

A formação do sistema financeiro internacional do pós II Grande Guerra

Luis Fernando Franceschini da Rosa*

1 – O SUBSISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

A estrutura do sistema econômico internacional após a Segunda Guerra Mundial foi concebida tendo-se em mente as lições aprendidas durante os turbulentos anos 30. O cenário de recessão econômica mundial, aprofundado pela adoção de políticas monetárias competitivas, não fez outra coisa senão reduzir o já escasso intercâmbio comercial internacional e seguramente contribuiu para a eclosão do conflito militar do final dos anos 30.

Antes disso, os cem anos da era liberal, iniciada em 1815 e bruscamente interrompida com a eclosão da Primeira Grande Guerra, em 1914, conheceram pouca ou nenhuma intervenção dos Estados em temas relativos às transações econômicas e financeiras. Os acordos de comércio buscavam garantir um máximo de liberdade comercial e de navegação e eram relativamente simples, moldando-se sem grande dificuldade ao figurino tradicional do Direito Internacional Público.[1]

A filosofia subjacente aos acordos multilaterais – inaugurados com a Declaração conjunta dos Presidentes Franklin Roosevelt dos Estados Unidos e do Primeiro Ministro Winston S. Churchill do Reino Unido, em agosto de 1941, conhecida como Carta do Atlântico[2], seguida pelo Acordo de Empréstimo entre os Estados Unidos e o Reino Unido, de fevereiro de 1942, o Acordo Constitutivo das Nações Unidas e a Conferência das Nações Unidas que deu origem aos Acordos de Bretton Woods[3] – foi sempre a de que a prosperidade mundial era condição indispensável para uma paz duradoura.[4]

Se a experiência do passado podia servir como guia para os líderes do pós-guerra, então seguramente eles tinham consciência de que a estabilidade econômica, que contribuía significativamente para a estabilidade política e a relativa paz no período de 1815 a 1914, esteve diretamente relacionada com a estabilidade monetária proporcionada pelo padrão-ouro. Quando o padrão-ouro ruiu, desmoronou todo o sistema político do século XIX.

A instabilidade monetária em que foram jogados os Estados europeus transformou a moeda em bastião político nacional, pois não havia quem não experimentasse os malefícios de sua instabilidade e da inflação. O retorno ao padrão-ouro era desejado pela população porque correspondia à memória da estabilidade do século XIX.

Essa função política do sistema monetário internacional não foi perdida de vista pelos idealizadores dos Acordos de Bretton Woods. Toda a construção do sistema econômico internacional do pós-guerra[5] iniciou pela definição do padrão de estabilidade monetária que se adotaria e pela criação dos instrumentos necessários para mantê-lo.

Em consonância com o que foi dito, o estatuto do Fundo Monetário Internacional estruturou o sistema monetário internacional em vista da estabilidade das moedas e da criação de um sistema de pagamentos para as transações correntes de bens e de serviços, que sempre foram vistas pelos mentores dos acordos de Bretton Woods como condições indispensáveis para a recuperação do fluxo de comércio mundial e, ao mesmo tempo, como antídotos às políticas de concorrência predatória que foram praticadas no entre-guerras.

O instrumento central da política monetária do período pré e pós-Bretton Woods foi o ouro. O ouro, ao qual Keynes[6] atribuíra o adjetivo de relíquia bárbara, tem sua história na política monetária internacional iniciada pela Itália do século 13 e pelo restante da Europa, nos séculos seguintes. Por volta do século 14, o ouro, a prata e o cobre eram os metais que compunham as moedas usadas no comércio e, portanto, os Estados utilizavam padrões bi-metálicos.[7]

Ocupando a Inglaterra um lugar central no comércio internacional e, portanto, buscando uniformidade do uso de sua moeda como moeda de troca aceita no comércio com os demais Estados, era necessário superar os efeitos derivados da Lei de Gresham[8] sobre sua moeda. Essa lei contém uma máxima econômica, que diz que a moeda ruim – a prata – expulsa a moeda boa – o ouro – de circulação. Embora as moedas de ouro dos diversos países mantivessem paridade entre si, não eram, contudo, cunhadas com a integralidade de seu conteúdo de ouro, mas com ouro e prata; assim, as moedas com mais conteúdo de ouro eram mais procuradas.

Essa situação atingia, por volta de 1860, não só a Inglaterra, mas também se repetia na França, Itália e Suíça. Nesses Estados, adotara-se a prata para cunhagem de moedas de menor valor. Novamente, a Lei de Gresham fazia com que a diferença de quantidade de peso de prata nas moedas de igual valor comparativo dos Estados motivasse o público a procurar as moedas do mesmo valor de face, mas com mais prata em sua composição, provocando fuga da moeda nacional. Na Itália, por exemplo, o montante de prata nas moedas era de 83,5% do seu efetivo valor, enquanto as moedas francesas com o mesmo valor de face continham 90% do seu efetivo valor em prata, o que fazia com que houvesse busca da moeda francesa e fuga da moeda italiana.[9]

Essa situação de desigualdade resultou na União Monetária Latina, um tratado internacional firmado em 1865, por meio do qual Bélgica, França, Itália, Suíça e posteriormente a Grécia concordaram em padronizar a quantidade de prata em suas moedas a um percentual de 83,5%. O mesmo fenômeno de harmonização foi reeditado em 1873, quando a Suíça, Dinamarca e Noruega, fortemente dependentes do comércio com a Alemanha, formaram a União Monetária Escandinava, com o objetivo de manter a paridade entre suas moedas, já que a Alemanha adotara o ouro como padrão monetário em 1871.[10]

À Alemanha seguiu-se o Reino Unido e, posteriormente, França e Estados Unidos também adotaram o ouro como único padrão monetário nacional, tanto para as moedas metálicas em circulação quanto para a moeda-papel, inteiramente lastreada em ouro.

Contudo, nem todos os Estados mantinham reservas internacionais em ouro. Para a maior parte deles, incluindo os Estados latino-americanos, as reservas internacionais eram em sua maioria mantidas sob a forma de papel-moeda dos Estados comprometidos com a conversibilidade de suas moedas em ouro.[11]

O crescimento da produção de ouro nos anos 20 já não acompanhava a demanda por moeda decorrente do crescimento da economia e do aumento dos preços, o que fez com que o Reino Unido liderasse a defesa de que os bancos centrais poderiam passar a ter como reservas quantias ilimitadas de moeda estrangeira conversível.

Esse fato diminuiu em muito a pressão sobre o preço e sobre a produção do ouro. De um lado, isso contribuiu para o aumento do intercâmbio comercial e de capitais, mas, por outro, fez com que as reservas existentes estivessem cada vez menos lastreadas na mesma quantidade de ouro.

Adicione-se a isso a ausência de uma coordenação das políticas monetárias para que, como resultado, a França e a Alemanha passassem a obter vantagens em detrimento dos demais Estados. A França, entre 1926 e 1931, tornou-se a maior depositária de ouro no mundo, em face da vantagem competitiva que a taxa cambial[12] depreciada lhe proporcionava. A Alemanha, por sua vez, traumatizada pela hiperinflação do pós I Guerra, aumentou astronomicamente as taxas de juros, atraindo capital americano em larga escala. Ambos os Estados tornaram-se rapidamente superavitários e demandavam ouro em troca das moedas que recebiam dos importadores e investidores, erodindo o lastro de sustentação das demais moedas do sistema.[13]

Quando a vinculação das moedas ao ouro desapareceu, as paridades cambiais passaram a variar. O que se seguiu foi uma divisão dos Estados em três blocos monetários que, ao fim de 1932, eram compostos por: a) Estados que ainda mantinham o padrão ouro – como os Estados Unidos; b) Estados que formavam a área da libra esterlina – como o Reino Unido; c) demais Estados da Europa que mantinham a estabilidade da moeda à custa de controles cambiais.

A desvalorização da libra esterlina e as barreiras cambiais às importações dos demais Estados europeus dificultavam cada vez mais a manutenção da paridade pelos Estados Unidos, que viam crescentes demandas por ouro em troca dos dólares emitidos. Uma política fiscal e monetária mais austera era inevitável, o que levou a economia mundial a uma recessão ainda mais profunda, fazendo com que os Estados que ainda mantinham a paridade fixa deixassem suas moedas flutuarem.[14]

Os déficits em balança de pagamentos impediam a continuidade do ciclo de consumo externo, o que provocava retração da produção interna, emprego e consumo. Esse cenário recessivo implicava rebaixa dos preços nacionais e aumento conseqüente de sua

competitividade internacional. Mais competitivos, os produtos nacionais reequilibravam a balança de pagamentos e o ciclo de consumo retornava.

Esse modelo simplista somente poderia ter alguma validade se desconsiderássemos o fluxo de capitais de operações entre residentes e não-residentes, o que pressupõe um sistema econômico internacional restrito apenas a pagamentos pelas trocas de bens e serviços. Quando o ingrediente das transações de capital passou a ser adicionado, a política de juros praticada pelos Estados acabava acelerando as correções. Isso porque o aumento da taxa de juros doméstica provocava a atração de capitais externos, necessários para cobrir o déficit da balança de pagamentos, ao mesmo tempo em que reduzia o consumo interno – e, por conseguinte, a demanda por importações –, já que o crédito torna-se mais caro, da mesma forma como aumentava-se o incentivo para a poupança.

O problema residia, e ainda reside, na confiança que os investidores, atraídos pelas altas taxas de juros, mantinham sobre a disposição dos Estados em defenderem suas moedas. Sempre que essa confiança se via abalada – geralmente em seguida a perdas contínuas de reservas – a fuga em massa de capitais provocava uma crise de balança de pagamentos que poderia estender-se a outros Estados em situação similar.

Da mesma forma, não se podia esquecer que a manutenção de uma política de altas taxas de juros, a longo prazo, provocava crises em terceiros Estados, que viam diminuídas suas reservas, e na própria economia do Estado receptor de investimento, porque reduzia a atividade econômica. As altas taxas de juros poderiam, elas próprias, levar os Estados à desvalorização, porque a diminuição do crescimento econômico enfraquecia a capacidade dos tomadores de recursos financeiros honrarem seus compromissos com as já altas taxas de juros praticadas pelos Bancos. Esses, enfraquecidos, buscavam socorro nos Governos, agora no papel de emprestadores de última instância; esses mesmos Governos, já combalidos pela resistente manutenção de déficits em transações correntes, agora eram chamados a usar os seus poucos recursos em moedas estrangeiras para honrar as obrigações do seu sistema financeiro com banqueiros estrangeiros. A equação, para os investidores, não mais conduzia a um resultado positivo; assim, crescia o temor de uma desvalorização cambial.

Essa descrição, que parece típica dos anos 90 do século XX refere-se, na verdade, à crise que viveu o Banco da Inglaterra, em 1890, por conta das dificuldades financeiras do banco Baring Brothers. O desejo do Banco da Inglaterra de intervir em favor dos credores daquele Banco – com o objetivo hoje tão difundido de evitar o risco de um colapso do sistema financeiro – não pareceu, aos olhos dos investidores estrangeiros, compatibilizar-se com o compromisso do Reino Unido de defender a libra esterlina, haja vista o volume de drenagem de recursos financeiros que era necessário para o Banco da Inglaterra agir como financiador de última instância.

A crise da libra esterlina e a sua conseqüente desvalorização apenas não aconteceu àquela época em razão da intervenção de assistência que promoveram tanto o Banco da França quanto o Banco do Estado da Rússia[15], para contrapor-se à fuga de investidores da moeda britânica.

1.1. O Regime monetário Pós-Bretton Woods

Os Acordos de Bretton Woods não foram a primeira tentativa de se estabelecer uma ordem econômica internacional. Mesmo na primeira metade do século XX, a Liga das Nações, ao final da I Grande Guerra, também era sensível ao problema da estabilidade monetária. Sob sua liderança foram realizadas as Conferências de Bruxelas e Genebra, respectivamente em 1920 e 1922, em que o tema da estabilidade monetária como arranjo fundamental para a estabilidade do comércio foi debatido. Ambas foram frustradas, em boa parte pela resistência dos Estados Unidos em apoiá-las.

A experiência nefasta da depressão dos anos 30, contudo, tornou claro para os EUA que efetivamente era necessário o desenvolvimento de instituições internacionais que coordenassem esforços de cooperação monetária.[16] O regime de flutuação cambial acabara servindo como atrativo para a especulação, pelos altos ganhos que podiam advir da desestabilização do valor das moedas causado por grandes volumes de compras ou vendas. Da mesma forma, a cooperação econômica entre os Estados, embora sofregamente perseguida[17] como forma de superar a recessão e a Grande Depressão dos anos 30, não conseguia superar o aumento das barreiras ao livre comércio nem a constante manipulação cambial.

Isso porque o princípio que orientara os Estados nos 30 anos era o de que os mesmos eram livres para atribuir valor à sua moeda. Esse princípio se originara do Direito Internacional geral ou costumeiro e fora pronunciado pela Corte Permanente de Justiça Internacional – CPJI - em 1929, (*Affaire des Emprunts Serbes et Brésiliens*). Segundo a CPJI : "C'est un principe généralement admis que tout État a le droit de déterminer lui-même ses monnaies"[18] e decorria naturalmente da afirmação anterior feita pela mesma CPJI, no Caso Lotus, de que os limites à independência dos Estados não se presumem e dependem sempre da submissão voluntária.[19]

Portanto, sob o regime costumeiro, a política monetária adotada pelos Estados era um assunto de política interna, no sentido que lhe empresta o hoje art. 2, par. 7 da Carta das Nações Unidas. Essa disposição costumeira mostraria, contudo, sua nocividade, no ambiente recessivo da primeira metade do século. Os Estados se utilizaram fartamente de práticas de desvalorização predatória da moeda e de barreiras de pagamentos para as transações do comércio internacional, a fim de ampliarem seus superávits de balança de pagamentos e o rancor econômico oriundo dessa guerra comercial contribuiu em muito para o rancor político que foram ingredientes importantes para a eclosão da II Grande Guerra.

Mas os traumas econômicos mundiais que se sucederam no período de 1914 a 1944 haviam colocado definitivamente o tema das relações econômicas entre os Estados no centro das preocupações da Carta das Nações Unidas. Já em seu preâmbulo, a Carta menciona a necessidade de "favorecer o progresso social e instalar melhores condições de vida", enquanto o capítulo IX fala de princípios de "cooperação econômica e social internacional". No art. 55, afirma-se que as Nações Unidas "favorecerão a melhora do nível de vida, o pleno emprego, e as condições de progresso e desenvolvimento dentro de uma ordem econômica e social".

Assim, o sistema que nasceu dos escombros da II Grande Guerra estruturou-se sob a base da organização política ordenada pelos órgãos principais da Organização das Nações Unidas – ONU, a Assembléia Geral e Conselho de Segurança, e no campo econômico por meio das agências especializadas, que são organizações internacionais intergovernamentais com personalidade jurídica autônoma[20] da ONU, mas vocacionadas à realização de seus fins[21].

A Conferência de Bretton Woods, da qual surgiram o FMI e o Banco Mundial, reuniu 44 Estados, inclusive o Brasil, representado pelo Ministro da Fazenda, A. de Souza Costa e de economistas reconhecidos, como Francisco Alves dos Santos Filho, Eugênio Gudin e Octávio Gouvêa de Bulhões.[22] As discussões, contudo, estavam polarizadas entre duas vertentes de pensamento, as das delegações americana e britânica.[23]

Os americanos eram liderados pelo Secretário do Tesouro Henri Morgenthau, que publicaria em 1948 uma obra clássica sobre relações internacionais[24], e por Henri Dexter White, que oporia o seu plano ao do líder da delegação britânica, Lord Keynes, o autor já célebre que havia previsto as conseqüências nefastas do Tratado de Versalhes[25] em obra também clássica[26] e também havia escrito o livro “A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”[27], considerada a obra que introduz a macroeconomia[28] como um ramo da ciência econômica.

O Plano Keynes respondia à previsão britânica de déficits na balança de pagamentos no pós-guerra, à necessidade de financiá-los e, ao mesmo tempo, estabilizar as paridades cambiais. Tal seria obtido, na visão de Keynes, por meio de uma moeda internacional que, ao mesmo tempo, fosse estável e acessível aos Estados deficitários, por meio de linhas de financiamento. O bancor[29] seria emitido por um banco central internacional – International Clearing Union – lastreado pelas reservas dos Estados-Parte superavitários, provendo, assim, a liquidez internacional.[30]

O Plano White, respondendo aos interesses americanos de manutenção e expansão de seus superávits de balança de pagamentos, centrava-se em um modelo de estabilidade cambial garantido pelo dollar exchange standard, o padrão de câmbio do dólar. Previa, assim, a existência de uma organização internacional, mas que estivesse centrada na correção de desequilíbrios temporários do balanço de pagamentos[31] . O Fundo Monetário Internacional – FMI, organização resultante dessa concepção, deteria ouro e moedas nacionais equivalentes às quotas dos Estados-parte.

Mas a diferença entre os dois planos não repousava apenas na questão de responsabilidade dos Estados superavitários pela provisão de liquidez mundial. Keynes também defendia o controle[32] do fluxo de capitais e a flexibilidade das taxas cambiais, com vistas à manutenção do pleno emprego.[33]

No campo monetário surge, então, o Fundo Monetário Internacional – FMI, a partir de 1947, com a missão de zelar pela manutenção das paridades cambiais, pela liberdade de pagamentos por transações correntes e pela provisão de liquidez mundial, enquanto o Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento, o BIRD, denominado Banco Mundial, passou, a partir de 1945, a ter a missão de financiar projetos de

reconstrução européia, em um primeiro momento, e de criação de infra-estrutura de países em desenvolvimento, em um segundo momento.

Sob a égide do FMI, a gestão monetária pelos Estados passou a orientar-se sob uma base convencional. Os Estatutos do FMI[34] impuseram aos Estados obrigações em relação às suas moedas, como a de fixar os seus valores de acordo com um referencial em ouro, o que vigoraria até a 2a. Emenda aos Estatutos do Fundo, em 1978.[35]

A Segunda Emenda ao Acordo do Fundo definiu a transição de um modelo jurídico de hard law monetária internacional, com obrigações claras dos Estados em torno da manutenção de um regime de paridades fixas e de não manipulação cambial para um modelo jurídico de soft law monetária internacional, onde obrigações foram substituídas por exortações[36].

O modelo padrão ouro-dólar era superior ao modelo padrão-ouro anterior, uma vez que, diferentemente do ouro, os dólares poderiam ser criados para expandir o comércio mundial e os investimentos no exterior, que efetivamente os Estados Unidos passaram a fazer com a construção de bases militares, empréstimos e investimentos diretos das empresas.[37]

Da proposta original de Keynes, o Acordo do Fundo incorporou a flexibilização das taxas cambiais em caso de desequilíbrios fundamentais em um percentual de 10% ou, acima desse percentual, com aprovação de 2/3 dos votos da Junta de Governadores; da mesma forma, admitiu-se aos Estados a imposição de controles sobre as transações de capital, enquanto foram admitidas barreiras às transações correntes com moedas declaradas escassas pelo Fundo.[38]

A manutenção de um regime de pagamentos internacionais e a estabilidade monetária como papéis básicos desempenhados pelo FMI estão ambos orientados para a garantia da liberalização comercial. Isso fica claro tanto pela leitura dos objetivos[39] quanto pelas demais cláusulas que proíbem limitações às transações correntes[40], proíbem os arranjos cambiais discriminatórios[41] e penalizam[42] fortemente os Estados que porventura abandonem o sistema de paridades fixas.

Como instrumento para a liberalização comercial, o FMI ansiava pela criação da Organização Internacional do Comércio (OIC), expressa na Carta de Havana, que resultava, por sua vez, da Conferência das Nações Unidas para o Comércio e Emprego, em 1947. A frustração desse objetivo pelo Congresso americano não impediu que o Acordo Geral de Tarifas e Comércio - GATT sobrevivesse, mas impediu uma ação articulada daquela organização internacional – OIC - com o FMI.

Do sistema pré-Bretton Woods reproduziu-se o câmbio fixo vinculado ao ouro. Contudo, ao contrário daquele sistema, os acordos de Bretton Woods permitiram o ajuste das paridades nos casos de desequilíbrios fundamentais.[43]

As transações de capital, por sua vez, recaíam dentro da esfera de competência dos Estados, que as poderiam limitar livremente, ao contrário das transações correntes. O FMI, a par de zelar pela manutenção das paridades, também estava encarregado de prover financiamento de cobertura de crises de balança de pagamentos, o que se pensava que evitaria o

comportamento nocivo das desvalorizações predatórias, das restrições cambiais[44] aos pagamentos internacionais e o aumento da taxa de juros para atração de capitais do período entre guerras, que tanto haviam contribuído para aprofundar a recessão mundial.

Ao contrário do que se pode imaginar, mesmo no período inicial de vigência do Acordo, o seu funcionamento foi sempre aquém do esperado. A livre conversibilidade das principais moedas européias somente foi adotada em 1958, muito tempo após a frustrada tentativa britânica de adotar a livre conversibilidade, em 1947 - abandonada seis semanas após sua adoção. A proibição de desvalorizações também não durou muito, porque já em 1949 o Reino Unido desvalorizava a sua moeda, sendo seguido por outros 30 Estados[45].

A livre conversibilidade das moedas auxiliou em muito no incremento do comércio entre os Estados, mas também foi um potencial gerador de déficits de balança de pagamento. Tais déficits já não mais podiam ser combatidos com desvalorizações, pois o sistema de Bretton Woods estava assentado sobre o princípio da paridade fixa. A solução monetária mais eficiente seria a redução do acesso ao crédito e a atração de capital estrangeiro por meio do aumento da taxa de juros, a introdução de mecanismos de contenção de saída de moeda e a adoção de uma política fiscal austera, todas medidas fortemente rejeitadas pela política social do estado de bem estar social, o welfare state.

Restava, assim, como única saída para superar o problema da escassez de dólares, o provisionamento de liquidez mundial pelo FMI. Contudo, os recursos do FMI eram ainda muito pequenos frente às necessidades dos Estados. A posição central que os Estados Unidos ocupavam no arranjo monetário internacional tornava-o avalista da liquidez mundial via aumento dos déficits em balança de pagamentos. A paridade ouro-dólar drenava o metal precioso para os Estados Unidos, na mesma medida em que ocorriam emissões americanas.

O aumento de emissões pelos Estados Unidos, além de não satisfazer a necessidade de liquidez mundial, colocava em dúvida a capacidade e a disposição americana de manter o regime de paridade entre o ouro e o dólar. Era natural que, num cenário como esse, os Estados Unidos, paulatinamente, começassem a colocar um freio à saída de dólares do seu território, o que só contribuía para ampliar o problema de liquidez. Portanto, quanto mais atendesse a demanda por liquidez mundial, mais os Estados Unidos plantavam a dúvida sobre a capacidade de manter tal política e mais sofriam demandas de troca da moeda americana por ouro. Quanto mais contivessem as emissões e, por meio da política de juros altos, mais enxugassem a liquidez mundial, mais confiança infundiriam na manutenção do regime de paridade, mas, ao mesmo tempo, mais contribuiriam para a recessão mundial.

Esse dilema ficou conhecido como Dilema de Triffin[46], em homenagem a Robert Triffin, economista belga e professor da Universidade de Yale e foi em resposta a ele que a 1ª Emenda ao Acordo do FMI introduziu os Direitos Especiais de Saque – DES[47], os quais objetivavam a provisão de liquidez mundial pelo FMI pela circulação de um título representativo de uma cesta de moedas, título esse emitido pelo próprio FMI.

Durante o período que antecedeu o colapso do sistema de Bretton Woods, a cooperação entre as autoridades monetárias das principais economias européias e dos Estados Unidos

adiou o fim do sistema. O Banco de Compensações Internacionais - BIS, na Basileia, serviu como ponto de convergência dos pontos de vista dos gestores das políticas monetárias e foi das reuniões mensais dos representantes das dez maiores economias da época – conhecido como G10 –que surgiram, por exemplo, os General Arrangements to Borrow – GAB - que em 1961 representou uma injeção extra de seis bilhões de dólares às reservas do Fundo.[48]

Novamente, no âmbito do BIS, o pool do ouro, acordo de 1961 por meio do qual a Suíça, a Inglaterra e os seis Estados das Comunidades Europeias comprometeram-se a não converter seus dólares em ouro, reduziu consideravelmente a pressão por desvalorização da moeda americana. Apesar de todos os esforços, a perda da confiança na manutenção da paridade ao ouro da moeda americana provocou em toda a Europa uma corrida para as moedas mais fortes, notadamente o marco, que foi obrigado a valorizar, seguido de outras moedas, o que sinalizou o fim do regime de Bretton Woods. Mesmo posteriormente à declaração oficial de Nixon, em 1971, encerrando o compromisso de manutenção de paridade ouro-dólar americano, tentou-se, ainda, um retorno ao regime de paridade dentro de uma banda cambial, o que ficou conhecido como Acordo Smithsoniano.

O enfraquecimento das disposições do Acordo do Fundo foram contrapostas pelo fortalecimento do papel de supervisão do FMI. Seguiu-se àquele acordo o estabelecimento de um Comitê de 20 Estados, conhecido como C-20[49], com o objetivo de redesenhar o sistema monetário internacional. Assim é que a criação de um novo órgão foi sugerida, o Conselho[50], a ser criado pelo voto majoritário de 85% dos componentes da Junta de Governadores, e embora composto da mesma forma que o Comitê Executivo, ficaria situado hierarquicamente acima desse.

A competência do Conselho seria a de exercitar os mandamentos da Junta de Governadores para supervisionar e gerenciar a adaptação do sistema monetário internacional ao novo paradigma das paridades flexíveis, zelar pelos ajustes de liquidez mundial e acompanhar a evolução da transferência real de recursos aos países em desenvolvimento. O Conselho não foi apontado, mas em seu lugar foi criado o Comitê Interino, que, embora não seja um órgão do Fundo como seria o Conselho, tem suas recomendações avaliadas pelos demais órgãos do Fundo.

Afora a função de supervisão exercida pelo Comitê Interino, o Fundo conta com as observações colhidas no exercício da competência consultiva outorgada pelo artigo IV, por meio do qual o Fundo, ao iniciar procedimentos de consulta sobre determinadas políticas, aparentemente em contradição com as obrigações assumidas pelos Estados, acaba dirigindo o foco de atenção dos demais Estados e dos financiadores públicos e privados para o tipo de política exercida pelo Estado consultado.[51] As consultas sustentadas pelo artigo IV são um instrumento de pressão, por meio do qual a coordenação de políticas monetárias pode ser obtida, na medida em que se revela a extensão das políticas monetárias nacionais.[52]

Os economistas[53] expressam uma visão comum sobre a limitação que os formuladores das políticas econômicas do welfare state possuíam na utilização dos mecanismos de juros, encaixe bancário obrigatório e políticas fiscais para combater os déficits em balança de pagamentos e com isso evitar as desvalorizações cambiais.

Enquanto no regime de paridade fixa do período anterior à I Guerra esses déficits eram combatidos com aumento de juros, enxugamento da liquidez e aumento de impostos, isto é, com políticas deflacionárias e recessivas, no período posterior à II Guerra tais mecanismos eram vistos como geradores de desemprego e, portanto, rejeitados politicamente. A única solução possível seriam os controles sobre transações correntes, agora proibidos pelas cláusulas IV e VIII do Acordo do Fundo. Os controles sobre transações de capital, por sua vez, também eram cada vez menos justificados, diante da crescente necessidade de financiamento privado para superar a crise de liquidez mundial e já num ambiente de livre conversibilidade das moedas.

Num cenário como o de liberdade de transações de capital, contudo, o aumento do déficit da balança de pagamentos é sinônimo de desvalorização monetária, o que incentiva ataques especulativos contra uma moeda, na expectativa que sua desvalorização gere lucros aos detentores de moedas estrangeiras compradas anteriormente à desvalorização.

Essa seqüência continuou sendo repetida durante as décadas que se seguiram aos anos 60 e, muito recentemente, nas crises mexicana de 1994, russa de 1998 e asiática de 1997-1998. Mas, por outro lado, essas agruras serviram para que, paralelamente aos instrumentais de combate às crises, institucionalizados no Acordo do Fundo – como as operações de financiamento e as desvalorizações decorrentes de desequilíbrios fundamentais, bem como as limitações a transações com moedas escassas – desenvolvesse-se um sistema de cooperação monetária entre autoridades monetárias que é responsável, hoje, pelo equilíbrio do sistema monetário internacional.

O fim do regime de paridade fixas, contudo, somente foi oficializado em 1978, com a adoção da 2ª Emenda ao Acordo do Fundo, resultado do Acordo de Rambouillet de 1975. A 2ª emenda foi acertada no âmbito do G10 e tanto a década de 70 quanto a década de 80 foram marcadas pela atuação concertada das autoridades monetárias desses Estados-parte do G10 para a estabilização das principais moedas mundiais.

O G5[54] assumiu a direção, na década de 80, para a ação concertada de desvalorização do dólar frente ao iene japonês e ao marco alemão – via Acordo do Plaza de 1985. Com a entrada da Itália e do Canadá, passou a denominar-se G7[55], a partir da Cúpula de Tóquio de 1986.

O papel do FMI, a partir do início dos anos 70, viu-se diminuído, passando a assumir a função de articulador para a realização e cumprimento dos acordos de cooperação,[56] já que, oficialmente, após 1978, o regime de vinculação a uma paridade fixa foi substituído pelo regime de taxas flutuantes, ainda que as moedas dos Estados mantidas na Conta Geral de Reservas conservem sua vinculação aos Direitos Especiais de Saque.[57]

Os Estados em desenvolvimento, em especial o Brasil, não podiam, contudo, contar com os mecanismos de cooperação monetária que funcionavam entre os Estados do G7 e, portanto, eram muito mais vulneráveis às flutuações radicais de suas moedas e a ataques especulativos decorrentes da liberdade de transações de capital.

Por essa razão, vivemos, durante os anos 70 e 80, um cenário econômico em que se buscava combater a instabilidade do câmbio por meio do controle sobre o fluxo de capitais e da política de substituição de importações. A recessão mundial iniciada na década de 80 e o agravamento da crise da dívida externa não só reduziram o mercado para nossas exportações, mas também limitariam a entrada de capital externo e as fontes de financiamento.

O Brasil também enfrentou a crise da dívida externa na década de 80, como boa parte dos Estados em desenvolvimento o fez. Longe de superar essa dificuldade, o Brasil manteve os pagamentos externos das amortizações dos encargos da dívida. Esses fatores continuam sendo, até hoje, os itens que mais pesam negativamente em nossa balança de pagamentos. Isso não seria um grande problema se a nossa conta de transações comerciais fosse positiva. Contudo, nossa balança comercial vinha registrando déficits crônicos até 2001, com importações maiores que exportações, apesar da retórica oficial de que haveria uma reversão desse cenário, com crescentes superávits comerciais. Para agravar ainda mais esse panorama, a conta da balança de serviços[58] vinha apresentando déficits assustadores, motivados pela remessa de lucros e dividendos dos capitais investidos no país.

Assim, para o fechamento das contas externas não sobra outra alternativa além do recurso ao capital estrangeiro, seja esse capital de investimento[59], sejam aplicações em carteira, empréstimos e financiamentos. Tal alternativa aumenta o grau de dependência do país e diminui qualquer chance de controle soberano sobre a saída desses mesmos capitais.[60]

O potencial de crise que a continuidade desse quadro projeta é muito grande porque, apesar da entrada de capitais no país ser indispensável para o fechamento da balança de pagamentos, quanto mais investimentos diretos, financiamentos, empréstimos, capitais de curto prazo recebermos, maiores serão as remessas de juros, lucros, dividendos, royalties que terão de ser enviadas ao exterior. Assim, alivia-se no curto prazo o desequilíbrio de balança de pagamentos, mas no médio e longo prazo retornam os déficits na conta de transações correntes.

É neste ponto que reside a vulnerabilidade de nossas contas externas e, de resto, o maior percentual do risco-país que se reflete nas taxas de juros que o mercado exige para acolher os títulos da dívida brasileira. O problema é que a continuidade dessa dependência de capitais estrangeiros incita dúvidas sobre até quando vai a resistência do Estado em manter elevadas taxas de juros[61] e suportar o pagamento do serviço da dívida.

Quando essa dúvida é apoiada em fatos políticos ou econômicos internacionais de repercussão nacional, como recentemente ocorreu com a crise da Guerra do Golfo ou com a Argentina, o risco de fuga em massa do capital pode transformar-se em realidade.

Esse dilema foi vivido pelo Brasil do Plano Real, que de 1994 a janeiro de 1999 sustentou uma taxa de câmbio nominal como estratégia de combate à inflação. A chamada âncora cambial é que assegurava a manutenção do câmbio e, para isso, tínhamos de gerar superávits crescentes de balanças de pagamentos, seja pela via da balança comercial – historicamente a via mais difícil – seja pela abertura aos movimentos de capitais – historicamente a via mais fácil.

Se, por um lado, conseguimos vencer a inflação com a âncora cambial, a entrada maciça de capital estrangeiro ampliou em muito a base monetária. O remédio foi o enxugamento do excesso de moeda via política de juros. O aumento na taxa de juros acabou, assim, por comprometer as contas públicas, o que indiretamente compromete a credibilidade sobre a capacidade do governo de sustentar os pagamentos externos. Dessa forma, o que parecia uma solução no curto prazo se transformou num problema no médio e longo prazo.

Mas os prêmios que os Estados dependentes de capitais externos precisam oferecer para manter tais capitais estacionados em nossa economia não se expressam apenas em termos de taxas de juros elevadas, mas também em garantias de estabilidade da moeda, o que exige um sistema cambial comprometido com a liberdade de operações de câmbio para as transações de capital. A liberdade que os estatutos do Fundo concedem aos Estados para imporem restrições às operações de capital é, na verdade, uma não liberdade, porque a sua adoção significa fuga de capitais e desestabilização completa da economia.

Esse cenário de comprometimento de um país com os interesses de capitais residentes no exterior erode os fundamentos econômicos que são necessários para o desenvolvimento e para a busca do emprego. Altas taxas de juros inibem a atividade econômica e incentivam a especulação financeira, enquanto a valorização da moeda acaba comprometendo as exportações, gerando um círculo vicioso que fatalmente acaba em crise de confiança e fuga de capitais.[62] Esse cenário foi visto nesses últimos anos tanto pela Ásia quanto pelo Brasil e pela Rússia.

2 – O SURGIMENTO DO SUBSISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

2.1. O Impulso do campo oficial: o enfraquecimento do papel do FMI como provisionador de liquidez mundial

Paralelamente ao desenvolvimento do sistema monetário, desenvolveram-se instituições especializadas na guarda, na circulação e na emissão da moeda. Esse conjunto ordenado de entidades especializadas no tratamento da moeda é que chamamos de sistema financeiro.[63]

O desenvolvimento de um verdadeiro sistema financeiro internacional ocorreu paralelamente à flexibilização das transações puramente de capital, a par das transações correntes, já flexibilizadas para os efeitos do comércio internacional de bens e serviços. A mobilidade do capital é vista como um fenômeno recente, como um efeito colateral da globalização dos mercados financeiros. Contudo, há estudos que remetem esse fenômeno ainda para o século XVIII e principalmente para o período que antecedeu a primeira guerra mundial.

Antes desse período, é verdade, não se poderia falar em um sistema financeiro verdadeiramente internacional. Isso porque anteriormente à centralização monetária em Estados-nação, a Europa convivia com um sistema multi-monetário[64] e o pouco movimento financeiro que se assistia era o de empréstimos soberanos a príncipes e papas. Com a sobrevivência dos Estados-nação, a existência de regimes políticos mais estáveis

permitia um maior nível de confiança para os banqueiros, mas ainda não permitia o estabelecimento de um valor monetário nacional e, portanto, de políticas monetárias que garantissem o valor da moeda e taxas cambiais estáveis, porque o valor das moedas era determinado por um fator exógeno ao Estado, isto é, pelo preço internacional da matéria prima de cunhagem das moedas nacionais, que a essa época era o ouro.

Essa situação muda quando os Estados europeus decidem pelo controle do preço do ouro e pela fixação de taxas cambiais vinculadas ao ouro. Nesse período, que foi de 1870 a 1914, assistiu-se a um grande fluxo internacional de capitais para investimento direto e financiamento de Estados e particulares, sem que houvesse pressões sobre as taxas cambiais. Portanto, historicamente viveu-se um período de liberdade de transações de capital e de estabilidade cambial.

Como apontado anteriormente, isso era garantido porque os ajustes dos déficits em balanço de pagamentos originados dessa política – saída de capital e gastos com importação de bens e serviços - era obtidos pelos ajustes internos, que implicavam redução das importações e gastos estatais, aumento da taxa de juros, desaceleração econômica, queda de preços e aumento da competitividade externa, com o equilíbrio novamente obtido pela via do superávit na conta de transações correntes e pelo retorno dos capitais.

Os efeitos sociais danosos se davam em uma sociedade pouco organizada e com pouca participação política. Essa ausência de democracia é que dispensava o uso de instrumentos de controle cambial. Esse cenário mudou após as duas Guerras Mundiais e sacrifícios sociais em prol de estabilidade monetária já não são tão facilmente defendidos.

Após a eclosão da Primeira Grande Guerra, os mercados financeiros retornaram aos limites nacionais e os únicos sinais visíveis de circulação de capitais eram os dos empréstimos estatais bilaterais.[65] Essa situação não se modificou grandemente no período entre-guerras, uma vez que as reparações de guerra sobre os países derrotados, somadas à crise de 1929, reforçavam a tendência protecionista européia e o aumento do controle das transações de capital.

Esse conjunto de fatos fez com que a circulação de capitais no período compreendido entre 1924 e 1931 caísse a menos de 20%[66] em relação ao nível observado nos anos do pré-guerra. Essa situação não mudou grandemente no imediato pós II Grande Guerra, porque as economias devastadas pela guerra zelavam pelo uso dos poucos recursos existentes para pagamentos internacionais de importações de bens necessários para a reconstrução e sobrevivência de seus povos.

O compromisso da maior parte dos Estados nos anos que se seguiram ao fim da II Grande Guerra foi o de restabelecer a corrente de comércio internacional, o que pressupunha compromisso com a liberalização dos pagamentos internacionais por transações correntes, isto é, por transações derivadas da aquisição de bens e serviços. A liberdade de transferências de capital oriundas do lado real da economia contrapunha-se à contenção das transferências de capital para operações não vinculadas à aquisição de bens ou serviços,

denominadas puramente transações de capital, de que são exemplos financiamentos e investimentos diretos.[67]

A estrutura institucional do sistema de Bretton Woods forneceu, portanto, a base de um compromisso para a estabilização das taxas de câmbio – FMI – para a adoção de políticas comerciais não discriminatórias – GATT – e para a reconstrução das economias devastadas pela guerra – BIRD.

O subsistema monetário criado em Bretton Woods consistia de um sistema de taxas de câmbio em que os Estados participantes mantinham uma taxa de câmbio fixa relativamente a outras divisas e foi mantido enquanto o denominador comum, o dólar americano, manteve a paridade estrita com o ouro. Esse sistema vigorou no período que vai de 1944 a 1971 e foi conhecido como sistema de paridades fixas, mas ajustáveis, em oposição ao sistema de paridades flexíveis.

Foi somente a partir de 1961 que as principais moedas do mundo tornaram-se legalmente conversíveis.[68] A criação de um verdadeiro mercado de moedas e a conseqüente ampliação de fontes de financiamento do comércio contribuíram significativamente para o aumento da corrente de comércio na década de 60, com um crescimento médio de 8% ao ano[69].

Na verdade, a ampliação das fontes de financiamento internacional e, portanto, as transações de capital são um fenômeno que começou, intra-Europa, antes mesmo dos anos 60, mais exatamente no momento em que a conversibilidade passou a ser adotada para as moedas européias, parte do Sistema Europeu de Pagamentos, em 1951.

Com a conversibilidade das moedas e a redução significativa das cotas e tarifas comerciais que as Comunidades Européias auxiliaram a imprimir, o volume de transações correntes aumentou no mesmo nível em que foram relaxadas as barreiras ao fluxo de capitais de financiamento e investimento intra-europeu.

De outra banda, uma onda de investimento americano já havia se iniciado nos anos 50 e foi seguida pela abertura de filiais de bancos americanos na Europa por três razões básicas: a) o incremento das economias européias proporcionado pelo Plano Marshall; b) o comércio com a Europa Oriental, que dificultado às empresas baseadas nos Estados Unidos, não encontrava a mesma resistência legal para empresas baseadas na Europa[70]. Aliás, não é à toa que a estrutura de capital daquelas empresas contavam com participação relevante do segmento financeiro[71]; c) a adoção das restrições a empréstimos a não residentes, adotada em 1965 pelos Estados Unidos.

O Plano Marshall complementou a demanda de provisão mundial de dólares que faltavam ao Fundo. Keynes havia previsto a constituição de fundos equivalentes a U\$ 26 bilhões para a sua International Clearing Union. Ao final da conferência de Bretton Woods, o FMI foi dotado de fundos equivalentes a U\$ 8,8 bilhões, que somados aos U\$ 13 bilhões gastos no Plano Marshall chega-se a um número próximo ao cálculo da demanda de liquidez internacional feito por Keynes.[72]

Os Estados Unidos passaram, de fato, a garantir a provisão de liquidez mundial. Para isso, dólares deveriam sair maciçamente pela via das importações ou dos investimentos. Dado os crônicos superávits americanos no pós-guerra, foi pela via do investimento maciço americano fora de suas fronteiras que a liquidez foi oferecida.

A conversibilidade das moedas européias foi ampliada para operações fora da Europa em 1959, o que só fez aumentar a mobilidade de capital e incentivar ainda mais a manutenção de depósitos em moedas estrangeiras, principalmente o dólar, em bancos europeus.

À primeira vista, viviam as principais economias mundiais no melhor dos mundos, porque não só o livre comércio progredia com os resultados surpreendentes da Rodada Kennedy[73], mas o fluxo internacional de capitais aumentava e o financiamento de déficits de balança de pagamento parecia abundante, quando suficientemente incentivado pelas taxas de juros.

O problema estava centrado na convivência de um sistema de paridades fixas com mobilidade de capital. Os fluxos internacionais de capitais são extremamente sensíveis aos riscos de mudanças de política econômica e o principal risco que havia à época era seguramente o de desvalorização. Assim, a continuidade dos fluxos de financiamento de déficits de balança de pagamentos continuariam na exata medida em que a confiança dos investidores não fosse abalada por suspeitas de desvalorização da moeda. Quanto mais aumentava a dependência de financiamento dos déficits do balanço de pagamentos, mais aumentava o risco de crise no mercado de moedas.

A Inglaterra foi a primeira vítima desse cenário, em 1967, como havia sido quando aderiu à livre conversibilidade prematuramente em 1949. À desvalorização da moeda inglesa seguiram-se desvalorizações na França. Àquela altura, a autoridade do FMI já estava em muito abalada. A desmoralização do compromisso de prévia autorização para desvalorizações acima de 10%, em casos de desequilíbrios fundamentais da Cláusula IV do Acordo do Fundo já havia ocorrido com a desvalorização da libra esterlina em 1949 e repetiu-se novamente com a mesma libra em 1969. As 72 horas de comunicação prévia ao Fundo não foram respeitados nos dois casos[74], como também não seria respeitado mais tarde pela França, pelo Canadá e pelos Estados Unidos.[75]

À desvalorização da moeda americana seguiu-se a adoção do regime de câmbio flutuante[76] pela libra esterlina em 1972, pelo franco suíço em 1973, juntamente com o iene e a lira. A defesa do dólar foi abandonada pelos bancos centrais europeus em março de 1973 e o dólar também passou a flutuar. A reforma do Acordo do Fundo que se seguiu em 1976, com vigência a partir de 1978, abandonou o sistema de paridades fixas – fixed exchange rates system- em troca de um sistema estável de paridades –stable system of exchange rates - o que não significava nada além de um compromisso de cooperação entre os Estados para a manutenção da estabilidade do sistema, sem que se definisse o que viabilizaria tal estabilidade.

O compromisso dos governos passava a ser o de notificar o FMI de seus arranjos de câmbio, os quais poderiam contemplar várias possibilidades, na forma da nova redação da Cláusula IV: a) a fixação do valor da moeda aos Direitos de Saque Especial - DES ou outro

indexador diferente do ouro; b) a fixação do valor da moeda a uma outra moeda ou a uma cesta de moedas, em face de acordos de cooperação monetária; c) qualquer outro tipo de arranjo, à escolha do Estado-membro.[77]

A par dessa mudança, o FMI teve reforçado o seu papel de supervisão e de catalisador da cooperação monetária, fixando princípios específicos a serem seguidos pelos membros. A reforma do Acordo, do ponto de vista prático, não importou em nenhuma mudança significativa do status quo do papel do Fundo.

Desde o final da década de 40, a função de guardião de um sistema de paridades monetárias estáveis vinha-se diluindo e o papel de financiador de déficits de balança de pagamento foi-se rarefazendo para os Estados desenvolvidos, em face da ampliação do fluxo de capitais entre esses Estados e a cooperação monetária estabelecida pelo G10, G5 e G7. Esse último papel, o de financiador de crises de balança de pagamentos, acabou restando apenas para os Estados em desenvolvimento.

Em conclusão, as instituições derivadas dos Acordos de Bretton Woods não tinham como missão lidar com aqueles que se tornariam os componentes mais desestabilizadores das relações econômicas internacionais, ou seja, o fluxo de capitais e a desestabilização dos preços dos produtos primários. [78]

Os Estados que se viam mais combalidos pelas alterações bruscas dos humores do capital internacional eram justamente os países em desenvolvimento, pois suas crises cíclicas de balança de pagamentos derivavam das flutuações que sofriam os produtos primários. O fracasso em estruturar um sistema de estabilização dos preços de produtos primários acabou desaguando na criação, pela Assembléia Geral das Nações Unidas, da Conferência das Nações Unidas para o Comércio e Desenvolvimento – UNCTAD. Uma das mais notáveis realizações dessa organização foi a conquista do Sistema Generalizado de Preferências – SGP, por meio do qual os produtos de países em desenvolvimento teriam tratamento discriminatório favorável nos países importadores desenvolvidos.

É notório que hoje o FMI somente exerce influência sobre os Estados que dependem de suas linhas de financiamento.[79] Os Estados desenvolvidos tem acesso facilitado ao mercado financeiro porque sua saúde econômica e financeira diminui o risco de perdas. Esses Estados contam, também, com a rede de cooperação do G7[80] para ações monetárias – taxas de juros e taxa cambial - concertadas de redução de desequilíbrios[81] de balanças de pagamento; o exemplo marcante da década de 80 foi a correção da sobrevalorização do dólar– feita através do Acordo do Plaza, em 1985, e do Acordo do Louvre, em 1987.

A mesma provisão de recursos para um grupo também seletivo é oferecido pelo Banco de Compensações Internacionais da Basileia – BIS, que detém de 10 a 15% das reservas mundiais em nome dos bancos centrais do G10 e que são utilizadas para empréstimos de curto prazo aos membros. Ademais, a cooperação que o BIS estabeleceu com o FMI permite que desde 1978 seja o BIS um provedor de recursos para o FMI.[82]

A ação concertada do G7 e do G10, embora tenha por prioridade a preservação do equilíbrio das principais moedas do mundo, também se revela na formação dos pools de Bancos Centrais para o levantamento de recursos aos Estados em desenvolvimento com risco de moratória e, portanto, com risco de danos às economias centrais; a pré-condição, geralmente, é a renegociação dos débitos com o FMI e a concordância com a agenda de condições impostas pelo Fundo.

2.2. O Impulso do campo privado: o desenvolvimento do mercado de financiamento privado de moedas europeu[83] - Euromercado e o sistema privado como provedor de liquidez mundial

À tendência à desregulamentação operada, em primeiro lugar, no âmbito do comércio, com o GATT, a partir da década de 50, seguiu-se a liberalização do fluxo de investimento, com a adoção da conversibilidade das moedas ao final da década de 50, atingindo, por último, o campo das finanças, com a liberalização dos mercados financeiros nacionais.

A liberalização financeira consistiu no conjunto de ações políticas que ampliaram a facilidade com que residentes adquirissem direitos e obrigações denominados em moeda estrangeira e não-residentes adquirissem os mesmos direitos e obrigações nos mercados financeiros nacionais.[84]

São três os tipos de operações permitidos pela maior liberalização financeira: operações de entrada, em que residentes podem tomar emprestado no exterior e não residentes podem investir no mercado financeiro doméstico; operações de saída, em que residentes podem transferir seu capital para o exterior e adquirir ativos e não residentes podem tomar recursos nos mercados domésticos e operações domésticas em moeda estrangeira, em que residentes podem contratar em moeda estrangeira.[85]

A atividade bancária internacionalizou-se rapidamente, ao mesmo tempo em que cresceram os mercados de capitais de ativos de empresas e de papéis dos governos, sem falarmos no mercado internacional de moedas que, de um total de operações diárias de U\$ 60 bilhões em 1983, saltou para um total de U\$ 11.500 bilhões em 1997.[86]

Há uma série de fatores que podemos considerar como importantes para a emergência desse sistema financeiro privado, embora não exista uniformidade entre historiadores e economistas sobre o grau de importância desses fatores. Contudo, há uma convergência de opiniões em torno da importância que o desenvolvimento do mercado de eurodólares possuiu nesse processo, como a primeira vez na história que um tal volume de recursos em moeda nacional passou a ser transacionado fora das fronteiras e do controle da autoridade emissora.[87]

Esse mercado iniciou sua formação antes mesmo do final da II Grande Guerra, quando, ao final dos anos 40, a ex-União Soviética passou a depositar suas reservas monetárias na França, retirando-as dos demais Estados por receio de que uma iniciativa americana de congelamento de reservas de seu oponente ideológico. A disponibilidade de recursos em moeda estrangeira depositada nos cofres dos bancos comerciais franceses poderia

facilmente servir às necessidades de financiamento de Estados combatidos em suas balanças de pagamento.

Contudo, esses recursos ainda não eram suficientes para a demanda de liquidez mundial da época. Um segundo passo na consolidação do mercado de eurodólares seria dado, então, nos anos 60 pelos Estados Unidos. A pressão sobre a moeda americana já era muito grande nessa época, e as dúvidas sobre a manutenção do regime de paridades fixas crescia, juntamente com o aumento do déficit de balança de pagamentos americano.

Não se poderia esperar outra atitude das autoridades americanas que não fosse a imposição de controles sobre a saída de dólares dos Estados Unidos. Assim foi feito. No ano de 1965, os Estados Unidos editaram o Voluntary Credit Restraint Program (VCRP), com o objetivo de reduzir os empréstimos de bancos americanos para não residentes.

O objetivo era reduzir a exposição americana frente aos não-residentes detentores de dólares, já que o lastro em ouro garantido pelo sistema de Bretton Woods era cada dia mais difícil de sustentar. A resposta do mercado financeiro foi a ampliação das atividades das filiais no exterior e o incremento das praças financeiras off shore.[88] Assim, à internacionalização da atividade industrial americana, contemporânea ao Plano Marshall, seguiu-se a internacionalização da atividade financeira.

Um terceiro e decisivo passo para a consolidação desse sistema financeiro privado internacional veio com o fim do regime de paridades fixas de Bretton Woods em 1971. Com as moedas dos principais Estados flutuando, a perspectiva de ganhos de arbitragem de moedas só fez atrair a atenção dos investidores para o mercado de moedas, ampliando ainda mais o volume de recursos em moeda estrangeira. Tais volumes passaram a ser manipulados a partir de mercados de moedas que já não se continham apenas dentro da Europa, mas se faziam presentes nos principais centros financeiros do planeta.

Um quarto passo foi precipitado pela crise do petróleo, na primeira metade da década de 70. O grande volume de moedas de reserva drenadas pelos Estados-membros da Organização dos Países Exportadores de Petróleo – OPEP foi depositado justamente no mercado de eurodólares e uma nova injeção de recursos líquidos sem precedentes terminou por consolidar o sistema financeiro privado como a principal fonte de recursos financeiros disponíveis aos Estados e aos particulares.

Em resumo, o que se verifica é que o mercado de moedas europeu foi-se desenvolvendo na mesma medida em que a aposta contra o dólar foi crescendo, ao final dos anos 60. Após as desvalorizações das principais moedas do mundo, em 1973, esse sistema privado passou a disputar com o sistema público do FMI o papel de financiador dos déficits de balança de pagamentos dos Estados. A sensibilidade do mercado financeiro para as alterações da política econômica dos Estados passou a ser maior, com as taxas de juros puxando o fluxo de investimento de Estado a Estado.

A atividade de intermediação financeira, que tradicionalmente era feita pelos bancos por meio dos contratos de mútuo, foi ampliando seus instrumentos e seus sujeitos. A securitização[89] das dívidas dos Estados em desenvolvimento nos anos 80 e o

desenvolvimento do mercado de capitais colocaram à disposição dos Estados os mais variados instrumentos financeiros para a geração dos recursos necessários para a cobertura de déficits de balança de pagamentos e passaram a substituir paulatinamente a necessidade de recurso ao Fundo.

Por conta dessa multiplicação da atividade financeira internacional, a determinação da taxa cambial das moedas passou a ser influenciada fortemente pela demanda que as moedas passaram a ter no mercado financeiro, para operações puramente financeiras – incluindo as operações de proteção cambial (hedge) – e não foi mais determinada pela demanda que lhe faziam as operações comerciais.

O mais impressionante é que as moedas com a função de ativos – reserva de valor – superaram rapidamente as moedas com função de meio de troca. Como ativos, a flutuação em seu valor é sensível a todas as mudanças de expectativas que se produzem no mercado pelos investidores e tomadores[90], muitas vezes distante de qualquer alteração nos fundamentos econômicos no Estado emissor da moeda.[91] A desregulamentação da atividade financeira e o desaparecimento dos limites entre a atividade bancária tradicional – recolhimento de poupança e empréstimo – e as atividades financeiras de intermediação de ativos fez com que os mesmos agentes financeiros expusessem-se em mais de um mercado, arriscando-se a estender a perda no mercado de moedas, por exemplo, para suas operações no mercado de depósitos, o que se conhece comumente como risco sistêmico[92].

Um exemplo impressionante do funcionamento desse novo sistema foi apresentado ao mundo em 1992, na Europa. As negociações que convergiram na assinatura do Tratado de Maastricht em 1992 previam a liberalização completa do mercado de capitais e o início do processo de criação de uma moeda única. As expectativas de ganho em torno das moedas européias parte do Sistema Monetário Europeu – SME – atraíram maciços ingressos de capital de todo o mundo. A subsequente insegurança sobre a ratificação do Tratado pelos Parlamentos Nacionais deflagrou uma crise de confiança no sistema e o comportamento de boiada do capital provocou uma corrida em direção à porta de saída, quase levando todo o sistema ao colapso, apenas um ano mais tarde, em agosto de 1993.[93]

Embora ainda permanecessem no topo do sistema financeiro internacional, as organizações financeiras multilaterais, como o FMI, o Banco de Compensações Internacionais – BIS da Basileia, seguidas pelos bancos centrais, é inegável que ao seu lado os bancos comerciais depositários de euromonedas e os centros off shore, tais como os mercados de intermediação de moedas, passaram a desempenhar um papel marcante na provisão de liquidez mundial.

O volume de capitais privados destinados ao financiamento e ao investimento em portfólio em países em desenvolvimento vai aumentando a partir da década de 70, em parte por conta do volume de eurodólares oriundos dos choques do aumento do preço do petróleo. Esse movimento de capitais, que havia diminuído na década de 80, reinicia com força na década de 90, agora liderado fortemente pelo capital privado.

É importante apontar, neste ponto, que o volume líquido de capitais privados[94] superou em mais de quatro vezes o volume líquido de recursos públicos[95] que os países em desenvolvimento receberam na década de 90, tanto como investimento direto, como

aplicação em portfólio. A tendência que se observa para os próximos anos[96] é a do aumento do fluxo de capitais para aplicação em portfólio e aquisições de capital – equity – o que estaria a revelar a participação maior de investidores institucionais e o aumento da importância dos instrumentos de securitização.[97]

Analisando os dados do financiamento externo brasileiro, por exemplo, vê-se claramente que a dependência do FMI deixa de existir a partir de 1973, interrompendo uma série histórica anual de recurso ao FMI, que foi de 1965 a 1972, e que mesmo nessa época se traduzia em acordos stand by raramente sacados. Esses acordos serviam, anteriormente, como garantia aos emprestadores privados de que haveria suficiente acesso a recursos públicos, no caso de dificuldades de pagamentos aos privados.[98]

A crise da dívida externa de 1982 não se deu apenas por conta do excessivo endividamento dos países em desenvolvimento, mas porque as linhas de financiamento do mercado privado foram secando à medida que os juros americanos foram aumentados abruptamente em 1979 de uma média de 6 a 8% para 12 a 14%, chegando mesmo a 21%.[99] O aumento da taxa de juros tornava o serviço da dívida insustentável, para aqueles Estados que ainda mantinham crédito, e mais do que isso trocava a direção do crédito dos Estados em desenvolvimento para os Estados Unidos. O endividamento externo excessivo somente era tolerável enquanto mantida a oferta também excessiva de recursos. Quando a direção do investimento externo muda do sul para o norte, o que era tolerável passou aos olhos da comunidade financeira internacional a ser intolerável.

Bibliografia

AKYUZ, Yilmaz. Financial Liberalization: the key issues. UNCTAD, 1993. Discussion Papers, n. 56, p. 27.

ALMEIDA, Paulo Roberto de. O Brasil e as Crises Financeiras Internacionais, 1929 a 2001. *Cena Internacional*, v. 3, n. 2, dez. 2001. quadros 2 e 3.

BERGSTEN, C. Fred; HENNING, C. Randall. Global Economic Leadership and the Group of Seven. Washington, DC, Institute for International Economics, 1996. p. 22.

CAMPOS, Roberto. Bretton Woods, Fmi, Bird, Havana E Gatt: A Procura Da Ordem Econômica Do Após-Guerra. *Boletim de Diplomacia Econômica*, Brasília, v.19, 1995. p. 2.

CARREAU. *Droit International*. p.20.

CORDEIRO, Antônio Menezes. *Manual de Direito Bancário*. Coimbra: Almedina, 1999. p. 53.

DI GIOVANI. *Derecho Internacional...* p. 32.

DIEZ DE VELASCO VALLEJO, Manuel. *Lãs Organizaciones Internacionales*. 10.ed. Madrid, 1997. p.41)

DOMINGUEZ, Kathryn. The Role of International Organizations in the Bretton Woods System. IN BORDO, Michael D.; EICHENGREEN, Barry (Ed.). *A Retrospective of the Bretton Woods System*. Chicago. University of Chicago Press, 1993. p. 371.

DORNBUSCH, Rudiger ; FISCHER, Stanley. *Macroeconomia*. 5.ed. São Paulo: Makron, 1991. p. 7.)

EICHENGREEN, Barry. Globalizing Capital: a history of the International Monetary System. New Jersey: Princeton University, 1996. p. 9

EICHENGREEN, Barry; KENEN, P. Managing the World Economy Under the Bretton Woods System: an Overview. Managing the World Economy, 1994. p. 11.

GOLD, Joseph. Strengthening the Soft International Law of Exchange Arrangements. American Journal of International Law, v. 77, n.3, July 1983. p. 476).

GROU, Pierre. La Structure Financière du Capitalisme Multinational. Paris: Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques, 1983.

KEYNES, John Maynard. As Conseqüências Econômicas da Paz. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado,

MATTOS, Fernando Augusto. Retrospectiva Histórica do Processo de Globalização Financeira. Cultura

MATTOS. Retrospectiva Histórica...p. 50.

MORGENTHAU, Hans J. Politics Among Nations: the struggle for power and peace, 1948, obra resultante da experiência docente na Universidade de Chicago desde 1943.

NAYYAR, Deepak. Globalization and Development Strategies. In: UNCTAD. High Level Round Table on Trade and Development Directions for the Twenty-First Century, 2000, Bangkok. Disponível em: www.unctad.org. Acesso em: 28/06/2000. p. 14)

NUSDEO. Curso de Economia.... p. 384-385).

ORGANIZAÇÃO DE COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. Forty Years' of Experience with OECD Code of Liberalisation of Capital Movements. Disponível em: - <http://www1.oecd.org/publications/e-book/2002131E.PDF>. Acesso em 10/02/2003. p. 53).

PADOA-SCHIOPPA, Tommaso e SACCOMANNI, Fabrizio. Managing a Market-Led Global Financial System. In: KENE, Peter. Managing the World Economy: fifty years after bretton woods. Washington: Institute for International Economics, 1994. p. 251)

PISSENS, Johan. The Oversight of SWIFT. In : BIS. The Contribution of Payment Systems to Financial Stability. Switzerland: 2000. Disponível em: <http://www.bis.org>. Acesso em: 25/02/2001. p. 55)

POLANYI, Karl. A Grande Transformação. 3.ed. Rio de Janeiro: Campus, 1980. p. 41

SAMUELSON; NORDHAUS. Economia. p.856)

SANDRONI, Paulo. Dicionário de Economia e Administração. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1996. p. 247.

SCHWARZENBERGER, Georg. The Province and Standards of International Economic Law. International Law Quarterly, London, v. 2, 1948. p. 403.

SCHWARZENBERGER. The Province and Standards... p. 403.)

SHUSTER, M R The Public International Law of Money. p. 39)

SILARD, Stephen A, The Impact of the International Monetary Fund on International Trade. Journal World Trade Law, 1968. p. 122.

SILVA, Adroaldo Moura. Apresentação. In: KEYNES, John Maynard. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo: Nova Cultural, 1996. p. 15)

SIMMONS, Beth A Why Innovate? Foundign the Bank for International Settlements. World Politics., v.5, n.3, apr. 1993. p. 363.

VOLCKER, Paul; GYOHTEN, Toyoo. A Nova Ordem Econômica. As finanças internacionais, o surgimento dos novos blocos regionais e a ameaçada hegemonia americana. Porto Alegre: Ortiz, 1998.

WELSHIMER, Mark J. Securitization: has it matured? Current Legal Issues Affecting Central Banks. v. 4, 1997. p. 496.)

Notas

[1] SCHWARZENBERGER, Georg. The Province and Standards of International Economic Law. International Law Quarterly, London, v. 2, 1948. p. 403.

[2] “Quarto, eles devem buscar, com o devido respeito às obrigações já existentes, estender os benefícios a todos os Estados, grandes e pequenos, vitoriosos ou vencidos, do acesso, em iguais termos, ao comércio e às matérias primas do mundo as quais são necessárias para a prosperidade econômica; Quinto, eles desejam oportunizar a colaboração entre todas as nações nos campos econômico com o objetivo de assegurar, a todos, melhores condições de trabalho, avanços econômicos e proteção social;” – Tradução do autor a partir do texto original citado por SILARD. (SILARD, Stephen A, The Impact of the International Monetary Fund on International Trade. Journal World Trade Law, 1968. p. 122)

[3] No verão de 1944, autoridades financeiras dos Estados Unidos, Grã-Bretanha e seus futuros aliados de guerra, reunidos em Bretton Woods, acordaram as regras do sistema monetário do pós-guerra, concretizado na criação do Fundo Monetário Internacional - FMI e do BIRD. Os participantes concordaram e limitar suas movimentações monetárias a um ponto percentual máximo, em ambas as direções da taxa que tinham estabelecido contra o dólar. Esta moeda foi mantida a uma taxa de 35 por onça de ouro. Somente se permitia que as nações efetuassem câmbio desses valores nominais depois de terem informado aos diretores do FMI que suas balanças de pagamento estavam em 'fundamental desequilíbrio'. O FMI podia conceder empréstimos a países, em montantes relativos a cotas nacionais, que lhe eram pagos parte em ouro e parte em moeda nacional, criando as bases de um fundo reembolsável que operava semelhantemente a uma união de crédito, para os países membros. Esses países membros também deviam adotar políticas para eliminar excedentes persistentes e existia uma “cláusula de escassez monetária” que impunha sanções aos que se recusassem a fazê-lo; entretanto, nunca foi utilizada. O controle sobre comércio e transações correntes era fortemente desencorajado. (VOLCKER, Paul; GYOHTEN, Toyoo. A Nova Ordem Econômica. As finanças internacionais, o surgimento dos novos blocos regionais e a ameaçada hegemonia americana. Porto Alegre: Ortiz, 1998.)

[4] SILARD. The Impact of the International ... p. 122

[5] “Na falta de câmbios estáveis e liberdade de comércio, os governos das várias nações, como no passado, veriam a paz como um interesse menor, pelo qual lutariam apenas enquanto ela não interferisse com seus interesses maiores. Woodrow Wilson foi o primeiro, entre os estadistas da época, que parece ter compreendido a interdependência entre a paz, e o comércio, não apenas como garantia do comércio, mas também da paz. Não admira, pois, que a Liga lutasse persistentemente para reconstruir a moeda internacional e a organização do crédito como a única salvaguarda possível da paz entre os estados soberanos.” (POLANYI, Karl. A Grande Transformação. 3.ed. Rio de Janeiro: Campus, 1980. p. 41)

[6] Para Keynes, o sistema capitalista tem um caráter intrinsecamente instável, ligado à insuficiência da demanda efetiva. Para explicar essa instabilidade, Keynes inicia por dividir a demanda agregada em demanda por bens de consumo e demanda por bens de investimento. Enquanto a demanda por bens de consumo relaciona-se estavelmente com a renda, a demanda por bens de investimento – bens de capital – depende da expectativa de lucro futuro, essa condicionada tanto pela eficiência marginal do capital – retorno pelo

investimento - quanto pela taxa de juros. As flutuações da demanda agregada estão relacionadas, portanto, à demanda por bens de investimento. Quando o empresário se torna cético sobre o retorno de um provável investimento, seja em face da instabilidade dos preços de matérias primas, de custos de mão-de-obra ou de fatores políticos e econômicos, como aumento da taxa de juros – maior retorno do capital no mercado financeiro –, ele recua do investimento, afeta o volume de oferta agregada e, por conseqüência, há uma retração da demanda agregada, porque com menos investimento haverá menos produção, menos renda e menos consumo. Numa situação como essa, a preferência pela liquidez provoca o entesouramento do capital. Esse entesouramento – acumulação improdutiva - pode ser desmotivado pela redução da taxa de juros; contudo, em uma situação de recessão, onde a depressão dos preços e dos salários fosse acentuada, a eficiência marginal do capital poderia ser ainda menor do que a já reduzida taxa de juros, o que não motivaria o investimento e aprofundaria ainda mais a crise. Aí, para Keynes, entra em cena o papel do Estado, eliminando a carência de demanda efetiva por meio do aumento do déficit fiscal. A obra de Keynes foi importante para a época porque identificou no excesso de poupança, e não na carência da mesma, as causas da depressão. (SILVA, Adroaldo Moura. Apresentação. In: KEYNES, John Maynard. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo: Nova Cultural, 1996. p. 15)

[7] EICHENGREEN, Barry. Globalizing Capital: a history of the International Monetary System. New Jersey: Princeton University, 1996. p. 9

[8] “Uma lei atribuída pela primeira vez a Sir Thomas Gresham, conselheiro da rainha Isabel II da Inglaterra, que afirmou em 1558 que a moeda má expulsa a moeda boa, i.e., que se o público suspeita de um componente da oferta de moeda, entesourará a moeda boa e tentará desfazer-se da moeda má, transmitindo-a a outros.”(SAMUELSON; NORDHAUS. Economia. p.856)

[9] EICHENGREEN. Globalizing Capital. p. 16.

[10] Ibidem, p. 16.

[11] Ibidem, p. 25.

[12] Taxa cambial é o preço da moeda estrangeira em moeda local; reflete o poder de compra de bens e de serviços em comparação. A taxa cambial entre dois países varia segundo três componentes: o poder de compra da moeda no país A, o poder de compra da moeda no país B e o valor de troca entre os bens e serviços com que o Estado participa no comércio internacional. Enquanto a manutenção do poder de compra interno da moeda depende do equilíbrio entre oferta de moeda, de bens e de serviços, a manutenção do valor de troca externo dessa moeda tanto depende daquele fator de estabilidade interno[12] quanto da inexistência de choques externos. Um exemplo de choque externo que aumenta o valor de uma moeda sem que tenha havido aumento de poder de compra interno ocorre com as chamadas crises do petróleo. O aumento do preço do barril do petróleo valoriza a moeda dos países exportadores, já que a relação de troca de moedas demanda maiores quantidades de moedas dos países importadores para comprar uma determinada quantidade de petróleo que internamente tem seu preço estabilizado frente à moeda do país exportador. (VIDIGAL, Geraldo de Camargo. Fundamentos de Direito Financeiro São Paulo: Revista dos Tribunais, 1973. p. 192).

[13] EICHENGREEN. Globalizing Capital... p. 68

[14] EICHENGREEN. Globalizing Capital... p. 50

[15] EICHENGREEN. Globalizing Capital... p. 34.

- [16] EICHENGREEN, Barry; KENEN, P. Managing the World Economy Under the Bretton Woods System: an Overview. *Managing the World Economy*, 1994. p. 11.
- [17] Roberto Campos fala em cerca de 30 conferências intergovernamentais realizadas no período com o fim de buscar-se uma solução para as crises do período.
- [18] Série A, n. 20, p. 45 et n. 21, p. 122
- [19] *Affaire du Lotus*, Série A, n. 10, p. 18.
- [20] A Junta de governadores do FMI aprovou o acordo com a ONU para os fins de outorgar ao Fundo o status de agência especializada em 1947. (DIEZ DE VELASCO VALLEJO, Manuel. *Lãs Organizaciones Internacionales*. 10.ed. Madrid, 1997. p.41)
- [21] Art. 57 da Carta das Nações Unidas.
- [22] CAMPOS, Roberto. *Bretton Woods, Fmi, Bird, Havana E Gatt: A Procura Da Ordem Econômica Do Após-Guerra*. *Boletim de Diplomacia Econômica*, Brasília, v.19, 1995. p. 2.
- [23] Disso nos dá conta Roberto Campos: “A Delegação brasileira, sob instigação de mestre Gudin, apresentou uma proposta seminal, cuja não aceitação na época desequilibró o sistema monetário internacional, e explica parte do azedume que hoje cerca as confrontações entre países industrializados e produtores primários, no diálogo Norte-Sul. A argumentação desenvolvia-se em três pontos básicos. Primeiro, a errática flutuação dos preços dos produtos de base e a sua disparidade em relação aos preços das manufaturas fora a causa maior dos desequilíbrios no cenário internacional. Segundo, a melhoria das relações de troca, resultante da queda dos preços dos produtos primários, representava vantagem ilusória para os países industrializados, pois o declínio do poder de compra dos subdesenvolvidos induziria a redução de suas importações e, por conseguinte, causaria desemprego nas indústrias exportadoras dos países industrializados. Terceiro, o sistema financeiro a ser criado em Bretton Woods ficaria desequilibrado se, paralelamente ao Banco Mundial, responsável por investimentos de longo prazo, e pelo Fundo Monetário, responsável pela disciplina de curto prazo, não se criasse uma organização para minorar a instabilidade dos preços dos produtos de base, condição essencial quer para o desenvolvimento, quer para a viabilidade cambial dos produtores primários. A validade intelectual do argumento da proposta brasileira era reconhecida por Lord Keynes, de vez que o plano original do Tesouro Britânico previa também um esquema de controle de estoques de produtos de base. No texto inglês, esse esquema era apresentado sobretudo como um instrumento anti-cíclico, portanto de curto prazo, sem consideração específica do desenvolvimento.”(CAMPOS. *Bretton Woods...* p. 10)
- [24] MORGENTHAU, Hans J. *Politics Among Nations: the struggle for power and peace*, 1948, obra resultante da experiência docente na Universidade de Chicago desde 1943.
- [25] O Tratado de Versalhes pôs fim à Primeira Guerra Mundial e estabeleceu, dentre outras coisas, as indenizações de Guerra devidas pela Alemanha à coalizão de Estados vencedores, a criação da Organização Internacional do Trabalho e a Sociedade das Nações.
- [26] KEYNES, John Maynard. *As Conseqüências Econômicas da Paz*. São Paulo: Imprensa Oficial do Estafo, 2002., publicado em 1919 pela Universidade de Cambridge.
- [27] KEYNES, John Maynard. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Nova Cultural, 1996.
- [28] “Parte da ciência econômica que focaliza o comportamento do sistema econômico como um todo. Tem como objeto de estudo as relações entre os grandes agregados estatísticos: a renda nacional, o nível de emprego e dos preços; o consumo, a poupança e o investimento totais. Esse direcionamento fundamenta-sena idéia de que é possível explicar

a operação da economia sem necessidade de compreender o comportamento de cada indivíduo ou empresa que dela participa. (...) A macroeconomia tornou-se um ramo da ciência econômica partir de 1936, com a publicação de A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, de Keynes. Antes dele, os economistas clássicos e Karl Marx já haviam considerado o organismo econômico como um todo. Keynes, porém, forneceu o modelo, a sistematização teórica e as ‘receitas práticas’ que, nas décadas seguintes, inspirariam a maioria dos economistas ocidentais. Entretanto, à medida que suas falhas foram aparecendo, a teoria macroeconômica foi modificada e complementada. Mais recentemente, um grupo de economistas liderados por Milton Friedman – os monetaristas – contestaram a economia keynesiana e apresentaram uma nova teoria macroeconômica que enfatiza o papel desempenhado pela demanda de moeda e crédito, opondo-se frontalmente à intervenção direta ou indireta do Estado na economia.”(SANDRONI, Paulo. Dicionário de Economia e Administração. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1996. p. 247.) Portanto, as principais correntes macroeconômicas refletem a cisão em torno da disputa teórica entre os defensores de um mercado livre da intervenção estatal, atuando por força exclusiva das leis da oferta e da procura, da mão invisível do mercado de Adam Smith (SMITH, 1996), e os defensores da intervenção corretiva do Estado, cujo maior defensor neste século permanece sendo Keynes (KEYNES, op. cit), ainda hoje não mostra sinais de arrefecimento. Nos anos 60, as teses liberais ganharam o reforço do viés monetarista de Milton Friedmann, enquanto do lado intervencionista postavam-se os neo-keynesianos, nas figuras de Franco Modigliani e James Tobin. (DORNBUSCH, Rudiger ; FISCHER, Stanley. Macroeconomia. 5.ed. São Paulo: Makron, 1991. p. 7.)

[29] Parte do Plano Keynes de 1942-1943, o bancor foi concebido como a unidade monetária internacional que denominaria reservas nacionais em uma união internacional de compensação. Keynes advogava a existência dessa união de compensação, onde seriam mantidas todas as reservas nacionais, como uma alternativa ao Fundo Monetário Internacional. A liquidação de ativos, em seu plano, consistia da transferência de bancors entre contas nacionais. O Plano chegou a cogitar a criação de um banco central internacional com capacidade de controlar o nível mundial de reservas e, por conseguinte, a moeda disponível no mundo. (VOLCKER; Gyohten. A Nova Ordem Econômica, 1998, p. 48)

[30] Liquidez internacional são “os recursos disponíveis às autoridades para financiar os potenciais déficits de balança de pagamentos (...). Podem consistir na posse de ativos ou na habilidade de tomar emprestados tais ativos em bases internacionais. Itens típicos que entram na categoria de liquidez internacional são o ouro e moedas livremente conversíveis, enquanto para alguns créditos perante instituições financeiras internacionais poderiam entrar em tal categoria.” (SHUSTER, M R The Public International Law of Money. p. 39)

[31] Os Estados Unidos emergiram do fim da II Grande Guerra como uma potência econômica, acumulando superávits de balança de pagamentos contra déficits crescentes das economias européias arrasadas pela Guerra e num primeiro momento necessitadas de importações. O FMI foi concebido pela delegação americana como um mecanismo de minimização da distorção causada pela carência de dólares nas mãos dos Estados importadores – dolar gap.

[32] Os controles podem ser diretos, quando por iniciativa legislativa ou administrativa governamental há uma interferência no fluxo de bens, serviços ou capital, com o objetivo de correção de problemas de balança de pagamentos, proteção da indústria nacional ou por questões políticas. Os controles diretos podem ser de duas categorias: financeiros ou

comerciais. Controles financeiros são aqueles que afetam os meios de pagamentos por uma operação internacional, enquanto os controles comerciais são aqueles que afetam a própria operação comercial. (SHUSTER, M R *The Public International Law of Money*. p. 28.)

[33] EICHENGREEN. *Globalizing Capital...* p. 96.

[34] O Acordo constitutivo do Fundo Monetário Internacional foi incorporado ao ordenamento brasileiro por meio do decreto 21177 de 27.05.46. Posteriormente, o decreto-legislativo n. 5 de 1978 aprovou no âmbito do Congresso Nacional a emenda de número 2 ao texto do Acordo Constitutivo, , seguido pelo decreto n. 2832/98 que tratou da publicação da emenda de número 3.

[35] Assim, o art. IV, seção 2, "b" afirma: "Obligations Regarding Exchange Arrangements. Section 2. General Exchange Arrangements.

(...)

(b) Under an international monetary system of the kind prevailing on January 1, 1976, exchange arrangements may include (i) the maintenance by a member of a value for its currency in terms of the special drawing right or another denominator, other than gold, selected by the member, or (ii) cooperative arrangements by which members maintain the value of their currencies in relation to the value of the currency or currencies of other members or (iii) other exchange arrangements of a member's choice."

[36] "Recognising that the essential (...) each member undertakes to collaborate with the Fund and other members to assure orderly exchange arrangements and to promote a stable system of exchange rates. In particular, each member shall:

(i) endeavour to (...)

(ii) seek to (...)

(iii) avoid (...)

(iv) follow (...)" (o grifo é nosso)

[37] MATTOS, Fernando Augusto. *Retrospectiva Histórica do Processo de Globalização Financeira*. *Cultura Vozes*, v. 92, n. 1, 1998. p. 49.

[38] A escassez da moeda ocorre em virtude de superávits contínuos da balança de pagamentos, o que reduz a disponibilidade da moeda superavitária.

[39] Cláusula I

[40] Cláusula VI

[41] Cláusula VI

[42] Inegibilidade aos recursos do Fundo ou expulsão (Cláusula XV)

[43] Apesar de o FMI nunca ter definido claramente o que se entende por desequilíbrio fundamental.

[44] Restrições cambiais são todas as normas que controlam o movimento de moeda, propriedade e serviços, com o objetivo de proteger os recursos financeiros de um país. (SHUSTER, M R *The Public International Law of Money*. p. 2.

[45] EICHENGREEN. *Globalizing Capital...* p.106

[46] "Dilema de Triffin - No início da década de sessenta, Robert Triffin, economista belga e professor da Universidade Yale, identificou uma contradição crucial no regime de taxas de câmbio fixas de Bretton Woods, causada pelo papel do dólar: seriam necessários déficits contínuos, na balança de pagamentos americana, para prover dólares suficientes para a liquidez mundial, mas esses déficits abalariam a confiança no dólar. A Criação do DES foi uma tentativa de encobrir esse dilema." (VOLCKER; GYOHTEN. *A Nova Ordem Econômica*, 1998, p. 67)

[47] EICHENGREEN. *Globalizing Capital...* p. 116.

[48] BERGSTEN, C. Fred; HENNING, C. Randall. *Global Economic Leadership and the Group of Seven*. Washington, DC, Institute for International Economics, 1996. p. 22.

[49] “Comitê dos Vinte - C-20. Os Estados Unidos criaram o Comitê dos Vinte em 1972. Sua missão era servir como plataforma de trabalho para um novo sistema monetário, em resposta à incerteza que se seguiu ao fechamento do canal do ouro e ao acordo Smithsonian, de 1971. Consistia de representantes dos principais países do Grupo dos Dez - G-10, bem como de agrupamentos regionais de outros países. Os ministros das Finanças do C-20 reuniram-se um total de seis vezes e produziram, no início de 1974, o documento intitulado “Outline for Reform of the International Monetary System”, advogando uma maior cooperação e um "sistema de valores nominais mais flexível", com base em um padrão de Direitos Especiais de Saque - DES, ao invés de um padrão em ouro ou dólar. Esse documento, que nunca foi concluído, foi somente a sombra de planos mais tolerantes que falharam devido a desacordos entre países membros, as incertezas da inflação e a primeira crise do petróleo.” (VOLCKER, op. cit., p. 74.)

[50] Art. XII, seção 1.

[51] O chamado “judgment of peers and the mobilization of shame” produz efeitos notáveis no grau de compliance dos Estados.

[52] “IMF Article IV consultations contribute to international stability in a number of ways. First, such consultations provide information to member governments regarding the national economic policies of other member governments. Such information may be helpful in shaping each member’s domestic policies as well as useful in avoiding conflicts because of misunderstandings. Second, Article IV consultations provide a valuable base of information for Fund staff assessments of global economic and exchange-rate developments which in turn provide useful information for national economic authorities. Third, Article IV consultations provide a framework for frank critiques among the representatives of member governments. Fourth, Article IV consultations provide a base from which all nations can develop a better understanding of the economic linkages among nations. And finally, these consultations can help a country to identify and address emerging payments problems at an early stage.”(ECONOMIC REPORT OF THE PRESIDENT, TRANSMITTED TO THE CONGRESS FEBRUARY 1982. In GOLD, Joseph. *Strengthening the Soft International Law of Exchange Arrangements*. American Journal of International Law, v. 77, n.3, July 1983. p. 476).

[53] EICHENGREEN. *Globalizing Capital...* p. 135.

[54] “Composto pelos ministros das Finanças dos Estados Unidos, Japão, Alemanha, França e Reino Unido, o Grupo dos Cinco foi a arena central para assuntos de cooperação econômica internacional entre as principais potências econômicas dos anos setenta até o final dos oitenta. Teve sua gênese no Grupo da Biblioteca, composto por ministros das finanças - Estados Unidos, Inglaterra, França e Alemanha - reunido na biblioteca da Casa Branca em 1973 por George Shultz, o secretário do Tesouro americano, para discussões informais sobre o sistema de Bretton Woods.” (VOLCKER; GYOHTEN. *A Nova Ordem Econômica*, 1998, p. 67)

[55] “Grupos do Sete - G-7- membros do G-5 mais os ministros das Finanças da Itália e do Canadá. Foi formalizado na reunião de cúpula de Tóquio, de 1986. Após o acordo do Louvre, em 1987, o G-7 tornou-se cada vez mais importante, finalmente superando o G-5 no estabelecimento de políticas de cooperação internacional.” (Ibidem, p. 68)

[56] DOMINGUEZ, Kathryn. The Role of International Organizations in the Bretton Woods System. IN BORDO, Michael D.; EICHENGREEN, Barry (Ed.). A Retrospective of the Bretton Woods System. Chicago. University of Chicago Press, 1993. p. 371.

[57] Art. V, seção 11 - Operations and Transactions of the Fund. Section 11. Maintenance of value: (a) the value of the currencies of members held in the General Resources Account shall be maintained in terms of the special drawing right in accordance with exchange rates under Article XIX, Section 7(a).

[58] A balança de serviços reflete o comércio de invisíveis, ou seja, operações com bens não corpóreos. “Ela compreende tipos e modalidades muito diferentes de serviços, como os de frete e seguro das mercadorias importadas e exportadas, o pagamento de aluguéis, de royalties e remunerações diversas. O royalties, palavra inglesa cuja tradução literal é regalia, corresponde a pagamentos pela utilização de licenças de fabricação e patentes, bem como pelo uso de marcas. Há também as remunerações por assistência técnica e fornecimento de tecnologia não - patenteada, fornecimentos de plantas e desenhos, bem como por direitos autorais, no caso de impressão de livros, produção de discos, audição de músicas, cujos autores do exterior estejam intitulados a recebê-los. Um item especial neste conjunto é o das remessas feitas por imigrantes e seus países de origem, em geral destinadas às famílias que lá ficaram.”(NUSDEO. Curso de Economia.... p. 384-385).

[59] Investimento de risco, seja constituído por capital, seja por bens de capital.

[60] Para se ter uma idéia da dependência de nossa balança de pagamentos de capitais estrangeiros, basta consultar a Projeção do Balanço de Pagamentos para 2001 publicada pelo Banco Central do Brasil, na qual, afora os números da balança dos anos 1999 e 2000, anota-se a projeção para 2001. Esses números revelam que:

a) quanto às transações correntes – evoluímos de um déficit de U\$ 25,0 bilhões em 1999 para U\$ 25,3 em 2000 com projeção de déficit de U\$ 26,0 em 2001. Analisando-se seus componentes, vê-se que:

a1) enquanto a balança comercial apresentou déficits em 1999 e 2000 de, respectivamente, U\$ 1,2 bilhão e U\$ 0,7 bilhão, projeta-se um superávit de U\$ 1,0 bilhão para 2001;

a2) a balança de serviços – dentro da qual estão computadas as remessas de juros, de lucros e dividendos, os pagamentos de viagens internacionais e de royalties – ampliou o déficit de U\$ 25,8 bilhões em 1999 para U\$ 26,4 bilhões em 2000, projetando-se um déficit de U\$ 29,5 bilhões para 2001;

b) quanto às transações de capital – amortizações – o montante amortizável de empréstimos e financiamentos reduziu-se de U\$ 44,6 bilhões em 1999 para U\$ 27,8 bilhões em 2000, projetando-se uma amortização de U\$ 27,7 bilhões para o ano 2001.

Somando-se os déficits de transações correntes com o déficit de transações de capital, conclui-se que fomos dependentes de ingressos de capital estrangeiro da ordem de U\$ 69,6 bilhões em 1999, U\$ 53,1 bilhões em 2000 e seremos dependentes de U\$ 53,7 bilhões em 2001.

Essa necessidade de financiamento do déficit de balança de pagamentos nos faz dependentes de investimentos diretos, investimentos em carteira, financiamentos de importação, empréstimos de curto prazo, capitais de curto prazo o que, ao mesmo tempo, torna-nos tão vulneráveis à mudança de humor dos investidores estrangeiros.

(FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Projeção de Pagamentos para 2001: usos e fontes de recursos externos. Disponível em: www.bacen.gov.br, Acesso: 09/01/2001.)

[61] A balança de pagamentos brasileira projetada para 2001 mostra que de uma necessidade total de U\$ 53,7 bilhões de capitais para fazer frente a igual déficit, os

investimentos em carteira são de apenas US\$ 1,5 bilhões, contra US\$ 24,0 bilhões previstos para investimentos diretos. Portanto, é mais importante para o fechamento de nossas contas externas que haja condições econômicas estáveis e uma política de juros baixa que incentivem o desenvolvimento econômico e, portanto, o investimento do que altas taxas de juros que atraiam o capital especulativo, até mesmo porque nossa dependência desse último é mínima. A política de juros do BACEN, adotada pelo COPOM – Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil, responsável por estabelecer as diretrizes de política monetária e definir a taxa de juros – no ano de 2000 reduziu-se de 18,87%^{aa} em 19.01.2000 para 16,38%^{a.a} em 23.11.2000 o que revela a sua tendência de queda, ainda mais se considerarmos que em 1999 ela chegou a alcançar 44%^{aa} (FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL.- Copom: Comitê de Política Monetária. Disponível em: www.bacen.gov.br Acesso em: 10012001.)

[62] “Larger trade deficits and current account deficits require larger portfolio investment (or short-term capital) inflows which, beyond a certain point, undermine confidence and create adverse expectations even if the government keeps the exchange rate pegged. But when a stifling of exports does ultimately forces an exchange rate depreciation, confidence may simply collapse and lead to capital flight, precipitating a currency crises. These problems did indeed surface to begin with, in Latin America and subsequently in South-East Asia. Russia and Brazil were the most recent casualties. The frequency and intensity of such financial crises has only increased with the passage of time. And it is no coincidence that most advanced among the developing countries, which are more integrated into the global economy have been ravaged by such crises.” (NAYYAR, Deepak. Globalization and Development Strategies. In: UNCTAD. High Level Round Table on Trade and Development Directions for the Twenty-First Century, 2000, Bangkok. Disponível em: www.unctad.org. Acesso em: 28062000. p. 14)

[63] CORDEIRO, Antônio Menezes. Manual de Direito Bancário. Coimbra: Almedina, 1999. p. 53.

[64] Esse sistema fazia com que por volta de 1500 mais de 100 diferentes tipos de moeda de prata circulassem na Europa, caindo esse número para 38 no início do século XVIII. Essas moedas não tinham o seu valor atrelado à declaração de cunhagem, mas à quantidade proporcional de prata e ouro que contivessem e portanto moedas locais e estrangeiras circulavam livremente. (ORGANIZAÇÃO DE COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. Forty Years’ of Experience with OECD Code of Liberalisation of Capital Movemens. Disponível em:- <http://www1.oecd.org/publications/e-book/2002131E.PDF>. Acesso em 10022003. p. 53).

[65] ORGANIZAÇÃO DE COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. Forty Years’... p. 25.

[66] Ibidem, p. 25.

[67] .ORGANIZAÇÃO DE COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. Forty Years’...

[68] CARREAU. Droit International. p.20.

[69] Ibidem, p. 16.

[70] DI GIOVANI. Derecho Internacional... p. 32.

[71] GROU, Pierre. La Structure Financière du Capitalisme Multinational. Paris: Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques, 1983.

[72] MATTOS. Retrospectiva Histórica...p. 50.

[73] A Rodada Kennedy do GATT de 1967 avançou decisivamente em algumas questões essenciais para o aprofundamento da liberalização comercial iniciada em 1947 e é tida como a resposta americana ao avanço do processo de integração das comunidades européias. A redução de tarifas sobre produtos agrícolas foi tímida se comparada com o corte de tarifa imposto aos produtos industrializados; medidas antidumping foram acordadas e o método tradicional de acordos bilaterais produto a produto com multilateralização obtida pela via da cláusula de nação mais favorecida pelo método de reduções lineares e negociação apenas sobre os produtos que ficariam fora de tais reduções. (EICHENGREEN. *Managing the World...* p. 25.)

[74] *Idem*, *Globalizing Capital...* p.124

[75] O próprio Diretor Executivo do FMI teria tomado conhecimento da decisão americana como qualquer outra pessoa, por meio do anúncio televisivo do Presidente Nixon.(EICHENGREEN, *op. cit.* p. 30.)

[76] Regime cambial em que o Estado intervém eventualmente para estabilizar a sua moeda, em oposição ao câmbio fixo, em que o Estado defende a manutenção da paridade cambial à custa de intervenção permanente no mercado e do câmbio deslizante ou câmbio com flutuação controlada, que consiste na fixação de bandas de flutuação cambial para cima ou para baixo, numa pequena percentagem, em que o Estado intervém apenas para evitar que a banda seja ultrapassada. (SAMUELSON; NORDHAUS. *Economia*. p. 845)

[77] (i)the maintenance by a member of a value for its currency in terms of the Special Drawing Right of another denominator, other than gold, selected by the member, or (ii) cooperative arrangements by which members maintain the value of their currencies in relation to the value of the currency or currencies of other members, or (iii) other exchange arrangements of a member's choice.

[78] EICHENGREEN. *Managing the World...* p. 6.

[79] O FMI é mantido fora das discussões sobre política monetária no G7 e é visto por esses Estados como uma instituição de ajuda a terceiros Estados que não eles

[80]O G7 tem se esforçado em evitar a formalização de seus entendimentos, o que se nota pela ausência até mesmo de comunicados formais à imprensa dos resultados de seus encontros. (PADOA-SCHIOPPA, Tommaso e SACCOMANNI, Fabrizio. *Managing a Market-Led Global Financial System*. In: KENE, Peter. *Managing the World Economy: fifty years after bretton woods*. Washington: Institute for International Economics, 1994. p. 251)

[81] Os desequilíbrios causados em seu valor de troca devido aos desequilíbrios expostos na balança de pagamentos podem ser combatidos pelos Estados tanto de forma direta - como ocorre quando ocorre intervenção de compra e venda de divisas- quanto de forma indireta, pelas restrições a exportações e importações – licenças de importação, cotas, depósitos prévios para certos bens - e restrições aos movimentos de capitais. (NUSDEO. *Curso de Economia*. p. 390.)

[82] SIMMONS, Beth A Why Innovate? *Foundign the Bank for International Settlements*. *World Politics.*, v.5, n.3, apr. 1993. p. 363.

[83] Eurodólares são depósitos em bancos europeus denominados em dólar e fazem parte do chamado mercado de euromoedas. As euromoedas são moedas depositadas em bancos fora de seus países de origem e concedidas em empréstimo a organizações comerciais e governos. No auge da Guerra Fria, na década de cinquenta, a filial londrina do Moscow Narod Bank acumulou um estoque de dólares, a partir de operações comerciais normais, e não queria mantê-los nos Estados Unidos, com receio de que fossem confiscados por esse

Governo. Outros bancos ocidentais logo seguiram seu exemplo, por outros motivos, incluindo controles menos rígidos. O negócio de conceder empréstimos com dólares depositados no exterior estabeleceu-se firmemente depois que a taxa de equalização de juros e outros controles sobre empréstimos através de bancos estrangeiros tornaram o negócio do eurodólar mais atrativo do que empréstimos feitos em Wall Street. Bancos americanos expandiram suas filiais em Londres e estavam em condições de aceitar os bilhões em depósitos que eles e outros bancos internacionais tinham recebido de países árabes produtores de petróleo, quando os preços desse produto primário explodiram, de 1973 a 1981. Esses petrodólares, como eram chamados, foram reciclados em empréstimos de milhões a países do Terceiro Mundo, cujas finanças tinham estado em perigo pela subida de preços do óleo. Quando essas moedas são emprestadas sob a forma de bônus, são chamadas eurobônus. (VOLCKER; GYOHTEN. *A Nova Ordem Econômica*). Eurodivisas são os depósitos de divisas estrangeiras na Europa. (SCHWARZENBERGER. *The Province and Standards...* p. 403.)

[84] AKYUZ, Yilmaz. *Financial Liberalization: the key issues*. UNCTAD, 1993. *Discussion Papers*, n. 56, p. 27.

[85] *Ibidem*, p. 27. Note-se que essa definição alarga o conceito de liberalização da conta de capital, porque inclui operações em moeda estrangeira por residentes, que era o caso da Argentina com a dolarização.

[86] Esses números são assustadores quando os comparamos com a produção mundial diária, situada em U\$ 82 bilhões, com o total do comércio mundial diário, U\$ 16 bilhões, e com o total de reservas mundiais detidas pelos Bancos Centrais, que é de U\$ 1.550 bilhões. (NAYYAR. *Globalization...* p. 6.)

[87] DALCERO, Pedro Luiz. *Globalização Financeira e Volatilidade de Capitais: (...)*, p. 132.

[88] PADOA-SCHIOPPA; SACCOMANNI. *Managing a Market-Led...* p. 239

[89] Securitização é uma operação financeira por meio da qual um conjunto de ativos (bens e direitos) com características similares passam a ser representados por títulos que passam a ser comercializados como representativos daqueles bens ou direitos. (WELSHIMER, Mark J. *Securitization: has it matured? Current Legal Issues Affecting Central Banks*. v. 4, 1997. p. 496.)

[90] Mudanças de expectativas potencializadas pelo desenvolvimento da tecnologia da informação; a velocidade com que se transmitem essas mudanças está na base da volatilidade dos capitais.

[91] PADOA-SCHIOPPA, Tommaso e SACCOMANNI, Fabrizio. *Managing a Market-Led Global Financial System*. p. 246.

[92] Riscos sistêmicos ocorrem quando problemas em uma instituição financeira provocam um impacto tão grande que há uma contaminação das demais instituições, gerando uma crise financeira geral. (PISSENS, Johan. *The Oversight of SWIFT*. In : BIS. *The Contribution of Payment Systems to Financial Stability*. Switzerland: 2000. Disponível em: <http://www.bis.org>. Acesso em: 25/02/2001. p. 55)

[93] PADOA-SCHIOPPA; SACCOMANNI, *op. cit.* p. 249

[94] Um total de U\$ 1.307,8 bilhão de 1991 a 2001. (ORGANIZAÇÃO DE COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Forty Years*, 2002, p. 31).

[95] Um total de U\$ 289,8 mi no período de 1991 a 2001. (*Ibidem*, p. 32.)

[96] Isso apesar dos investimentos privados diretos terem representado mais de 80% do fluxo de capital privado para os países em desenvolvimento nos anos de 2000 e 2001. (Ibidem, p. 34.).

[97] A securitização tanto é importante pelo financiamento direto dos tomadores e pela possibilidade de participação dos credores no capital – equity – quanto pela administração de riscos proporcionada pela securitização de riscos como de taxas de juros e taxa cambial. Contudo, o sistema de supervisão prudencial tem de estar apto a identificar se a seleção de bens e direitos securitizáveis, quando o securitizador são os bancos, não findou por securitizar os melhores bens e direitos, enfraquecendo assim a saúde financeira e se ao atuar apenas como trustee o banco não assume obrigações laterais de garantia do crédito ou do direito securitizado. (WELSHIMER. Securitization. p. 508.)

[98] ALMEIDA, Paulo Roberto de. O Brasil e as Crises Financeiras Internacionais, 1929 a 2001. Cena Internacional, v. 3, n. 2, dez. 2001. quadros 2 e 3.

[99] Ibidem, p. 93.

*Doutor em Direito Internacional pela Universidade de São Paulo. Professor do Programa de Pós-Graduação da Universidade Luterana do Brasil e Professor do Curso de Pós-graduação em Direito da UFSC Advogado

Disponível em: <http://www.ambito-juridico.com.br/site/index.php?n_link=revista_artigos_leitura&artigo_id=701> Acesso em: 05 mar. 2008.