonard, 2009).

Dessa forma, o imposto aumentaria expressivamente a autonomia das políticas econômicas nacionais, reduzindo as exigências que os mercados financeiros lhes impõem e reduziria a probabilidade da ocorrência de transações entre divisas para explorar pequenas diferenças nas taxas de juros, ou pequenas variações nas taxas de câmbio.

A justificativa para a implementação do imposto Tobin provém do fato de os custos de transação serem muito baixos e de que o desconhecimento do futuro conduziria, naturalmente, à especulação sobre a iniciativa empresarial. Assim, qualquer aumento do volume das transações cambiais não diretamente ligadas às necessidades comerciais tenderiam a ampliar a volatilidade dos mercados. Então o imposto teria o efeito de reequilibrar os pesos dos fatores que influenciam a taxa de câmbio, principalmente as expectativas de curto prazo diretamente relacionadas com as exigências do comércio internacional, e reduziria a importância das transações de curto prazo, essencialmente baseadas nas variações de preço, em relação às transações de longo prazo, baseadas nos níveis de preço, a partir do momento em que sua aplicação levasse a um custo global de transação de curto prazo superior ao lucro esperado. (Kébabdjian e Leonard, 2009).

As possíveis barreiras à instituição do imposto Tobin são principalmente políticas. Esse imposto foi criticado por três razões (Oreiro e Rangel, 2001). A primeira é que ele deveria ser estabelecido com base num acordo internacional e que teria que abranger a totalidade do planeta, a fim de evitar a migração dos fluxos de capital para outros países que não adotam o imposto. Assim, poderíamos legitimamente duvidar que todos os países do mundo, em especial o conjunto dos países do G7, aceitem, conjuntamente, a taxação das entradas de capital na atual conjuntura, que é de liberalização financeira e de concorrência para atrair os capitais externos. A segunda crítica ao imposto é que este exigiria uma nova postura em relação aos mercados financeiros, o que também é de se duvidar, a julgar pelas estratégias públicas hoje dominantes, que consistem em acompanhar os mercados pela cartilha neoliberal. Mais precisamente, essa nova orientação equivaleria a uma ofensiva contra a renda obtida da especulação, renda esta que representa uma fonte de lucros consideráveis. E por fim, a terceira crítica refere-se ao fato de que o aparecimento de um novo tributo tropeçaria na velha aversão política à

sobrecarga fiscal, a menos que ele fosse instituído como uma taxa substituta.

No que diz respeito à primeira crítica, se considerarmos um conjunto monetário e financeiro significativamente importante e índices de taxa entre 0,5% e 1%, os quais são geralmente aceitos pelos operadores do mercado financeiro, poderemos deduzir que os efeitos sobre os desvios do tráfego financeiro serão muito modestos, se não nulos, se compararmos esse custo de transação com os lucros esperados, em virtude da redução do risco cambial<sup>9</sup> (Arestis e Sawyer, 1997) citado em (Kébabdjian e Leonard, 2009). Visto que os índices de cobertura dos riscos cambiais nunca são inferiores ao índice máximo de um imposto Tobin, podemos esperar que os operadores financeiros pratiquem uma arbitragem que não seja desfavorável ao país ou à zona monetária que aplicar esse imposto, num contexto em que o resto do mundo se abstenha de fazê-lo. Assim o caráter universal do imposto Tobin não constitui, necessariamente, uma exigência absoluta. Garber e Taylor (1995), assim como Grieve Smith (1997) citado por (Kébabdjian e Leonard), enfatizam que a viabilidade administrativa de tal projeto é um problema acessório em relação à exigência de uma aspiração política real. Apesar de a viabilidade administrativa ser considerada secundária no processo, deve-se considerar que a dificuldade prática de isolar corretamente as transações decorrentes de uma lógica especulativa e tendo em vista, o risco da substituição de transações taxáveis por transações “isentas de imposto”, a maioria dos autores concorda em admitir que o imposto deva abranger todas as transações externas (à vista, a termo e com derivativos).

A necessidade de que a base do imposto Tobin seja ilimitada é reforçada por outro argumento. Independentemente da viabilidade técnica surge o problema da eficácia dessa medida. Kenen (1995), citado em (Kébabdjian e Leonard), apontou que o imposto reduziria não apenas o estímulo dos responsáveis pelas relações de comércio e dos investidores para apostar nos dilatados movimentos das taxas de câmbio, como também seu estímulo para apostar nas ínfimas variações dessas taxas. Assim sendo,

---

<sup>9</sup> **Risco cambial:** é o retorno adicional exigido pelo investidor estrangeiro ou doméstico para cobrir o risco de desvalorização dos títulos domésticos em termos de uma moeda internacional de referência. Quanto mais volátil e imprevisível for a taxa nominal de câmbio maior será, via de regra, o risco cambial

ansiando em conter as transações puramente especulativas e combater as crises cambiais, o imposto penalizaria as transações de câmbio que compõem a contrapartida das operações reais, ou seja, precisamente aquelas que contribuem para limitar a volatilidade das taxas de câmbio.

Assim, a primeira crítica não destrói a viabilidade econômica da proposta, como se costuma supor. As outras duas decorrem de um problema de opção política e de redefinição do papel do Estado.

### 3.2 E A REGULAMENTAÇÃO BANCÁRIA?

Não seria exagero afirmar que, recentemente, a questão da regulamentação bancária passou a assumir um papel importante na agenda dos governos e dos organismos financeiros internacionais. A atual crise, em parte, foi em decorrência de uma especulação sem limite baseada em uma variedade de "inovações" financeiras que não estavam sendo devidamente reguladas e fiscalizadas (Moura 2005).

A crise provocada pelo exacerbamento da desregulamentação nos mostra que a liberalização dos sistemas financeiros refreados, que se disseminou com o fracasso do sistema Bretton Woods, acarretou excessos e, frequentemente, resultaram em graves crises, inclusive esta pela qual estamos passando. Estas tiveram seus efeitos ampliados pela interação dos sistemas financeiros altamente interconectados.

A quebra do banco Lehman Brothers, em setembro de 2008, expôs os defeitos de um sistema de regulamentação e vigilância bancária, e este permanece inalterado mesmo depois de passados mais de um ano do início da crise.

Em sincronia com a idéia de que um sistema financeiro globalizado só pode ser supervisionado por uma entidade supranacional, promoveu-se o fortalecimento do Fórum de Estabilização Financeira, composto pelos 40 bancos centrais, que passou a constituir uma Diretoria de Estabilidade Financeira, integrada pelo G-20, Espanha e Comissão Européia. Essa diretoria colaborará com o FMI para prover aviso antecipado de riscos financeiros e

macroeconômicos e as ações necessárias para enfrentá-los (FSP, 03.04.09) citado em (Silva, 2009).

A dificuldade de encontrar meios para regular e supervisionar com eficiência o vastíssimo mundo financeiro, mas sem engessá-lo, faz crer que a espera será longa até que um novo modelo passe a vigorar a contento. De todo modo, foi dado a partida.

Pela primeira vez, foi afirmado que a regulamentação e supervisão abrangerão todas as instituições financeiras “sistemicamente importantes”, todos os instrumentos e todos os mercados. Com isso, pretende-se impor mais veementemente a presença pública sobre o sistema bancário, mais particularmente sobre os “hedge funds” e os paraísos fiscais. Também as agências de classificação de risco deverão ser supervisionadas, depois que fugiram a suas funções ao dar certificados de boa conduta a instituições e instrumentos financeiros carregados de ativos tóxicos (simoens, 2009).

Todavia, apesar da necessidade evidente de ajustes na regulamentação bancária em âmbito internacional, a questão da regulamentação desse sistema financeiro ainda não passou do plano das intenções. Há uma consciência de que é necessária uma cooperação maior entre os países, mas verifica-se que a aplicação das medidas regulatórias, que deveria acontecer em âmbito internacional, deverá se restringir ao plano interno de cada país, se é que ela vai acontecer.

Diante do abrandamento da crise financeira as propostas para reformular a regulamentação bancária têm enfrentado dificuldades, principalmente dentro dos Estados Unidos. O Congresso americano está resistente em aprovar uma maior intervenção no trabalho das instituições financeiras (Fonseca, 11/2009).

Tradicionalmente nós tendemos a pensar nas coisas como elas se apresentam hoje, ou seja, um bando de lobistas a espreita no corredor do poder dispostos a organizar protestos populares contra qualquer lei que ameace seu lucro. Esse sistema dominado pelo dinheiro corporativo, porém, é uma criação relativamente recente, aparecendo principalmente no final dos anos 70. Mas, com esse empecilho, reformas de qualquer tipo tornaram-se extremamente difíceis (Krugman, 09/2009).

A alternativa neoliberal de nada fazer porque "os agentes financeiros aprenderão com essa crise como aprenderam com as crises dos anos 1990" não faz sentido. Primeiro porque o aprendizado, então, não foi dos agentes financeiros, mas dos governos dos países em desenvolvimento que desvalorizaram suas moedas, passaram a realizar superávits em conta corrente e aumentar suas reservas. Segundo porque aquelas foram crises de balanço de pagamentos decorrentes da política de crescimento com poupança externa, enquanto a atual é uma crise bancária causada pela especulação, só podendo ser prevenida por maior regulação.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

As crises financeiras têm sido recorrentes no período que se seguiu a ruptura do Acordo de Bretton Woods. Seus efeitos sobre as contas públicas e os sistemas financeiros entre outros indicadores, apesar de serem mais pronunciadas nos países em desenvolvimento, estão atingindo, também, e fortemente, os países com economias maduras como os Estados Unidos e países Europeus.

A desregulamentação dos mercados, capitaneado por Reagan e Thatcher nos anos 80, foi a base do estrondoso e inegável crescimento econômico dos últimos 20 anos. Todavia, esta força foi exagerada e realimentada pelo próprio sucesso. Esse fato, combinado com a inexistência de um sistema financeiro internacional "apto a gerenciar riscos", tornaram o mercado financeiro vulnerável ao surgimento de múltiplas operações irregulares.

A par dessas circunstâncias, é óbvia a necessidade de reestruturação de áreas diversas para reduzir os riscos de uma nova crise semelhante. Mesmo nos países mais industrializados, os estados reguladores não se deram conta dos riscos que vinham sendo criados nos seus sistemas financeiros internos ou mesmo se preocuparam com as conseqüências externas das medidas regulatórias domésticas.

Esse quadro expôs a fragilidade de um sistema financeiro conduzido pela ausência de boa fiscalização e regulamentação. O atual cenário financeiro aponta para a imprescindibilidade de encontrar uma melhor forma de avaliar o risco sistêmico, melhorar a transparência e a divulgação dos riscos no mercado e expandir a regulamentação das instituições internacionais, garantindo a participação de diversos países e promover ações coordenadas mais eficazes. Dada a natureza global dos mercados, uma ação coordenada é essencial para que recursos não fujam de um país que decidiu aplicar uma regulamentação mais rígida para outro que não tenha regulamentação alguma.

A necessidade patente de reformas no sistema financeiro internacional, no momento do ápice da crise, era a principal meta das principais economias do mundo. Entretanto, com o abrandamento da crise, já não interessa mais, a estes mesmos países, mexer num sistema que tem proporcionado tanto lucro

aos seus participantes, não seria conveniente. Fato este que vem se confirmando, em caráter global, com a ausência de propostas e de ações concretas por parte dos organismos internacionais na direção de reformular as regras do sistema financeiro internacional, incluindo os bancos. O FMI limitou-se a apresentar sugestões aos estados para combater a crise, apoiando as medidas governamentais de intervenção na economia com a finalidade de neutralizar as distorções do mercado e os EUA se opõem a todas as propostas que aparecem. Estes se limitam a defender a criação de um teto para a remuneração dos executivos de bancos.

Já a proposta do imposto Tobin, é uma medida paliativa que servirá, simplesmente, como forma de controle temporário dos fluxos internacionais de capital, pois, é bastante provável que como já ocorria desde o período de Bretton Woods, os investidores e os bancos acharão brechas na regulamentação que os auxiliarão na trajetória de busca por mais lucro. Afinal estes já se tornaram especialistas em burlar regras.

A crise atual deveria nos levar ao corte das arestas da desregulamentação total, levando à introdução de alguns controles necessários e reiniciarmos o processo novamente, porém, nada indica que isto irá acontecer.

Hoje, há mais de um ano do início da crise em que a economia mundial caiu em uma profunda recessão, já conseguimos vislumbrar uma estabilização financeira e recuperação econômica.

Entretanto, esta aparente estabilização pode levar o mundo a cometer o erro de perder a oportunidade para a reforma. Apesar da recuperação na confiança, o sistema financeiro permanece danificado.

O sistema financeiro internacional precisa ser totalmente revisto ou nas palavras de Martin Wolf, "reconstruído". O que está em jogo é a manutenção da economia mundial aberta que oferece oportunidades a tantos. Está também em jogo a cooperação sustentada entre países. Entretanto, nada é menos provável do que cooperação efetiva entre governos absortos, cada qual, em seus próprios problemas.

A globalização das finanças aliada a um sistema financeiro internacional livre de regulamentação ajudaram a estimular a atual crise financeira e agora também terá que ajudar a resolvê-la.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

Alexandre, Michel e Lima, e Gilberto, Tadeu. e Canuto, Otaviano  
**DETERMINANTES DAS DECISÕES LOCACIONAIS DA ATIVIDADE FINANCEIRA** [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0103-63512006000200002](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-63512006000200002) > acessado em: 03/10/2009

Araujo, Paulo Cesar Garutti de. **O CAPITALISMO E SUA MAIS RECENTE CRISE** – disponível em: <http://www.biinternational.com.br/aluno/pauloaraujo/2009/04/16/o-capitalismo-e-sua-mais-recente-crise> > acessado em 12/09/2009.

Canuto, Otaviano. **UMA ARQUITETURA PARA O GORILA** – Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/artigos/artigo3.htm> > acessado em : 24/11/2009.

Carcanholo, Marcelo Dias. **DESREGULAMENTAÇÃO E ABERTURA FINANCEIRAS: REPERCUSSÕES SOBRE A AUTONOMIA DE POLÍTICA ECONÔMICA E AS CRISES CAMBIAIS** – disponível em: <http://docs.google.com/gview?a=v&q=cache:85eRUBiuCmsJ:www.seer.ufu.br/index.php/revistaeconomiaensaios/article/view/1196/1155+globaliza%C3%A7%C3%A3o+desregulamenta%C3%A7%C3%A3o+cambio+flutuante&hl=pt-BR&gl=br> > acessado em 30/08/2009.

Carvalho, Fernando Cardim...[et AL.] – **ECONOMIA MONETARIA E FINANCEIRA; TEORIA E PRATICA** – Rio de Janeiro; Elsevier, 2000.

Chaves, Lázaro Curvêlo. **NEOLIBERALISMO E GLOBALIZAÇÃO** – (03/2004) Disponível em: <http://www.culturabrasil.pro.br/neoliberalismoeglobalizacao.htm> > acessado em: 02/06/2009.

Chesnais, François. **A MUNDIALIZAÇÃO DO CAPITAL** – São Paulo: Editora Xamã, 1999.

Constantino, Rodrigo. - **CRISE AMERICANA: DE QUEM É A CULPA?**  
Disponível em:  
[http://oglobo.globo.com/opiniao/mat/2008/09/23/crise\\_america\\_de\\_quem\\_a\\_culpa\\_-548343786.asp#coment](http://oglobo.globo.com/opiniao/mat/2008/09/23/crise_america_de_quem_a_culpa_-548343786.asp#coment).

Cunha, Andre Moreira. **A CRISE FINANCEIRA GLOBAL: EM BUSCA DE UM NOVO BRETTON WOODS** (setembro 2009) – Disponível em:  
<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2009/25.pdf> > acessado em:  
07/11/2009

Cunha, André Moreira. **ESTRATÉGIAS PERIFÉRICAS SESSENTA ANOS DEPOIS DO ACORDO DE BRETTON WOODS** (Janeiro 2005) – Disponível em:  
<http://www.anpec.org.br/encontro2004/artigos/A04A013.pdf> > acessado em 07/11/2009.

Dathein, Ricardo. **DE BRETTON WOODS À GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA: EVOLUÇÃO, CRISE E PERSPECTIVAS DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL** (02/06/2009) – disponível em:  
[http://www.sep.org.br/artigo/DATTHEIN\\_RICARDO.pdf?PHPSESSID=e38bdc3de5b5ee5c50b7a50fb4462232](http://www.sep.org.br/artigo/DATTHEIN_RICARDO.pdf?PHPSESSID=e38bdc3de5b5ee5c50b7a50fb4462232) > acessado em 06/10/2009.

Eichengreen, Barry e O'Rourke, Kevin H. **A TALE OF TWO DEPRESSIONS** – disponível em:  
<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421> > acessado em 13/10/2009.

Eichengreen, Barry. **A GLOBALIZAÇÃO DO CAPITAL: UMA HISTORIA DO SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL** – São Paulo: Ed. 34, 2000.

EPSTEIN, Gerald A. and JAYDEV, Arjun. **THE RISE OF RENTIER INCOMES IN OECD COUNTRIES: FINANCIALIZATION, CENTRAL BANK POLICY AND LABOR SOLIDARITY. IN FINANCIALIZATION AND THE WORD ECONOMY**, edited by Gerald Epstein of The Political Economy Research Institute. Fortocoming from Eduard Elgar, Spring. 2005.

Eguipo AméricaEconomía – **GOLPE GLOBAL** - Revista América Economía: El Nuevo Wall Street - n. 366. - 13 de octubre, 2008.

Fonseca, Ana Carla. - **REUNIÃO NOS EUA TESTA UNIDADE DO G20 NO PERÍODO PÓS-CRISE** – Disponível em: [http://www.administradores.com.br/noticias/reuniao\\_nos\\_eua\\_testa\\_unidade\\_d\\_o\\_g20\\_no\\_periodo\\_poscrise/26198/](http://www.administradores.com.br/noticias/reuniao_nos_eua_testa_unidade_d_o_g20_no_periodo_poscrise/26198/) > acessado em: 19/11/2009.

**G20 – COMUNICADO E É O FIM DA ‘ERA DO SEGREDO BANCÁRIO’**. Folha de São Paulo, 03.04.09.

G-20 -**Simulação de organizações internacionais (SOI)** – Guia de estudos G-20. Disponível em: <http://www.g20.org>

Galbraith, John Kenneth **A SHORT HISTORY OF FINANCIAL EUPHORIA**, London: Whittle Books, 1993.

Geisst, Charles R. **A GLOBALIZAÇÃO E O SISTEMA FINANCEIRO DOS EUA-** disponível em: <http://www.embaixadaamericana.org.br/HTML/ijee0509p/geisst.htm> > acessado em 10/09/2009.

Gowan, Peter. **CRISE NO CENTRO. CONSEQUÊNCIAS DO NOVO SISTEMA DE WALL STREET** (2009) - disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0103-40142009000100004&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0103-40142009000100004&script=sci_arttext) > acessado em 24/09/2009.

Lopes, Marcio. **JAMES TOBIN (1918 – 2002): UMA MENTE BRILHANTE POR DETRAS DO MITO** – (11/2009) Disponível em: [www.leirianet.pt/leiria/cronica.php3?ind=30](http://www.leirianet.pt/leiria/cronica.php3?ind=30) > acessado em: 24/11/2009.

Kébabdjian, Gérard. E Leonard, Jacques. **AS REFORMAS DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL:SITUAÇÃO DAS PROPOSTAS E PERSPECTIVA TEÓRICA** – Disponível em: <http://www.reggen.org.br/midia/documentos/reformasdosistemafinanceirointernacional.pdf> > acessado em 09/11/2009.

Kilsztajn, Samuel – **O ACORDO DE BRETTON WOODS E A EVIDENCIA HISTÓRICA. O SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL NO POS-GUERRA.** – (12/1989). Disponível em:

[http://www.nesfi.ufsc.br/uploads/arquivos/1152816769\\_BW\\_historico.pdf](http://www.nesfi.ufsc.br/uploads/arquivos/1152816769_BW_historico.pdf) >  
acessado em 25/08/2009.

Krugmann, Paul R. **A CRISE DE 2008 E A ECONOMIA DA DEPRESSÃO** – Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2009.

Krugman, Paul R. e Obstfeld, Maurice. – **ECONOMIA INTERNACIONAL: TEORIA E POLITICA** – São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005.

Krugman, Paul R. **REAGAN PROVOCOU ISSO** – The New York Times – Disponível em: <http://blogdofavre.ig.com.br/2009/06/reagan-provocou-isso/> > acessado em 03/11/2009

Krugman, Paul R. **SAUDADES DE RICHARD NIXON** – (07/09/2009) disponível em: <http://portal.rpc.com.br/gazetadopovo/colunistas/conteudo.phtml?tl= 1&id=921994&tit=Saudades-de-Richard-Nixon> > acessado em: 20/11/2009.

Moreno, Luis Alberto. – **ACERCANDO A AMERICA LATINA Y ASIA** - Revista América Economía: Ahi Va El Dinero – n. 367 - 27 de octubre, 2008.

Moura, Alkimir. R – **APONTAMENTOS PARA O NOVO SÉCULO** - Revista Conjuntura Econômica: Cenários da Crise – vol 62- n. 11. Novembro 2008

Moura, Alkimar R. - **REGULAÇÃO FINANCEIRA E BANCÁRIA** – Revista de Economia Política - vol.25 nº3 São Paulo Julho/Setembro 2005.

Nassif, Luis. **O SISTEMA BANCÁRIO SOMBRA** – (01/2009) disponível em: <http://colunistas.ig.com.br/luisnassif/2009/01/30/o-sistema-bancario-sombra/> > acessado em 30/08/2009.

Oliveira, Giuliano Contendo de. e Maia, Geraldo. e Mariano, Jefferson. – **O SISTEMA DE BRETTON WOODS E A DINÂMICA DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL CONTEMPORÂNEO** (fevereiro, 2008) – Disponível em: [http://www.pucsp.br/pos/ecopol/downloads/pesquisa\\_debate/05\\_24\\_07\\_def.pdf](http://www.pucsp.br/pos/ecopol/downloads/pesquisa_debate/05_24_07_def.pdf) > acessado em 19/11/2009.

Oreiro, José Luís. E Rangel, Flavia Dias. - **CRISES CAMBIAIS, PROFECIAS AUTO-REALIZÁVEIS E O IMPOSTO TOBIN** – (07/2001) Disponível em: [www.joseluisoreiro.ecn.br/arquivos/ufpr1.rtf](http://www.joseluisoreiro.ecn.br/arquivos/ufpr1.rtf) > acessado em 20/11/2009.

Pinotti, Maria Cristina. e Pastores, Affonso Celso. **REFLEXÕES SOBRE A CRISE INTERNACIONAL** – disponível em: <http://www.corecon-mg.org.br/noticias/reflexoes-sobre-a-crise-internacional.html> > acessado em 24/09/2009.

Revista Exame: **A CRISE JÁ ESTA ENTRE NÓS** – Edição 928 – ano 42 n. 19.

Revista Veja: **O TAMANHO DO ESTRAGO** – Edição 2081 – ano 41 – n.40.

Revista Veja: **RETROSPECTIVA 2009** – Edição 2093 – ano 41 – n. 52.

Silva, Luiz Afonso Simoens da. - **SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL – “QUO VADIS?”** (maio/2009) Disponível em: <http://www.ieei-unesp.com.br/portal/wp-content/uploads/pdf/ensaio-Luiz-Afonso-simoens.pdf> > acessado em: 03/10/2009.

Tavares, Maria da Conceição . **A CRISE FINANCEIRA - DURAÇÃO E IMPACTO NO BRASIL E NA AL** – (06/2009) - Disponível em: <http://www2.fpa.org.br/portal/odules/news/article.php?storvid=4662> > acessado em 27/09/2009.

Wolff, Martin. **A RECONSTRUÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO GLOBAL** - Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2009.

Wolff, Martin. **REFORMA FINANCEIRA E RECUPERAÇÃO ECONÔMICA ENFRENTARÃO GRANDES OBSTÁCULOS** – disponível em: <http://economia.uol.com.br/ultnot/2009/10/07/ult4294u3012.ihtm> > acessado em: 14/10/2009.