

DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO, 1945-1989

PEDRO CARVALHO DE MELLO¹
CLAUDIO ROBERTO CONTADOR²

RESUMO

Este artigo analisa como as instituições financeiras, os mercados financeiros e os instrumentos financeiros se desenvolveram durante o período coberto pelos anos de 1945 a 1989. O ponto central é discutir como o papel estrutural dos sistemas e instrumentos financeiros muda através do tempo afim de acomodar – de maneira proativa ou reativa – as transformações históricas da economia, sociedade e instituições governamentais. Foram analisados os principais eventos econômicos, políticos e sociais que serviram de quadro institucional para o progresso das finanças.

Palavras-chave: Instituições financeiras; mercados financeiros; instrumentos financeiros; transformações históricas; economia

ABSTRACT

This article analyses how the financial institutions, financial markets and financial instruments developed in the years 1945 to 1989. The central argument is to discuss how the structural role of financial systems and instruments changes through time with the purpose, in a proactive or reactive way, the historical transformations of the economy, society and government institutions. The article examined the main economic, political and social events framing the institutional structure needed for financial progress.

Keywords: financial institutions; financial markets; financial instruments; historical transformations; economy

¹ Professor, pesquisador e Diretor do Centro de Pesquisas da Strong Business School.

² Economista, Ph.D. em Economia, Universidade de Chicago. Coordenador do Grupo ACB – Análise Custo-benefício da SILCON Estudos Econômicos. Professor-pesquisador da Strong Business School. - Contato: diretoria@silcon.ecn.br
Plataforma Lattes: CV: <http://lattes.cnpq.br/4767525648915555>.

CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Este artigo analisa como as instituições financeiras, os mercados financeiros e os instrumentos financeiros se desenvolveram durante o período coberto pelos anos de 1945 a 1989.

Esse artigo mostra parte dos resultados de um estudo feito pelos autores que cobre os anos de 1945 a 2023. Os principais resultados do estudo serão apresentados em duas partes. A primeira parte, cobrindo os anos de 1945 a 1989, é mostrada neste artigo. Em artigo a ser publicado no número seguinte desta Revista, os autores cobrem os anos de 1989 a 2023.

As datas escolhidas para este artigo possuem grande significado.

O ano de 1945 marca o fim da II Guerra Mundial, e prepara o mundo para um novo cenário de otimismo e esperança. Infelizmente, a "guerra quente" termina, mas começa outra, chamada de "guerra fria", que se desenrola de 1945 até o seu fim com a Queda do Muro de Berlim em 1989.

Desse modo, a economia mundial passa a lidar com outro período de risco e incerteza, mas de natureza diversa dos tipos de tensão dos anos entre a I Guerra Mundial e a II Guerra Mundial.

Durante o período da "guerra Fria", de 1945 a 1989, os Estados Unidos e aliados seguiam o modelo de livre mercado e democracia, e se defrontavam – num ambiente de armamento nuclear passível de destruir grande parte do mundo - com a União Soviética e seus países satélites, defensores do comunismo e do planejamento da economia

Apesar de existir esse macro risco da "Guerra Fria", foi possível inovar e obter grandes progressos no cenário de desenvolvimento financeiro entre 1945 e 1989. O ponto central deste estudo é discutir como o papel estrutural dos sistemas e instrumentos financeiros muda através do tempo a fim de acomodar – de maneira proativa ou reativa – as transformações históricas da economia, sociedade e instituições governamentais.

O artigo está estruturado segundo os seguintes blocos temáticos:



1. ANTECEDENTES HISTÓRICOS: A SEGUNDA GUERRA MUNDIAL E A "GUERRA FRIA"

A Segunda Guerra Mundial terminou na Europa e no Japão em 1945. Os custos pessoais, emocionais

e econômicos foram terríveis. Segundo Cameron e Neal, 'A Segunda Guerra Mundial foi de longe a mais massiva e destrutiva de todas as guerras'³. Esses autores estimam que os custos pecuniários da Guerra suplantaram 1 trilhão de dólares (em

3 Rondo Cameron e Larry Neal, *A Concise Economic History of the World, fourth edition*, P.360.

termos de poder de compra atual) apenas para cobrir gastos militares⁴. Caso se incluam os valores dos danos à propriedade, serviços da dívida induzidos pela Guerra, pensões para os feridos e veteranos, e o valor das vidas humanas perdidas ou incapacitadas, essa estimativa seria bem maior⁵.

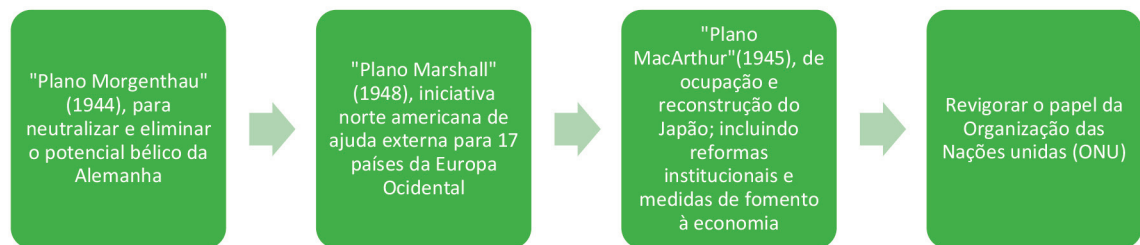
Terminada a II Guerra, o Ocidente enfrentou 44 anos da chamada “Guerra Fria”. Ela foi marcada pelos enfrentamentos ideológicos e geopolíticos, no contexto de uma corrida armamentista opondo os Estados Unidos, líder das economias baseadas no mercado, com a União Soviética, líder dos países socialistas baseadas na economia planificada (incluindo, mas não controlando, a China). A “Guerra Fria” termina logo em seguida à derrubada do “Muro de Berlim” em 1989⁶, e a partir daí observa-se a dominância de um enfoque de economia de mercado para conduzir o comportamento econômico dos países⁷.

A opinião pública no mundo pós-guerra mostrava sinais evidentes de fadiga com o que haviam

presenciado e se informado sobre os horrores da guerra. Ansiavam por mudanças, e desejavam paz e progresso permanentes, e estavam convictos que os erros passados tinham de ser evitados. Muitas propostas de reforma foram feitas em favor de maior transparência de informação. Confiavam que o desenvolvimento do comércio internacional iria funcionar como um mecanismo de melhoria das relações entre os países.

O maior desafio foi reconstruir, reformar e melhorar a estrutura institucional e o sistema financeiro dos países diretamente participantes da guerra. Cabe destacar, nesse processo, que foi adotado uma postura melhor e diferente das experiências históricas em situações parecidas de fim de conflito bélico. O processo de punição e recompensa adotou um novo paradigma, pelo qual haveria ajuda tanto para os vencedores quanto para os perdedores da guerra. A grande meta foi conseguir uma recuperação econômica geral.

As principais medidas foram as seguintes:



2. PAPEL DAS CONTAS NACIONAIS E DA NOVA ESTRUTURA MONETÁRIA E FINANCEIRA (BRETTON WOODS)

No esforço de reconstrução e de busca permanente de paz, ficou evidente que uma das grandes causas da II Guerra Mundial foi o

desconhecimento e desinformação sobre a situação econômica dos países. Isso criava grandes incertezas sobre a riqueza efetiva e as condições econômicas dos países em confronto. Por exemplo, qual seria a correta avaliação da capacidade manufatureira e do valor dos recursos naturais de posse dos países potencialmente propensos a se engajar em guerras?

4 Idem, P. 380. Note que o PIB mundial em 2023 é cerca de 80 trilhões de dólares.

5 Os autores apresentam as seguintes estimativas: (i) 15 milhões de mortos na Europa Ocidental (6 milhões de militares e 8 milhões de civis); (ii) Na Rússia, 15 milhões de mortos, mais da metade civis; (iii) Na China, 2 milhões de mortes militares, e milhões de civis; (iv) O Japão teve 1,5 milhão de militares e milhões de civis mortos. No total, os autores estimam a morte de 50 milhões de pessoas. Ademais, milhões ficaram seriamente feridos ou incapacitados. Os danos na construção e infraestrutura foram também muito extensos.

6 O Muro de Berlim foi construído em 1961, em uma cooperação entre a Alemanha Oriental e a União Soviética para impedir a fuga da população.

7 O papel da China no século 21 será analisado no segundo artigo dos autores, cobrindo o período 1990 a 2023.

Algo teria de ser feito para aumentar e padronizar informações econômicas e financeiras entre países. Ou seja, seria necessário criar e implementar um quadro comum para a contabilidade nacional dos países. Existiam, na época, três enfoques principais que poderiam ser usados como o instrumento padrão da contabilidade social dos países.

O primeiro enfoque se baseava em variáveis representando estoques de riqueza. Foi proposto pelo economista belga Raymond Goldsmith⁸. Ele sugeriu que se usassem variáveis de estoque, ao invés de variáveis de fluxos. A principal variável usada foi a do estoque de riqueza do país. Na sua metodologia, os fluxos anuais (tais como PIB), poderiam ser derivados como mudanças no valor dos estoques de um ano para o seguinte (incrementos positivos ou negativos da riqueza do país)⁹.

O segundo enfoque, proposto pelo economista russo Wassily Leontief, sugeria que se usassem cálculos de matrizes input output, baseadas em estatísticas interindustriais, que mostram as cadeias de valor nas atividades econômicas do país¹⁰.

O terceiro enfoque, que acabou vitorioso, foi proposto pelo economista inglês John Maynard Keynes. Durante a primeira metade do século 20, Keynes destacou-se no mundo econômico como o mais respeitado pensador e formulador de políticas econômicas¹¹.

Suas ideias mudaram fundamentalmente a teoria e prática da macroeconomia. Seu enfoque utilizou dados diretos sobre fluxos, utilizando variáveis tais como renda, consumo, investimento, poupança e outros indicadores macroeconômicos (exportações, importações, receitas e gastos governamentais etc.).

Com base no referencial teórico do seu mais famoso livro, "Teoria Geral do Emprego, do Juro e a

Moeda" (1936) e com o uso de sua respeitabilidade e capacidade de persuasão, Keynes promoveu e conseguiu a adoção pelos principais países (não comunistas) de um sistema de contabilidade nacional¹².

O sistema de contas nacionais foi amplamente adotado para regular e exibir os demonstrativos básicos, numa base padronizada, para referência de todos os países. Isso permitiu comparações macroeconômicas entre os países.

Ademais, permitiu a criação e desenvolvimento de uma nova estrutura financeira e de governança mundial. Com maior transparência, e procedimentos padronizados para calcular riqueza e renda, os riscos de novas guerras poderiam ser substancialmente reduzidos.

O marco inicial das finanças globais, ancorada nas reformas econômicas e de contas nacionais, foi completado pelas reformas monetárias e pelo novo arcabouço financeiro criado pelo acordo de Bretton Woods. Nesse contexto, surgem importantes instituições financeiras globais (Fundo Monetário Internacional – FMI e o Banco Mundial - *World Bank of Reconstruction and Development*).

Em antecipação ao final das hostilidades da II Guerra, os Estados Unidos e a Grã-Bretanha começaram a planejar o que se tornaria a nova regulação monetária e o novo Sistema financeiro. O objetivo era garantir o progresso sustentável e progressivo de um novo quadro institucional para a economia mundial.

A Conferência de Bretton Woods foi realizada entre os dias 1 e 22 de julho de 1944¹³. John Maynard Keynes, trabalhando na época no British Treasury, foi o negociador chefe da Grã-Bretanha durante a Conferência. Ele, e Harry Dexter White, que chefiava o *United States Treasury Department* e serviu como negociador chefe norte-americano

8 Raymond Goldsmith visitou o Brasil em várias ocasiões. Realizou algumas pesquisas, tendo como base o Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC), onde Pedro C. de Mello chefiava o Departamento de Pesquisas. Goldsmith escreveu o livro *Brasil 1850-1984: desenvolvimento financeiro sob um século de inflação*. São Paulo: Harper & Row, 1986. Claudio R. Contador e Pedro C. de Mello foram os responsáveis pela revisão técnica do trabalho.

9 Veja Joseph M. Dodge, Raymond Goldsmith and Gerhard Colm, *A Plan for the Liquidation of War Finance and the Financial Rehabilitation of Germany*, IICPA 1946.

10 Wassily W. Leontief, *Structure of the American Economy, 1919-1929*.

11 Pedro Carvalho de Mello, *John Maynard Keynes, Presidente de Companhia de Seguros*. Rio de Janeiro, ed. FUNENSEG, 2016.

12 John Maynard Keynes, "Teoria Geral do Emprego, do Juro e a Moeda" (1936).

13 O nome formal da Conferência de Bretton Woods (Bretton Woods Conference) foi "United Monetary and Financial Conference". Reuniu 730 delegados de todas as 44 nações aliadas, incluindo o Brasil. O evento realizou-se no Mount Washington Hotel, situado em Bretton Woods, New Hampshire, United States.

na Conferência, começaram a desenvolver ideias independentes sobre a ordem financeira para o mundo pós-guerra. Os dois líderes foram instrumentais para apoiar as propostas discutidas durante a Conferência.

A *Bretton Woods Conference* foi um marco fundamental, tornando-se o principal responsável para estabelecer as bases das mudanças que se sucederam. É vista como um exemplo de construção institucional, pois ela fundou duas organizações internacionais que até hoje são bastante influenciadoras no cenário mundial.

Com efeito, Bretton Woods foi um plano engenhoso, pois atrelou as reformas monetárias com os desenvolvimentos financeiros propostos. A ideia básica foi fortalecer o sistema monetário internacional, com o objetivo de construir os novos fundamentos das finanças num estável arcabouço monetário.

Os participantes da Conferência, na qual Keynes teve uma notável presença, concluíram que os arranjos monetários existentes exibiam sérios problemas, que precisavam de correções. O sistema monetário foi baseado, durante a maior parte do período entreguerras, *no padrão ouro (gold standard)*¹⁴. Em razão disso, vários países estavam seguindo estratégias de proteção das suas reservas de ouro, e em algumas situações adotando práticas de protecionismo comercial e assumindo posturas nacionalistas. Como fruto dessa situação, o comércio internacional ficava bem abaixo do seu potencial para unir países e promover o bem-estar geral.

Os mercados financeiros, por sua vez, também mostravam um baixo desempenho, oferecendo poucos instrumentos financeiros ao mercado. O papel básico do mercado financeiro, de estimular fluxos de recursos de poupadores para investidores, não estava se comportando adequadamente.

Para resumir, o foco central de Bretton Woods foi evitar e corrigir os erros do passado, e oferecer ao mundo um novo arcabouço institucional para se alcançar a estabilidade monetária e o progresso financeiro.

3. SURGIMENTO DAS NOVAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS GLOBAIS: FMI E BANCO MUNDIAL

O objetivo amplo da Conferência foi montar uma nova e melhor ordem financeira, e o de

regular o funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional após o término da II Guerra Mundial. A Conferência determinou a criação do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco Mundial (*International Bank for Reconstruction and Development -IBRD*).

Antecedente: a proposta de Keynes para a criação do BANCOR

Alguns anos antes da Conferência de Bretton Woods, em 1941, John Maynard Keynes propôs a criação do *International Clearing Union (ICU)*. A ICU serviria como um instrumento para regular a balança comercial (importações e exportações) e promover o comércio internacional. Sua proposta focalizava os países com déficits, proporcionando a eles com maneiras de evitar a escalada de dívidas e de serviços da dívida (juros e amortização).

O ICU seria efetivamente um banco, com sua própria moeda (o "*bancor*"). O *bancor* poderia ser trocado com as moedas nacionais, por via de uma taxa fixa de câmbio. O *bancor* serviria também como unidade de conta entre os países, de modo que os déficits ou superávits comerciais seriam medidos em *bancor*.

Muito embora a proposta fosse engenhosa, não recebeu muito apoio, devido a temores com inflação e razões de *Realpolitik*. O dólar norte americano acabou dominando o palco principal da nova ordem monetária:

- Com respeito aos temores com inflação, e observando-se a evolução da história econômica mundial, a moeda sempre foi lastreada em commodities, e apenas nos anos mais recentes em fiat papel moeda. Caso o Sistema monetário fosse depender de países devedores emitindo sua moeda em fiat papel moeda, haveria um forte incentivo para serem lenientes com a inflação, e assim erodir o valor principal da dívida;
- Para se contrapor à essa possibilidade, consolidou-se um forte apoio para usar o dólar norte-americano como a moeda básica. Ademais, a *Realpolitik* daquela época reconhecia que o Estados Unidos, que foram o verdadeiro vencedor da Guerra e sendo a maior nação credora, deve-

14 A Grã-Bretanha abandonou o padrão ouro em 1931. Outros países seguiram a mesma iniciativa. Os Estados Unidos abandonaram o Sistema do padrão ouro em 1933.

ria ocupar o centro do novo sistema monetário. Portanto, foi um *sequitur* que o *dólar* deveria ser a unidade monetária básica para a economia internacional;

- Dessa maneira, o *US dollar* ocupou o centro do palco no qual o sistema monetário mundial iria gravitar. Sob o comando dos Estados Unidos, a maior nação credora na segunda metade da década de 1940, o sistema monetário estaria ancorado em terreno firme e confiável.

O novo sistema monetário: o papel do FMI

Nos primeiros anos da década de 1940 os quadros técnicos de política econômica da Grã-Bretanha e dos Estados Unidos começaram

a planejar o sistema monetário internacional para quando a guerra terminasse. O objetivo foi desenhar um sistema que pudesse combinar:

- (i) um sistema internacional integrado e liberal, com a...
- (ii) flexibilidade que permitisse aos governos conduzir suas próprias políticas domésticas visando promover o pleno emprego e o bem-estar social.

Ficou patente aos reformadores que existia um problema básico. Os países e a economia internacional necessitavam de um melhor arranjo institucional para a oferta de moeda, que pudesse preencher as três funções principais da moeda:



Em outras palavras, a oferta de moeda deveria ser mais elástica, a fim de evitar que um aperto monetário se transformasse num ponto de estrangulamento para o aumento da demanda de moeda que se previa com o fim do conflito.

O novo Sistema foi desenhado, pelo qual o *US dollar* ficou atrelado ao ouro (*pegged with gold*) e as moedas emitidas pelos países com economia de mercado seguiriam um regime de taxa de câmbio fixa com o *US dollar*. Isso possibilitaria disciplina e flexibilidade para o sistema monetário.

O *International Monetary Fund (IMF)* iniciou suas atividades formais em julho de 1945, tendo 29 países como membros. Os objetivos primários do FMI foram os seguintes:

- (i) atuar como um guardião da estabilidade monetária do Sistema monetário sob o regime baseado no *US dollar*;
- (ii) desempenhar um papel central na reconstrução do Sistema internacional de pagamentos.

Outro foco do FMI foi consolidar a sua atuação como uma organização multilateral voltada para supervisionar as pressões advindas dos desequilíbrios da balança de contas correntes naqueles países cujas moedas estavam atreladas ao *dólar*. Sua missão foi canalizar recursos para países enfrentando déficits nas suas contas correntes, a fim de permitir que pudessem ter a disciplina requerida para participar num sistema de taxas fixas de câmbio. A história do FMI, entre 1945 e 1989, mostrou quatro diferentes fases:

- Na primeira fase, 1945-46, a nova organização teve de se articular efetivamente e criar os meios para começar suas operações. A regulação e as normas foram adotadas em março de 1946;
- Na segunda fase (1947-1971) o FMI buscou (i) cooperar na tarefa de reconstruir as economias dos países, (ii) supervisionar o sistema monetário internacional para assegurar a estabilidade da taxa de câmbio e (iii) incentivar

membros para eliminar restrições da taxa de câmbio afetando o comércio internacional;

- Na terceira fase (1972-1979) o FMI teve que (i) administrar o fim do Sistema de Bretton Woods (1972-81) e (ii) lidar com as consequências dos dois choques do petróleo (1973 e 1979);
- Finalmente, na quarta fase o FMI colaborou para administrar a resposta global para a crise da dívida internacional (dos anos de 1980).

Atuação do Banco Mundial (e de outros bancos internacionais de desenvolvimento) no novo sistema financeiro

Antes da II Guerra Mundial era muito raro que existissem bancos internacionais organizados e financiados graças ao esforço conjunto e à associação de países individuais. Uma exceção foi o *Bank of International Settlements (BIS)*, criado em 1930, que originalmente teve como objetivo primário facilitar e gerir obrigações financeiras decorrentes dos tratados de paz que concluíram a Primeira Grande Guerra¹⁵.

O receio que alguns países ocidentais fossem atraídos para o bloco da “Cortina de Ferro” tornou-se o foco inicial do *World Bank of Reconstruction and Development (IBRD)*, conhecido como Banco Mundial, para reverter a ameaça potencial.

A Guerra Fria foi um forte motivador para que fossem efetivamente cumpridos os objetivos do Plano Marshall na área financeira. A reconstrução dos países que sofreram muitas destruições de infraestrutura e obras civis na Guerra necessitou de vultosos recursos de capital. Isso se tornou uma prioridade, focalizando a ajuda tanto para os países vencedores como também para os derrotados (Alemanha e Japão).

Com efeito, o Banco Mundial, fundado em 1944, dedicou-se nos anos iniciais da sua atuação para fazer empréstimos aos países devastados pela Guerra. No entanto, o Banco possuía poucos recursos nos seus anos iniciais. A situação foi revertida muito prontamente, permitindo ao Banco continuar com seus esforços de reconstrução.

O esforço teve sucesso, e o grupo de países recebendo os empréstimos muito rapidamente foi capaz de reconstruir suas economias. Para esse esforço, foi fundamental para os países derrotados contar com o apoio de uma força de trabalho disciplinada, habilitada e educada. Com efeito, a Guerra destruiu os bens de capital, mas não o capital humano e social dos países devastados pelas atividades da Guerra.

Após essa prioridade inicial, que foi atendida com muito sucesso, o foco da atenção do Banco Mundial voltou-se para países mais pobres. O novo foco passou a ser o financiamento de projetos de infraestrutura nas áreas de transporte, abastecimento de água e saneamento. Nos anos seguintes foram adicionados outros temas, tais como redução da pobreza, melhorias na educação e criação/fortalecimento de instituições.

O Banco Mundial, ao longo da sua existência, expandiu o âmbito dos instrumentos financeiros ofertados aos clientes. Passou a oferecer produtos e serviços para mitigar riscos, para estruturar diferentes tipos de empréstimos de curto e longo prazos e para ter maior flexibilidade na composição de fontes de financiamento.

Durante o período 1945-1989, foi feita uma reorganização administrativa, com a criação do “*the World Bank Group*”. Ademais, duas instituições de desenvolvimento foram adicionadas ao IBRD:

(i) O International Finance Corporation (IFC) foi fundado em 1956, com o foco em empréstimos e outros apoios financeiros para companhias privadas e instituições financeiras em países em desenvolvimento;

(ii) A International Development Association (IDA) foi fundada em 1960, com o objetivo de ajudar os países mais pobres (como parte de um esforço de erradicação da pobreza)¹⁶.

4. OS “ANOS DOURADOS” DA ECONOMIA MUNDIAL, 1950-1973

Uma vez assentados os fundamentos monetários e financeiros, a economia global

¹⁵ O BIS despertou controvérsias durante os primeiros anos da década de 1940, devido à sua atuação na transferência de recursos para a Alemanha nazista. Logo após o fim da Segunda Guerra, os Aliados consideraram a liquidação do BIS, mas não seguiu adiante, e o Banco sobreviveu. Atualmente, o BIS focaliza sua atuação no acompanhamento das dívidas bancárias e dos riscos bancários envolvidos. O BIS organiza o Acordo de Capital da Basileia e os encontros de dirigentes dos bancos centrais para prescrever regulações governando a adequação de capital dos bancos.

¹⁶ Nos anos da década de 1980 duas novas instituições foram adicionadas ao World Bank Group: Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA) e o International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSID).

ingressou num novo ciclo de crescimento. Na literatura é conhecido como o “Golden Era”, e durou por quase um quartel do século 20 (1950-1973). Os Anos Dourados (*The “Golden Age”*) transcorreram numa época de grande estabilidade financeira na economia global, com crises muito menos frequentes e intensas que antes ou depois¹⁷.

Com efeito, após a Guerra a economia mundial vivenciou um ‘boom econômico’. Esta expansão econômica foi considerada como os Anos Dourados do Capitalismo (“*Golden Age of Capitalism*”). Foi um período de alto e sustentável crescimento, num contexto de pleno emprego. O processo de crescimento incluiu a maior parte dos países, tanto os vencedores (Estados Unidos, União Soviética, Europa Ocidental e Leste da Ásia) quanto os outros devastados pela Guerra (Alemanha, Itália, Japão, Áustria, Grécia e Coréia do Sul).

Para marcar a linha de tempo da “Golden Age”, em geral se assume a data de início como 1950 ou 1951, e a data de término no ano de 1973 (“primeira crise do petróleo”). Perto dessa data final, houve também outros eventos que contribuíram para o fim da Era Dourada, tais como o colapso do Sistema monetário de Bretton Woods in 1971, o *stock market crash* em 1973-74, e a recessão que se seguiu em 1973–75.

A literatura moderna sobre crescimento econômico enfatiza o papel da criação de tecnologia e da difusão do seu uso. Robert Gordon, um economista norte americano, advoga que a tecnologia, em termos do seu efeito no bem-estar, na incorporação do trabalho feminino e na produtividade do trabalho, teve seu maior impacto nos anos de 1920 a 1970¹⁸. De certo modo, a “Golden Age” sinalizou um dos dois maiores episódios de progresso na história econômica mundial. Foi um período que consolidou o mercado de consumo de massa, com reflexos em todos os setores da economia, incluindo os mercados financeiros.

Outros dois eventos positivos contribuíram para a “Golden Age”: o “milagre alemão” e o “milagre japonês”.

O Milagre Alemão

Na Europa Ocidental a recuperação econômica foi ampla, e o seu maior símbolo foi o chamado “milagre alemão”. Com efeito, a Alemanha foi devastada na guerra. Perdeu territórios para a Polônia, França e outros países, e seu território restante foi repartido entre Alemanha Ocidental e Alemanha Oriental (que adotava um regime comunista, e era aliada da União Soviética). Existiu um importante recurso que não foi destruído: o capital humano e o capital social.

Esse recurso foi a base da recuperação, essencial para apoiar o custo pesado da reconstrução. A Alemanha Ocidental mostrou bons resultados de crescimento sustentável, alto emprego e baixa inflação. Entre 1950 e 1959, o PIB cresceu cerca de 8% ao ano. Foi mais intenso que em outros países da Europa, em total contraste com a trágica experiência em seguida à I Guerra Mundial.

O firme crescimento econômico foi chamado de *Wirtschaftswunder*, ou Milagre Alemão. O principal setor de atividade dinamizado pelo crescimento foi a indústria de transformação. Esse setor foi ajudado pela colaboração dos sindicatos, cadeia produtiva da indústria, desenvolvimento tecnológico e políticas governamentais.

Houve também uma boa gestão macroeconômica, ajudada pela reforma monetária criando o *Mark*; estímulos à formação de poupança; manutenção de políticas fiscais estáveis; criação de um banco central independente e seguimento de uma austera política monetária.

O Ministro da Economia, Ludwig Erhard, foi instrumental para liderar importante reforma monetária, para quebrar barreiras comerciais e para abrir a economia ao comércio internacional. O legado do *Deutsche Mark* e do banco central (*Deutsche Bundesbank*) foi a maior contribuição alemã, que serviu de modelo para a futura criação do Euro.

A Recuperação Japonesa (ou “Milagre Japonês”)

Em 1945 o Japão era um país derrotado com sua economia devastada pela Guerra. O País foi severamente atingido na sua infraestrutura,

17 Martin Wolf reporta (Financial Times) que entre 1945-71 (27 anos) o mundo assistiu somente 38 crises financeiras, enquanto de 1973–97 (24 anos) ocorreram 139.

18 Robert J. Gordon, *The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living since the Civil War*. Princeton: Princeton University Press, 2016.

grandes cidades, base industrial e sistemas de transporte. Nas quatro décadas seguintes, esse país emergiu e se tornou a segunda maior economia do mundo. O “Milagre Japonês” foi o ponto de partida para explicar o ritmo desse progresso.

A ocupação do Japão pelos poderes aliados (principalmente os Estados Unidos) começou em agosto de 1945 e terminou em abril de 1952. O General MacArthur foi o primeiro “*Supreme Commander*” do Japão pós-guerra. Sob sua égide, várias reformas institucionais foram realizadas, nas áreas de governança política, nova Constituição do País, liberdade de imprensa, sindicalização do trabalho, educação e reformas nas áreas corporativas e financeira. Em 1952 foi assinado um tratado de paz e a ocupação terminou. Tal como no caso alemão, o Japão também contava com uma valiosa dose de capital humano e capital social.

A força de trabalho disciplinada e educada foi essencial para explicar o chamado “milagre econômico japonês”. O *boom* japonês apresentou os seguintes destaques:

- Mudou o perfil de produção industrial de “*low end consumption products*” para “*high end consumption goods*”;
- Focalizou a produção em bens mais caros e com maior qualidade;
- Empregou melhores tecnologias de manufatura;
- Avançou nos padrões de qualidade de processos industriais;
- Adotou e desenvolveu novas técnicas de gestão (*kanban, just in time* e outras);
- Estruturou a organização de companhias em setores oligopolísticos (“*Zaibatsu*”);
- Obteve a cooperação de manufaturas, fornecedores, distribuidores e bancos em grupos fechados (“*keiretsu*”);
- As crises do petróleo de 1973 e 1979 atingiram a economia japonesa, que era bastante dependente do petróleo, mas o País pivotou

suas estratégias para desenvolver indústrias mais tecnológicas.

Outra importante mudança foi o foco no comércio internacional. O governo japonês (via o Ministério de Comércio Internacional e Indústria, MITI) e o setor privado juntaram forças para estimular exportações a ganhar *market share* no mercado global. Como resultado dessas políticas o Japão foi capaz de obter consideráveis superávits com seus parceiros comerciais.

O crescimento econômico resultou num rápido aumento dos padrões de vida, mudanças sociais e estabilização das instituições políticas democráticas. Em 1986 o PIB per capita do Japão foi US\$17,000, superando o PIB per capita do EUA, US\$ 16,000. Em 1992 o Estados Unidos havia se tornado a maior nação devedora do mundo, e o Japão a maior nação credora.

5. O PAPEL DOMINANTE DO DÓLAR NORTE AMERICANO: A ESCASSEZ DE DÓLARES ESTIMULA A INOVAÇÃO FINANCEIRA

Com o pleno funcionamento das “rodas de comércio” e com a prosperidade voltando à economia da Europa Ocidental e do Japão, o comércio internacional passa a registrar crescentes fluxos de exportações e importações na economia global.

A economia dos Estados Unidos, nos primeiros anos da década de 1950, estava alcançando crescentes e significativos superávits na sua balança comercial. Devido ao mecanismo previsto no Sistema de Bretton Woods, de taxas fixas de câmbio, os países deficitários teriam de liquidar os seus pagamentos em dólares. Como resultado desse processo, o *USDollar* ficou cada vez mais escasso na Europa Ocidental e no Japão.

O fenômeno logo recebeu um nome: “fome do dólar” ou “escassez de dólar”. Os países deficitários foram buscar soluções para esse problema, e isso acabou estimulando a criação de inovações financeiras.

A principal inovação foi a criação de um “*sistema financeiro paralelo*” baseado no “*Eurodollar*”. No começo, havia questões legais e regulatórias sobre esse novo mercado, mas com o correr do

tempo foram criadas normas e regulamentações legalizando a operação completa desse mercado¹⁹.

Esta inovação foi em resposta à necessidade de instrumentos para financiar projetos de investimento. É geralmente aceito que o “Eurobond market” começou focalizando os “long term bonds”, e que iniciou suas operações com um novo mercado (mais tarde chamado de “Eurobond Market”). A primeira operação no novo mercado, em julho de 1963, foi o lançamento e emissão do Autostrade, com alvo no “Italian motorway network”²⁰.

Esse mercado ficou consolidado e adquiriu importância, tornando-se o que se chama de “cross-border debt capital market”²¹. O Euro market aumentou o rol de oferta de instrumentos financeiros. Baseado na Europa, estruturou-se numa teia de bancos internacionais e “money brokers”. Os participantes usualmente se engajam em tomar empréstimos e fazer aplicações de US dollars fora de seus países de origem, como meios de financiar as transações de comércio exterior e investimentos.



Nesse mercado, o principal instrumento usado para financiar investimentos de longo prazo foi o Eurobond. O Eurobond é emitido no formato de uma “fixed interest security” denominada numa única moeda ou então por um sindicato tendo como líder um banco, organizando com outros bancos um “multi-currency loan package”.

Na continuidade do processo para superar a escassez de dólares, o próximo grande passo

foi a criação do “Eurodollar” ou “Eurocurrency Market” em 1969²². Os depositantes de fundos no Eurocurrency market incluem bancos comerciais, empresas e bancos centrais, enquanto os tomadores de empréstimos eram empresas industriais e financeiras. Os grandes usuários eram as companhias multinacionais, que usavam este mercado durante épocas de restrição doméstica de crédito ou então quando as taxas domésticas de juros eram altas quando comparadas com as taxas de juros no Eurocurrency market.

O novo mercado foi organizado como um mercado monetário para operações de empréstimos e aplicações de US dollars que estavam depositados em bancos localizados na Europa²³. Os Eurodollar investments podiam ser transacionados em qualquer país que não fosse os Estados Unidos, mas eram usualmente transacionados em Londres²⁴. O eurocurrency market também abarcava transações com eurocurrency bonds.

Graças as inovações feitas e instrumentos criados, o dólar deixou de ser escasso. Na verdade, tornou-se “abundante” quando comparado ao ouro. Mas logo iria aparecer um novo desafio, e o mercado teria de se ajustar à um novo tipo de desequilíbrio.

6. COLAPSO DE BRETTON WOODS E O SMITHSONIAN AGREEMENT

No Acordo de Bretton Woods, as taxas de câmbio dos “non US” países aderentes seriam fixas em termos do valor do dólar. Mas havia uma cláusula que passa a chamar a atenção na década dos 1960: o dólar tinha um valor fixo em termos do ouro. O valor do ouro passa a ficar pressionado devido à inflação.

“Run on gold”: Superávits em Dólar

De acordo com o Sistema de Bretton Woods, os países concordavam em fixar suas taxas de câmbio

19 Durante esses anos, a União Soviética operou nesse mercado, vendendo ouro para comprar Euromoney (e Eurodollars) e bens ocidentais.

20 Com valor total de US\$15m, maturidade final de 15 anos e um cupom anual de 5½%. O lead manager of the issue foi S G Warburg, enquanto os co-managers foram Banque de Bruxelles, Deutsche Bank, e Rotterdamsche Bank.

21 Mesmo na atualidade o mercado continua a reunir emprestadores e investidores de todo o mundo e atende às necessidades de financiamento de países, organizações transnacionais, instituições financeiras e empresas.

22 É importante notar que o termo não tinha nada a ver com o (futuro moeda) euro e o prefixo “euro” era usado de maneira mais geral, para se referir a depósitos fora da jurisdição do banco central local.

23 Em geral, para países fora de sistemas em que as moedas eram emitidas como legal tender (tinham curso legal). Por exemplo, o euroyen é um depósito em yen fora do Japão; o eurousable é um depósito em rublos fora da Rússia.

24 O mercado financeiro de Londres tornou-se, e segue assim até hoje, como sendo um dos três top centros financeiros globais.

fixas em relação ao dólar, e com o dólar fixado no ouro²⁵. Nos 1950s, à medida que o sistema de Bretton Woods se tornava crescentemente operacional, mais países passaram a liquidar em dólares suas operações de comércio internacional.

Os Estados Unidos tinham a grande responsabilidade de manter o valor do dólar fixo em ouro. Note que os Estados Unidos detinham cerca de três-quartos das reservas oficiais de ouro do mundo, o que facilitava a tarefa de manter a confiança no futuro da convertibilidade do ouro e para manter o sistema seguro.

A competição global de negócios começou a afetar os Estados Unidos, causando diminuição do *market share* das exportações. Em consequência, o Balanço de Pagamentos dos Estados Unidos sentiu a pressão, que foi agravada por maiores gastos militares e despesas com ajuda externa. Começou a surgir, e foi se agravando, um desequilíbrio entre uma grande oferta de dólares face à uma oferta de ouro que crescia muito pouco e devagar. Eventualmente, havia mais dólares no exterior do que ouro nos Estados Unidos.

Outra faceta dessa situação é que a necessidade por dólares começou a cair, e o consequente excesso de oferta de dólares continuava criando desconforto nos mercados mundiais. Preocupado com esse cenário, o Estados Unidos começou a tomar medidas para evitar uma “corrida ao ouro”.

No final da década de 1960 a “Era Dourada” sofreu um rude reverso por causa da escalada dos Estados Unidos na Guerra do Vietnam (1964-1975). Havia crescentes dificuldades para financiar os aumentos de custos para conduzir a guerra. O mundo financeiro temia que os Estados Unidos, devido ao explosivo aumento da dívida governamental, estaria propenso a relaxar os controles na inflação.

O Presidente Charles de Gaulle, da França, compartilhava essa suspeita. Iniciou uma estratégia de converter os dólares acumulados pela França em barras de ouro. A Imprensa chamava isso de - “*de Gaulle dollar for gold*”. O sistema de Bretton Woods permitia essa manobra. Ademais, De Gaulle temia que o “financiamento

pela inflação - (*inflationary funding*) – iria corroer o poder de compra do dólar e punir países que haviam acumulado dólares nas suas contas de capital. Desse modo, De Gaulle ofereceu os dólares acumulados para serem trocados por ouro pelo preço \$35/onça de ouro.

Face ao risco que outros países fizessem o mesmo, os Estados Unidos concluíram que seria insustentável manter o dólar ancorado no ouro. O governo americano concluiu também que havia um amplo problema estrutural com o Sistema de Bretton Woods²⁶. Finalmente, a “janela do ouro” foi fechada em agosto de 1971.

Juntamente com o problema do dólar, os Estados Unidos enfrentavam crescentes déficits no Balanço de Capitais e a ameaça da inflação. O período inflacionário foi chamado de “*Great Inflation*”. Foram tomadas diversas medidas para combater a inflação, mas foram em geral de curta duração e inefetivas. Houve aumento do desemprego. Assim, a falta de efetividade das políticas econômicas existentes criou iniciativas das políticas econômicas para corrigir as falhas e propor reformas.

O “Smithsonian Agreement”

Entre os dias 13 a 15 de agosto de 1971 o governo coordenou um plano ambicioso de ação. A nova política econômica pretendia equilibrar o Balanço de Pagamentos, combater a inflação e diminuir a taxa de desemprego. As principais linhas de ação foram:

- Fechar a “gold window”. Os governos estrangeiros não poderiam mais trocar seus dólares por ouro. O sistema monetário internacional passou a ser baseado na moeda “fiat”;
- Alguns meses mais tarde o Smithsonian Agreement tentou manter atreladas (“pegged”) as taxas de câmbio, mas logo em seguida o Sistema de Bretton Woods terminou;
- Foi decretado um congelamento de 90 dias nos salários e preços com o objetivo de frear a inflação.

25 A taxa de câmbio podia ser ajustada em situações excepcionais.

26 O problema estrutural do Sistema monetário é conhecido como o “Triffin dilemma”. Ele ocorre quando um país emite uma moeda usada para reservas globais (“global reserve currency”) baseado na sua importância como meio de troca global. Para garantir a estabilidade dessa moeda, o país é obrigado a gerar repetidos déficits de conta corrente para suprir tal oferta. À medida que se acumulam os déficits de contas correntes, a moeda reserva se torna menos desejável e vê ameaçada sua posição como uma “reserve currency”.

A maior crítica feita foi que os Estados Unidos saíram – unilateralmente – do Acordo de Bretton Woods. Na prática, terminou com o sistema de taxas fixas de câmbio estabelecido pela Conferência de Bretton Woods de 1944, e forçou os outros países a seguir um regime de taxas flutuantes²⁷.

O “Smithsonian Agreement”, anunciado em dezembro de 1971, criou um diferente padrão para o dólar. Os principais destaques do “new dollar standard” foram:

- As moedas de vários países industrializados ficaram atreladas ao US dollar;
- Essas moedas foram liberadas para flutuar por 2,25% contra o dólar.

Com o Smithsonian Agreement o *American monetary system* passa unicamente a depender da credibilidade e boa gestão da sua moeda. O *Smithsonian agreement*, de certa maneira, decretou o colapso do *Bretton Woods system*.

7. O IMPACTO DA ADOÇÃO DO REGIME DE FLUTUAÇÃO DAS TAXAS DE CÂMBIO APÓS 1971

Após 1971 o mundo financeiro passou a ser regido por taxas flutuantes de câmbio. Com a flexibilidade cambial dos mercados, a volatilidade das moedas começou a subir. Os mercados financeiros começaram a buscar instrumentos financeiros que pudessem mitigar esse risco.

Milton Friedman, *Nobel Prize in Economics*, e professor de economia na The University of Chicago, foi contratado como consultor pela Chicago Mercantile Exchange (CME) para estudar a viabilidade de usar instrumentos de *futures*, *options*, *swaps* e outros derivativos para fazer a gestão de riscos de câmbio.

Teria de ser uma inovação *disruptive*, por isso a CME contratou a maior autoridade acadêmica mundial em assuntos monetários²⁸. No começo dos anos de 1970 os derivativos eram usados

para fazer hedge de preços de commodities, tais como trigo, milho e soja. Esses *derivatives* eram negociados em *Commodity Exchanges* ou em *Over-the-Counter markets*.

A questão colocada para Friedman foi: seria possível desenhar um contrato derivativo para fazer hedge de preços de uma unidade financeira, tal como a taxa de câmbio?

Friedman estudou o assunto, e respondeu: por que não? Com efeito, as taxas de câmbio flutuantes eram preços, com seus valores dependendo de forças de oferta e demanda. Tal como no mercado de manteiga (*butter futures*), o “carro chefe” da CME naquele momento. Com base na opinião técnica de Friedman, a CME organizou mercados e lançou contratos de futuros e de opções para várias taxas de câmbio. Foi um estrondoso sucesso, e em pouco tempo a CME tornou-se uma das maiores bolsas do mundo. Logo em seguida, e novamente com enorme sucesso, a CME iniciou negociações com contratos de derivativos de taxas de juros²⁹.

A criação do *European Monetary System (EMS)*, também conhecido como “*European snake*”, foi uma importante inovação institucional. Foi organizado como um “*adjustable exchange rate arrangement*” (arranjo de taxas de câmbio ajustáveis). O objetivo foi obter forte cooperação monetária para viabilizar a criação de uma zona de estabilidade monetária (*Zone of Monetary Stability*).

Dessa maneira, com o término do *Bretton Woods system* em 1971, a maior parte dos países Europeus concordou manter, em 1972, a estabilidade de taxas de câmbio estáveis³⁰. Em março de 1979, este sistema foi substituído pelo *European Monetary System (EMS)*, e a *European Currency Unit (ECU)* foi parte do novo arranjo³¹. Embora nenhuma moeda tivesse sido escolhida como âncora, o *Deutsche Mark* e o *German Bundesbank (German Central Bank)* logo emergiram para tomar o centro da *EMS*.

Outro desenvolvimento financeiro foi a criação da LIBOR. Marcou um passo importante para o avanço dos mercados financeiros. Foi também muito

27 Como causou ganhos para ele, e perdas para os outros, pode-se interpretar que os Estados Unidos praticaram um tipo de “calote”.

28 Mello e Contador eram colegas na University of Chicago e foram alunos de Friedman (econ 331) exatamente nessa época.

29 Atualmente, o mercado de taxas de câmbio, incluindo derivativos, opera 24 x 7, todos os dias do ano. Em termos de volume anual de valor (notional) de negócios, é o único mercado no mundo negociando no ano mais de um quadrilhão de dólares.

30 O objetivo foi evitar flutuações da taxa de câmbio de mais de 2.25% (0 *European “currency snake”*).

31 O EMS foi estabelecido em 1979 por via da Jenkins European Commission, em que a maior parte dos países da *European Economic Community (EEC)* ligou suas moedas para prevenir grandes flutuações relativas entre si.

importante para a gestão dos mercados financeiros que estavam afetados por taxas de câmbio flutuantes. LIBOR é a sigla da LONDON INTERBANK OFFERED RATE, e é a taxa de juros que os bancos cobram entre eles para empréstimos de curto prazo.

8. EVOLUÇÃO DOS MERCADOS, INSTITUIÇÕES E INSTRUMENTOS DO MERCADO FINANCEIRO, 1945-1989

As finanças desempenham três papéis básicos na economia:

- estimulam a criação de poupança, asseguram sua propriedade e criam os meios para que possam se tornar investimentos
- criam os mecanismos para canalizar essas poupanças para investimentos eficientes, que possam garantir e fazer crescer a renda futura, e assim remunerar essas poupanças
- promovem o constante aprimoramento das instituições, mecanismos e instrumentos para a mobilização e intercâmbio de recursos das famílias, empresas e governo para direcioná-los aos investimentos

Os mercados financeiros ocupam o centro das finanças. Esses mercados podem ser físicos ou virtuais, e são espaços que juntam as forças de demanda e oferta para ativos financeiros em negociação e estabelecem preços e volumes nos pontos de equilíbrio. Existem várias dimensões envolvidas, e isso explica que possam existir diversas maneiras de classificação dos mercados financeiros.

Na estrutura abaixo, seis dimensões são relevantes:



• *Liquidez*: a rapidez com que ativos financeiros podem ser convertidas no seu valor em dinheiro

• *Maturidade*: categorização dos ativos financeiros segundo dias, semanas, meses e anos; ou curto prazo e longo prazo

• *Rentabilidade*: quando investidores avaliam um ativo financeiro, eles buscam uma combinação de risco e retorno

• *Transformação de risco*: estratégias para converter investimentos com risco em investimentos com menor risco

• *Intermediação e Desintermediação*: a intermediação ocorre quando poupadores e investidores se ligam indiretamente, por meio de um intermediário financeiro emitindo contratos; na desintermediação, poupadores e investidores negociam diretamente

• *Regulação Governamental e Auto regulação*: mercados financeiros recebem diferentes graus de intervenção governamental. Desde regulação extrema, até completa liberdade. Existe também a regulação feita pelos próprios participantes do mercado, que se chama auto regulação.

Com base na estrutura das dimensões visto acima, é possível avaliar o desenvolvimento financeiro entre 1945 e 1989:

(i) Aumento do rol das instituições financeiras: bancos, fundos, poupança, cooperativas de crédito, corretoras, distribuidoras, fundos imobiliários, seguradoras, cooperativas de crédito, gestores de ativos, esquemas de investimento coletivo, fundos de pensão, bolsas de valores e bolsas de futuros e opções, entre outras;

(ii) Inovação: a inovação é a força motora do mercado financeiro. Os mercados financeiros estão atentos à evolução da economia internacional, à emergência de novos setores industriais e de serviços e mudanças geopolíticas. Lançam novos produtos ou reformam produtos existentes para ampliar seus mercados;

(iii) Globalização: com o aumento da globalização, durante 1945-1989, o comércio internacional mostrou um crescimento significativo, inclusive a taxas superiores ao crescimento do PIB global. Isso requereu novos instrumentos para gestão de riscos, *trade finance* e avaliação de risco político;

(iv) Tecnologia: crescente uso da tecnologia, em especial digitalização e computadores. Razões de eficiência, lucratividade, melhoria de processos, controle e satisfação dos consumidores incentivam o maior uso de tecnologia;

(v) Informação: a qualidade e a velocidade da informação adquirem crescente importância para assegurar a eficiência do mercado. Os produtos financeiros e a organização das instituições financeiras passam a adaptar rapidamente para usufruir das possibilidades do progresso informacional;

(vi) Maior volume de informação financeira: o crescimento do mercado financeiro incentiva uma demanda crescente por informação, e estimulou o aparecimento de empresas como Bloomberg e Fitch.

(vii) Mitigação do Risco: a criação de novos instrumentos (tais como hedging) foi ajudada pelos avanços da tecnologia, da informação e de criação de agências de *rating*;

(viii) Maior disponibilidade de capital humano: a indústria financeira passou a exigir uma enorme gama de profissões especializadas (traders, financial analysts, researchers, asset managers, back office operators e supporting sales staff). Estimulou o boom de novas escolas de negócios com MBAs especializados em finanças;

(ix) Refinamento da regulação: as agências regulatórias também se beneficiaram dos avanços na informação, tecnologia e capital humano. Fazem um constante esforço para poder acompanhar o dinamismo do mercado financeiro. Muitas vezes são vítimas da chamada "*regulation arbitrage*", ou seja, das maneiras que o mercado encontra para escapar das novas regulações, oferecendo "novos produtos";

(x) Integração das políticas macroeconômicas com os mercados financeiros: Devido ao poder das mudanças na macroeconomia, como por exemplo taxa de juros, de influenciar o mercado;

(xi) Papel das "*international financial institutions*": IMF, World Bank, Interamerican Development Bank, OECD, BIS e outras instituições podem ajudar países com dificuldades financeiras ("*financial distress*"), causadas pela má gestão da dívida pública, déficits exagerados, distorções no regime cambial, controles cambiais inadequados e desequilíbrios macroeconômicos em geral.

9. EVOLUÇÃO DAS FINANÇAS CORPORATIVAS E AS EMPRESAS MULTINACIONAIS

Outro importante, e relacionado desenvolvimento, foi o crescimento das *corporations* nos países desenvolvidos. As *corporations* tiveram também grande impacto na economia global, por meio da criação de empresas multinacionais.

Com o crescimento no tamanho, e a maior complexidade das suas operações, as *corporations* assumiram um papel relevante, e as *finanças corporativas* passaram a ser um novo campo das finanças, vital para dar sustentação aos negócios. Cabe destacar os seguintes aspectos da arquitetura organizacional e das operações das *corporations* na área financeira:

- As *corporations* são usualmente administradas pelo Conselho de Administração, assessoradas por um Conselho Fiscal e um Comitê de Auditoria Interna, e dirigidas por hierarquias de executivos (CEO e outros *C-level*);
- As finanças corporativas cuidavam, nos seus primeiros anos, de questões contábeis e capital de giro, mas foram evoluindo para tomada de decisões estratégicas. Sua principal função hoje em dia é maximizar o valor da empresa, respeitando os interesses dos outros *stakeholders*;
- O CFO (*The Chief Financial Officer*) é um top executivo da *corporation*, tendo a seu cargo o *Department of Finance* (e *Treasury*). É responsável pelo planejamento financeiro de

curto e de longo prazos, e de implementar várias estratégias financeiras;

- O CFO (*Chief Financial Officer*) geralmente lida com as finanças, estruturação do capital e decisões de investimento. Tais atividades e decisões incluem; (i) *capital budgeting*; (ii) avaliação de investimentos propostos; (iii) execução das políticas de dividendos; (iv) gestão das decisões financeiras de curto prazo que afetam as operações; (v) seleção e contratação das fontes de capital; (vi) gestão dos ativos correntes, passivos correntes e controle de estoques.

- O *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* é um dos mais conhecidos e utilizados modelos financeiros, e serve para determinar uma teoricamente apropriada taxa de retorno de um ativo. Ajuda também na tomada de decisões sobre adicionar ativos pra um adequado e diversificado *portfolio*. O modelo avalia a sensibilidade de um ativo para um risco não-diversificável (também conhecido como risco sistemático ou risco de mercado) e examina o retorno esperado de mercado e o retorno esperado em um ativo teoricamente sem risco.

Empresas Multinacionais (Multinational companies)

Uma empresa multinacional (*multinational corporation-MNC*), também chamada de transnacional (*transnational corporation*), é uma empresa com sede num país e que opera com subsidiárias (de propriedade total ou parcial) em outros países.

Durante as duas décadas que se seguiram à II Guerra Mundial, as MNC sediadas nos Estados Unidos predominaram na economia global. À medida que as economias europeias e japonesas começaram a crescer, elas começaram a ter suas próprias MNCs, desempenhando maiores papéis nas atividades de investimento estrangeiro.

Um aspecto econômico comum às MNCs é que pertencem à setores oligopolísticos da economia, e podem se beneficiar de enormes economias de escala. Graças a isso, puderam expandir suas

fatias de mercado (*market shares*), ganhar poder e controlar o comércio internacional.

O CFO com responsabilidade de gestão de finanças em MNCs têm o grande desafio de desenvolver e executar com sucesso os negócios e estratégias financeiras. Além de necessitarem de amplo conhecimento de finanças, precisam também de sensibilidade para operar com diferentes culturas e ambientes de negócios. Comparado com os CFOs de empresas domésticas, necessitam estar muito atentos para situações de risco político e precisam acompanhar detalhadamente o mercado cambial.

Como trabalham em mercados domésticos e estrangeiros ao mesmo tempo, necessitam entender e acompanhar os ciclos e tendências do comércio internacional. Devem ser capazes de avaliar oportunidades de investimento e assim poder posicionar a companhia estrategicamente. Finalmente, conhecer o básico das operações de mercados futuros, opções e swaps e outras operações derivativas.

Os CFOs das MNCs, com a função de gerir os custos e riscos das operações na área financeira, podem utilizar diversos mercados, mecanismos e instrumentos. Também acompanham vários assuntos de natureza política, fiscal, regulatória e de governança corporativa no contexto dos países onde operam³² :

32 Kirt C. Butler, *Multinational Finance*, third edition. New York: Thomson South Western, 2004.



As MNCs enfrentavam necessidades especiais para gestão das finanças, e contribuíram significativamente durante o período 1945-1989 para o desenvolvimento de novos mercados e instrumentos financeiros, em especial para as técnicas de mitigação de riscos financeiros.

10. OS MERCADOS EMERGENTES

Na Segunda metade do século 20, os países com média ou baixa renda per capita participavam marginalmente do mercado financeiro global. Só no século seguinte esses mercados iriam alcançar maior proeminência.

Os seguintes temas devem ser destacados sobre as finanças dos países em desenvolvimento durante o período 1945-1987:



Os dois choques do petróleo (1973 e 1979)

Após a II Guerra Mundial, o petróleo se tornou a commodity mais estratégica do mundo. A maior parte dos países em desenvolvimento eram dependentes do petróleo como fonte de energia. Não existiam na época substitutos fáceis, a elasticidade renda da demanda era alta e a elasticidade preço era baixa nesses países.

Na década dos 1970 o mundo foi atingido pelas duas crises do petróleo, que tiveram um efeito devastador nos países em desenvolvimento.

O primeiro choque do petróleo aconteceu em 1973. Começou em outubro, quando os membros da *Organization of Petroleum Exporting Countries*

(OPEC) proclamaram um embargo do petróleo, que durou até março de 1974. O preço do petróleo subiu quase 400% nesses meses, de US\$3 por barril para quase \$12 globalmente. O embargo causou uma crise do petróleo, ou "choque", que teve muitos efeitos no curto e no longo prazo na economia e na política global.

O segundo choque do petróleo ocorreu em 1979. Causou pânico nas economias, e o preço do barril mais do que dobrou nos doze meses seguintes, atingindo \$39.50. A nova crise do petróleo foi agravada por guerras no Oriente Médio, e deflagrou recessões econômicas nos Estados Unidos e outros países, provocando mudanças no balanço de política e poder globais.

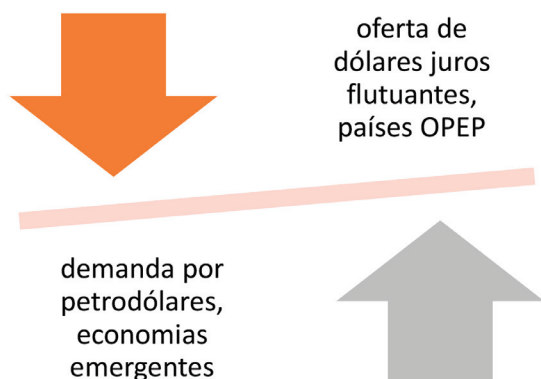
Reciclagem dos “Petrodólares”

O impacto dos choques de petróleo golpeou duramente os mercados emergentes. O Brasil foi um exemplo de um país experimentando cinco décadas de alto crescimento da renda per capita, e muito dependente do petróleo (importado) quando o primeiro choque atingiu sua economia.

Tal como outras economias emergentes enfrentando situações similares, o Brasil enfrentava as seguintes opções:

- (i) provocar uma “parada súbita” (“*sudden stop*”) na economia para com o tempo ajustar estratégias para lidar com os novos custos de energia;
- (ii) tentar continuar na mesma trilha dos objetivos de crescimento econômico, e financiar o aumento de custos tomando crédito no mercado financeiro global.

O Brasil, tal como a grande parte das economias emergentes, escolheu a segunda opção. Os juros em 1973 e 1974 eram ainda baixos. O grande problema de tomar os empréstimos só apareceu poucos anos depois. O processo de financiamento dependeu de empréstimos denominados em dólar do mercado financeiro global, pois os mercados emergentes não dispunham de fontes domésticas de recursos para o vulto da operação. Acontece que tais empréstimos foram feitos com juros flutuantes (ancorados em “*floating rates*” com taxas LIBOR) e não com juros fixos. Os riscos da inflação global recaíram sobre eles.



Nesse modelo de financiamento, inovador, os países exportadores de petróleo canalizaram seus dólares para esse mercado, e sua oferta supriu a demanda das economias emergentes. Um novo mercado nasceu: o “*Petrodollar market*”. Esse processo ficou conhecido como “*Petrodollar recycling market*”.

Crise da Dívida nos Países Emergentes

A maior parte dos empréstimos era de curto prazo, com previsões para rolagem da dívida. Com o aumento da LIBOR, o custo do serviço da dívida foi aumentando nos anos 1974 a 1987. Os credores foram exigindo maiores garantias, o governo das economias emergentes foi forçado a entrar em cena, e as dívidas viraram “soberanas”. A partir de 1979 a situação se deteriora, e começa a chamada “*Latin America Debt Crisis*”.

Foi grande o impacto dessa crise na organização econômica e social dos países da América Latina. A crise necessitou de anos para ser sanada no mercado financeiro, e foi marcada por longas e penosas negociações, até o acordo final com o “*Brady Plan*” em 1989.

Desenvolvimento Financeiro e Crescimento Econômico

Não existe uma causalção explícita entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico. Idealmente, uma causalção positiva ajudaria o processo de crescimento, no sentido que poderiam replicar sistemas financeiros de países ricos. Na realidade, existem outros fatores institucionais e culturais que tornam esse quadro mais complexo.

As instituições multilaterais, particularmente o Banco Mundial, BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento) e FMI desenvolveram estudos e propostas práticas, de caráter microeconômico, para desenhar mecanismos financeiros e aperfeiçoamentos das instituições financeiras para desenvolver os mercados financeiros e de capitais das economias emergentes.

Modelos de Desenvolvimento Financeiro para Economias Emergentes

O interesse pelos problemas de crescimento econômico e o papel das finanças nesse processo

incentivaram diversos trabalhos e modelos ao longo das últimas décadas:

1 – Os modelos de crescimento econômico de Harrod-Domar e Solow se basearam no uso do capital para estimular o crescimento econômico. São modelos muito populares, baseados na análise Keynesiana de poupança-investimento e na análise neoclássica³³;

2 - Ragnar Nurkse foi um pioneiro, que trouxe importante contribuição para explicar o papel do capital e do investimento no processo de desenvolvimento econômico. Advogava a Teoria do “crescimento balanceado”, com investimentos simultâneos em vários setores de atividade econômica³⁴;

3 - Raymond Goldsmith foi outro importante economista a contribuir nessa questão³⁵. Escreveu vários livros sobre desenvolvimento financeiro, inclusive o Brasil. No livro *The Determinants of Financial Structure* (1966), Goldsmith desenvolveu um quadro de análise para calcular a riqueza financeira e sua relação com o PIB do país;

4 - Ronald McKinnon e Edward E. Shaw desenvolveram modelos e quadros de análise, pela perspectiva das finanças e das finanças corporativas, para diagnosticar barreiras para o crescimento econômico³⁶. John Gurley e Edward Shaw exploraram o papel da moeda nas finanças, desenvolvendo uma Teoria monetária das finanças³⁷. Nesse contexto, os autores desenvolveram o tema da “repressão financeira”, enfatizando o papel das distorções que inibem o mercado

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo analisou como as instituições financeiras, os mercados financeiros e os instrumentos financeiros se desenvolveram durante o período coberto pelos anos de 1945 a 1989.

O ponto central deste estudo foi discutir como o papel estrutural dos sistemas e instrumentos financeiros mudou no período 1945-1989 afim de acomodar – de maneira proativa ou reativa – as transformações históricas da economia, sociedade e instituições governamentais.

REFERÊNCIAS

Butler, Kirt C., **Multinational Finance, third edition**. New York: Thomson South Western, 2004

Cameron, Rondo e Larry Neal, **A Concise Economic History of the World, fourth edition**

Dodge, Joseph M.; Raymond Goldsmith and Gerhard Colm, **A Plan for the Liquidation of War Finance and the Financial Rehabilitation of Germany**, IICPA 1946.

Goldsmith, Raymond. Brasil 1850-1984: **Desenvolvimento Financeiro sob um Século de Inflação**. São Paulo: Harper & Row, 1986.

Gordon, Robert J., **The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living since the Civil War**. Princeton: Princeton University Press, 2016.

Gurley, John G. and Edward S. Shaw, **Money in a Theory of Finance**, January, 1960.

Keynes, John Maynard, **“Teoria Geral do Emprego, do Juro e a Moeda”** (1936).

Leontief, Wassily W. **Structure of the American Economy**, 1919-1929.

McKinnon, Ronald. Money and Capital in Economic Development, 1973.

Mello, Pedro Carvalho de. **John Maynard Keynes, Presidente de Companhia de Seguros**. Rio de Janeiro, ed. FUNENSEG, 2016.

United Monetary and Financial Conference (Bretton Woods Conference),

33 O modelo Harrod-Domar foi desenvolvido independentemente por Roy Harrod em 1939 e por Evsey Domar em 1946. Robert Solow desenvolveu um modelo analítico, bastante utilizado devido a sua simplicidade e utilidade para estudos empíricos.

34 Ragnar Nurkse (1907- 1959) foi um economista e formulador de políticas econômicas, atuante nos campos de finanças internacionais e desenvolvimento econômico.

35 Raymond Goldsmith, *Financial Structure and Economic Development*, 1969.

36 Ronald McKinnon. Money and Capital in Economic Development, 1973.

37 John G. Gurley and Edward S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, January, 1960.