

As Lições de Bretton Woods no Tratamento dos Riscos Macrofinanceiros¹

Marcelo Milan²

RESUMO

Este artigo discute as características regulatórias de Bretton Woods para conter os riscos macrofinanceiros, isto é, os riscos de flutuação nas taxas de câmbio e nas taxas de juros. O objetivo do trabalho é mostrar as vantagens da regulação macrofinanceira frente aos mecanismos descentralizados que viriam a caracterizar o sistema monetário e financeiro internacional no período pós-Bretton Woods. Para tanto, efetua uma revisão crítica da literatura, apontando as diferenças institucionais entre os dois mecanismos. Os eventos que se seguiram ao acordo Bretton Woods sugerem que a regulação administrativa dos riscos macrofinanceiros proporcionou maior estabilidade financeira às economias capitalistas nacionais, com o virtual desaparecimento das crises. Assim, uma eventual reforma do sistema monetário e financeiro internacional deve aumentar a regulação dos fluxos financeiros e mercados cambiais como forma de evitar instabilidade e crises financeiras.

Palavras-chave: Acordo de Bretton Woods, Riscos, Regulação, Finanças.

ABSTRACT

This article discusses the regulatory features of Bretton Woods to contain macro-financial risks, i.e. the risk caused by fluctuations in the exchange rates and interest rates. The objective is to show the advantages of macro-financial regulation in comparison with decentralized mechanisms that have characterized the international monetary and financial system in the post-Bretton Woods period. In order to do that, the article carries out a critical review of the literature, pointing out the institutional differences between the two mechanisms. The events that followed the Bretton Woods regime suggest that administrative regulation of macro-financial risks provided far greater financial stability to national capitalist economies, with the virtual disappearance of crises. Thus, any reform of the international monetary and financial system must increase regulation of financial flows and foreign exchange markets in order to avoid instability and financial crises.

Keywords: Bretton Woods, Risks, Regulation, Finance.

1 Artigo apresentado em 12/09/2015 e aprovado em 16/10/2015.

2 Economista, doutor em Economia pela University of Massachusetts Amherst. Professor da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). E-mail: milan.econ@gmail.com.

Introdução

O ano de 2014 marcou o septuagésimo aniversário da implementação do acordo de Bretton Woods. Considerado um dos mais efetivos sistemas monetários internacionais durante o período em que vigorou, o regime entrou em colapso nos anos 60 e sucumbiu às pressões financeiras no início dos anos 1970. Uma característica pouco discutida na literatura sobre este regime é a capacidade do mesmo em mitigar os riscos macrofinanceiros associados às taxas de câmbio e de juros por meio da regulação e coordenação de políticas entre países. Esta dimensão se torna ainda mais expressiva ao se comparar com o período que se seguiu, com o desenvolvimento dos derivativos financeiros. De acordo com o Banco de Compensações Internacionais (BIS, 2014a), o giro das negociações de derivativos financeiros nas bolsas de valores atingiu US\$ 1,9 quatrilhões ao final de 2013, e o valor nocional dos contratos abertos atingiu US\$ 72,7 trilhões no início de 2014. Segundo a mesma instituição (BIS, 2014b) o mercado de balcão (over-the-counter ou OTC) para os instrumentos derivativos financeiros com contratos abertos atingiu um valor nocional de US\$ 710 trilhões ao final de 2013 e um valor bruto de mercado de US\$ 19 trilhões. Para efeitos de comparação, o maior PIB no mundo, o da União Europeia, foi de US\$ 75 trilhões em 2013 (Banco Mundial, 2014).

Esta rápida expansão dos instrumentos financeiros derivativos resume algumas das principais modificações do capitalismo global desde o fim de Bretton Woods. A reorientação da política econômica no sentido da liberalização e da desregulamentação dos mercados financeiros tem contribuído para o aumento da volatilidade dos preços macrofinanceiros, principalmente as taxas de câmbio e de juros. Ao mesmo tempo, mudanças institucionais conduziram à adoção de uma abordagem de livre mercado para gestão daqueles riscos, com os derivativos potencialmente fornecendo instrumentos para mitigar esses riscos elevados. Substituem, assim, o marco regulatório do pós-guerra com base em controles administrativos impostos pelo acordo de Bretton Woods e pelas respectivas regulações financeiras domésticas. Finalmente, a expansão dos derivativos financeiros contribuiu para o aumento da importância das instituições e mercados financeiros no capitalismo global, constituindo um dos componentes mais dinâmicos da tendência à financeirização.

Este artigo discute o papel do acordo de Bretton Woods na regulação dos riscos macrofinanceiros e procura responder à seguinte questão: quão efetivas foram as regras e normas estabelecidas a partir de Bretton Woods em minimizar os riscos macrofinanceiros e contribuir para um período de relativa estabilidade financeira? Para responder a esta questão, é importante comparar a estabilidade financeira durante Bretton Woods e após o colapso deste regime, sendo então a efetividade medida pelo comportamento destes riscos e da estabilidade financeira ao longo do período. O objetivo do trabalho é proporcionar esta comparação institucional entre duas formas distintas de controle ou gerenciamento dos riscos macrofinanceiros. Outros objetivos incluem apresentar as principais medidas regulatórias que caracterizaram o acordo, entender a transição para o papel das finanças na gestão dos riscos e as lições de Bretton Woods para uma possível reforma do sistema monetário e financeiro internacional. A metodologia se baseia na revisão da literatura sobre a regulação macrofinanceira e gestão descentralizada de riscos. Há elementos convincentes na literatura que apontam para o seguinte resultado: as medidas administrativas acordadas entre os Estados nacionais permitiram reduzir os riscos macrofinanceiros e a ocorrência de crises financeiras no período entre o final da Segunda Guerra Mundial e o início da década de 1970.

O trabalho está organizado da seguinte forma. Na primeira seção são discutidas as principais características do Acordo de Bretton Woods no que tange à regulação dos riscos macrofinanceiros. Em seguida, se apontam algumas razões para o fim do acordo e a ascensão das finanças globais. A terceira seção apresenta algumas lições de Bretton Woods para uma possível reforma do sistema monetário e financeiro internacional. A última seção conclui o artigo.

1. Bretton Woods e a Regulação e Controle dos Riscos Macrofinanceiros

Flutuações nos preços em geral e nos preços financeiros em particular são inerentes a economias capitalistas, e a incerteza fundamental causada por mudanças imprevisíveis nos preços, e a correspondente

variação da renda, é inseparável deste modo de produção. Historicamente, diferentes arranjos institucionais foram introduzidos para minimizar os impactos destas mudanças. O Acordo de Bretton Woods é um destes arranjos e precisa ser entendido também com relação a esta dimensão, que é condição sine qua non para ampliar a acumulação de capital e a produção de mercadorias.

Até o momento em que Richard Nixon decidiu fechar a janela do ouro em agosto de 1971, dois dos riscos macrofinanceiros mais significativos em termos da exposição das empresas capitalistas, a volatilidade da taxa de juros e da taxa de câmbio, eram geridos através de uma complexa teia de coordenação internacional e controles e regulamentos internos. Efetivamente, as taxas de juros e de câmbio têm um caráter genérico relacionados ao papel do dinheiro, das dívidas e do crédito na economia, abrangendo um elevado número de transações e relações monetárias e financeiras. Mesmo considerando que inovações financeiras como os eurodólares e os certificados de depósitos e outras práticas comerciais já contribuía para reduzir a eficácia dos controles de capitais e da regulamentação financeira, por um quarto de século esta regulamentação funcionou da forma esperada. Por outro lado, a existência de diferentes arranjos institucionais para a gestão de riscos financeiros sugere que o *laissez-faire* não é o único, nem necessariamente o mais eficaz, mecanismo de gestão de riscos financeiros no capitalismo. Sugere ainda que os riscos podem ter impactos reverberantes consideráveis nas condições econômicas gerais e logo não podem ser deixados sem cobertura (Banks, 1993 e 1994, Russell, 2008 e Steinherr, 2000).

Em termos da regulação e dos controles dos preços macrofinanceiros, apesar de ser um arranjo multifacetado que incluía várias características institucionais diferentes, como o monitoramento do balanço de pagamentos dos países membros e a provisão de liquidez e apoio financeiro por meio do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco Mundial (BM), o acordo de Bretton Woods tinha dois principais atributos no que tange ao gerenciamento de riscos macrofinanceiros. O acordo estava ancorado em um regime de câmbio fixo mas ajustável atrelado ao dólar e indiretamente ao ouro, e também nos controles sobre entradas e saídas de capitais (Eichengreen, 2000). Apesar das divergências políticas potenciais e do fato

de que o nível da paridade cambial específica foi determinada de forma ad hoc - mas possivelmente não mais do que preços aleatoriamente determinados por mercados financeiros caracterizados por excessos especulativos desestabilizadores - o sistema de taxas fixas mas ajustáveis funcionou relativamente bem durante todo o período, se a ocorrência de crises financeiras é um indicador válido de efetividade.

Os controles impuseram limites ao papel dos mercados financeiros na determinação do preço das moedas internacionais e na modificação das taxas de juros domésticas e, portanto, potencialmente contribuiu para reduzir a volatilidade financeira causada por fluxos especulativos. Esta característica não se torna menos importante pelo fato de os Estados Unidos não adotarem tais controles até 1963, com a introdução do imposto de equalização dos juros (Neely, 1999). Por outro lado, de acordo com Eric Helleiner (1994), o governo dos Estados Unidos apoiou a adoção de tais controles por parte de outros países, reforçando sua eficácia em evitar ajustes de curto prazo das carteira por fluxos transfronteiriços desestabilizadores.

Estas duas características se complementavam, com taxas de câmbio nominais fixas, mas ajustáveis, atuando na prevenção da volatilidade excessiva no preço das moedas, ao mesmo tempo em que restrições sobre o papel potencialmente desestabilizador dos fluxos internacionais de capital promoviam controles do ponto de vista da quantidade de capital especulativo, facilitando a manutenção das taxas determinadas administrativamente. Assim, em vez de plena liberdade de oferta e demanda, as taxas de câmbio foram determinadas por arranjos políticos complexos e por negociação cooperativa, com as instituições dos Estado nacionais coletivamente subordinando as instituições financeiras.

Estes atributos constituem o primeiro e mais importante componente de um regime de regulamentação financeira. No âmbito doméstico, isoladas dos fluxos potencialmente desestabilizadores do capital transnacional de curto prazo, as políticas monetárias poderiam ser destinadas a promover a expansão da acumulação de capital através de taxas de juros mais baixas, e algumas políticas foram explicitamente orientadas no sentido de taxas de juros estáveis, como a Regulação Q e a legislação Glass-Steagall nos Estados Unidos (que foram adotadas para

evitar uma nova Grande Depressão e portanto precederam o acordo de Bretton Woods). Contudo, enquanto um sistema de taxas de câmbio fixas é concebido explicitamente para evitar movimentos voláteis, em conformidade com um regime de gestão de riscos macrofinanceiros e controles *stricto sensu*, a relação não é tão explícita no caso de controle interno das taxas de juros.

É importante enfatizar que, sob a regulamentação financeira, os governos nacionais não assumiam os riscos de variações nos juros ou no câmbio, como se houvesse alguma forma de monopólio sobre o crédito doméstico e as transações internacionais, ou mesmo a socialização de riscos criados com a exposição do governo a perdas financeiras. Os governos nacionais regulavam e controlavam os fluxos financeiros e os preços das moedas de forma a prevenir a criação de volatilidade excessiva de agentes privados em primeiro lugar, considerando-se os potenciais benefícios macroeconômicos (na forma de acumulação ampliada de capital constante e variável) desses controles administrativos.

Assim, tanto a coordenação internacional dos controles de capitais como as paridades cambiais que caracterizavam o acordo de Bretton Woods, complementadas pela regulamentação financeira interna, podem ser pensadas como representando um conjunto de mecanismos administrativos de controles de riscos macrofinanceiros e de rejeição do mecanismo de mercado. O registro histórico sugere que ele foi bem sucedido em amortecer a volatilidade financeira excessiva por um quarto de século, reduzindo o escopo e a viabilidade de grandes crises financeiras, e constituindo-se em um ingrediente do surgimento da Idade de Ouro do capitalismo ocidental³.

Esta característica não pode ser ignorada. Em termos das políticas e instituições do pós-guerra, uma grande ênfase foi dada sobre as políticas macroeconômicas de estabilização da produção e expansão da acumulação como sendo o atributo definidor da contribuição Keynesiana à Idade

3 Como seria de se esperar, os economistas ortodoxos discordam desta avaliação tradicional que interpreta o acordo de Bretton Woods como uma importante fonte de estabilidade financeira que contribuiu para reforçar o crescimento econômico no período pós-II Guerra. Na opinião de Bordo (1993), o que houve foi a ausência de grandes choques - basicamente puro acaso ou sorte - que contribuiu para o sucesso do sistema. Da mesma forma, Marston (1993) argumenta que o sistema criou distorções no funcionamento do sistema financeiro internacional, com diferenciais de taxas de juros excessivas entre os países. Krugman (1993) contesta essa afirmação, argumentando que o atual regime de taxas flutuantes de câmbio e livre circulação de capitais é inerentemente desestabilizador, e que, apesar dos excessos de Bretton Woods, os controles de capital reduziram a característica de risco ou azar moral dos mercados financeiros desregulados e não pode ser dissociada do desempenho econômico sob a Idade de Ouro.

Dourada. No entanto, Minsky (1975) observa que a teoria Keynesiana das flutuações no investimento associadas à instabilidade da renda e do emprego é, antes de tudo, uma teoria financeira. A desconfiança Keynesiana nas políticas de *laissez-faire* influenciou, em maior ou menor grau, as principais políticas e instituições macroeconômicas do pós-Guerra. Estas estavam ancoradas em um papel importante para o governo nacional na estabilização do capitalismo em sentido amplo, que vai além da renda e do emprego e inclui arranjos como o de Bretton Woods e as reformas financeiras domésticas como mecanismos auxiliares. O surgimento de um mercado financeiro relativamente desregulamentado e uma abordagem *laissez-faire* à volatilidade financeira, corroboram, em retrospectiva, esta interpretação.

A este respeito, Cargill (1997) resume o papel dos controles administrativos e a rejeição a uma abordagem *laissez-faire* dos riscos macrofinanceiros no caso da economia norte-americana:

“U.S. policy during the Bretton Woods period had been predicated on the view that competitive financial markets were inherently unstable. As a result, financial policy was designed to limit market forces by administering a rigid exchange rate system at the international level and imposing a wide variety of constraints on portfolio flexibility and interest rate movements at the domestic level.” (Cargill, 1997, p. 193.)

2. O Declínio de Bretton Woods e a Ascensão dos Derivativos: Dos Controles Administrativos ao Gerenciamento dos Riscos

Existem muitas explicações para o declínio de Bretton Woods, considerando aspectos que vão dos desequilíbrios no balanço de pagamentos dos Estados Unidos, passando pelo dilema de Triffin em termos da acumulação de dólares em excesso frente às reservas de ouro e do surgimento do Japão e da Alemanha como potências econômicas concorrentes ao capitalismo norte-americano até os problemas de exportação da inflação norte-americana para a Europa (Eichengreen, 2000). Estas interpretações enfatizam em demasia os aspectos externos e negligenciam importantes problemas de poder e conflitos distributivos

internos. Uma interpretação mais interessante é proposta por Russell (2008). A autora discute a transição para um regime de desregulamentação e liberalização como o resultado de uma grande reação por parte do capital financeiro às regras e normas impostas pelos governos nacionais para baratear o crédito e facilitar a expansão do capital industrial. Esta reação na verdade faz parte de um processo que reflete a existência do que Edward Kane (apud Russell) chama de "a dialética regulatória". A dialética regulatória é a mudança contínua nos mercados financeiros para contornar os regulamentos e as leis existentes, fazendo com que, em seguida, uma nova rodada de regulamentações e controles sejam implementados e levando a novas rodadas de inovações financeiras.

Portanto, de acordo com Russell, um grande conflito distributivo entre as finanças e o capital produtivo está no centro desta transição, com as instituições financeiras introduzindo progressivamente inovações como forma de contornar as regulamentações existentes e obter uma parcela maior dos lucros. Por outro lado, Epstein e Power (2003) apresentam dados sobre a tendência da participação dos rentistas na renda nacional e mostram que a parcela da renda nacional dos rentistas aumentou nos países da OCDE depois que foram implementadas políticas de liberalização financeira e desregulamentação. Mas o estudo não detectou a presença de um conflito distributivo entre rentistas e demais segmentos não financeiros.

Estas mudanças são admitidas mesmo por autores ortodoxos. Cargill (op. cit.) observa que o início das reformas financeiras apoiadas na desregulamentação e liberalização coincidiu com o declínio de Bretton Woods. Como os governos não foram mais capazes de (ou possivelmente não quiseram, sob pressão do lobby dos bancos e instituições financeiras) isolar as flutuações nos preços macrofinanceiros das atividades das finanças privadas, os mercados de câmbio e de crédito se tornaram cada vez mais interligados no início dos anos 1970. As restrições de preços não poderiam ser sustentadas em apenas um conjunto de mercados, com o conseqüente abandono da regulação. Independentemente das causas, o fim do regime de regulação financeira e a emergência de mercados financeiros cada vez mais desregulamentados trouxeram um aumento substancial na volatilidade. Estas mudanças ampliaram as interconexões financeiras entre os diferentes mercados. Erik Banks destaca as conexões entre as taxas de câmbio e as

taxas de juros após Bretton Woods, e como a volatilidade exacerbada em um mercado é transmitida para o outro:

“From a risk perspective, the collapse of the Bretton Woods Agreement was (and remains) significant. As will be explored below, the relationship between spot and forward foreign exchange rates is tied to interest rates and interest rate differentials between countries. With a system of freely floating exchange rates, one would expect much greater movements in underlying interest rates. The shift from a fixed to a floating rate regime has increased market movements in both currencies and interest rates to levels previously unknown in banking.”(Banks, 1993, p. 4)

Marston (1993) também reconhece a diferença fundamental entre os dois regimes, os impactos sobre a composição de ativos, e a consequente necessidade de se proteger contra os novos níveis de risco depois de Bretton Woods:

“After almost twenty years’ experience with flexible exchange rates, many observers have begun to look back nostalgically at the Bretton Woods period of fixed exchange rates. The exchange rate stability offered by the Bretton Woods system of fixed rates helped facilitate investment and trade decisions by reducing one potentially important source of risk. In the period since exchange rates became flexible in 1973, this stability has been replaced by a high degree of short-term volatility like that found in commodity or equity markets. Unhedged positions in any particular currency have resulted in unanticipated gains and losses that far exceed those experienced under Bretton Woods.” (Marston, op. cit., p. 515)

Banks (1994) destaca as perdas potenciais associadas às flutuações nos preços macrofinanceiros, justificando a existência de algum mecanismo de controle de risco. O autor também aponta as ligações entre derivativos financeiros e movimentos substanciais nos preços macrofinanceiros:

“Market risk, in simple form, can be defined as the risk of loss due to movement in market prices or rates (...). Market risk exists

because interest rates, currency rates, stock prices, index levels or commodity prices governing a given derivatives transactions fluctuate (...). If there was no movement (or no movement of substance) in any of these indicators, there would be no concern over market risk (and, in reality, little use for derivatives products, since these instruments seek to take advantage of, or provide protection against, market movements)." (Banks, 1994, p. 29)

É neste quadro de ampliação da volatilidade financeira a partir do fim dos controles de Bretton Woods que os derivativos financeiros surgem⁴. A expansão exponencial dos derivativos financeiros, desde principalmente os anos 1980, levou alguns autores a compará-los à revolução industrial, apontando para um desenvolvimento inovador nos mercados financeiros (Steinherr, 2000). Normalmente, a razão apresentada pelos economistas ortodoxos para este desempenho vigoroso é que os derivativos seriam instrumentos importantes de gestão de risco em um contexto de aumento das flutuações nos preços macrofinanceiros, agregando valor para os usuários finais (Scholes, 1998, Miller, 1997).

Isto sugere que uma regulação financeira efetiva, na medida em que impede, a priori, "movimentos substanciais" em algumas variáveis macroeconômicas, como taxas de câmbio e taxas de juros, pode tornar os riscos de mercado insignificantes, e evitar a necessidade de contratos privados para gerenciar ex post os riscos financeiros. É possível então argumentar que os instrumentos derivativos foram criados como uma resposta ao aumento da volatilidade financeira decorrente do desaparecimento dos marcos regulatórios de Bretton Woods, bem como dos aparatos regulatórios nacionais⁵. Efetivamente, a quase totalidade das transações com derivativos financeiros envolvem contratos relacionados a taxas de juros e taxas de câmbio. Se este for o caso, é possível argumentar que a criação de mercados financeiros futuros para as taxas de câmbio pelo Mercado Monetário Internacional da Bolsa Mercantil de Chicago em 1972

4 Segundo Swan (2000), os derivativos são tão antigos quanto o dinheiro. Há registros de transações similares aos derivativos envolvendo mercados futuros para mercadorias primárias que ocorreram 4.000 anos atrás na Mesopotâmia. Desde então, os contratos evoluíram de operações dispersas para mercados cada vez mais organizados com instrumentos sofisticados. No entanto, na maior parte do tempo, as operações subjacentes envolviam apenas mercadorias primárias, não instrumentos financeiros.

5 O economista ortodoxo de Chicago Merton Miller (1997) propõe uma outra alternativa, afirmando que alguns destes desenvolvimentos, principalmente os que tratam da volatilidade nos mercados de ações, já estavam avançados antes do fim de Bretton Woods, mas não foram implementadas por razões burocráticas. Ainda mais interessante, o autor considera que as inovações não respondiam a demandas por proteção contra riscos, mas a negócios pouco atrativos nos mercados tradicionais de produtos primários.

marcou a transição de um regime de gestão de riscos macrofinanceiros baseado em regulação e controles, para um novo regime em que a gestão de riscos é privada, por meio do uso de derivativos. Sob o último, os riscos financeiros são tomadas como dados, e depois são precificados e negociados nos mercados de derivativos.

Derivativos são geralmente definidos como contratos financeiros cujo valor e retorno são derivados de um instrumento ou transações subjacente, como títulos que rendem juros ou contratos de câmbio. Os contratos são estruturados de tal forma que as mudanças no valor de variáveis subjacentes são sempre opostas ao valor dos derivativos, fornecendo um mecanismo de cobertura que torna as transações financeiras menos sensíveis às flutuações dos preços. Perdas na variável subjacente são compensadas por ganhos em contratos de derivativos e vice-versa. Da mesma forma, sem uma exposição aos riscos, os derivativos podem ser empregados para especulação sobre variações futuras nos preços. Estes instrumentos podem ser negociados através de contratos privados em mercados desregulamentados (de balcão) com produtos personalizados, ou em bolsas organizadas, com contratos padronizados e liquidação prestados via câmaras de compensação. As empresas expostas a riscos financeiros - ou dispostas a especular ou se envolver em arbitragem, por exemplo - podem comprar o seguro entrando em um contrato, intermediado por instituição financeira, com uma parte disposta a assumir esses riscos. Os derivativos gerenciam os riscos separando-os da variável subjacente e vendendo-os a agentes dispostos a absorver esses riscos ou ainda repassá-los através do sistema financeiro. Ou seja, com derivados os riscos são cobertos pela sua transferência para um portador diferente, não por sua eliminação. As transações entre agentes privados por si só determinam os preços financeiros relevantes, os fluxos financeiros e os instrumentos financeiros para lidar com a volatilidade resultante. Ou seja, sob os derivativos a tendência à mercantilização característica do capitalismo é levada às últimas consequências, e mesmo o risco vira mercadoria.

Feitas as diferenciações, é importante agora entender quão efetivos estes mecanismos são em mitigar os riscos macrofinanceiros e como eles afetam a estabilidade financeira e o ambiente financeiro internacional.

3. Riscos Macrofinanceiros, Crises Financeiras e a Reforma do Sistema Monetário e Financeiro

A discussão anterior pode ser resumida na ênfase à diferença mais importante entre a regulação e os controles dos riscos macrofinanceiros sob Bretton Woods e a administração financeira individual sob a abordagem laissez-faire ancorada em instrumentos financeiros derivativos. A primeira tenta conter a volatilidade financeira, diminuindo a fonte do risco: a liberdade de ação da finança privada. A regulação e os controles evitam ajustes instantâneos de carteiras e fluxos potencialmente desestabilizadores de fundos, usando controles de quantidade que inibem a volatilidade de preços e a fixação direta de preços macrofinanceiros. Os derivativos financeiros funcionam por meio de contratos cujo valor muda quando o preço de alguns preços financeiros mudar, compensando o impacto deste último sobre os compromissos financeiros contratados. Sob os derivativos, os riscos não são reduzidos, apenas compensados por meio da redistribuição a um maior número potencial de carteiras, potencialmente diluindo o processo de assunção de risco. Contudo, a experiência pós-Bretton Woods aponta para resultados distintos.

Além das tendências de elevação da participação dos rentistas na renda nacional e da volatilidade financeira, o período pós-Bretton Woods se caracteriza por uma elevação na frequência de episódios de crises financeiras, retomando um padrão histórico que só foi interrompido pelo período de regulação e controles, como admitem mesmo os economistas ortodoxos (Reinhart e Rogoff, 2009 e Allen e Gale, 2007). E os derivativos financeiros, que deveriam minorar a possibilidade de crises ao isolar as decisões financeiras da volatilidade financeira, parecem ter contribuído substancialmente para o aumento das crises. Na crise de 2007-2008 uma variedade específica de derivativo foi de fundamental importância para a eclosão e alastramento da mesma: os derivativos de crédito (CDS), além de outros instrumentos mais exóticos como obrigações colateralizadas de dívida (CDO) e obrigações hipotecárias colateralizadas (CMO). Inovações financeiras podem permitir burlar a legislação, nos moldes da dialética regulatória, mas não têm sido efetivas em minimizar riscos e proporcionar maior estabilidade financeira às economias capitalistas.

Steinherr (op. cit.) aponta para a tomada excessiva de risco provocada por esses instrumentos, contribuindo para um maior potencial de fragilidade financeira e aumento dos riscos sistêmicos, principalmente nos mercados de balcão, e a necessidade de políticas regulatórias adequadas. Em termos das atividades especulativas facilitadas pelos derivativos, ele afirma que é difícil distinguir entre hedge (cobertura de risco) e atividades especulativas, mas que a especulação alavancada pelos derivativos pode ser desestabilizadora, como mostram a ruptura do Sistema Monetário Europeu (SME) em 1992, e o colapso do Banco Barings em 1995. Ele também aponta para o potencial de destruição do capital e desencorajamento de investimentos provocada pela desestabilização induzida por maior especulação com derivativos. Ou seja, os derivativos financeiros não se mostraram efetivos em proporcionar estabilidade financeira ao nível sistêmico e gerenciamento mais efetivo dos riscos ao nível das empresas capitalistas. Este fracasso aponta para a necessidade de se reformar o sistema monetário e financeiro internacional, assumindo que transformações estruturais mais profundas não estejam no horizonte político da sociedade.

Há inúmeras propostas de reforma defendendo a necessidade de mecanismos para tratar desta crescente instabilidade financeira internacional e doméstica desde os anos 1970. Eichengreen (1999) defende a construção de uma nova arquitetura financeira global. Crotty e Epstein (1996) apontam para as vantagens da imposição de controles de capitais. Eatwell e Taylor (2000) mostram a necessidade de se regular as finanças globais. Kaufman (1999) discute a importância de incorporar explicitamente o controle de flutuações nos preços dos ativos financeiros na política monetária. Outros autores propõem a adoção de impostos prudenciais como a taxa Tobin (Dodd, 2003). Os instrumentos derivativos, vistos como formas de mitigar os efeitos destas ocorrências no plano das unidades capitalistas individuais, permitem também exacerbá-las por meio de posições especulativas. A grande questão que estas propostas colocam trata da como reduzir riscos macrofinanceiros por meio da retomada de mecanismos administrativos. As lições de Bretton Woods precisam ser reaprendidas, em um novo contexto, com diferentes instituições, diferentes instrumentos e diferentes hierarquias da riqueza na economia mundial.

Ou seja, na eventual impossibilidade política, nunca técnica, de uma regulação financeira mais comprometida por parte dos governos, principalmente dos países desenvolvidos, os derivativos financeiros poderiam assumir um papel na cobertura de riscos financeiros dos segmentos expostos. Mas é importante ressaltar que, na medida em que os contratos de derivativos fornecem técnicas de cobertura de risco financeiro potencialmente eficazes, eles o fazem para os riscos que não seriam tão elevados no caso de um regime de regulação de riscos financeiros nos moldes de Bretton Woods. Ou seja, os riscos potencialmente cobertos pelos derivativos poderiam ser fortemente reduzidos por um conjunto diferente de regras e normas financeiras que permitam domar a volatilidade em primeiro lugar. Este deve ser um objetivo de qualquer reforma que considere seriamente as lições de Bretton Woods.

Conclusão

A introdução dos contratos derivativos para gerenciar riscos macrofinanceiros após a implosão de Bretton Woods apresentou, até o momento, um fraco desempenho. A eclosão cada vez mais frequente de crises financeiras e a ampliação da volatilidade e das atividades especulativas sugerem um fracasso destes instrumentos. Assim, se mercados financeiros desregulamentados e liberalizados não conseguem criar mecanismos mais eficazes para lidar com o aumento da volatilidade financeira e as suas consequências, nem gerar um ambiente propício para a estabilidade financeira e retomada da acumulação de capital de forma consistentemente superiores aos alcançados no âmbito do acordo de Bretton Woods, eles devem ser rejeitados. Adicionalmente, estes resultados sugerem uma debilidade fundamental na filosofia do livre mercado que informa a desregulamentação e a liberalização do mercado financeiro e promove o caso de um reduzido envolvimento do Estado na regulação dos preços macrofinanceiros mais relevantes para as economias capitalistas. Reformas que ampliem a regulamentação e reduzam o espaço para atividades especulativas devem ser implementadas com o objetivo de reduzir a instabilidade financeira e a quantidade de crises, que tendem a gerar impactos negativos sobre a classe trabalhadora.

A história financeira recente sugere que os riscos macrofinanceiros, ampliados pela própria liberalização e desregulamentação, têm uma profunda importância para a atividade econômica, e que os mecanismos de mercado não são efetivos no tratamento dos mesmos. Os controles administrativos sobre os mercados de câmbio e monetário, em um ambiente de insuficiência democrática e de transparência e responsabilidade social, se tornam mais necessários a cada nova crise, mas cada vez menos factíveis pelas próprias condições políticas de domínio das finanças. E esta é eminentemente uma decisão política, que aponta para as questões de poder envolvendo os Estados nacionais, seus governos, e seus diferentes segmentos econômicos. A desregulamentação e liberalização, em si decisões políticas, mesmo quando tomadas em um contexto de mudança tecnológica, permitiram elevar a renda dos segmentos rentistas das finanças. O elevado volume de transações nos mercados derivativos, ilustrado na introdução, aponta para o enorme poder financeiro detido por este segmento, sem que uma contrapartida em termos de desempenho econômico (acumulação de capital e produção de mercadorias) tenha sido proporcionada. A reforma do sistema monetário e financeiro internacional, também política, deve reregular e controlar os fluxos de capitais e os mercados cambiais para estimular a atividade econômica real e minimizar a especulação enquanto medidas mais permanentes não sejam vislumbradas no horizonte.

Referências Bibliográficas

Allen, F. e Gale, D. *Understanding Financial Crises*. Oxford: Oxford University Press, 2007.

Banco Mundial. World Development Indicators. Acesso em 10/06/2014. Disponível em: <http://data.worldbank.org/sites/default/files/wdi-2014-book.pdf>, 2014.

Bank for International Settlements (BIS). Exchange-traded derivatives statistics. Acesso em 10/06/2014. <http://www.bis.org/statistics/extderiv.htm>. 2014a.

Bank for International Settlements (BIS). OTC derivatives statistics at end-December 2013. Acesso em 10/05/2014. Disponível em: http://www.bis.org/publ/otc_hy1405.pdf. 2014b.

Banks, E. *Volatility and Credit Risk in the Capital Markets - Assessing and managing Financial Instrument Risk and Off-Balance Sheet Operations*. Chicago: Probus Publishing Company, 1993.

- Banks, E. *Complex Derivatives: Understanding and Managing the Risks of Exotic Options, Complex Swaps, Warrants and other Synthetic Derivatives*. Chicago: Probus Publishing Company, 1994.
- Bordo, M. The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview. In: Bordo e Eichengreen (eds.), 1993.
- Bordo, M. e Eichengreen (eds.) *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons For International Monetary Reform*. Chicago, The University of Chicago Press, 1993.
- Cargill, T. F. US Financial Policy in the Post-Bretton Woods Period. In: Dowd, K. and Timberlake, R. (eds.) *Money and the National State. The Financial Revolution, Government and the World Monetary System*. New Brunswick: Transaction Publishers for the Independent Institute, 1997.
- Crotty, J. and Epstein, G. In Defense of Capital Controls. *The Socialist Register*, Vol. 32, p. 118-149, 1996.
- Dodd, R. Lessons for Tobin Tax Advocates: The Politics of Policy and the Economics of Market Micro-structure. In: Weaver, J., Dodd, R. and Baker, J. (eds). *Debating the Tobin Tax: New Rules for Global Finance*. Washington, DC: New Rules for Global Finance Coalition, 2003.
- Eatwell, J. and Taylor, L. *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*. Nova York: The New Press, 2000.
- Epstein, G. e Power, D. Rentier Incomes and Financial Crises: An Empirical Examination of Trends and Cycles in Some OECD Countries. *Canadian Journal of Development Studies / Revue canadienne d'études du développement*, Volume 24, Issue 2, p. 229-248, 2003.
- Eichengreen, B. *Toward a New International Financial Architecture*. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 1999.
- Eichengreen, B. *A Globalização do Capital*. São Paulo: Editora 34 Ltda, 2000.
- Helleiner, E. *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*. Cornell: Cornell University Press, 1994.
- Kaufman, H. Protecting Against the Next Financial Crisis: The Need to Reform Global Financial Oversight, the IMF, and Monetary Policy Goals. *Business Economics*, July, Vol. 34, 3, p. 56-64, 1999.
- Marston, R. Interest Differentials under Bretton Woods and the Post-Bretton Woods Float: The Effects of Capital Controls and Exchange Risk. In: Bordo e Eichengreen (eds.), 1993.
- Miller, M. *Merton Miller on Derivatives*. New York, John Wiley and Sons, 1997.
- Neely, C. *An Introduction to Capital Controls*. Review, Federal Reserve Bank of Saint-Louis, November-December, 1999.
- Reinhart, C. e Rogoff, K. *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press, 2009.
- Russell, E. D. *New Deal Banking Reforms and Keynesian Welfare State Capitalism*. Londres: Routledge, 2008.
- Scholes, M. Derivatives in a Dynamic Environment. *American Economic Review*, Vol. 88, nº03, June, 1998.
- Steinherr, A. *Derivatives: The Wild Beast of Finance. A Path to Effective Globalization?* Chichester, John Wiley and Sons, 2000.
- Swan, E. *Building the Global Market: A 4000 Year History of Derivatives*. Londres: Kluwer Law International, 2000.