

O PODER FINANCEIRO DOS ESTADOS UNIDOS NO PADRÃO MONETÁRIO DÓLAR-FLEXÍVEL

Nome: Maurício Metri

Filiação institucional: Doutorando no Instituto de Economia da U.F.R.J.

Endereço: Rua Pompeu Loureiro, 44/102 – Copacabana - Rio de Janeiro/RJ - CEP: 22061-000

Telefone/fax: (21) 2255-6956

Endereço eletrônico: mmetri@terra.com.br

O Poder Financeiro dos Estados Unidos no Padrão Monetário Dólar-Flexível

1 – Resumo

O propósito desse artigo é investigar a inserção dos Estados Unidos no atual sistema monetário internacional, o padrão dólar-flexível, o qual vem permitindo a esse país desfrutar de uma enorme capacidade de endividamento externo e público sem contrapartidas de qualquer natureza sobre a condução de sua política econômica.

2 – Abstract

The propose of this article is to study the way that north-American economic is inserted in the current international monetary system, which allows this country to get huge public and external deficits, without interfering in your own economic policy.

3 - Introdução

Os últimos trinta e cinco anos exibiram consideráveis transformações, sobretudo, no mundo das finanças internacionais. Desenvolveu-se com vigor um novo sistema monetário internacional, marcado pela ausência de qualquer tipo de lastro para a principal moeda de referência internacional, pela desregulamentação das mais importantes praças financeiras do mundo e, ainda, pela enorme liberdade gozada pelos movimentos de capitais financeiros, agora alforriados das suas antigas amarras legais e institucionais.

Como resultado do modo de operação desse sistema, os Estados Unidos têm sido extremamente beneficiados, pois desfrutam de considerável liberdade para a condução de suas políticas monetária, fiscal e cambial. Nesse sistema, diferentemente dos anteriores, o padrão libra-ouro e o regime de Bretton Woods, inexistem mecanismos que pressionem o país emissor da moeda-chave a corrigir seus gigantescos desequilíbrios em conta corrente.¹

O objetivo desse artigo é examinar a inserção da economia norte-americana no atual sistema monetário internacional. Inserção esta caracterizada por enormes assimetrias econômico-financeiras, cuja principal expressão é a enorme capacidade de endividamento externo e público deste país.

¹ Ver Serrano (2002).

Assume-se a hipótese central de que a inserção da economia norte-americana no padrão dólar-flexível assenta-se na existência de uma hierarquia monetária bem definida dentro do sistema financeiro internacional, em cuja posição de destaque está o dólar. A novidade em relação aos padrões monetários anteriores, no entanto, é que a aceitação do dólar como divisa-chave do sistema não se baseia mais em sua capacidade de preservar de modo estável seu poder de compra ao longo do tempo, mas baseia-se no acesso aos mercados mais líquidos e profundos que esta moeda proporciona aos agentes econômicos. O sistema financeiro dos Estados Unidos, como mais importante e desenvolvido espaço de valorização e reprodução do capital financeiro internacional, e os títulos da dívida pública norte-americana, como mais nobres ativos financeiros do sistema internacional, preservam o dólar como a mais importante moeda de referência mundial, ao mesmo tempo em que permitem à economia norte-americana captar a liquidez necessária à manutenção de seus crônicos déficits em transações correntes. Isso a despeito das desvalorizações no poder de compra da moeda norte-americana em relação às outras moedas e ativos (basta ver o comportamento dos mercados de câmbio nos últimos trinta anos). Nesse sentido, o dólar deve ser entendido como uma moeda financeira², cuja função principal é a de mais importante moeda de denominação contratual das finanças internacionais.

Para desenvolver tais idéias, este artigo está estruturado da seguinte forma. Na próxima secção, são examinadas em maiores detalhes as transformações das últimas três décadas por que passou o sistema monetário internacional, com destaque para a recente expansão financeira, por um lado, e o novo papel cumprido pelo dólar como divisa-chave no atual sistema monetário internacional, por outro. Na quinta secção, busca-se analisar os alicerces do dólar como moeda financeira, mais especificamente o papel exercido pelo sistema financeiro norte-americano e pela dívida pública dos Estados Unidos e, em última instância, a posição insular deste país como maior potência militar do mundo. Na sexta secção, apreende-se as vantagens desfrutadas pela economia dos Estados Unidos no atual sistema monetário, decorrentes de sua inserção particular. Por último, faz-se uma breve conclusão.

² Conceito desenvolvido por Tavares & Melin (1997).

4 - Expansão Financeira e Hierarquia Monetária no Padrão Dólar-Flexível

As últimas duas décadas do século XX consagraram definitivamente a tendência emergente nos anos sessenta e setenta: a de uma restauração liberal da ordem *financeira* internacional. Um verdadeiro retorno às intenções do imediato pós-guerra, abortadas em 1947, pelo então presidente norte-americano Harry Truman, em razão da instabilidade política e econômica no continente europeu.

Essa restauração liberal vem sendo mascarada por interpretações simplistas e utópicas sobre a recente expansão financeira, cuja expressão consagrada e pouco rigorosa que passou a dominar o debate econômico internacional foi a da globalização. Sua interpretação mais comum, amplamente difundida nos anos oitenta e noventa, advoga a sua inexorabilidade e o desenvolvimento convergente e harmonizador entre as diversas nações do mundo a partir da plena integração do sistema econômico internacional, vale dizer, a partir da completa vinculação dos mais variados mercados nacionais, que ampliam suas fronteiras para além de seus espaços geográficos. Para tanto, há que se impedir as interferências deletérias do poder político, no sentido de que as decisões dos Estados não podem contaminar o bom funcionamento dos mercados. Aqueles devem estar aptos a garantir que estes trabalhem livremente, porque os mercados são a única instituição capaz de promover de forma eficiente o bem-estar social, justamente quando suas forças se encontram alforriadas dos marcos legais e institucionais criados pelo poder político.

Na realidade, a globalização deve ser compreendida como um fenômeno restrito à esfera financeira, aonde o processo de acumulação e valorização do capital vem mostrando imenso dinamismo, e onde os marcos legais e institucionais estão sendo radicalmente alterados pelo poder político consolidado. Por outro lado, as expansões financeiras não são um fenômeno novo ou uma etapa mais avançada do desenvolvimento do capitalismo mundial. “Ao contrário, [o capital financeiro] é um fenômeno recorrente, que marcou a era capitalista desde seus primórdios, na Europa do fim da Idade Média e início da era moderna.” (Arrighi, 1994: prefácio, pp. IX).

Dentro desta perspectiva, a atual expansão financeira não se configura como uma tendência inexorável do capitalismo, mas, sim, como um fenômeno essencialmente ligado: i) ao processo de expansão e concentração da riqueza mundial; e ii) à competição interestatal, que não somente molda as orientações geopolíticas e geoeconômicas dos Estados, como também impulsiona a própria expansão financeira, através das dívidas públicas nacionais.

Esta rápida periodização [das etapas da expansão da globalização] não deixa lugar para dúvidas: as relações entre o poder político e o poder do dinheiro constituem-se no núcleo gerador da energia que move a globalização. Mas isto não se restringe ao reconhecimento de que foram políticas as decisões dos estados nacionais que aplainaram o caminho da riqueza financeira. O mais importante e decisivo é o reconhecimento do papel cumprido pela competição entre os estados nos processos simultâneos de centralização do poder e do capital que caracterizaram os vinte e cinco anos posteriores ao fim de Bretton Woods e ao início da ‘crise da hegemonia norte-americana’. (Fiori, 1997: 92).

O que nos interessa observar é que a expansão financeira recente vem consolidando e reforçando a existência de hierarquias entre as diferentes nações do mundo. O acirramento da competição interestatal nos últimos trinta anos tornou as relações de poder entre os diferentes Estados nacionais ainda mais assimétricas. No campo das finanças internacionais, o dólar não só reafirmou sua posição de destaque na hierarquia do sistema monetário internacional³, como também mudou qualitativamente a forma como os EUA se inserem na economia mundial, o que vem proporcionando a este país um gigantesco grau de liberdade para conduzir seus desequilíbrios macroeconômicos e para gerir o sistema monetário internacional.

Do ponto de vista da divisa-chave, durante o regime monetário de Bretton Woods, o governo norte-americano não podia desvalorizar o dólar em relação ao seu lastro, pois assim se sucederiam fugas significativas das posições em dólar para outros ativos capazes de preservar o poder de compra da riqueza financeira. Também, não podiam acumular continuados déficits em transações correntes, a fim de se evitar pressões sobre a paridade dólar-ouro, que decorreriam do descasamento contínuo entre passivos e ativos no balanço de pagamentos dos EUA. A rigidez da taxa de câmbio dólar-ouro e o comprometimento das autoridades norte-americanas na defesa dessa taxa constituíram-se peças fundamentais para a aceitação do dólar como a divisa-chave do sistema monetário internacional⁴.

Diferentemente, no atual sistema monetário internacional, o dólar-flexível, a moeda central não precisa funcionar como um rígido padrão de valor e, assim, servir de principal reserva de valor do sistema. Nos dias de hoje, o dólar atua como a mais importante moeda de

³ A bem sucedida diplomacia do dólar forte, inaugura em 1979. Maiores detalhes ver Tavares (1985).

⁴ Isso não quer dizer que a expansão da liquidez em dólares do sistema acompanhasse passo a passo a expansão da oferta de ouro mundial. Pelo contrário, tanto em Bretton Woods quanto no padrão Libra-ouro, as reservas em ouro correspondiam a menos da metade do volume de divisa-chave no sistema. O relevante era a avaliação, pelos proprietários da riqueza financeira, de que as autoridades públicas estavam comprometidas com a defesa da paridade fixa entra a divisa-chave e seu lastro. Maiores detalhes ver Metri (2003).

denominação contratual. Pode alterar seu poder de compra em relação a qualquer outro ativo e/ou moeda do sistema, sem que haja um questionamento de sua posição na hierarquia monetária internacional. No geral, quando os ativos financeiros estão denominados em dólares, seus proprietários obtêm acesso aos mercados mais líquidos e seguros do mundo, com as mais amplas possibilidades de investimentos, uma vez que as qualidades de qualquer ativo financeiro se alteram conforme seja sua referência monetária. Deste modo, o dólar cumpre no atual sistema a função de principal moeda de denominação contratual (moeda financeira) e não mais a de um padrão monetário rígido, em Bretton Woods.⁵

Estas transformações nas funções exercidas pelo dólar no SMI deram-se simultaneamente a profundas mudanças do próprio sistema financeiro internacional, o qual se tornou um sistema marcado pela extrema volatilidade da grande maioria dos preços praticados nos mais importantes mercados financeiros internacionais. Destacam-se aí dois importantes processos que ocorreram conjuntamente em quase todo o mundo. O primeiro diz respeito à liberalização dos fluxos financeiros internacionais, que significa dizer a remoção dos controles sobre os movimentos financeiros entre residentes e não-residentes. O segundo processo é o da desregulamentação dos sistemas financeiros nacionais, que quer dizer a redução das restrições internas, de natureza legal e institucional, às atividades financeiras, de modo a padronizar e homogeneizar minimamente as condições de funcionamento dos sistemas financeiros nacionais.⁶

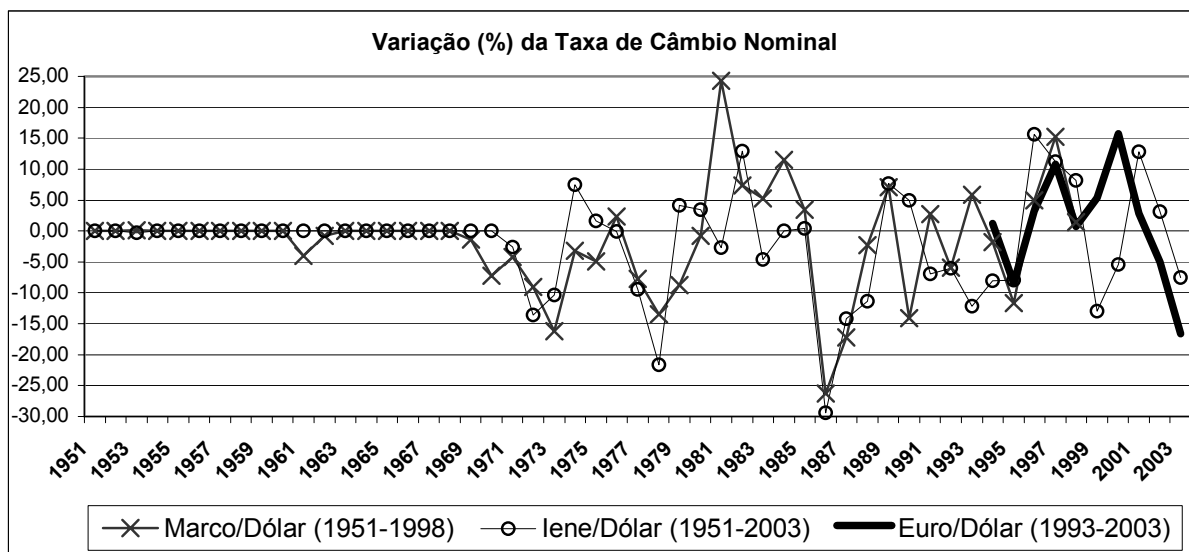
Houve, como efeito de ambos os processos, uma gigantesca explosão do volume e da mobilidade dos fluxos de capitais, cujo desdobramento mais preciso é a enorme instabilidade cambial entre as principais moedas do mundo (dólar, marco (euro) e iene) a partir de meados dos anos setenta e, com maior vigor, nos anos oitenta e noventa, como mostra o gráfico 01.

Se, por um lado, as taxas de câmbio passaram a apresentar uma desmedida volatilidade em função dos acentuados movimentos de capitais, as taxas de juros tornaram-se o principal instrumento de estabilização dos fluxos financeiros e dos próprios mercados nacionais de câmbio. Averigua-se, portanto, uma forte conexão juros-câmbio, cuja principal marca é uma considerável instabilidade de ambos, em razão das dificuldades das autoridades monetárias em controlar os desmedidos fluxos de capitais financeiros.

⁵ Maiores detalhes ver Tavres & Melin (1997).

⁶ A liberalização dos fluxos financeiros tem como importante marco o programa norte-americano de 1974. Já o processo de desregulamentação tem como grandes referências o conhecido *Mayday*, do dia 1º de maio de 1975, nos EUA e o famoso *Big Bang*, de 1983 a outubro de 1986, na Inglaterra.

GRÁFICO 01



Fonte dos dados: *The University of British Columbia – Sauder Scholl of Business - Pacific Exchange Rate Service – Database Retrieval System* (<http://fx.sauder.ubc.ca/data.html>).

Como consequência deste ambiente econômico, os agentes econômicos passaram a buscar ativamente instrumentos de proteção (*hedge*). Ocorreu uma explosão das inovações financeiras, as quais foram acompanhadas pela expansão e diversificação do estoque de ativos disponíveis nos mais variados mercados. Um bom exemplo dessas transformações é o surgimento dos mercados de derivativos financeiros, mais precisamente em 1972⁷, quando a bolsa de mercadorias *Chicago Mercantile Exchange* lançou um contrato futuro de moedas, o primeiro contrato futuro financeiro. Por sua vez, em 1975, a *Chicago Board of Trade* lançou o primeiro contrato futuro de taxa de juros. E, em meados dos anos noventa, podia-se notar 65 bolsas especializadas em derivativos financeiros operando em todo o mundo (Roberts, 2000). Em resumo, “Os derivativos representam uma resposta de mercado à instabilidade das expectativas e ao acúmulo das incertezas de curto prazo.” (Farhi, 1998: 06).

Neste novo contexto, a estabilidade das paridades cambiais passou a depender de outros fundamentos. Durante o período de Bretton Woods, devido aos controles sobre os fluxos de capitais especulativos, os movimentos nas taxas de câmbio acompanhavam notadamente os saldos em transações correntes, e as taxas de juros internas podiam ser definidas em patamares diferentes daqueles praticados nos mercados internacionais. No atual padrão monetário, o

⁷ Justamente após a ruptura dos acordos de Bretton Woods em 1971.

processo de determinação da taxa de câmbio modificou-se sensivelmente. José Carlos Miranda expõe a essência dessa nova dinâmica na seguinte passagem:

A sustentabilidade das paridades bilaterais ao longo do tempo tem a ver com o grau de endividamento permitido aos agentes econômicos de cada país pelos mercados de divisas e de ativos, em função direta da avaliação que fazem do risco de cada uma das economias nacionais. E, nesta avaliação, os fundamentos macroeconômicos (déficits fiscal e em conta-corrente) têm peso relativo bastante diferenciado de acordo com o grau de conversibilidade das diversas moedas nacionais e com o volume de contratos de débito e de crédito denominado por cada uma delas nos mercados de câmbio e de títulos em geral. (Miranda, 1997: 249).

O ponto central aqui é o grau de conversibilidade da moeda de cada país, pois a capacidade de endividamento permitido aos agentes econômicos de um país está relacionada a ele, vale dizer, à posição da sua moeda na hierarquia monetária do sistema. Em outras palavras, há uma percepção de riscos distintos entre as economias nacionais em razão dos diferentes graus de conversibilidade das moedas nacionais. Por conseguinte, a remuneração exigida será assimétrica, já que a taxa de remuneração requerida é função direta da percepção do risco envolvido na operação. Existem, portanto, diferentes graus de liberdade para o estabelecimento das taxa de juros básicas praticadas internamente em cada economia.

Prevalece no sistema financeiro *internacional* uma hierarquia bem definida e fortemente consolidada entre os diversos sistemas financeiros *nacionais*, expressa em parte pelos diferentes graus de liberdade para política monetária permitidos pelos mercados de divisas e de ativos.

Esse ponto tem importantes implicações sobre a competição interestatal, já que diferentes posições nesta hierarquia, correspondem a distintas formas de inserção no sistema internacional, o que determina, por sua vez, maiores ou menores oportunidades para condução das políticas nacionais de desenvolvimento.

Acompanhando a afirmação de José Carlos Miranda de que “A evidência empírica é de dominância incontestada dos instrumentos financeiros em dólar, seguindo-se aqueles em marco, iene, libra esterlina.” (Mirando, 1997: 249), pretende-se, agora, indagar quais seriam os alicerces que asseguram ao dólar o topo desta hierarquia, já que não é mais o compromisso das autoridades monetárias norte-americanas na defesa da paridade do dólar com o ouro, relíquia que não existe mais.

5 - Os Alicerces do Poder Financeiro Norte-americano

Como moeda financeira, no sentido discutido anteriormente, o dólar hoje apresenta alicerces diferentes daqueles utilizados pelas divisas-chaves nos padrões monetários anteriores. Destacam-se dois: o sistema financeiro e os títulos da dívida pública dos Estados Unidos. Considera-se que, em última instância, a reconstrução do poder financeiro norte-americano nas últimas três décadas está relacionada à sua vitória no campo das armas, ou seja, à sua incontestável superioridade militar após a extinção da URSS em 1991. Do ponto de vista teórico-analítico, repõe-se o enigma da relação entre o poder das armas e o poder do dinheiro no centro do debate da economia política das relações internacionais.

O Sistema Financeiro dos EUA

Particularidades dos sistemas financeiros nacionais (como o grau de desenvolvimento e de profundidade do sistema, a moeda de denominação contratual com a qual o sistema trabalha e o grau de concorrência ali presente) são elementos considerados importantes pelos agentes para formar suas decisões referentes à composição de seus *portfólios*⁸.

O mais vigoroso sistema financeiro *nacional* do planeta é o dos EUA, cuja principal praça é a de Nova York. “A escala de seus mercados de capitais e monetário [Wall Street] torna diminutos os outros centros, embora a maioria dos títulos e ações seja doméstica e não internacional.” (Roberts, 2000: 120).

Além de tamanho, os mercados de capitais dos EUA são os mais sofisticados do mundo. As muitas possibilidades em termos de estratégias e de prazos de vencimentos são uma evidência disso. “(...) o leque de prazos médios de vencimentos é o dobro daquele disponível no mercado de eurobônus.” (Roberts, 2000: 154). A respeito da capacidade inovativa desse sistema, Roberts afirma que: “Os mercados de capitais e monetário de Nova York estão na frente em inovações financeiras; os instrumentos lá criados são imitados em todo o mundo.” (Roberts, 2000: 154). Além do mais, os custos de emissões em *Wall Street* (0,98%)⁹ são mais baixos do que em Londres (1,08%) e Tóquio (3,5%), em razão da enorme eficiência e pressão competitiva existentes em seus mercados.

⁸ Obviamente que existem outros aspectos que: i) são considerados nas avaliações; e ii) não estão relacionados com os sistemas financeiros **nacionais**, mas, sim, às peculiaridades do agente emissor do título.

⁹ Fonte dos dados: Roberts, 2000.

Muito embora os EUA tenham o maior sistema financeiro *nacional* do mundo, Londres se constitui atualmente como o mais importante centro financeiro *internacional* do mundo. Mas, foi justamente por estar autorizada a operar com outras moedas nacionais além da libra esterlina, que Londres conseguiu restabelecer sua posição como principal centro financeiro *internacional* do mundo. É a principal praça em termos de: i) negócios bancários internacionais (empréstimos externos e números de instituições financeiras presentes); ii) giros de ações estrangeiras; iii) gestão de ativos; e iv) transações cambiais.

Cabe notar, todavia, que funcionar como euromercado (poder operar com outras moedas, sobretudo, com dólar) é uma condição necessária para que Londres continue mantendo sua posição, pois lhe permite capturar uma parte mais expressiva da riqueza financeira espalhada pelo mundo. Do contrário, sua posição não se sustentaria já que sua moeda vem reduzindo sua participação nas operações de compra e venda de divisas em todo o mundo. Em 1988, era de 13,5% e, dez anos depois (1998), 5,5% (Roberts, 2000).

Os Títulos do Tesouro Norte-americano

O outro alicerce são as diferentes funções cumpridas pelos seus títulos de dívida pública no sistema financeiro internacional, o que lhes proporciona desmesurada relevância ao próprio modo de funcionamento do sistema.

A idéia central é a de que os títulos públicos norte-americanos (*U.S.Treasuries*) e seus mercados primários e secundários detêm determinadas características que lhes garantem atribuições exclusivas dentro do sistema financeiro internacional, principalmente porque facilitam a administração dos riscos privados. Por não terem substitutos à altura, os títulos da dívida pública dos EUA acabam por cumprir um papel primordial para a determinação da eficiência e da estabilidade financeira do sistema internacional.

Objetivamente, as principais características dos *Treasuries* e de seus mercados são: i) risco de crédito mínimo; ii) alta liquidez e amplo espectro de maturidades; e iii) infra-estrutura de mercado bem desenvolvida.

A respeito da **primeira característica**, o risco de crédito mínimo está relacionado à existência de percepções assimétricas quanto à capacidade de endividamento dos diferentes países. Tais percepções se baseiam, fundamentalmente, no grau de conversibilidade das diferentes moedas nacionais e na magnitude do estoque de ativos denominados em tais moedas

nos mercados financeiros (Miranda, 1997). Pouco tem haver com os fundamentos macroeconômicos¹⁰. Por isso que, para os governos das economias ditas “emergentes”, os riscos de crédito são geralmente elevados, pois suas moedas não são conversíveis internacionalmente.

Quando comparadas com o risco de crédito privado, as percepções de risco das dívidas dos governos dos países desenvolvidos são pequenas e se diferem minimamente entre si, pois os agentes privados podem entrar em processo de falência e, diferentemente, os países desenvolvidos são emissores soberanos com bastante credibilidade.¹¹

Exibe-se, a seguir, a tabela 01 que descreve parte da **segunda característica** dos títulos públicos norte-americanos, mais especificamente, sua elevada liquidez.

TABELA 01

Mercados de Bonds no Mundo (US\$ bilhões)		
Estoque no final de Junho de 2000		
	Emissões Totais Brutas	Setor Público (Total)
Todos Países do Mundo	36.690,10	19.808,20
EUA	17.230,20	8.664,30
Japão	6.681,20	4.889,90
França	1.399,00	665,90
Alemanha	2.518,80	763,50
Itália	1.535,90	1.094,60
Reino Unido	1.404,70	455,80

Fonte: Schinasi, Kramer e Smith (2001) com base em BIS, *International Banking and Financial Market Developments* (November 2000).

Depreende-se que o estoque de títulos de longo prazo da dívida pública norte-americana (*bonds*)¹², em junho de 2000, correspondia a quase um quarto (23,61%) das emissões de títulos de dívida de LP do mundo (públicas e privadas); metade de todo o estoque de títulos de LP que foram emitidos dentro dos EUA (50,29%); e quase a metade das emissões de LP do setor público de todo o mundo (43,74%). Tais números evidenciam a grandeza do mercado de títulos públicos dos EUA.

¹⁰ Como ficará evidente na próxima seção, em que o enorme déficit em Transações Correntes dos EUA e a explosão de sua dívida pública não comprometem sua credibilidade perante os agentes econômicos de todo o mundo.

¹¹ Como ilustração, reproduz-se a seguinte nota: *Among G10 countries, Moody's presently gives seven countries the highest possible rating, and the remaining countries have ratings just slightly lower. Specifically, with regard to domestic currency government bonds issued by the eleven members of the G10, Moody's (December 4, 2000, 'Summery Opinion') assigns Aaa ratings to France, Germany, the Netherlands, Sweden, Switzerland, the United Kingdom, and the United States. The remaining members received the following ratings: Canada (Aa1), Belgium (Aa1), Japan (Aa2), and Italy (Aa3).* (Schinasi, Kramer and Smith, 2001: 12, nota 11).

¹² Títulos com maturidade mínima de dez anos.

Além disso, mais do que tamanho (emissão primária), o mercado de títulos públicos dos EUA apresenta um considerável volume de transações em seus mercados secundários, mais precisamente de US\$103.829 bilhões no final do ano de 1997 (tabela 02). Este valor ultrapassa a soma do que é comercializado anualmente com os títulos públicos dos dez outros países expostos na tabela (US\$86.771 bilhões).

TABELA 02

Medidas de Tamanho e Liquidez				
País	Estoque de Dívida Pública (final de 1997)* (US\$ bilhões)	Volume comercializado em moedas e em títulos Futuros anualmente (US\$ bilhões)	Turnover**	Spreads nas Transações Inter- dealers***
EUA	2.741	103.829	37,9	3
Japão	1.855	31.735	17,1	7
Itália	971	10.455	10,8	6
Alemanha	653	6.600	10,1	4
França	484	18.634	38,5	10
Reino Unido	459	6.516	14,2	4
Canadá	210	6.428	30,6	5
Bélgica	191	975	5,1	5
Holanda	168	450	2,7	-
Suécia	102	4.763	46,8	15
Suíça	27	215	8,1	10

* Valores nominais.

** Definido como o volume comercializado anualmente dividido pelo estoque de dívida pendente.

*** *Bid-ask spreads for on-the-run issues.*

Fonte: Schinasi, Kramer e Smith (2001) com base em BIS, *Quartley Review*, November 2000.

O tamanho de seu estoque e o seu volume de transações anuais dão aos *U.S. Treasuries* uma considerável velocidade de circulação, ou seja, um *turnover* de 37,9. Já o *bid-ask spreads*¹³ dos *U.S. Treasuries* são os mais baixos, o que significa dizer que os custos de transação (explícitos e implícitos) presentes no seu mercado são os menores. Ou seja,

Lower transactions costs, which often are associated with more liquid markets, generally allow more decentralization, diversification, and result in more transactions. These aspects will typically allow more of the various participant's information to be disseminated via the price mechanism. Prices will adjust quicker, ideally also smoother, and, in principle, tend to reduce excessive volatility due to arrival of new information and thus become more resilient. (Sarr & Lybebek, 2002: 09).

¹³ Que é a diferença absoluta ou percentual entre o preço de leilão e o preço de chamada dos títulos. Geralmente, é calculado usando o mais alto preço de leilão e o mais baixo preço de chamada no mercado em determinado período.

Ademais, outros dados acerca do grau de liquidez dos *Treasuries* podem ser reproduzidos a seguir: “For example, in the U.S. treasury markets, daily turnover currently averages about \$200 billion, a magnitude that is about two-thirds global turnover in spot currency transaction involving the dollar, and five times greater than daily turnover on the New York Stock Exchange.” (Schinasi, Kramer e Smith, 2001: 06).

Sobre o espectro de maturidades dos títulos do governo dos EUA, as emissões são feitas em número relativamente pequeno de maturidades.¹⁴ Todavia, elas preenchem vastamente a curva de rendimentos (*yield curve*) do título. “The U. S. treasury has emphasized liquidity in benchmark issues covering the full range of maturities at intervals along the yield curve from the very short-term – T-bills and the repo market – to 30-year ‘bellwether’ treasury bonds.” (Schinasi, Kramer e Smith, 2001: 06). Para efeito de comparação, os autores mencionam o fato de que no Japão e na zona-euro, a liquidez permanece concentrada nos títulos com maturidade de 10 anos. Nestas regiões, as autoridades públicas, com o propósito de preservar a eficácia da política monetária, negligenciam segmentos importantes da curva de rendimentos, sobretudo, os de curto prazo. (2001: 09).

A última característica dos títulos da dívida pública norte-americana a se destacar é o **elevado grau de desenvolvimento da infra-estrutura dos seus mercados**, o que significa dizer que há “the legal and regulatory framework, trade execution arrangements, clearing and settlement systems, repo and derivatives markets, and risk management procedures.” (BIS, 2001: 03). O relevante a se perceber é que essa infra-estrutura contribui para que exista um elevado grau de concorrência entre os agentes econômicos dentro desses mercados.

A combinação das três características descritas acima (risco de crédito mínimo; alta liquidez e amplo espectro de maturidades; e mercados com infra-estrutura desenvolvida) permite aos títulos públicos dos EUA ocuparem posição de destaque no sistema financeiro internacional, exercendo as seguintes funções:

Em primeiro lugar, os *U. S. Treasuries* provêem a **taxa de juros de referência** para o processo de formação de preço dos demais títulos dos mercados privados de renda fixa. Vale dizer, as curvas de rendimento dos títulos do governo servem como ponto de referência para cotação dos rendimentos dos títulos privados. Elas permitem que os investidores distingam

¹⁴ Com o propósito de maximizar a liquidez dos títulos.

flutuações nas taxas de juros da economia e flutuações no prêmio de risco de um determinado ativo, uma vez que variações nas taxas de referência são usualmente passadas para todos os outros instrumentos de renda fixa de mesma maturidade.

Em segundo lugar, os *Treasuries* são importantes **veículos de hedge** para posições em outros títulos de renda-fixa, pois tornam possível a administração dos riscos decorrentes de alterações nas taxas de juros. *Dealers* podem assumir grandes posições em “non-Treasuries fixed-income products” como parte de suas estratégias para composição de suas carteiras, expondo-se aos riscos de juros, que podem ocasionar a diminuição do preço do ativo. Para se proteger, o agente pode fazer uma operação inversa com títulos públicos. Geralmente, posições de curto-prazo em títulos públicos compensam os movimentos nos preços de outros instrumentos de renda fixa, tais como títulos de empresas.

Em terceiro lugar, os *U.S. Treasuries* facilitam bastante o **financiamento de posições no mercado financeiro e a administração de liquidez**, visto que, quando utilizados como colaterais para aquisição de empréstimos, os *Treasuries* permitem aos agentes acesso a taxas de juros mais reduzidas. Assim, empréstimos feitos nos mercados de recompra têm taxas de juros menores do que em operações de empréstimos sem colaterais.

Os títulos públicos são também um **instrumento seguro para investimento de longo prazo**, em razão do seu pequeno risco de crédito. Tal fato proporciona uma excelente opção de aplicação para os fundos de pensão, seguradoras privadas e outros investidores institucionais que buscam aplicações seguras e de longo prazo, devido ao perfil de seu passivo, evitando desse modo criar descasamentos em sua estrutura patrimonial.

Por último, a mais relevante de todas as funções: os títulos públicos norte-americanos funcionam como **importante porto seguro do sistema financeiro internacional**. Por serem o principal ativo do sistema em termos de liquidez e segurança, os *Treasuries* funcionam como autênticas *quase-moedas*, ou seja, substitutos muito próximos das moedas nacionais. Os títulos públicos são uma reserva de valor confiável, em função de sua alta liquidez e rentabilidade primária, o que também os tornam importante meio de troca nos mercados financeiros. São amplamente aceitos, por exemplo, como colaterais contra entrega futura de dinheiro. Assim, em momentos de grande instabilidade, quando os agentes econômicos fazem valer sua preferência pela liquidez, grande parte do estoque de riqueza financeira do mundo se dirige aos ativos mais

líquidos e mais seguros, dentro dos quais se destacam os títulos da dívida pública norte-americana.

Uma ilustração que evidencia esta característica de quase-moeda e porto seguro dos *U.S. Treasuries* é mostrada na tabela 03. Nesta tabela, revela-se a grande participação deste ativo na composição das reservas em dólares dos Bancos Centrais do Mundo. Dessas reservas, 59% estão na forma de títulos públicos do Tesouro dos EUA.

TABELA 03

Composição dos Instrumentos Denominados em Dólar Mantidos pelos Bancos Centrais (06/2000)	
Instrumento	(%)
US Treasury Securities	59
Treasury bills	16
Treasury notes and bonds	43
Outros instrumentos de curto prazo	29
Outros instrumentos de longo prazo	6
Ações	7

Fonte: BIS, *Working papers*, nº 104, Setembro 2001.

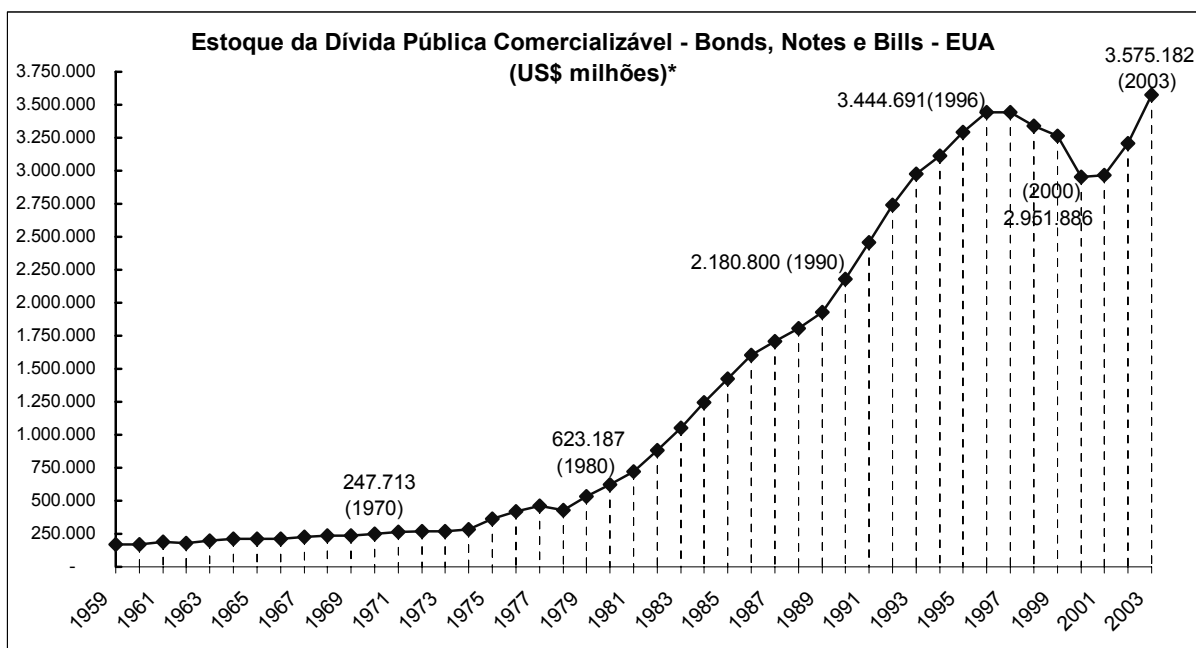
Outro bom exemplo é a falência do fundo de *hedge* “Long-Term Capital Management” (LTCM)¹⁵, um caso muito citado pela literatura. Com a crise russa de agosto de 1998, a tensão entre os investidores aumentou. Como resultado da tensão predominante no sistema e da fragilidade financeira do próprio LTCM, em setembro de 1998, foi declarada sua falência. Para se ter uma idéia, “revelou-se que o fundo de *hedge* havia acumulado um passivo de aproximadamente 200 bilhões de dólares sobre uma base de capital que encolhera para menos de 1 bilhão de dólares.” (Chancellor, 2001: 399). Conseqüentemente, elevou-se ainda mais a percepção de risco de crédito privado e, com efeito, a preferência pela liquidez. Houve, então, uma corrida aos ativos mais líquidos e seguros do sistema (*flight to quality*), dentre os quais se destacam os *U.S. Treasuries*. “This further pushed U.S. Treasuries yields down (an expression of the flight to quality) while it was pushing up yields on relatively low-credit-risk private instruments up, including interest-rate swaps and top-rated corporate bonds.” (Schinasi, Kramer e Smith, 2001: 16).

Os *U.S. Treasuries* tornaram-se, portanto, o ativo mais nobre de um sistema desregulado, liberalizado e altamente instável, comportando-se como principal instrumento de estabilização

¹⁵ Dentre os sócios, encontravam-se Myron Scholes e Robert Merton, ganhadores do prêmio Nobel de economia no ano de 1997, por contribuições para os mercados de derivativos.

dos mercados financeiros internacionais. Logo, a explosão da dívida pública dos EUA, exposta no gráfico 02, deve ser analisada não somente como resultado de gigantescos gastos fiscais do governo norte-americano, mas, também, deve ser relacionada às necessidades de natureza financeira para estabilização mínima do atual padrão monetário.

GRÁFICO 02



* Valores referentes a 31 de dezembro de cada ano.

Fonte: Departamento do tesouro dos EUA – *Bureau of the Public Debt OnLine* (www.publicdebt.treas.gov).

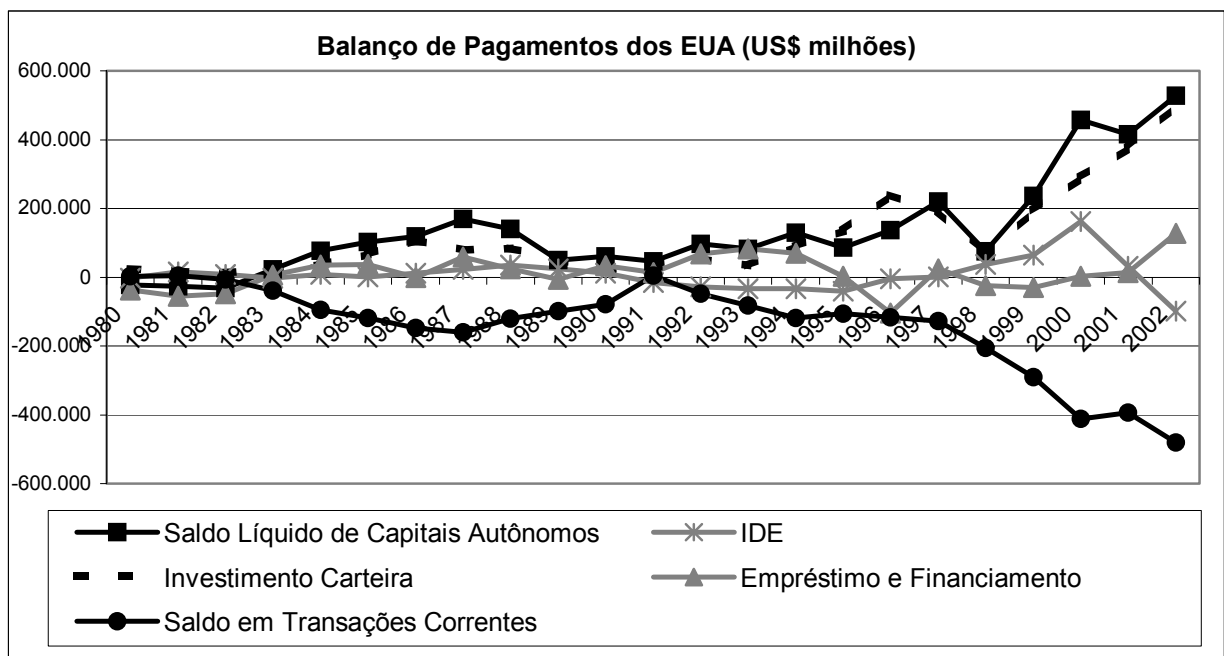
Os *U.S. Treasuries* são imprescindíveis à administração dos elevados riscos privados de um sistema altamente instável, cumprindo deste modo um papel primordial para determinação da eficiência e da estabilidade financeira à escala mundial.

Em resumo, o dólar conseguiu se manter como divisa-chave do sistema, a despeito da intensa instabilidade de seu poder de compra. Passou a depender de outros fundamentos diferentes daqueles estabelecidos nos regimes monetários anteriores. Atua hoje como a mais importante moeda de denominação contratual, permitindo aos agentes econômicos efetuarem suas operações básicas, *hegde* e arbitragem, nos mais líquidos, profundos e sofisticados mercados financeiros do mundo. Para tanto, seu sistema financeiro nacional é o mais desenvolvido e os títulos da dívida de seu governo são os mais nobres.

6 – Os Resultados de Uma Inserção Particular e Original

O gráfico 03 abaixo exibe os principais fluxos de recursos do Balanço de Pagamentos dos Estados Unidos. Se, por um lado, transações correntes (TC) aparecem de forma agregada, por outro, a conta de capitais autônomos teve seus fluxos exibidos separadamente, recortados da seguinte forma: i) resultado líquido dos investimentos em carteira (Inv Carteira); ii) saldo líquido dos investimentos diretos estrangeiros (IDE); e iii) saldo líquido dos empréstimos e financiamentos (Emp e Financ).

GRÁFICO 03



Fonte dos dados: Bureau of Economic Analysis (BEA) - U. S. Department of Commerce (<http://www.bea.gov>).

Constata-se, inicialmente, que os saldos em conta corrente dos EUA eram ligeiramente positivos em 1980 e 1981. No entanto, a partir de 1982, a economia norte-americana passou a apresentar sucessivos déficits, puxados fundamentalmente pelos resultados negativos na balança comercial. Em 1980, o déficit comercial fora US\$25,5 bilhões; em 1984 alcançara o patamar de US\$112,5 bilhões; e em 1987 atingiu a marca de US\$159,6 bilhões. Esse resultado negativo nas contas externas só foi corrigido quando a economia norte-americana entrou em recessão (-0,5% do PNB) no ano de 1991.

A deterioração da conta corrente que se seguiu no restante dos anos noventa mostrou-se ainda mais impressionante que a dos anos oitenta. Após 1991, o superávit, que era de US\$ 4

bilhões, foi rapidamente revertido, chegando ao déficit de US\$ 444,5 bilhões no ano de 2000. Isto representa uma taxa de crescimento médio de 97% ao ano, o que significa dizer que o passivo externo líquido dos EUA, praticamente, dobrou a cada ano ao longo da década de noventa.

Em 2001, ano dos atentados terroristas de 11 de setembro, a despeito da estagnação econômica (crescimento de 0,2% do PNB), o déficit em conta corrente apenas deixou de crescer, mantendo-se praticamente no mesmo patamar do ano anterior, muito acima de todos os anos da década de noventa, anos em que o crescimento econômico fora significativo. Depreende-se, portanto, uma componente estrutural desse déficit, a bem dizer, uma rigidez do passivo externo líquido dos Estados Unidos.

Olhando para os fluxos de capitais, deduz-se que são os investimentos em carteira que determinam amplamente a dinâmica da conta de capitais autônomos do balanço de pagamentos norte-americano. Os movimentos líquidos em IDE para toda a década de noventa, por exemplo, representaram uma entrada de US\$37 bilhões nos EUA. Já na forma de empréstimos e financiamentos, houve uma entrada líquida de US\$141 bilhões, enquanto que para investimentos em carteira a cifra é de US\$1.306 bilhões, isto é, mais de 9 vezes o saldo líquido de empréstimos e financiamentos e mais de 35 vezes o de IDE.

Como importante conclusão do que acima foi inferido, afirma-se o seguinte: se os movimentos compensatórios são praticamente nulos e os capitais autônomos são dominados pelos investimentos em carteira, a imensa liberdade encontrada em transações correntes (déficits crônicos e desmesurados) deve-se exatamente à capacidade de a economia norte-americana atrair parte significativa da riqueza financeira mundial, na forma de capital de curto prazo, para dentro de seu sistema financeiro nacional. Portanto, o sistema funciona sem estabelecer um limite aparente à capacidade de endividamento da economia norte-americana.

Não existem mais restrições sobre o comportamento das contas externas da economia norte-americana como havia durante o padrão monetário de Bretton Woods. O governo dos Estados Unidos não precisa se confrontar com os famosos dilemas de política econômica, nos quais as metas internas muitas vezes implicam orientações opostas às necessidades de ajuste do balanço de pagamentos. Na verdade, as contradições que criam dilemas de política econômica permanecem existindo. O que mudou foi a necessidade de o país central enfrentá-las, pois não é preciso mais corrigir os desajustes nas contas externas, dado que grande parte da riqueza

financeira do mundo em sua forma mais líquida flui continuamente para lá, mesmo quando a economia apresenta-se meio combalida.

Por tudo isso, o governo norte-americano não está impedido de efetuar políticas de desvalorização e de valorização da moeda americana em relação a qualquer outro ativo do sistema monetário internacional, como no regime de Bretton Woods. Goza também de grande liberdade para condução de suas políticas monetária e fiscal. O grau de endividamento permitido pelos mercados de divisas e ativos aos agentes norte-americanos é gigantesco, como mostra o imenso passivo externo líquido acumulado pela economia norte-americana nos últimos anos e a explosão do estoque da dívida pública norte-americana, vista anteriormente.

O atual poder financeiro dos Estados Unidos é absolutamente original. Ele se manifesta através desta sua enorme capacidade de endividamento, isto é, de sua gigantesca capacidade de sucção da riqueza financeira mundial, e isso sem contrapartidas de qualquer natureza sobre sua política econômica. Os EUA podem, portanto, implementar e seguir adiante com seus projetos imperiais, pois o mundo financia-os, e com suas políticas de enquadramento de seus principais rivais do sistema capitalista, já que seus desajustes econômicos são absorvidos por estes.

7 – Conclusão

Os Estados Unidos, como emissores da principal moeda de referência internacional, têm uma inserção diferenciada no sistema monetário, pois não enfrentam as clássicas restrições de balanço de pagamentos a que estão sujeitos os demais países.

A diferença em relação aos padrões monetários anteriores, libra-ouro e Bretton Woods, é que a aceitação do dólar não se baseia mais em sua capacidade de manter de modo estável o seu poder de compra ao longo do tempo, via paridade fixa com alguma moeda-mercadoria (ouro). Hoje, estar denominado em dólar garante aos agentes econômicos do mundo inteiro acesso aos mercados financeiros mais líquidos e profundos do sistema. Para tanto, o desenvolvido sistema financeiro norte-americano e os títulos da dívida pública dos EUA, bases do poder financeiro norte-americano, cumprem função central em razão das qualidades que lhes são peculiares.

Como consequência, os Estados Unidos não têm nenhuma dificuldade em financiar seus déficits público e no balanço de pagamentos. Capitais do mundo inteiro fluem constantemente para dentro de sua economia. O sistema financeiro internacional possibilita à economia norte-

americana uma enorme capacidade de endividamento, manifestação maior do poder financeiro dos Estados Unidos.

8 – Bibliografia

- ARRIGHI, G. (1994), O Longo Século XX, Contraponto/UNESPE, Rio de Janeiro, 1994.
- BELLUZZO, L. G. (1995), O Declínio de Bretton Woods e a Emergência dos Mercados Globalizados, Economia e Sociedade, n. 4, Campinas, junho de 1995.
- BELLUZZO, L. G. (1997), Dinheiro e as transfigurações da riqueza, in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (org.) Poder e Dinheiro: Uma economia política da globalização, Ed. Vozes, Petrópolis, 1997.
- BELLUZZO, L. G. (1999), Finança global e ciclos de expansão, in: FIORI, J. L. (org.), Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações, Ed. Vozes, Petrópolis, 1999.
- BRAGA, J. C. de S. (1997), Financeirização global: O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (org.) Poder e Dinheiro: Uma economia política da globalização, Ed. Vozes, Petrópolis, 1997.
- BIS, (2001), The changing shape of fixed income markets, Working Papers, n. 104, september, 2001.
- CHANCELLOR, E. (2001), Salve-se Quem Puder: uma história da especulação financeira, Companhia das Letras, 2001.
- CHESNAIS, F. (1999). Introdução geral, in: CHESNAIS, F. (org.), A Mundialização financeira: Gênese, custos e riscos, Xamã Editora, março de 1999.
- DUPONT, D. & SACK B. (1999), The Treasury Securities Market: Overview and Recent Developments, Federal Reserve Bulletin, December 1999.
- FARHI, M. (1998), O Futuro no presente: Um estudo dos mercados de derivativos financeiros, Tese de Doutorado, IE/UNICAMP, Campinas, março de 1998.
- FIORI, J. L. (1997), Globalização, hegemonia e império, in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (org.) Poder e Dinheiro: Uma economia política da globalização, Ed. Vozes, Petrópolis, 1997.
- FIORI, J. L. (2001), Acumulação mundial e ingovernabilidade, in: FIORI, J. L., Brasil no espaço, Ed. Vozes, Petrópolis, 2001.
- FMI (2001), International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues, World Economic and Financial Surveys, Washington, 2001.

- HELLEINER, E. (1994), States and the Reemergence of Global Finance: from Bretton Woods to the 1990s, Cornell University Press, 1994.
- McCAAULEY, R. & REMOLONA, E. (2000), Special feature: Size and liquidity of government bond markets, BIS, Quarterly Review, novembro, 2000.
- MEDEIROS, C. A. & SERRANO, F. (1999), Padrões Monetários Internacionais e Crescimento, in: FIORI, J. L. (org.), Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações, Ed. Vozes, Petrópolis, 1999.
- METRI, M. M. (2003), Hierarquia e Competição entre Estados Nacionais no Atual Sistema Monetário Internacional, Dissertação de Mestrado, IE/UFRJ, Janeiro de 2003.
- MIRANDA, J. C. (1997), Dinâmica financeira e política econômica, in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (org.) Poder e Dinheiro: Uma economia política da globalização, Ed. Vozes, Petrópolis, 1997.
- ROBERTS, R. (2000), Por dentro das finanças internacionais: Guia prático dos mercados e instituições financeiras, Jorge Zahar Editor, Rio de Janeiro, 2000.
- SCHINASI, G. J. & SMITH, R. T. (1998), Fixed-income markets in the United States, Europe, and Japan: Some lessons for emerging markets, FMI, Working Paper, n. 98/173, 1998.
- SCHINASI, G. J., KRAMER, F. C. e SMITH, R. T. (2001), Financial implications of the shrinking supply of US Treasury securities, FMI, Washington, 20 march of 2001.
- SARR, A. & LYBEK, T. (2002), Measuring Liquidity in Financial Markets, FMI, Working Paper, n° 02/232, December 2002.
- SERRANO, F. (2002), Do ouro imóvel ao Dólar Flexível, Economia e Sociedade, n° 19, Campinas, 2002.
- TAVARES, M. C. (1985), A retomada da hegemonia norte-americana, in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (org.) Poder e Dinheiro: Uma economia política da globalização, Ed. Vozes, Petrópolis, 1997.
- TAVARES, M. C. & MELIN, L. E. (1997), Pós-escrito 1997: A reafirmação da hegemonia norte-americana, in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (org.) Poder e Dinheiro: Uma economia política da globalização, Ed. Vozes, Petrópolis, 1997.