

GIULIANO SILVIO DEDINI

A INSTABILIDADE DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL
O EPISÓDIO DE BRETTON WOODS E SEU COLAPSO:
FUNDAMENTADO EM KEYNES E MINSKY

Monografia apresentada como requisito parcial à conclusão do Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto

CURITIBA

2013

TERMO DE APROVAÇÃO

GIULIANO SILVIO DEDINI

A INSTABILIDADE DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL
O EPISÓDIO DE BRETTON WOODS E SEU COLAPSO:
FUNDAMENTADO EM KEYNES E MINSKY

Monografia aprovada como requisito parcial à conclusão do Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná pela seguinte banca examinadora:

Orientador:

Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto
Departamento de Economia, UFPR

Prof. Dr. Demian Castro
Departamento de Economia, UFPR

Prof. Dr. Gustavo Pereira da Silva
Departamento de Economia, UFPR

Curitiba, 16 de dezembro de 2013.

RESUMO

O presente trabalho se baseia nas teorias de Keynes e Minsky e na análise histórica desde a criação do sistema de Bretton Woods em 1944 para sustentar que o desenvolvimento dos mercados financeiros organizados leva à uma modificação negativa do comportamento dos investidores e bancos. A liberalização da movimentação dos capitais e liquidez dos mercados permite a ação especulativa dos agentes econômicos e inevitavelmente traz instabilidade para toda a economia.

Palavras-chave: Instabilidade econômica, fluxos de capitais, Bretton Woods, Keynes

ABSTRACT

This essay is based on the theories by Keynes and Minsky, and on historical analysis since the creation of the Bretton Woods system in 1944 in order to support that the development of organized financial markets leads to a negative modification of investors' and banks' behavior. The liberalization of capital flows and the liquidity of the markets gives way to speculative action from the economic agents and inevitably brings forth economical instability.

Keywords: Economic instability, capital flows, Bretton Woods, Keynes.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	5
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	7
2.1 MERCADO FINANCEIRO, LIQUIDEZ E INSTABILIDADE	7
2.2 HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA.....	12
3. O SISTEMA DE BRETTON WOODS	17
3.1 HISTÓRIA	17
3.2 PROBLEMAS E OBJETIVOS.....	18
3.3 AS PROPOSTAS	20
3.3.1 PLANO KEYNES	22
3.3.2 PLANO WHITE	26
3.4 OS BANQUEIROS DE NOVA YORK	28
3.5 O SISTEMA EM FUNCIONAMENTO	30
3.6 A HEGEMONIA DOS EUA E INTERNACIONALIZAÇÃO DO DÓLAR	31
3.7 CONCLUSÃO.....	33
4. DO COLAPSO AO ATUAL NÃO-SISTEMA MONETÁRIO	34
4.1 OS TRÊS PROBLEMAS FUNDAMENTAIS.....	35
4.2 A COOPERAÇÃO ENTRE NAÇÕES UNIDAS	36
4.3 ATAQUES ESPECULATIVOS.....	37
4.4 O EUROMERCADO	38
4.5 CONCLUSÃO.....	40
5. CONCLUSÃO	41
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	43

1. INTRODUÇÃO

O desenvolvimento dos mercados financeiros organizados, com a criação de liquidez sobre propriedade de ativos fixos e internacionalização da moeda e crédito potencializa os efeitos das crises monetárias, fazendo com que estas se alastrem sobre fronteiras através dos fluxos internacionais de capitais.

A razão por trás disto está na própria organização dos mercados, refletida na natureza da ação dos investidores e bancos como agentes econômicos que buscam maximizar seus ganhos, respondendo a incentivos e criando expectativas para o futuro. Esta natureza se manifesta quando há a liberalização da ação e movimentação de capitais, criando um ambiente volátil e instável para a toda a economia que depende dos recursos de investidores e do crédito dos bancos para progredir.

A criação de um sistema ordenado sobre economia monetária internacional, como foi feita em Bretton Woods em 1944, é necessária para garantir a prosperidade e estabilidade econômica, porém eventos como este foram raros na história.

O presente trabalho demonstra estas relações entre comportamentos dos agentes e instabilidade da economia através de análise teórica e histórica. Dividido em quatro partes além desta introdução, a organização do trabalho expõe os pontos necessários para ligar a teoria econômica aos fatos e construir assim uma conclusão crível.

O primeiro capítulo expõe a fundamentação teórica necessária para o desenvolvimento das ideias do trabalho completo. A análise do comportamento de agentes que decidem pela alocação de recursos é fundamental para avaliar quais fatores levam a que estes recursos sejam aplicados de maneira consistente e não volátil. Também neste capítulo se demonstra como o período de estabilidade pode levar a fragilização financeira das instituições e eventualmente à crise, assim como após a crise se gera um ambiente mais estável, estabelecendo um ciclo econômico.

O capítulo seguinte demonstra de que maneira os líderes mundiais se reuniram em uma época crucial para decidirem a ordem econômica mundial, a fim de garantir a estabilidade e prosperidade para os anos seguintes. Neste capítulo se exibem as propostas levantadas, a conjuntura econômica e política e os interesses

que definiram o rumo a ser traçado com a criação de um sistema de regras sobre a economia monetária internacional.

O terceiro capítulo demonstra as falhas do sistema criado e a sucessão de eventos que levaram ao seu colapso, que resultou na liberalização completa das finanças. Esta liberalização é analisada sob a perspectiva teórica desenvolvida no primeiro capítulo, e suas implicações para a estabilidade econômica mundial são discutidas.

A última parte do trabalho é dedicada a conclusões finais sobre o tema, especialmente sobre o conflito de interesses que dificultam a adoção de regras estabilizadoras sobre as finanças globais.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A primeira seção do presente trabalho é dedicada a apresentar as análises teóricas que serão relevantes para o desdobramento das ideias defendidas. Nesta seção são explanados de maneira objetiva os pontos relevantes para o contexto do trabalho das teorias de Keynes e Minsky, especificamente aqueles pontos que enfatizam e explicam a origem da natureza instável do capitalismo.

O conteúdo aqui é apresentado de maneira ordenada a fim de deixar os principais pontos claros ao leitor, pontos que serão fundamentais para o entendimento dos demais capítulos e da ideia em torno da qual se desenvolve o trabalho.

Desta forma, o objetivo deste capítulo não é explicar por completo as teorias citadas, mas resgatar destes autores apenas aquilo que é diretamente relacionado ao tema do trabalho.

Para entender os motivos da instabilidade de uma economia monetária, é necessário primeiro entender a principal característica deste sistema, bem como dos mercados organizados de capitais, isto é, a sua liquidez. Entendidas as consequências da liquidez para o sistema, é necessário compreender como isto afeta o comportamento dos agentes econômicos que atuam neste sistema, e quais as repercussões deste comportamento sobre a estabilidade econômica. Este entendimento irá revelar o motivo da natureza cíclica à qual a economia internacional está fadada, variando de períodos de estabilidade e expansão às crises.

2.1 Mercado financeiro, liquidez e instabilidade

O primeiro ponto que deve ser esclarecido é da natureza instável dos investimentos em mercados financeiros organizados, que está intimamente ligada à liquidez e o comportamento dos investidores perante esta liquidez.

Os mercados de capitais, aliados ao desenvolvimento de tecnologias em telecomunicação, permitem a reavaliação instantânea do retorno sobre investimentos. Os investidores podem comparar retornos entre diversos ativos referentes aos mais diversos negócios e fazer avaliações do desempenho de suas carteiras de investimentos a todo o momento. Um investidor em Londres pode

comparar o retorno de seu capital investido em uma empresa mineradora nos EUA em dólares, um empreendimento no Brasil denominado em reais, bem como contratos de commodities e moedas instantânea e simultaneamente através das informações em seu computador.

“A bolsa de valores reavalia, todos os dias, os investimentos e estas reavaliações proporcionam a oportunidade freqüente a cada indivíduo [...] de rever suas aplicações. É como se um agricultor [...] pudesse decidir retirar seu capital da atividade agrícola entre as dez e as onze da manhã, para reconsiderar se deveria investi-lo mais tarde” (KEYNES, 1936 p. 111).

Junto à possibilidade de reavaliação dos investimentos, os mercados organizados, quando não apresentam restrições a seu funcionamento, permitem também que os investidores realoquem seus recursos com custos mínimos para isso, de forma que aquele investidor em Londres pode retirar todo o capital aplicado no Brasil e investi-lo nos EUA com muita facilidade.

Com tamanha facilidade de avaliação e realocação de recursos, a percepção de risco do investidor não está no longo-prazo, mas no futuro imediato. Ao investir em um mercado organizado, o indivíduo fica seguro de que, caso seu investimento de indícios de mau desempenho, este poderá ser retirado instantaneamente e aplicado em outras alternativas. Isto se chama a liquidez do investimento individual, pois através da organização dos mercados de capitais, os investimentos “fixos” para a comunidade (e.g. toda a estrutura produtiva de um negócio) se tornam “líquidos” para o investidor, mesmo este último sabendo que a liquidez é impossível para todos os indivíduos coletivamente.

“Desse modo, o investimento torna-se razoavelmente ‘seguro’ para o investidor individual em períodos curtos e, por consequência, para uma sucessão de tais períodos, desde que ele [...] tenha a oportunidade de rever suas decisões e modificar o investimento antes que haja tempo suficiente ara que ocorram grandes alterações” (KEYNES 1936 p. 112).

Isto faz com que os recursos disponíveis para investimento sejam constantemente aplicados nas oportunidades que maiores retornos geram sobre unidade de capital, de certa forma melhorando a produtividade geral. O custo disto é, no entanto, uma volatilidade tão grande de investimento que incentiva movimentos desestabilizadores por parte dos agentes.

A grande maioria dos investidores não toma decisões nem faz avaliações sobre os ativos transacionados nos mercados financeiros com base no espírito empreendedor como era feito “em outros tempos”, buscando a sorte em rendimentos futuros extremamente incertos, de maneira sólida e consistente baseada na sua própria habilidade de gestão. Pelo contrário, estes mercados substituíram o espírito empreendedor pelos movimentos especulativos.

Segundo a definição de Kaldor formulada em 1939, especulação é:

“compra ou venda de bens com intenção de revenda (ou de recompra) em uma data posterior, quando a ação é motivada pela esperança de uma modificação do preço em vigor e não por uma vantagem ligada ao uso do bem” (KALDOR, 1939).

Segundo a teoria de Keynes, o volume de investimentos depende diretamente da relação entre a taxa de juros e eficiência marginal do capital, sendo esta última a responsável pela volatilidade dos recursos. Quando se trata da “eficiência marginal do capital” se trata da relação entre o preço de oferta ou custo de reposição e a renda esperada de um bem de capital. A renda esperada corresponde às expectativas dos agentes (i.e. as projeções dos agentes econômicos com base em fatos atuais e informações disponíveis no momento, bem como com base nas projeções de cenários futuros).

Por basear-se na projeção dos agentes sobre fatos futuros, a eficiência marginal do capital baseia-se em uma fonte de informação demasiadamente incerta, gerada com uma base de conhecimento limitada e precária (e.g. o conhecimento do futuro) e que está sujeita a interpretação dos agentes (que quase nunca é unânime). Além disto, tão importante quanto os cenários projetados pelos agentes é a confiança que estes têm em suas projeções. Este estado de confiança é um dos fatores determinantes da eficiência marginal do capital, e consequentemente, do volume de investimentos.

A habilidade dos mercados em permitir, com facilidade, que investimentos mais eficientes e lucrativos recebam maior volume de investimento em detrimento daqueles menos produtivos é debilitada uma vez que o cálculo da eficiência e lucratividade dos investimentos é feita com esta base de conhecimento precária. Sendo assim, as decisões de realocação não refletem a real produtividade ou

situação econômica de um país, mas de uma opinião dos agentes sobre as rendas futuras esperadas.

Esta opinião dos agentes deve ser analisada com cautela. Os retornos esperados em termos financeiros são considerados em todos seus componentes, inclusive os ganhos ou perdas de capital referentes às variações dos preços dos ativos em si.

A variação esperada dos preços por sua vez é fruto da expectativa de ação do mercado em geral como forma de antecipação e oportunidade de ganho. Esta possibilidade de ganhos se torna mais atraente aos investidores, que passam a atuar com objetivos de curto-prazo, fazendo com que os movimentos especulativos do mercado superem e valor e volume aqueles movimentos empreendedores, isto é, a busca por retornos com a variação dos preços de ativos transacionados nos mercados financeiros organizados (e.g. títulos de dívida pública ou privada, ações de empresas de capital aberto, contratos de commodities ou até mesmo moedas), em detrimento da construção de uma fábrica ou uma nova empresa.

Com esta metodologia os agentes criam muitas vezes pressões de expectativas auto-realizáveis, baseadas em informações completas ou não, gerando um intenso fluxo de capital em um sentido (e.g. a compra de um determinado ativo gera a pressão para que o preço deste ativo se eleve) que resultará no movimento de mercado a favor daqueles que criaram a pressão em primeiro lugar (e.g. quando a procura pelo ativo efetivamente eleva o seu preço, beneficiando aqueles que iniciaram o processo).

Isto significa que se um fluxo muito intenso passar a atuar no mercado em um sentido (indiferentemente do motivo inicial pelo qual se criou a expectativa que o mercado iria se mover a favor deste sentido) gera uma influência sobre demais agentes que prevêm que eventualmente este fluxo fará com que o mercado atue da maneira prevista, gerando maiores pressões no mesmo sentido, até que os preços reflitam o comportamento esperado inicialmente, realizando as expectativas iniciais.

Os movimentos deste tipo são tentativas dos agentes de compreenderem uma psicologia de massas, uma análise que busca fazer projeções dos movimentos futuros com base não nos fundamentos econômicos dos ativos reais que estão sendo transacionados, mas a maneira como os outros agentes irão perceber os fatos e a tentativa de se antecipar aos demais na compra ou venda daqueles ativos.

“Não se trata de escolher os [investimentos] que, no entender de cada um, são realmente os mais [rentáveis], nem mesmo aqueles que a opinião geral considere realmente como tais. Alcançamos o terceiro grau, no qual empregamos a nossa inteligência em antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral.” (KEYNES 1935 p. 114).

Além desta especulação e tentativa de antecipação aos demais, as decisões dos investidores também são muitas vezes levadas pelo entusiasmo espontâneo ou por estados de emoção em determinado momento, frente a determinados eventos. As emoções podem ser otimistas ou pessimistas na avaliação e projeção futura dos preços, a depender do entendimento do indivíduo daquela situação. Mesmo quando os eventos que mudam o estado de confiança, ou a emoção dos agentes, pouco significam para a renda esperada dos ativos, a reação humana levada pela emoção acima da racionalidade pode influenciar significativamente o comportamento dos agentes e o preço dos ativos, as vezes com tamanha intensidade que levam um país a modificar sua política para conter estes movimentos. Exemplos disto são eleições presidenciais, ou até mesmo discursos políticos que dão a impressão que o governo irá agir de uma determinada forma, ou que o estado da economia está melhor ou pior do que o esperado.

Não se podem culpar os investidores de manterem este comportamento volátil sobre os mercados de capitais, uma vez que é racional também evitar um investimento que gerará uma renda positiva se a perda de capital (redução do preço deste ativo) irá sobrepor quaisquer rendas futuras, gerando uma perda líquida no investimento.

Demonstra-se, portanto, que o mercado financeiro organizado gera a liquidez demandada para incentivar investimentos rentáveis e transferir recursos de locais nos quais há abundância de capital e uma eficiência marginal relativamente menor para os locais nos quais a situação é o oposto. O custo disso, porém, é a geração de uma enorme volatilidade do volume de investimentos, quando a movimentação é pouco restrita ou regulamentada. Os movimentos de capital não são sempre motivados por cálculos confiáveis de retorno futuro nem são meios pelo qual o capital irá buscar as aplicações mais produtivas equilibrando os mercados, mas sim são muitas vezes movidos por tentativa de antecipação ao movimento de mercado, entendimento de psicologia de massas e emoção dos agentes, levando ao distúrbio da economia (KEYNES, 1936).

2.2 Hipótese da instabilidade financeira

O “investimento” tratado na teoria de Keynes pode se manifestar de diversas formas através de distintos agentes. No texto de Keynes, bastante ênfase é dada ao mercado de ações (que são instrumentos patrimoniais das empresas). Um caso específico objeto de estudo da segunda teoria que será abordada neste capítulo, no entanto, é o investimento através do crédito (instrumentos de dívida).

O crédito aqui se refere ao financiamento dos ativos de uma empresa, cedido por uma instituição financeira mediante termos acordados de pagamento. Cada cessão de crédito, ou financiamento, corresponde a um passivo na empresa, e um ativo no banco que espera que este empréstimo lhe seja pago.

Com relação ao risco neste caso, depende em grande medida da postura financeira do banco e da empresa, ou seja, da estrutura da dívida e da alavancagem financeira, e é afetado da mesma forma que os investimentos tratados em Keynes. (pela percepção dos agentes, as emoções etc.)

Minsky, ao elaborar a Hipótese da Instabilidade Financeira, dá ênfase às posturas financeiras dos agentes de crédito como motor cíclico das crises, afirmando que períodos de estabilidade econômica e expansão geram os incentivos necessários para a fragilização do sistema e inevitavelmente o seu colapso na forma de uma crise.

Segundo o autor, o alinhamento das receitas geradas pelas empresas tomadoras de crédito com as despesas incorridas pelos juros a serem pagos determinam o nível de risco sobre a operação de crédito que a instituição financeira cedente assumiu. Este alinhamento é a característica que define o tipo de postura financeira que o agente assumiu, categorizadas em três tipos diferentes, podendo ser mais ou menos especulativas.

O primeiro tipo de postura é chamado “hedge”, ou protegida. Neste cenário, a empresa financia a compra de um ativo (e.g. uma indústria adquirindo um bem de capital) junto ao banco e consegue alinhar as receitas deste ativo (i.e. os retornos que este bem de capital irão gerar) com os pagamentos do passivo criado (i.e. os pagamentos de juros e principal do financiamento obtido). As empresas com esta postura protegida estão expostas somente aos riscos do negócio (i.e. uma diminuição das vendas ou aumento dos custos), portanto no bom funcionamento é

capaz de cobrir os interesses dos credores com os fluxos provenientes do seu resultado operacional.

O segundo tipo de postura financeira é chamado de “especulativa”. Neste caso as empresas praticam a rolagem das dívidas e compromissos. Isto significa que os resultados operacionais são suficientes para honrar os pagamentos dos juros sobre os empréstimos, porém o principal é refinanciado quando atinge a maturidade (ou vencimento). Desta forma o nível de endividamento se mantém estável, porém a empresa está exposta ao risco dos juros de mercado, uma vez que ao obter novos financiamentos, deve submeter-se aos juros do mercado na data de financiamento, podendo então aumentar ou diminuir o valor do principal financiado.

A última e mais agressiva postura financeira observada por Minsky é chamada de finanças “Ponzi”. Neste caso o resultado operacional da empresa não é suficiente para quitar nem sequer os juros dos financiamentos captados. É uma posição muito agressiva e alavancada da empresa, pois conta com o capital externo para dar continuidade aos negócios. Da mesma forma como na postura especulativa, na posição de finanças Ponzi a empresa está exposta ao risco do juros do mercado, porém o impacto que este têm sobre o resultado líquido é ainda maior.

“as unidades de finanças especulativas ou Ponzi estão vulneráveis a mudanças nas taxas de juro - ou seja, aos desenvolvimentos no mercado financeiro [...] Além disso, uma vez que elas precisem constantemente financiar suas posições, elas se tornam vulneráveis a distúrbios nos mercados financeiros. Quanto maior o peso das finanças especulativas e Ponzi, menor as margens gerais de segurança na economia e maior a fragilidade da estrutura financeira.” (MINSKY 1986).

Empresas que se encontram nestes níveis são muitas vezes obrigadas a liquidar ativos a fim de quitar as dívidas. Este processo pode ser feito pela venda dos bens, por meio de fusões e aquisições ou até pela declaração de falência. As obrigações naturalmente aumentam, pois os juros não são devidamente quitados, gerando um aumento do volume da dívida sem o aumento de ativos como contrapartida.

As mesmas posturas se aplicam aos bancos e instituições financeiras que emprestam dinheiro. No seu caso, os empréstimos cedidos são os ativos e os depósitos os passivos. O fluxo de caixa operacional necessário para pagar os juros sobre os depósitos são provenientes do pagamento dos empréstimos por parte do prestador. Os bancos devem tomar o devido cuidado ao ceder o crédito para

garantir que os compromissos assumidos pelas empresas ao aceitarem o crédito lhe sejam devidamente pagos. Caso contrário, um banco deverá recorrer a novos depósitos para poder pagar suas próprias obrigações com os depositários.

Estes créditos que os bancos realizam também são comercializados em mercados organizados, na forma de títulos públicos ou privados. O valor de mercado destes títulos é calculado como o valor presente dos futuros pagamentos aos quais o título dá direito. Em mercados avançados, diversos créditos distintos são agrupados e vendidos em partes no processo conhecido como securitização, dividindo o risco de inadimplência entre os investidores que compram os títulos securitizados. Este valor de mercado é afetado também pelos movimentos de mercado, da mesma forma como descreve Keynes em sua teoria.

Os bancos ao cederem crédito e transformarem estes créditos em títulos negociáveis em bolsa estão criando ativos financeiros. Quando este negócio se torna lucrativo, os bancos tem incentivos para cederem créditos com riscos de inadimplência maiores pois os transferirão para os investidores que adquirem os títulos posteriormente.

Este comportamento é responsável por criar um ciclo econômico de expansão do crédito e crise do sistema, uma vez que a estabilidade induz a fragilização e especulação dos agentes.

Segundo Minsky, logo após um colapso ou uma crise monetária, as empresas e bancos se encontram em posições relativamente protegidas (em *hedge*). As empresas passam por processos de fusões e aquisições e até falências, bem como os bancos, que geralmente são resgatados pelo Banco Central, que injetam na economia e na carteira dos investidores títulos públicos seguros, reduzindo a exposição total ao risco. Este ambiente gera uma estabilidade geral nos mercados.

"Após uma crise financeira, banqueiros e empresários que passaram por maus momentos ficam bem longe de finanças especulativas e Ponzi. [...] A economia emerge da recessão que segue a crise financeira com uma estrutura financeira mais sólida do que no início da crise" (MINSKY 1986).

Com o tempo, porém, os bancos são levados a cederem mais créditos, seguros de que as empresas continuarão a honrar seus compromissos (já que estas se encontram em posições não especulativas), e aos poucos vão explorando o mercado procurando investimentos com retornos maiores. Estes retornos maiores

muitas vezes são mais arriscados, porém a economia que passa por um momento estável e expansionista dá a imagem de que os riscos ainda são muito pequenos. As empresas por sua vez aproveitam esta fase em que os bancos estão expandindo suas operações de crédito para obterem financiamentos de bens de capital que lhes trarão retornos no futuro. Começam a se apresentar os desalinhamentos entre receitas operacionais e despesas financeiras, pois muitos dos financiamentos são feitos com prazos de vencimento distantes, bem como os retornos que se esperam dos investimentos das empresas.

Os investidores vêem nos novos títulos de dívida oportunidade para garantirem retornos maiores sobre sua carteira de investimentos, e tomam este risco, uma vez que com a devida liquidez dos mercados, cada investidor individualmente se sente seguro em fazer o investimento, pois julga ser capaz de liquidá-lo e fechar sua posição antes que “a bolha estoure”.

Os agentes econômicos tendem a extrapolar o passado mais recente para projetar o futuro, ou seja, a fase de expansão e estabilidade gera uma expectativa que isto irá se perpetuar indefinidamente, desprezando-se os eventos históricos e crises anteriores. Isto faz com que a fase expansionista do crédito debilite cada vez mais a economia por gerar posturas mais especulativas entre os agentes, precedendo uma crise certa.

“As visões correntes sobre o financiamento expressam as opiniões que banqueiros e empresários tem sobre a incerteza que devem enfrentar. Essas visões correntes refletem o passado e, em particular, o passado recente” (MINSKY 1986 p. 264).

Estas opiniões sobre a incerteza (e o risco) que enfrentam têm, portanto, uma natureza pró-cíclica. Os compromissos honrados no passado recente geram uma expectativa positiva para o futuro. A expansão também induz à valorização dos ativos das empresas e a geração de renda, que as facilita a quitar os valores dos empréstimos. No momento que o crescimento desacelera, no entanto, este cenário desmorona e um número elevado de inadimplência toma conta.

Isto se mostra verdadeiro em uma análise histórica, a ser abordada nas próximas seções deste trabalho, ao avaliar a relativa estabilidade financeira estadunidense e mundial entre os anos 50 e 60, e a extrema instabilidade que culminou com o colapso do sistema nos anos 70.

“Não há dúvida de que a economia norte-americana era mais instável nos anos 1970 e 1980 do que nas décadas de 1950 e início da de 1960: [...]. Uma estrutura financeira sólida - um legado da Segunda Guerra Mundial e do conservadorismo financeiro induzido pela Grande Depressão que, em conjunto, levaram para a estabilidade – foi sucedida por uma estrutura financeira frágil, sujeita a instabilidade, e que, frequentemente, requer intervenções do FED e da cooperação de outras autoridades para abortar crises financeiras aparentemente incipientes.” (MINSKY 1986).

O período de estabilidade impulsionou a criação de novos mercados e instrumentos financeiros, que muitas vezes fugiam da regulação criada, permitindo aos bancos e investidores explorarem novas fontes de retorno, especialmente em mercados estrangeiros. (MINSKY 1986)

“A evolução de uma situação financeira sólida para uma frágil não ocorreu em meio a um vácuo. As fontes da mudança podem ser encontradas nas oportunidades de lucro abertas a inovadores financeiros dentro de um conjunto de regras e instituições; no impulso inovador das práticas financeiras de famílias, firmas e banqueiros em busca de lucros; e a intervenções legislativas e administrativas do governo e dos bancos centrais” (MINSKY 1986).

Ambas as teorias descritas revelam a natureza propriamente instável do comportamento dos agentes econômicos frente a mercados organizados e líquidos. Os investidores em geral, incluindo bancos através da emissão de títulos securitizados de dívidas e cessão de crédito, tendem a desestabilizar a economia com fluxos de capitais especulativos.

A movimentação de capitais regida pelas emoções humanas, pelas expectativas e com uma base de conhecimento limitada claramente não é capaz de estabilizar a economia, ou ser eficiente na alocação de recursos para garantir a prosperidade da economia mundial.

O próximo capítulo demonstra como a economia resurgiu após a Segunda Guerra, com base em acordos econômicos e arranjos internacionais sobre política monetária, e como esta nova arquitetura tratou da regulamentação sobre a livre movimentação dos capitais, bem como em que medida ficou vulnerável a eles.

A plena cooperação é, no entanto, uma utopia, uma vez que há quem ganhe com os movimentos especulativos. Os conflitos de interesses e discussões entre diferentes linhas de pensamento econômico também é assunto da próxima seção.

3. O SISTEMA DE BRETTON WOODS

O segundo capítulo deste trabalho demonstra como os líderes mundiais e pensadores econômicos de uma época definiram o rumo da economia para o futuro, com anseio pela reconstrução dos países arrasados pela guerra, pela consolidação de um sistema econômico ordenado e pelo incentivo ao comércio e cooperação internacional.

As decisões tomadas, no entanto, tiveram muita influência da política e de interesses privados, e o sistema criado ficou sujeito a algumas falhas e vulnerabilidades. Os próximos parágrafos descrevem o processo através do qual foram tomadas as decisões, as principais propostas que se apresentaram, os conflitos de interesses políticos e privados e por fim a consolidação de um sistema que ficou aquém do desejado por seus próprios criadores.

3.1 História

Em 1944, três semanas após o Dia D, cerca de 730 delegados representantes de 44 países membros das Nações Unidas se reuniram no hotel Mount Washington na cidade de Bretton Woods nos EUA a fim de assinar e consolidar as propostas que já vinham sendo discutidas com relação a um novo quadro regulatório para o sistema monetário internacional, na forma de um conjunto de normas e instituições que determinariam como seria regida a economia internacional dali em diante. Esta reunião foi a “Conferência Monetária e Financeira das Nações Unidas”, que ficou conhecida como “Conferência de Bretton Woods”, e o sistema criado ali como “Sistema de Bretton Woods”.

A reunião de Bretton Woods não foi uma conferência reunida às pressas, nem improvisada. Tampouco foi quando as propostas foram criadas. Segundo o professor da *American University*, Howard M. Wachtel, já em 1940 o então presidente estadunidense Franklin Roosevelt deu início ao processo que levaria aos acordos de 1944. Para isso, o secretário do Tesouro, Henry Morgenthau Jr. solicitou a Harry Dexter White que: “meditasse sobre [...] um plano para criar um Fundo Inter-Aliados de Estabilização” capaz de “assentar as bases de acordos internacionais de estabilização monetária e uma ‘moeda internacional’ para o pós-guerra” (dos diários

de Morgenthau, extraídas de “Armand Van Dormael, *Bretton Woods. Birth of a Monetary System*” (1978 p. 40), citadas em WACHTEL 1986).

Harry Dexter White foi o formulador da proposta norte-americana discutida na conferência de 1944. Durante os anos entre o início de sua formulação e Bretton Woods, as ideias foram discutidas em grande parte com a delegação Britânica, especialmente com John Maynard Keynes, que também vinha desenvolvendo sua proposta desde 1942. Keynes havia começado a esboçar o seu plano como resposta à proposta do Ministro de Finanças alemão, Walther Funk, para um regime financeiro a ser dominado pela Alemanha após a guerra. (também citações por Armand Van Dormael 1978, p. 5, citado em MIKESELL 1994).

Durante estes anos os principais pontos da nova ordem monetária foram definidos, especialmente aqueles acerca da estabilidade das taxas de câmbio e políticas de empréstimo do Fundo que viria a ser criado posteriormente. Seria inviável discutir todos os pontos necessários e chegar a consensos entre 44 países em uma conferência que durou apenas 14 dias. (MIKESELL 1994).

3.2 Problemas e objetivos

Na data da conferência o mundo estava em um estado político estressado e frente a muitas incertezas. Os sistemas monetários anteriores, entre as duas guerras, haviam se mostrado débeis na manutenção da ordem e prosperidade econômica mundial. Estes sistemas foram o câmbio-livre e uma tentativa de reconstituição do padrão-ouro, cada qual com suas vantagens e desvantagens, mas ambos incapazes de atender completamente as necessidades mundiais.

O câmbio-livre permitia independência à política monetária doméstica facilitando a busca pelo pleno emprego, porém foi prejudicial ao comércio internacional ao viabilizar a prática de desvalorizações competitivas. O padrão-ouro da época por sua vez permitia estabilidade das taxas de câmbio, porém limitava a liquidez do sistema monetário mundial e a independência da política monetária doméstica. (EICHENGREEN, 1993)

Ao tempo do fim da 2ª Guerra Mundial, estava claro, para os países líderes capitalistas, que:

“Era preciso criar, também na esfera internacional, instituições e regras de comportamento que reforçassem o poder dos governos de perseguir a prosperidade doméstica. A ideia de organizar formalmente o sistema de pagamentos internacionais nasceu justamente da insatisfação com as duas formas espontâneas predominantes até a segunda guerra mundial, o padrão ouro internacional e o sistema de câmbio livre, sob o ponto de vista de sustentação da atividade econômica.” (CARVALHO, 2004 p.4).

Cada país se encontrava em uma situação distinta, e conseqüentemente tinha interesses e prioridades divergentes em alguns aspectos da formulação desta nova ordem econômica mundial. Os interesses discutidos, no entanto, raramente fugiram dos levantados pelos EUA ou Grã-Bretanha. Os Estados Unidos saíam da guerra como credores mundiais e exportadores superavitários, era o único país industrializado que havia crescido seu potencial produtivo durante os anos da guerra, sem ser fisicamente devastado como os demais. A Inglaterra era devedora (bem como a maioria dos outros países europeus envolvidos), via que a libra já não era o padrão monetário internacional como havia sido em outra época, e buscava independência para manobras de política monetária interna. Fernando J. Cardim de Carvalho expõe estas prioridades:

“À Inglaterra preocupava o eventual retorno ao padrão-ouro, aos Estados Unidos a volta ao câmbio livre (que não deve ser confundido com o câmbio flutuante que se conhece hoje em dia). [...] Ingleses buscavam um arranjo que lhes desse liberdade para adotar políticas que permitissem alcançar e sustentar o pleno emprego. Americanos pretendiam regimes cambiais organizados, que permitissem a expansão do comércio internacional e tornassem ilegal o recurso a controles administrativos contra suas exportações.” (CARVALHO, 2004 p.6).

Se, por um lado, encontrar uma nova arquitetura para as relações financeiras internacionais encontrava dificuldades em condições e interesses diversos, os objetivos com relação à economia global, no entanto, eram claros e comuns. A história dos anos anteriores, especialmente a crise de 1930, ensinara algumas lições importantes, conforme Luiz Gonzaga Belluzzo:

“o capitalismo da grande empresa e do capital financeiro levaria inexoravelmente a sociedade ao limiar de outras aventuras totalitárias, caso não fosse constituída uma instância pública de decisão capaz de coordenar e disciplinar os megapoderes privados” (BELLUZZO, 1995 p.11).

“Para evitar a repetição do desastre era necessário, antes de tudo, constituir uma ordem econômica internacional capaz de alentar o desenvolvimento, sem obstáculos, do comércio entre as nações, dentro de regras monetárias que garantissem a confiança na moeda-reserva, o ajustamento não deflacionário do balanço de pagamentos e o abastecimento de liquidez requerido pelas transações em expansão. Tratava-se, portanto, de erigir um ambiente econômico internacional destinado a propiciar um amplo raio de manobra para as políticas nacionais de desenvolvimento, industrialização e progresso social” (BELLUZZO, 1995 p.11-12).

A crise de 1930 tivera uma influência crucial na mudança da visão econômica e política que dominava as instituições financeiras globais. Como a principal causa da crise fora o colapso do mercado financeiro de *Wall Street*, a credibilidade no liberalismo financeiro foi completamente minada. Os interesses da política econômica que por tempos representavam as dos banqueiros liberais foram substituídos por interesses industriais e intervencionistas, com a liderança do pensamento keynesiano. Um ótimo exemplo disso foi a eleição de Roosevelt a presidência em 1932, fortemente apoiado por industriais e partidos trabalhista, com o discurso de que a comunidade financeira de Nova York era a culpada pela crise e o caos da época (HELLEINER 1994).

Sob a luz desta nova onda de pensamento, e diante da eminente necessidade de se controlar a indústria financeira visto como uma das principais responsáveis pela depressão econômica dos anos 30, foram concebidas as propostas dos arquitetos de Bretton Woods.

Estas propostas tiveram uma forte oposição quando a mudança no cenário político foi revertida no início da década de 1940, especialmente pela volta dos interesses de *Wall Street* ao Congresso americano, conforme será descrito mais adiante.

3.3 As propostas

As principais propostas que foram levadas até o fim das discussões, e que foram as principais bases dos acordos consolidados ao fim da conferência (os “*Articles of Agreement*”) foram as desenvolvidas por “John Maynard Keynes, naquele momento já o grande nome da teoria econômica e consultor não-remunerado do ministro das Finanças britânico, e Harry Dexter White, um ex-acadêmico impetuoso e truculento economista do Tesouro norte-americano” (EICHENGREEN, 2008).

Ambas as propostas carregavam tanto os pontos de vista e pensamento de cada autor quanto os interesses dos países que cada um representava. Estas propostas foram publicadas sob os nomes de Plano Keynes e Plano White, denominação que será utilizada doravante.

Apesar de discordarem em muitos aspectos, as propostas originais de Keynes e White eram similares no que diz respeito ao controle sobre a mobilidade de capitais, e regulação da atividade financeira privada. Neste assunto ambos os autores compartilhavam a visão do intervencionismo e política econômica keynesiana. (White havia sido escolhido por Morgenthau justamente por sua visão heterodoxa com relação à política monetária e ceticismo com relação à liberalização dos fluxos de capitais, evidenciado em sua tese de doutorado em 1933). Em 1936 Keynes publicara sua Teoria Geral, na qual se encontra o capítulo explanado na primeira seção deste trabalho. Em 1937 White já se convertera keynesiano e aderira à ideia de controles centralizados sobre mercados cambiais. (HELLEINER, 1994)

As propostas, portanto, pregavam uma liberalização do comércio, mas não das finanças internacionais, sendo esta última um alvo de críticas e descrença por parte dos autores. Tanto Keynes quanto White argumentavam que não se deveria permitir que os movimentos internacionais de capitais desordenassem a autonomia política do defendido Estado intervencionista de bem-estar social.

Em segundo lugar, os autores também argumentavam que o liberalismo financeiro internacional não era compatível com um sistema comercial de câmbio fixo, como previam suas propostas. Neste ponto, no entanto, diferenciavam os movimentos que desequilibram a economia dos que efetivamente trazem equilíbrio aos balanços comerciais internacionais entre países superavitários e deficitários, sendo os últimos defendidos, ao contrário dos primeiros.

Este ceticismo com relação aos benefícios da liberalização das finanças internacionais era em grande parte fruto da experiência frustrante dos anos anteriores, na qual a expansão do crédito e mercados financeiros nos anos 20 culminou na crise de 30 (HELLEINER, 1994).

3.3.1 Plano Keynes

O Plano Keynes propunha o estabelecimento de uma espécie de Banco Central Mundial, na forma da Câmara Internacional de Compensações (*International Clearing Union* – ICU) a fim de ordenar o sistema de pagamentos internacionais. Para isso, a Câmara manteria uma conta de balanço de cada nação, ou cada Banco Central nacional, denominada em uma unidade monetária supranacional, sem forma física que se chamaria bancor.

“O principal objetivo pode ser explicado numa única sentença: permitir que o dinheiro ganho na venda de bens a um país possa ser gasto na compra dos produtos de qualquer outro. No jargão econômico, trata-se de um sistema de compensação multilateral. Na linguagem comum, isso equivale a uma moeda universal” (KEYNES 1943).

As contas dos Bancos seriam utilizadas para estabelecer os pagamentos do comércio internacional, transferindo *bancor* da conta do país importador para o exportador, que desta forma seria transacionado apenas entre governos e bancos centrais. O valor nominal do *bancor* seria baseado em ouro, e teria uma taxa de câmbio fixa, porém ajustável, com relação às moedas nacionais, de forma que os residentes em um país não precisariam se preocupar com o preço de outras moedas nacionais, apenas com os preços internacionais denominados nesta moeda internacional.

Cada nação manteria uma espécie de conta-corrente, sobre a qual os saldos positivos renderiam juros, enquanto que sobre os negativos lhes seriam cobrados.

Com a criação da ICU, Keynes visava uma solução ao problema da liquidez mundial, da assimetria dos ajustes das balanças de pagamentos, e dos movimentos de capitais privados desestabilizadores.

O problema da demanda da liquidez mundial a ser solucionado, segundo Keynes, se dava pelo ciclo de transações da economia, ou seja, devido a que:

“o crescimento das economias exige uma oferta de moeda crescente para que as transações adicionais, correspondentes ao volume maior de produto tenham lugar sem pressionar juros para cima ou preços de bens e serviços para baixo” (CARVALHO, 2004 p.4).

Esta moeda que é exigida, no entanto, não pode ser dependente de uma oferta exógena e limitada como é o ouro, e tampouco deve ser uma moeda nacional,

uma vez que desta forma a liquidez mundial depende da política monetária do país emissor desta moeda, o que põe em conflito os objetivos domésticos e internacionais. Este conflito foi exposto por Robert Triffin, e ficou conhecido como o dilema de Triffin, expondo a falha inerente a um sistema monetário global que utiliza uma moeda nacional como padrão. Segundo Triffin, na medida em que o mundo demanda moeda, esta é fornecida mediante um déficit do país emissor (uma saída de recursos), o que inevitavelmente compromete a confiança dos demais países naquela moeda (com déficits crescentes e reservas estáveis) (TRIFFIN 1968).

O segundo problema que era resolvido com a proposta de Keynes era o da assimetria dos ajustes decorrentes de desequilíbrios das balanças comerciais. Isto se dá porque, convencionalmente (da mesma forma que acontece hoje em dia), os países deficitários são tidos como responsáveis pelos seus déficits, e sobre eles cai toda a responsabilidade de ajustamento, através de medidas restritivas sobre suas importações e políticas internas para incentivo as exportações, podendo chegar à desvalorização cambial de sua moeda frente as dos seus parceiros comerciais. Este tipo de ajuste da balança comercial é assimétrico, pois se ignora a situação do país superavitário.

O que Keynes percebia era que o déficit era causado por um aumento da renda de um determinado país superior ao crescimento dos demais parceiros. Este aumento de renda faz com que se aumentem também a demanda por importações, ao passo que as exportações dependem do crescimento dos demais.

Em sua proposta, Keynes defendia que a responsabilidade do ajuste deveria ser dividida entre os países deficitários e superavitários, uma vez que, logicamente, um déficit de um país corresponde a um superávit em outro(s), de forma que a conta global é uma soma-zero. Para que houvesse maior simetria dos ajustes, o seu plano utilizaria o poder da ICU para transferir os saldos e equilibrar as balanças, impondo regras para que os países com saldos positivos recorrentes incentivem suas importações dos demais, aplicando multas se estas imposições não fossem respeitadas. Algumas destas imposições consistiam em: expandir o crédito doméstico, apreciação cambial e corte de tarifas. (BORDO, 1993)

Desta forma a balança era equilibrada sem imposições apenas restritivas ao comércio internacional, mas pelo contrário, se buscava incentivar o aumento de renda do país superavitário para acompanhar o crescimento do país deficitário (CARVALHO, 2004).

Este ponto foi refutado pelos americanos uma vez que se encontravam numa posição superavitária, como grandes exportadores da reconstrução da Europa, e não tinham interesse algum em se responsabilizarem pelo ajustamento simétrico das balanças comerciais (BORDO, 1993).

O ponto de Keynes, no entanto, não tratava de uma obrigação de auxílio dos EUA, ou de qualquer outro país superavitário, conforme o próprio autor explica em seu discurso pronunciado na Câmara dos Lordes do Parlamento Britânico em Londres, ainda no ano de 1943, mas tratava-se da criação de um Banco Central dos Bancos Centrais:

“Existe um aspecto importante no qual as propostas inglesas parecem provocar sérios mal-entendidos em alguns círculos nos Estados Unidos. [...] Não se trata de um esquema de auxílio filantrópico do tipo da Cruz Vermelha. [...] Trata-se de um aspecto do mecanismo comercial extremamente necessário [...] tão útil ao credor como ao devedor. Um homem não se recusa a manter uma conta bancária porque seus depósitos serão aplicados pelo banqueiro para fazer empréstimos à outra pessoa” (citado em “Keynes” por Tamás Szmercsányi p.203-204).

Tendo em mãos os saldos de superávit e as reservas internacionais, a ICU teria um “arsenal” enorme para suprir as necessidades de capital dos países endividados, de forma que jamais iria haver a necessidade de um país recorrer ao setor privado para financiamento das contas.

“O Plano Keynes previa, assim, criação de liquidez automática, de acordo com as necessidades de comércio, e a possibilidade de ajuste expansivo de desequilíbrios de balanços de pagamentos, pela expansão da demanda dos países superavitários, em contraste com a contração da demanda dos países deficitários.” (CARVALHO, 2004 p.8).

Um terceiro ponto abordado pelo Plano Keynes trata das restrições à mobilidade dos fluxos de capitais internacionais privados, em grande parte inibido pela criação da moeda supranacional e a câmara internacional de compensações com amplo poder de fornecer liquidez ao sistema, e desestimulado com a manutenção de taxas cambiais fixas sem lastro em um ativo limitado e exógeno. Isto significa que não haveria necessidade de financiamento não suprida pela ICU, nem haveria a oportunidade de ganho com as mudanças nas taxas cambiais, arbitrando entre diferenciais de taxas de juros entre países e buscando ganhos com base nas expectativas de desvalorizações ou revalorizações cambiais.

Keynes diferenciava os tipos de fluxos internacionais de capital, entre os necessários para equilibrar as balanças comerciais, auxiliar na expansão do comércio e gerar investimentos diretos empreendedores, daqueles fluxos financeiros meramente especulativos que unicamente beneficiavam aos investidores, e consequentemente tinham a natureza instável discutida na seção anterior. Estes últimos estariam sujeitos a fortes restrições e bloqueios.

Em entrevista ao Valor Econômico em 04 de outubro de 2013, Fernando Cardim de Carvalho expõe este ponto de maneira clara:

“Para Keynes, o temor era que políticas domésticas de estímulo ao pleno emprego, através, por exemplo, da manutenção de baixas taxas de juros, pudessem induzir movimentos perversos de capitais que neutralizassem essa política. Por isso, sua proposta envolvia a simples proibição de movimentos de capitais que não se referissem a investimento direto. Isso seria facilitado pelo fato de que, em sua proposta de bancor/ICU, transações internacionais seriam sempre feitas através dos bancos centrais (que seriam os membros da ICU). Transações ligadas a comércio transitariam livremente pela ICU, mas não as puramente financeiras.” (CARVALHO, em entrevista ao Valor Econômico 04/10/2013).

Keynes temia os movimentos especulativos de curto-prazo, e que a fuga de capitais de países em déficit que não teriam recursos para financiá-la geraria uma limitação às metas macroeconômicas. Quando um país apresenta uma dívida externa muito alta, a confiança de que o mesmo será capaz de honrar seus compromissos é abalada, e teme-se que o poder de compra da sua moeda seja diminuído através de uma desvalorização cambial. Estas expectativas induzem quaisquer detentores de moeda ou dívida daquele país a tentarem transferir seus recursos para um ativo mais seguro, ou outra moeda. Isto gera uma fuga de capitais do país, que agrava ainda mais o déficit, e geralmente o força a elevar as taxas de juros para atrair e reter algum capital.

Este cenário impõe uma limitação à política econômica na busca do pleno emprego e manutenção de taxas de juros e inflação.

Estes movimentos perversos que Keynes buscava limitar, portanto, não eram apenas os “anormais”, fruto de pura especulação e antecipação dos movimentos de mercado, mas também incluía aqueles fluxos “normais” de capital como resposta ao diferencial de juros entre países.

Um exemplo deste cenário foi o ocorrido entre Alemanha, França e Itália na década de 1960, quando estes países adotaram políticas monetárias distintas para

tratar de problemas próprios. A Alemanha crescia muito rápido, e preocupava-se com a inflação, mantendo os juros mais elevados do que os da França e Itália, que por sua vez tratavam de solucionar o desemprego.

“Se as taxas de juros de dois países de câmbio fixo são diferentes, os investidores tendem a retirar o dinheiro do lugar onde os juros são baixos e a mandá-lo para a nação de juros altos. Na década de 1960, retirariam o dinheiro da França e da Itália, o enviariam para a Alemanha e continuariam a fazê-lo até que as taxas de juros italianas e francesas atingissem o índice alemão. Esse foi o problema que levou Keynes e os outros arquitetos de Bretton Woods a advogar pelo controle sobre investimentos internacionais de curto prazo. Não queriam que as empresas perdessem a capacidade de investir em outros mercados – o que em geral chamavam de investimentos produtivos – [...]. No entanto, queriam dificultar, ou impossibilitar, especulações por parte dos investidores quanto a diferenças nas taxas de juros entre os países por onde passava o chamado 'capital especulativo'” (FRIEDEN, 2006 p.313).

Segundo o economista britânico, os grandes e voláteis movimentos de capital financeiro teriam efeitos negativos sobre o ajuste da balança comercial e induziriam às políticas protecionistas, indo contra a almejada liberalização do comércio. (HELLEINER, 1994)

O caso da Alemanha e França citado acima será exposto nas seções seguintes deste trabalho, evidenciando os chamados ataques especulativos contra as moedas destes países.

3.3.2 Plano White

A proposta norte-americana dava muito mais ênfase à estabilidade do câmbio do que à liquidez mundial, propondo um sistema com o ouro como instrumento de reserva internacional e paridades cambiais fixas entre as nações. (BORDO, 1993)

Os EUA, como potência industrial, tinham interesse na fomentação do comércio internacional, e desejavam manter suas exportações sem restrições. A liberdade dos países em determinar a taxa de câmbio havia levado muitos países a praticarem as desvalorizações de suas moedas como meio de reduzir o preço internacional de suas exportações e limitar o volume das importações. Tal prática seria negativa para os EUA que se tornara exportador superavitário nos anos da guerra, e ansiava manter-se nesta posição.

O Plano White instituía um Fundo de Estabilização e um Banco Mundial. O Fundo teria uma dupla função, de regular as alterações nas taxas cambiais e fornecer recursos para estabilizar desequilíbrios temporários. O Banco Mundial forneceria recursos na forma de empréstimos aos países em reconstrução.

O Fundo faria a regulação das taxas cambiais através de um fórum de representantes dos países-membros, que julgaria se há algum “desequilíbrio fundamental” que justificasse uma alteração no valor da moeda de um país. (BORDO, 1993)

Na função de estabilizador, o Fundo contava com uma reserva de moedas e ouro que seriam depositadas pelos países-membros, em valores que variavam de acordo com a respectiva cota de participação de cada. Os recursos do Fundo, no entanto, eram bem menores do que os da ICU de Keynes, e por depender destas reservas (não tendo capacidade de criar moeda na medida em que fosse necessário), era impossibilitado de realizar qualquer tipo de ajuste expansivo da balança de pagamentos (OLIVEIRA, MAIA e MARIANO, 2008).

Seguindo o Plano White, o sistema monetário internacional adotou as paridades fixas entre as diversas moedas nacionais e o dólar estadunidense, sendo este último conversível a uma taxa fixa em ouro.

Com relação às restrições da mobilidade de capitais, Cardim de Carvalho explana da seguinte forma como ambas as propostas tratavam do tema:

“tanto no Plano Keynes, quanto no Plano White, ainda que com mais intensidade no primeiro, estava prevista a adoção de controles de capital para tratar de crises de balanço de pagamentos causadas por fugas de capitais. Keynes insistiu na necessidade desses controles, a partir de uma visão de que algumas classes de capitais instabilizam a economia internacional e as economias domésticas sem oferecer nenhum benefício em troca. O plano americano, por sua vez, estava voltado para manter o comércio externo funcionando, não fluxos de capitais. A linguagem do Plano Keynes era mais forte do que a contida no Plano White, mas ambos convergiam para a recomendação de controles de capitais.” (CARVALHO, 2004 p.9).

O Plano White continha sugestões de controle sobre os investimentos de curto-prazo, em concordância com o Plano Keynes. Segundo White, os controles de capitais dariam aos governos muito mais liberdade para ação das políticas monetárias e fiscais, prevenindo as fugas de capital movidas por expectativas de ganhos especulativos, reação à inflação ou até mesmo evasão de impostos. (HELLEINER, 1994)

Nas suas primeiras versões em 1942, a proposta do economista americano sugeria até que fossem impostos alguns requerimentos sobre os governos para que houvesse cooperação na aplicação das restrições sobre a mobilidade de capitais (ao passo que Keynes tratava desta cooperação como recomendável apenas). Esta cooperação era, segundo ambos os autores, importante para efetividade dos controles. Algumas destas imposições descritas por White consistiam em: não se aceitar depósitos ou investimentos de outro país membro sem a autorização do governo daquele país e disponibilizar ao governo de outro país, se solicitado, toda a propriedade na forma de depósitos, investimentos e títulos de nacionais do outro país. (HELLEINER, 1994)

Estes requerimentos, bem como outras medidas previstas nas primeiras versões do Plano White foram objeto de uma disputa política com a comunidade financeira de Nova York, que, com a devida influência sobre o Congresso, foi capaz de reduzir significativamente as implicações que lhes pareciam inadequadas.

3.4 Os banqueiros de Nova York

Se logo após a crise o cenário político havia expulsado o liberalismo financeiro da cena, em 1944 ele voltava com considerável poder. Enaltecido principalmente pelos banqueiros, este pensamento econômico voltava a ganhar atenção.

Segundo Eric Helleiner, três desenvolvimentos levaram a que White consultasse a opinião dos líderes da indústria financeira na conclusão de sua proposta, e evidenciavam o retorno do liberalismo. O primeiro evento foi a vitória do partido republicano no Congresso norte-americano em 1942. Os republicanos eram muito mais favoráveis aos banqueiros do que os democratas, portanto se quisesse ter algo aprovado no Congresso, White deveria consultar os interesses deste partido.

O segundo evento foi a oposição discursada por um banqueiro específico, chamado Winthrop Aldrich, que ao contrário de outros companheiros, havia apoiado os movimentos de Roosevelt no *"New Deal"* alguns anos antes, e tinha significativa influência sobre a opinião do público em geral.

Por último, White se via obrigado a consultar outras instituições além do ministério das finanças, dentre quais incluem o Banco Central (*Federal Reserve*) e o

Departamento de Estado (*State Department*). Diversos membros destas instituições eram proeminentes acadêmicos apoiadores do liberalismo financeiro e/ou figuras importantes de *Wall Street*. (HELLEINER, 1994)

A ideologia liberal se opunha ao intervencionismo keynesiano, e levava a comunidade financeira a contestar diversas medidas que eram propostas no sentido de controlar e restringir quaisquer tipos de movimentação de recursos financeiros. Durante as discussões, Keynes e White se aliaram contra os interesses de *Wall Street*, apoiados pelos oficiais do Banco da Inglaterra, formando um eixo de pensamento econômico que será chamado de “intervencionistas”, à contraposição dos banqueiros e acadêmicos “liberais”.

Por um lado, os intervencionistas defendiam que era necessário controlar os movimentos de capitais especulativos para que estes não se aproveitassem dos diferenciais das taxas de juros entre países, o que geraria um fluxo de investimentos internacionais que inviabilizariam a condução de políticas econômicas com objetivos domésticos. Os liberais contestavam que os movimentos especulativos eram apenas reflexos destes diferenciais, portanto estariam atuando de forma a equilibrar as taxas de juros entre nações. Segundo estes pensadores, o Estado deveria perseguir, com a política monetária, o equilíbrio externo, assim se beneficiaria com o fluxo de capital internacional que responderia aos diferenciais de juros (o mecanismo que garantiu o funcionamento do padrão-ouro do período entre guerras).

Ainda segundo os liberais, o mercado, livre de quaisquer restrições, é um mecanismo muito mais eficiente do que instituições governamentais ou internacionais em equilibrar as economias e definir as taxas de juros adequadas.

Os banqueiros protestavam que as fugas de capitais de um país era consequência de uma desconfiança sobre a moeda deste país, fruto do entendimento do mercado de que as políticas econômicas adotadas pelo governo eram inadequadas. Desta forma, as fugas de capitais eram uma maneira de julgar, ou medir, a adequação das políticas e teriam um papel positivo na economia.

Os motivos que levavam tamanha contestação por parte dos bancos, no entanto, não era tão somente uma ideologia econômica liberal. Havia interesses diretos sobre esta questão, uma vez que os movimentos internacionais e a especulação financeira vinham sendo negócios muito lucrativos para os banqueiros nova-iorquinos nos anos 1930. O fluxo internacional traria grandes benefícios aos

bancos de forma que Nova York poderia finalmente substituir Londres como o centro financeiro mundial. (HELLEINER, 1994)

Esta oposição foi significativa durante as discussões, e logrou alterar alguns dos artigos finais acordados na Conferência. Foi com o apoio do Banco da Inglaterra, no entanto, que os mecanismos de controle de câmbio foram defendidos, apesar de não serem imposições requeridas dos governos como fora proposto inicialmente, mas atingiu ser um direito dos governos.

3.5 O sistema em funcionamento

A consolidação do sistema de Bretton Woods, com a criação do Fundo Monetário Internacional (FMI), o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) e os *“Articles of Agreement”*, deu vida a uma estrutura econômica estável, na qual o fluxo internacional do capital volátil (i.e. o investimento especulativo de curto-prazo) era controlado, e com benefícios para o comércio global.

“O acordo monetário de Bretton Woods manteve os valores das moedas estáveis e os mercados abertos, estimulando comércio e os investimentos de longo prazo. Mas, ao mesmo tempo, impôs barreiras a movimentações financeiras para que os governos pudessem adotar as medidas que lhes conviessem. A estabilidade monetária das décadas de 1950 e 1960 contribuiu para o crescimento do comércio e dos investimentos internacionais e os governos puderam adotar políticas macroeconômicas que estavam de acordo com suas condições internas.” (FRIEDEN, 2006 p.314).

Os principais pilares da arquitetura de Bretton Woods foram: as paridades cambiais fixas, porém ajustáveis, baseadas no valor do dólar, sendo esta moeda conversível em ouro; o controle sobre a mobilidade de capitais; e a atuação do FMI para estabilização das contas externas. Estes pilares, no entanto, não trabalharam de forma harmoniosa. (EICHENGREEN, 2008)

Esta arquitetura econômica que durou um quarto de século refletia muito mais os interesses estadunidenses como credores e superavitários, do que as ideias apresentadas por J. Keynes em favor do equilíbrio equitativo e estabilidade. Foi um meio termo entre os sistemas do câmbio-livre e o padrão-ouro.

A paridade cambial, na forma do *“Gold Exchange Standard”*, consistia no aceite dos países em manter suas moedas a um valor fixo com relação ao ouro,

porém permitia um reajustamento do seu valor, regulado pelo FMI. O dólar foi fixado ao ouro, mantendo-se a convertibilidade de uma onça-troy (aproximadamente 30 gramas) de ouro ao preço de 35 dólares. As demais moedas fixavam seus valores com relação ao dólar.

No início os EUA mantinham grandes superávits e enormes reservas de ouro (estima-se que *Fort Knox* possuía 70% das reservas mundiais do metal naquela época), portanto era inimaginável que o dólar sofreria pressão suficiente para desvalorização (BORDO, 1993 e WACHTEL, 1986).

3.6 A hegemonia dos EUA e internacionalização do dólar

Bretton Woods combinou dois elementos importantes para a estabilização e a prosperidade econômica mundial, o internacionalismo e o reconhecimento dos EUA como potência dominante.

As “regras do jogo” são mais facilmente ditadas quando uma nação detém o poder, e a dominância desta nação sobre as demais facilita a atuação de instituições internacionais, que perdem força quando o poder é disperso (WACHTEL, 1986).

Ao favorecer os interesses americanos, especialmente a limitação das obrigações dos países credores sobre o ajustamento e a adoção do dólar como padrão-internacional, os EUA garantiram uma dominância sobre o cenário político, conforme descreve Mônica Baer:

“O acordo de Bretton Woods, portanto, foi importante como procedimento de institucionalização da hegemonia dos EUA no campo monetário internacional, e o aspecto-chave neste sentido foi a definição do ouro como ativo de reserva. A partir da aceitação do dólar como referência internacional, a gestão monetário-financeira mundial, de fato, passa a estar sujeita aos ditames da política norte-americana.” (BAER, 1995 p.80).

Da mesma forma, os EUA consolidaram o deslocamento do polo central das finanças internacionais da Grã-Bretanha para os Estados Unidos, da City em Londres para Manhattan em Nova York.

Os ingleses tentaram resistir a este deslocamento, porém não foram capazes, uma vez que, conforme metáfora do *New York World-Telegram* em 1943:

“O garoto que é dono da bola geralmente é o capitão do time e decide quando e onde o jogo será realizado e quem irá jogar. Embora a estabilização monetária internacional não seja um jogo de beisebol, não deixa de ser um jogo” (em WACHTEL, 1986 p. 46).

Os Estados Unidos eram a potência industrial e impuseram suas regras sobre o sistema apesar das propostas contrárias. Internamente, o Congresso norte-americano também entrou em conflito com a delegação liderada por Harry Dexter White, em uma discussão basicamente sobre os interesses dos bancos em liberalização financeira. Esta liberalização foi impedida temporariamente, pois com o tempo houve movimentos graduais de liberação da mobilidade dos fluxos de capitais internacionais.

A internacionalização do dólar foi fator importante, fazendo com que todas as economias mundiais dependessem desta moeda para realizar o comércio com demais países. A questão, no início do funcionamento do sistema, era como fazer com que os dólares fossem disponibilizados para as demais nações, uma vez que a opção de importação de bens por parte dos EUA não existia. Os países europeus demandavam todos os bens de capital e de consumo que se disponibilizavam, e não tinham capacidade de exportar para os Estados Unidos.

Os mecanismos criados para isso foram diversos. Em primeiro lugar surge o Banco Mundial (oficialmente denominado BIRD). Este banco servia de intermediário financeiro entre o capital disponível nos EUA e em parte na Grã-Bretanha para fazer empréstimos aos países em reconstrução. O levantamento de capital era feito através de venda de títulos nos mercados financeiros desenvolvidos (a *City e Wall Street*), e necessário pois os investidores não estavam dispostos a emprestarem capital diretamente, preferindo a segurança dos créditos garantidos pelos governos que o Banco Mundial oferecia. A exportação de recursos através do Banco se mostrou insuficiente.

O seguinte mecanismo foi o Plano Marshall de auxílio norte-americano ao desenvolvimento dos países europeus, e logo em seguida, o fluxo de capitais se deu também através dos gastos com as guerras (e.g. a guerra do Vietnã em 1956).

Um quarto mecanismo, e mais importante para o presente trabalho, foi a internacionalização das firmas norte-americanas, que tomando “carona” com os investimentos do Banco Mundial e do Plano Marshall, passaram a se estabelecer em outros continentes. Simultaneamente ao estabelecimento das empresas, os bancos

privados também começaram a ter maior atuação fora de seu país de origem, e um movimento de dólares mantidos no exterior, fora da proteção do Federal Reserve e das regulamentações foi tomando forma, no que veio a serem os chamados “eurodólares” (WACHTEL, 1986).

3.7 Conclusão

Ao fim das negociações, o sistema criado em Bretton Woods consolidou a preeminência econômica estadunidense, através da internacionalização do dólar e da transferência do polo financeiro para Nova York. As regras arquitetadas refletiram muito mais os objetivos norte-americanos do das demais nações. A reunião de interesses a que ficou sujeito Bretton Woods fez com que nenhuma das duas propostas principais originais fosse atendida em plenitude. Apesar de White ter saído vitorioso nas discussões durante a conferência de 1944, o desenvolvimento de sua proposta nos anos anteriores havia sofrido alterações devido à pressão dos interesses privados de banqueiros americanos.

O plano Keynes com a ousada proposta de uma “moeda universal” não teve chances de concretização, e o sistema veio a sofrer por isso nos anos seguintes. O dólar se tornou mais um investimento e as instituições financeiras foram se alastrando ao redor do mundo e escapando das regulamentações impostas.

O próximo capítulo deste trabalho demonstra as falhas do sistema criado em Bretton Woods, os desafios enfrentados e a maneira como as regras entraram em colapso, dando espaço a uma economia monetária internacional quase sem regras. Os capitais financeiros privados foram impulsionados pela indisponibilidade de recursos para países em necessidade de empréstimos. As próprias regras criadas criaram a estabilidade necessária para a expansão do crédito e tomada de risco dos investidores, bem como limitou a quantidade de recursos que financiariam os déficits, fazendo com que os países em reconstrução, e posteriormente os em desenvolvimento, sujeitassem-se ao crédito privado.

4. DO COLAPSO AO ATUAL NÃO-SISTEMA MONETÁRIO

Diversos foram os problemas enfrentados pelo sistema criado de Bretton Woods durante os anos em que a paridade dólar-ouro foi mantida. Alguns problemas eram inerentes às instituições e às regras, que talvez no momento das discussões fossem vistos apenas por alguns pensadores admiráveis, mas que ficam claras ao observar-se a distância de quase 70 anos.

Da mesma forma houve problemas conjunturais que fugiram até mesmo das previsões mais apuradas. Algumas inovações e desenvolvimentos dos mercados, bem como as transformações da economia, fizeram (e ainda fazem) com que um sistema rígido de regras se torne obsoleto e incompatível com o cenário real.

As instituições criadas então foram, com o tempo, transformando-se e tomando formas muito distintas daquilo que seus criadores esperavam inicialmente. O FMI e o Banco Mundial estão em funcionamento até hoje, porém perderam (ou mesmo nunca tiveram) a importância no cenário econômico mundial desejada pelos arquitetos de Bretton Woods (BORDO, 1993).

O processo que levou ao fim deste sistema foi gradual, tanto cronológica quanto geograficamente. Houve crises de liquidez mundial, da confiança na moeda internacional, ataques especulativos sobre as moedas e pressões restritivas sobre o comércio para o ajustamento das balanças externas. O conflito entre política doméstica e internacional foi um obstáculo para a potência dominante, a cooperação entre as nações não resistiu às pressões internas e o processo de liberalização financeira foi gradativamente conquistando espaço e dominando o campo das finanças internacionais.

O fim de um conjunto de regras sistemáticas para o funcionamento do sistema monetário mundial deu luz a um espetáculo de crises e instabilidades em todos os continentes. Junto ao desenvolvimento da tecnologia e a concomitante interdependência dos mercados, os efeitos das crises monetárias se tornaram mundiais com mais rapidez, uma vez que o comércio já não é o principal canal de transmissão, senão os fluxos de capitais financeiros.

É válido observar, no entanto, que o sistema de Bretton Woods deixou um legado na ordem econômica internacional que permanece até os dias de hoje. Exemplos deste legado é o sistema de convertibilidade de moedas que apoia o comércio com o dólar como padrão, aliado a barreiras comerciais pequenas. Neste

sentido, os acordos da conferência de 1944 ainda estão vivos. O colapso do sistema, portanto, refere-se ao fim das taxas de câmbio fixas com a atuação do FMI como regulador (DORNBUSCH, em EICHENGREEN, 1993).

Esta terceira seção do trabalho tem como objetivo demonstrar os problemas enfrentados e as debilidades do sistema, bem como as mutações conjunturais que culminaram no colapso do sistema. Por fim, trata-se de demonstrar como o colapso deixou o cenário financeiro internacional carente de um sistema (no sentido de regras de funcionamento) que perdura até a atualidade, e como ficou o funcionamento dos fluxos de capitais internacionais.

A apresentação dos assuntos não segue a ordem cronológica dos fatos, mas, ao invés disso, segrega por diferentes temas a fim de manter a linha de raciocínio mais clara.

4.1 Os três problemas fundamentais

Segundo Michael Bordo (BORDO, 1993), o sistema de Bretton Woods teve que enfrentar três problemas principais, que estão intimamente correlacionados. O problema do ajustamento das contas externas, a liquidez mundial e a confiança. Estes problemas surgiram devido ao fato de que o sistema criado encorajava os países a seguirem políticas domésticas de estabilização independentes enquanto se mantinha a conversibilidade do padrão-ouro.

O primeiro problema descrito é consequência da falta de um mecanismo eficiente para ajuste entre contas deficitárias e superavitárias, como havia, por exemplo, no antigo padrão-ouro. Com a rigidez das taxas de câmbio, políticas expansionistas na época levaram a uma deterioração da balança comercial externa, uma redução das reservas internacionais e consequentemente especulação contra o valor da moeda nacional. O método utilizado para suprir a necessidade de capital decorrente deste déficit era a captação de recursos junto ao Fundo, porém estes eram limitados e várias vezes se mostraram insuficientes (BORDO, 1993 p. 50).

O segundo problema diz respeito à liquidez do sistema global. Segundo Howard Wachtel, a demanda por liquidez surge com a necessidade normal do crescimento do comércio internacional, e deve ser atendida com o fornecimento da moeda internacional (i.e. o dólar) por parte do país emissor (i.e. os EUA). Não deve

haver excesso de liquidez, pois levaria a uma instabilidade inflacionária, nem insuficiência, pois retardaria o crescimento econômico (WACHTEL, 1986 p. 47).

Para atingir este equilíbrio de liquidez, o país emissor da moeda internacional deve controlar os níveis mundiais de sua moeda, mantendo seu valor estável e apresentando baixos níveis de inflação.

Há, portanto, uma necessidade mundial por dólares para manter o crescimento do comércio, porém estes dólares devem ser fornecidos através de déficits na balança financeira dos EUA. Durante a década de 1950, a saída se deu por meio de investimentos externos, empréstimos ao exterior e gastos militares, ao passo que eram compensados com o superávit comercial. Este último, no entanto, foi diminuindo à medida que a Europa e o Japão se desenvolviam e ganhavam espaço no comércio internacional. Para garantir o valor do dólar, os Estados Unidos tiveram que recorrer à venda de ouro, o que já está relacionado ao terceiro problema (DATHEIN, 2005 p. 55).

O problema da confiança emerge quando os países percebem que a dívida norte-americana aumenta enquanto suas reservas de ouro se mantêm estáveis. Este problema fez com que houvesse ataques especulativos contra o dólar na década de 1960 através de corridas ao ouro com venda dos dólares. Este ataque especulativo, bem como outros contra outras moedas são descritos nas próximas partes deste trabalho.

4.2 A cooperação entre nações unidas

Um fundamento delicado, que passa quase despercebido nas críticas à arquitetura do sistema, é a base de cooperação entre as nações, necessária para a sobrevivência do próprio sistema.

Esta cooperação é fundamental para a manutenção da estabilidade uma vez que os acordos devem ser seguidos multilateralmente para terem efeito. Como White e Keynes defendiam na questão da cooperação dos controles de capitais, por exemplo.

A história demonstra, no entanto, que a cooperação internacional é frágil, especialmente quando disputa com o nacionalismo e o atendimento de objetivos internos.

Um exemplo de como o auxílio mútuo entre países se fez necessário para garantir uma “sobrevivência” ao sistema foi a criação do “*Gold Pool*”, como tentativa de evitar a corrida ao ouro contra o dólar norte-americano (EICHENGREEN, 2008).

4.3 Ataques especulativos

As crises do sistema não tardaram a se apresentar: em outubro de 1960, o mercado privado de ouro em Londres viu o preço do ouro sair de \$32,20 (preço oficial de compra do tesouro americano) para \$40,00. Levado por movimentos especulativos que antecipavam uma possível desvalorização do dólar, com a eleição presidencial dos USA elegendo Kennedy, democrático, com o lema de “acelerar o crescimento norte-americano”. Isto era entendido como adoção de políticas expansionistas e inflacionárias que levariam a desvalorização do dólar em relação ao ouro.

Isto levou os EUA e outras autoridades monetárias do G10 a criarem o *London Pool*, para fornecer reservas de ouro ao mercado inglês e estabilizar o preço. Estas autoridades acordaram em operar no mercado a fim de manter o preço em \$35,00. Isto foi bem sucedido durante seis anos, porém causou uma queda de reservas dos EUA (os outros países recuperaram as suas reservas convertendo títulos dos EUA em ouro).

Em maio de 1968 o sistema voltou a apresentar sinais de instabilidade, desta vez na França, onde o governo respondeu às manifestações e greves nacionais com políticas monetárias expansionistas. Estas políticas também incentivaram movimentos especulativos da possível desvalorização do franco, combatida ao custo das reservas internacionais deste país (BORDO, 1993).

A queda nas reservas por sua vez tem o efeito negativo de impulsionar ainda mais a especulação contra a moeda nacional, criando uma pressão sobre o banco central que só foi controlada com um pacote de auxílio monetário dos EUA e a adoção de controles mais rígidos sobre a movimentação dos capitais (SOLOMON, 1976) e, no final deste ano, a aplicação de políticas monetárias mais restritivas.

A França resistiu à pressão para desvalorização, porém os capitais que escapavam do país fluíram para a Alemanha, país que na época apresentava juros mais altos, níveis rápidos de expansão e baixas taxas de inflação. Esta entrada de capitais gerava pressão da mesma natureza especulativa para a valorização da

moeda alemã. A resposta do governo alemão também foi, entre outras medidas, a restrição à mobilidade dos capitais estrangeiros, porém os movimentos persistiram até setembro de 1969, quando a o marco foi valorizado em 9,3% (SOLOMON, 1976 e BORDO, 1993).

Em 1971, os movimentos especulativos internacionais em conjunto com a inflação norte-americana e a apresentação de déficit em sua balança de pagamentos trouxeram à tona a eventual necessidade do fim da convertibilidade do dólar em ouro. As reservas estadunidenses reduziam enquanto suas obrigações com o resto do mundo aumentavam. A falta de restrição às transações financeiras privadas internacionais permitiu movimentos de especulação privada contra o poder do dólar. A Inglaterra e França neste mesmo período decidiram converter seus saldos de dólares em ouro, de maneira que o Federal Reserve não poderia suportar (EICHENGREEN, 1993).

Em 15 de agosto de 1971, o então presidente dos EUA Richard Nixon anunciou o fim da convertibilidade do dólar em ouro, em resposta à “corrida ao ouro”. Em seu discurso e rede de TV nacional, o presidente Nixon defendeu os interesses da população americana e dos reais geradores de riqueza da economia, acusando os especuladores dos mercados financeiros de prejudicarem o sistema monetário internacional.

4.4 O Euromercado

Pode-se entender por euromercado o mercado financeiro de moedas nacionais (não necessariamente dólares) que se encontram em poder de não residentes do país emissor (não necessariamente se encontram na Europa). A criação e desenvolvimento deste mercado foram cruciais para a expansão internacional dos mercados financeiros privados, e permitiu uma ampla capacidade de manobra para os capitais. A moeda, quando fora da jurisdição da instituição reguladora do seu país de origem (i.e. fazendo parte do euromercado) é denominada eurodólar.

Este mercado tem origem na década de 1950, quando, em resposta a decisão dos Estados Unidos de congelar os recursos depositados em contas americanas, os chineses transferiram os seus saldos em dólares para o banco russo Banque Commerciale pour l'Europe du Nord, sediado em Paris. Em seguida,

russos também transferiram muitos dos seus dólares em posse dos bancos americanos para o Moscow Narodny Bank, também de propriedade russa, sediado em Londres (WACHTEL, 1986).

Desta forma, enquanto o sistema de Bretton Woods funcionava tranquilamente, os russos, de maneira sigilosa, já mantinham saldos em dólares fora do alcance dos controles norte-americanos, livres de quase toda regulamentação sobre reservas que se aplicavam aos bancos sob a jurisdição do Federal Reserve.

Por algum tempo este mercado manteve-se quase secreto, sem muita atenção dos agentes, porém os investidores institucionais e bancos logo virão no euromercado uma ótima maneira de escapar da regulamentação que era aplicada devido ao novo sistema monetário mundial.

Este mercado foi evoluindo e os eurodólares ganharam importância no cenário financeiro. Em 1957 foi realizada a primeira emissão de títulos de dívida, comprados e pagos em eurodólares, por parte da petroleira belga Petrofina. A partir de então, se desenvolveu o mercado de eurotítulos, instrumentos financeiros que chamaram muito interesse do setor privado (WACHTEL, 1986).

Em meados da década de 60, o euromercado foi impulsionado por um excesso de dólares em algumas regiões que, gradativamente, apresentavam um acúmulo de capitais (i.e. lucros não repatriados de transnacionais) que buscavam valorizar-se na forma financeira, pois enfrentavam dificuldades na forma de produção. Estes lucros eram depositados no setor *off-shore*, nas praças de Londres (CHESNAIS, 1998).

É importante notar que o desenvolvimento deste mercado, apesar de favorecer principalmente o setor privado bancário, também foi muito útil para os EUA e a Inglaterra, que tiveram um papel decisivo ao apoiarem, cada um de sua maneira, a evolução dos eurodólares.

Ao Banco da Inglaterra, o estabelecimento deste euromercado em Londres era favorável, pois permitia que a política monetária doméstica fosse perseguida (com todas as restrições sobre os fluxos de capitais necessárias para seu funcionamento) sem forçar o deslocamento das atividades financeiras globais para fora de Londres. Ou seja, permitia o controle sobre mobilidade de capitais, enquanto o euromercado garantia a liberdade financeira desejada pelos bancos e investidores.

Aos EUA, por sua vez, era interessante apoiar este mercado para incentivar os investidores a reterem reservas em dólar, ao invés de convertê-las em ouro. Em

meio a uma crise de confiança e corridas ao ouro, isto era de suma importância (HELLEINER, 1994).

Em um segundo momento as finanças internacionais, através do euromercado, tomaram novas dimensões ao financiarem também as dívidas externas. Dominique Plihon expõe esta evolução de maneira clara:

“Existe uma ligação direta entre o crescimento em potencial das finanças globalizadas e liberalizadas e o aumento dos déficits públicos [...] a partir dos anos 80. [...] os Tesouros públicos nacionais não podiam mais contar exclusivamente com os investidores nacionais [nem com as instituições supranacionais] para que adquirissem títulos públicos [...] Era necessário apelar aos investidores internacionais” (PLIHON, 1998 p.108).

4.5 Conclusão

A liberalização financeira teve não só o apoio dos países industrializados ou dos bancos privados, mas também das nações que precisavam financiar seus déficits e não dispunham de fontes para isso, restando-lhes apenas o setor financeiro internacional privado para tanto, consequência do próprio sistema criado.

Entre 1974 e 1982, o excesso de dólares dos países da OPEP encontrou os meios para financiar a dívida dos países em desenvolvimento, na chamada reciclagem dos petrodólares. Com a crise da dívida dos países em desenvolvimento, os capitais voltam a financiar a dívida dos EUA.

Na década de 1980 foi se moldando e estruturando a globalização financeira, que toma forma e consolida-se nos anos 90. O sistema financeiro internacional torna-se um mercado único de dinheiro, títulos, moedas, ações, opções, derivativos, contratos entre outros. Este mercado único não tem uma localidade física fixa, graças às novas tecnologias de informação que conectam as praças do mundo todo, e consequentemente funciona 24 horas por dia.

O que foi visto nesta época foi a mutação do sistema financeiro privado, contornando todas as regras que lhe haviam sido impostas. O próprio sistema gerou a necessidade dos governos recorrerem ao setor privado e o engrandecerem ao ponto que estão hoje.

“Esta transformação profunda do sistema financeiro internacional foi a consequência da liberalização financeira decidida pelos países industrializados no decorrer dos anos 80. Todas as formas de controle administrativo das taxas de juros, do crédito e dos movimentos de capitais foram progressivamente abolidas.” (CHESNAIS, 1998 p. 111).

5. CONCLUSÃO

Desde o fim dos acordos de Bretton Woods entre 1971 e 1973, o mundo se encontra em um estado de, segundo Howard Wachtel:

“flutuações cambiais e de um sistema bancário privado de dimensões internacionais com um grau de poder e influência sem precedentes. Uma ordem mundial substancialmente sem lei, responsável [...] por instabilidades, [...] elevadas taxas de juros, inflação e falências bancárias.” (citado por SAUL, 1991 p.23).

A internacionalização dos bancos privados teve um papel extraordinário na criação de um sistema volátil e instável. A expansão do crédito para os países subdesenvolvidos como forma de reciclagem dos excedentes de dólares nos mercados gerou o processo cíclico descrito por Minsky, e desde então o sistema monetário mundial vem passando constantemente por crises financeiras. Segundo Belluzzo:

“O circuito financeiro internacionalizado e operado pelos grandes bancos comerciais, à margem de qualquer regulamentação ou supervisão dos bancos centrais acentuou sobremaneira a tendência à super expansão dos empréstimos e o progressivo rebaixamento da qualidade do crédito concedido.” (BELLUZZO, 1994 p.15).

O liberalismo financeiro que pregava o *laissez-faire* dos movimentos de capitais trouxe o sistema a uma inevitável desestabilização. Um dos grandes críticos a este movimento e brilhante pensador econômico do século, J. M. Keynes, fez o lúcido comentário em sua obra “*The Economic Consequences of Peace*”:

“Imaginar que exista algum mecanismo de ajuste automático e funcionamento perfeito que preserve o equilíbrio, bastando para isso que confiemos nas práticas do *laissez-faire* é uma fantasia doutrinária que desconsidera as lições da experiência histórica sem apoio em uma teoria sólida.” (KEYNES, 1919).

Todas as medidas de regulamentação da atividade especulativa financeira eventualmente são contornadas pelos desenvolvimentos e inovações do mercado. Mesmo as taxas e imposições governamentais cooperativas são ineficientes frente à força do capital privado, que encontra sua maneira de expandir e conquistar as finanças.

Remendos do sistema não são eficientes, apenas garantem estabilidade entre uma crise e outra, de forma que o sistema monetário internacional precisa de uma linguagem mais forte sobre a limitação da autoridade do capital privado sobre toda a economia mundial. A ausência de normas ou um sistema arquitetado e planejado somente favorece aos que lucram com a movimentação especulativa. É possível estipular regras que trouxessem os benefícios ao comércio sem colocar as finanças em primeiro lugar.

A proposta de Keynes exposta em Bretton Woods, através da criação de um Banco Central Mundial responsável por tratar de todas as transações entre países traria uma estabilidade duradoura ao sistema por dois motivos claros.

Em primeiro lugar, a adoção de uma moeda supranacional com oferta ilimitada, porém regulamentada, solucionaria diversos dos problemas descritos na seção anterior. Secundariamente, as compensações entre saldos excedentes dos países superavitários com as necessidades de financiamento dos deficitários inibiriam a necessidade de financiamento privado por parte das empresas e governos, e acabariam com a oportunidade de lucro dos bancos que acumulavam reservas internacionais.

Há, todavia, aqueles que contestam a efetividade do controle de capitais para com a estabilização da economia. O porquê que se permitiu a mobilidade então é uma questão sobre a qual Belluzzo afirma:

“A controvérsia sobre a efetividade dos controles de capitais, tão acerbada quanto monótona, termina indefectivelmente com a vitória da turma da bufunfa, aqueles que se refestelam na arbitragem com o diferencial de juros entre os países e engordam seus cabedais sob o patrocínio capitais voláteis.” (BELLUZZO, em entrevista à Carta Capital em 04/09/2013).

Tanto a história quanto a teoria deixam claro que o “*laissez-faire*” nos mercados financeiros voláteis é prejudicial ao sistema, e a este se deve dar a devida atenção quando o objetivo é garantir a prosperidade econômica mundial. A visão de que os fluxos de capitais são a engrenagem de crescimento é válida pois a produção necessita de capital para existir, porém a não regulamentação destes fluxos traz instabilidade. Estes fluxos puramente financeiros são instáveis por natureza, e neles não se pode depender para garantir o crescimento ordenado das nações.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BAER, Monica. **A internacionalização financeira no Brasil**. Petropolis, RJ: Vozes, 1986.

BELLUZZO, Luiz G. de M. **O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”**. Economia e Sociedade. N. 4, junho, 1995.

BELLUZZO, Luiz G. de M. **O controle de capitais**. Carta Capital. Disponível em <<http://www.cartacapital.com.br/revista/764/o-controle-de-capitais-2596.html>> Acesso em: 04/09/2013

BORDO, Michael; EICHENGREEN, Barry J. **A retrospective on the Bretton Woods system : lessons for international monetary reform**. Chicago: Univ. of Chicago Press, 1993.

CARVALHO, Fernando C. de. **Bretton woods aos 60 anos**. Novos Estudos Cebrap, São Paulo, n.70, p.51-63, nov.2004.

CARVALHO, J. C. **Bretton Woods, Keynes e a utopia da cooperação**. Valor Econômico. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/cultura/2957970/bretton-woods-keynes-e-utopia-da-cooperacao>> Acesso em: 04/09/2013

CHENSAIS, François. **A mundialização financeira: gênese, custo e riscos**. São Paulo. Xamã. 1998.

CONINX, Raymond G. F. **Foreign exchange today**. Rev. ed. New York: Halsted: J. Wiley, 1980.

DATHEIN, Ricardo. **Sistema monetário internacional e globalização financeira nos sessenta anos de Bretton Woods**. Revista Economia Política, Rio de Janeiro, n.16, p.51-73, jun.2005.

EICHENGREEN, Barry J. **Capital flows and crises**. Cambridge, MA; London: MIT Press, 2004.

_____. **Globalizing capital: a history of the international monetary system**. 2nd ed. Princeton, N.J: Princeton University Press, c2008

FRIEDEN, Jeffry A. **Capitalismo global: história econômica e política do século XX**. Rio de Janeiro: J. Zahar, 2008

HELLEINER, Eric. **States and the Re-emergence of Global Finance**. Ithaca: Cornell University Press. 1994.

KALDOR, Nicholas. **Welfare Propositions in Economics and Interpersonal Comparisons of Utility**. Economic Journal (The Economic Journal, Vol. 49, No. 195), 1939.

KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, c1996.

MIKESELL, Raymond F. **The Bretton Woods debates**: A memoir. Essays in International Finance. Princeton, NJ. n.192, March 1994

MINSKY, Hyman P. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven and London: Yale University Press, 1986.

MOFFIT, M. **O dinheiro do mundo**: de Bretton Woods à beira da insolvência. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1984.

OLIVEIRA, Giuliano C; MAIA, Geraldo; MARIANO, Jefferson. **O sistema de Bretton Woods e a dinâmica do sistema monetário contemporâneo**. Pesquisa e Debate, São Paulo, volume 19, número 2, p. 195-219, 2008.

PLIHON, Dominique. **Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira**: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista Keynesiano. In: CHENSAIS, François. **A mundialização financeira**: gênese, custo e riscos. São Paulo. Xamã. p.97-139, 1998.

SAUL, Nestor. **Euromercados**. Porto Alegre: Ortiz, 1991.

SICSÚ, João, FILHO, F. Ferrari, AMADO, A. Moreira. **Câmbio e controle de capitais**: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006

SZMRECSÁNYI, Tamás. **John Maynard Keynes: Economia**. São Paulo. Ática, 1978.

TRIFFIN, Robert. **O sistema monetário internacional**: ontem, hoje e amanhã. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, c1968.

WACHTEL, Howard M. **Os mandarins do dinheiro**: as origens da nova ordem econômica supra-nacional. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1988.