

O PODER AMERICANO E A ECONOMIA POLÍTICA DO MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO PRÉ-CRISE DE 2008

Fernando Barcellos de Andrade Alencar¹

RESUMO: O artigo parte do questionamento do porquê divergências regulatórias no mercado de derivativos de balcão ganharam uma importância política tão grande nos Estados Unidos no período pré-crise de 2008. A partir desse problema político torna-se imperativo buscar compreender qual é a inerente relação do mercado financeiro americano e sua regulação com o poder estatal dos Estados Unidos, tendo o mercado de derivativos de balcão como estudo de caso. Para tanto, objetiva-se analisar como as atividades bancárias nesse mercado não regulado expressam uma importância econômica central para o dólar enquanto moeda hegemônica, que se deriva em uma importância político- estratégica para o Estado americano, a qual é observada na intransigente defesa dos agentes do executivo americano da isenção regulatória para esse segmento do mercado financeiro.

PALAVRAS-CHAVE: Poder monetário estrutural americano. Mercado de derivativos de balcão. Regulação financeira.

Introdução

O presente artigo trata dos conflitos políticos entre a indústria financeira, as agências autárquicas de regulação financeira e secretarias do executivo acerca das tentativas de regular o mercado de derivativos de balcão nos Estados Unidos entre a segunda metade dos anos 1980 e o final dos anos 1990. Esses conflitos relevam, em última instância, a divergente avaliação entre esses agentes dos riscos, importância econômica e sentido estratégico-político desse mercado na reconfiguração do sistema financeiro internacional após fim de Bretton Woods e o subsequente avanço da globalização financeira.

Na primeira parte do artigo apresentamos a crise de volatilidade gerada pelo fim do sistema de câmbio fixo e controle de capitais de Bretton Woods, agravada pela crise do sistema capitalista internacional nos anos 1970, expressa pelo choque do petróleo, pela estagflação e pelo acirramento do confronto competitivo entre as potências capitalistas. Nesse

¹ Universidade Federal do Rio de Janeiro (Ufrj), Instituto de Economia, Rio de Janeiro – RJ – Brasil. Mestrando do Programa de Pós-graduação em Economia Política Internacional. fernandobarcellos@rocketmail.com.

contexto, a seção procura traçar o histórico do surgimento e desenvolvimento da inovação de derivativos financeiros, com foco em como o mercado de derivativos de balcão passa a ser responsável pelo gerenciamento do risco financeiro, tornando-se um dos pilares da governança financeira global a partir dos anos 1970 e 1980.

Na segunda parte do artigo exploramos a conexão entre a não-regulação do mercado de derivativos de balcão e poder monetário e financeiro dos Estados Unidos. Em nosso argumento a não regulação do mercado de derivativos de balcão faz parte de uma política de manutenção do dólar como moeda global hegemônica que é a peça fundamental na capacidade dos Estados Unidos exercerem gasto público sem restrição externa e assim financiarem seu poder militar. A política de não regulação do mercado de derivativos de balcão, do ponto de vista político-estratégico, reforça a capacidade do mercado financeiro americano em atrair a demanda por ativos seguros denominados em dólar para os Estados Unidos, permitindo o ajustamento flexível do seu déficit externo, uma vez que a flexibilização, customização e não regulação do mercado de derivativos de balcão permitiu-lhe a manufatura de ativos privados considerados tão seguros quanto a dívida pública americana anteriormente à crise de 2008, atraindo a liquidez global do dólar de volta ao mercado financeiro americano como uma espécie de depositário da reserva global de valor, ao lado dos títulos dívida pública americana.

Na terceira parte do artigo mostramos os conflitos políticos que surgem a partir da tentativa da agência regulatória de derivativos, a *Commodities and Futures Trading Commission* (CFTC), em regular o mercado de derivativos de balcão, entre os anos 1980 e 1990, buscando evidenciar como a intransigente defesa de altos executivos da secretaria do Tesouro e da autoridade monetária americana da manutenção da não regulação desse mercado revela a preocupação estratégica do Estado americano com o papel central de gestão do risco promovido por esse segmento do mercado financeiro.

A crise de volatilidade no sistema financeiro internacional e o desenvolvimento de derivativos financeiros

Os Estados Unidos, através do sistema de Bretton Woods, consolidam a hegemonia americana sobre o mundo capitalista no pós-segunda guerra através da ordenação do sistema

monetário-financeiro internacional baseado na centralidade do dólar como moeda internacional. O acordo de Bretton Woods estabeleceu um sistema internacional de taxas de câmbio fixas, tanto no curto quanto no longo prazo. Isso era garantido pela paridade que os Estados Unidos mantinham entre o dólar e o ouro e pela cooperação internacional em controle de capitais. Esse sistema reduziu a volatilidade que, segundo Belluzo, é definida como as “mudanças frequentes nas expectativas a respeito da evolução dos preços nas moedas distintas” (BELLUZZO, 1997, p. 176). Como efeito havia a garantia de maior previsibilidade aos cálculos de investimento e a redução dos riscos de perda do valor das diferentes moedas.

No entanto, ao longo dos anos 1960 o sistema de Bretton Woods começou a entrar em crise. Posto que, de um lado, o crescente déficit americano tornou cada vez mais difícil aos EUA manter o valor fixo do dólar com o ouro. Por outro lado, o aumento do volume de transações financeiras internacionais em dólar, a partir da criação do mercado monetário autorregulado de Londres, o Euromercado, minou o controle americano de capitais e pôs fim a cooperação internacional nessa matéria (HELLEINER, 1994).

Dado o crescente déficit americano nos anos 1960 e os subsequentes ataques especulativos ao dólar, a imposição de um sistema de controle de capitais pelos EUA em 1963 só fez aumentar as pressões por arbitragem regulatória e uma cada vez maior fuga de capitais americanos à Londres. A expansão do déficit americano com gastos sociais e militares e maior investimento externo direto das corporações americanas no exterior, além da política expansionista de Nixon geradora de inflação, fez com que os agentes perdessem a confiança no valor do dólar e lançassem ataques especulativos. O Euromercado, abundantemente líquido e profundo, ampliou a capacidade dos agentes financeiros em tomar posições e facilitou seus ataques especulativos contra o dólar ao longo dos anos 1960, tornando cada vez mais difícil para o Estado americano sustentar o padrão ouro-dólar. Nas palavras de Belluzo: “A função de reserva da moeda americana estava sendo desgastada pela percepção de que havia um desequilíbrio estrutural no balanço de pagamentos” (BELLUZZO, 1997, p. 173).

Além disso, os fluxos de capital especulativo aumentaram em um nível tal que os arranjos financeiros multilaterais à época não conseguiam compensar a demanda especulativa. Isso devido a disparidade entre o volume de operações em dólar transacionadas nos mercados (e eventualmente em posse dos especuladores) e aquele à disposição dos governos, sob a

forma de reservas. Sendo o crescimento do Euromercado em grande parte responsável por esse desequilíbrio entre a liquidez disponível aos agentes públicos e àquela disponível aos privados.

Desejando manter a autonomia de gastos, o governo americano suspendeu em 1971 a conversibilidade do dólar em ouro. Isso liberou os Estados Unidos de um compromisso internacional fixado em tratado que restringia sua autonomia monetária e fiscal. Com essa decisão, o sistema monetário-financeiro internacional passou a operar com base em taxas de câmbio e juros flutuantes – o dólar flutuante (SERRANO, 2002).

O fim do sistema de internacional de câmbio fixo promoveu um forte aumento da volatilidade das moedas nacionais frente ao dólar, o que é agravado pelo alto fluxo de capitais especulativos que aumentam com o fim do controle de capitais americano em 1975 e desestruturaram a cooperação internacional de controle de capitais (HELLEINER, 1994).

A desestruturação do sistema internacional de câmbio fixo foi concomitante com a crise do sistema capitalista internacional a partir dos anos 1970, evidenciada por uma vasta gama de fatores, dentre os quais cabe ressaltar: a alta inflacionária nos preços das commodities e em especial dos preços do petróleo; o acirramento das pressões competitivas entre as potências capitalistas; as crises políticas na periferia do sistema internacional; a queda na taxa de lucro; a estagflação e a crise de confiança no valor do dólar. Houve, portanto, uma generalização das incertezas, agravando a volatilidade do câmbio, do preço das commodities e dos ativos (GINDIN; PANITCH, 2012).

A alta inflacionária em especial irá aumentar a volatilidade da inflação e consequentemente a volatilidade das taxas de juros, porque os agentes passaram a exigir maior proteção dos governos frente ao risco. Assim, dois determinadores fundamentais dos preços, o câmbio e o juros, estavam sob forte incerteza, acentuando o nível de volatilidade na economia internacional. Com a crise da dívida latino-americana e no leste europeu nos anos 1980, o sistema monetário-financeiro internacional passou a vivenciar, além da volatilidade dos juros e do câmbio, o alto risco de calote do crédito, fazendo com que alguns analistas caracterizem o período de 1970 a 1980 como um não-sistema (McKINNON, 1993; TAVARES, 1997).

Com o sistema financeiro internacional imerso na volatilidade, as instituições do

mercado financeiro desenvolveram novos mecanismos de proteção do valor da riqueza: os derivativos financeiros. Esses são contratos, firmados entre agentes econômicos, que passaram a atender número cada vez maior de classes de ativos, taxas e índices diante do risco de mudança dos seus preços. Segundo Belluzzo, os derivativos passam a ser uma peça fundamental na operação do sistema financeiro após o fim do câmbio fixo e do controle da mobilidade de capitais de curto prazo (BELLUZZO, 1997).

A definição técnica de derivativos trata-os como instrumentos financeiros cujo valor deriva de outros ativos, os chamados ativos subjacentes. Na prática, derivativos são contratos financeiros que vinculam direitos e obrigações entre as partes com vistas ao valor futuro dos ativos subjacentes. Nesse sentido, as partes transferem o risco da variação do valor de mercado dos ativos subjacentes para as contrapartes. Logo, uma das partes assume o risco e a outra se protege da volatilidade, de acordo com sua propensão a tomar risco e sua necessidade de proteção (HULL, 2002).

Os contratos de derivativos surgiram nos Estados Unidos em 1850 no intuito de reduzir a volatilidade dos preços agrícolas entre os períodos de safra e entressafra. Originalmente, especificavam uma determinada quantidade de *commodity* agrícola a ser entregue numa data futura a um preço determinado, os chamados contratos a termo. Pouco a pouco esses contratos passaram a ser negociados em ambiente institucionalizados – sendo posteriormente a ser chamados de bolsas de mercadorias e futuros – que serviam como um polo central na organização dos contratos a termo de *commodities* agrícolas. As bolsas realizaram a padronização dos contratos a termo referente aos prazos de maturação e qualidade das *commodities*, chamando-os contratos futuros. Além disso, surgiram as opções que são contratos que dão o direito, mas não a obrigação a uma das partes em comprar ou vender futuros (SANTOS, 2008).

A partir dos anos 1970 há uma mudança nos ativos subjacentes dos contratos de derivativos. Em face a alta dos juros e do câmbio dada a volatilidade que se segue nos anos 1970 e 1980, os contratos de derivativos, que até então eram feitos apenas em ativos subjacentes baseados em *commodities*, passaram a também serem feitos em ativos subjacentes baseados em taxas de câmbio, juros e ativos financeiros. Com isso passam a ser chamados derivativos financeiros. Em 1972, a Bolsa de Mercadorias de Chicago cria o primeiro contrato

futuro de câmbio e, em 1975, os primeiros contratos futuros de taxas de juros e títulos do tesouro americano. (LUBOCHINSKY, 1993).

O principal motor de inovação em derivativos financeiros, contudo, não foram as bolsas de mercadorias e futuros, mas sim o mercado de balcão. Mercado em que os contratos financeiros são negociados de forma customizada entre as partes e não- padronizados como nas bolsas, o que permitiu maior flexibilização na criação de novos derivativos. A gênese desse mercado é diferente dos derivativos negociados em bolsa, assim como o tipo de derivativo negociado.

Sua origem está ligada a arbitragem regulatória devido aos controles de câmbio e de capitais da era de Bretton Woods. Nos anos 1960 e 1970, em face dos controles de capitais as corporações multinacionais não podiam se beneficiar da arbitragem de taxas de juros em empréstimos internacionais. Ademais, em face dos controles cambiais o envio de capital ao exterior ou tomada de empréstimos na matriz tinha custos elevados.

Dessa maneira, quando uma multinacional americana, por exemplo, necessitava expandir seus negócios no Reino Unido e uma multinacional britânica desejava investir em sua subsidiária nos EUA, como ambas as multinacionais não podiam trocar livremente o câmbio e realizar empréstimos às suas subsidiárias, a multinacional americana emprestava em dólar à subsidiária britânica nos EUA e a multinacional britânica emprestava em libra para a subsidiária americana no Reino Unido. De forma que a legislação era respeitada e os interesses atendidos (MERHLING, 2011).

Com o tempo os bancos passaram a ser intermediários desse tipo de empréstimo, chamado inicialmente de *back to back loan* ou empréstimo paralelo. De início, os bancos tomavam parte como corretores, encontrando clientes que tivessem necessidade de trocas de fluxos de pagamentos que se combinassem e cobrando uma taxa por esse serviço. Contudo, nos anos 1980, os bancos criaram uma inovação financeira a partir dos empréstimos paralelos: os swaps, que guardam a mesma essência daqueles, de serem contratos de garantia de fluxos de pagamentos entre as partes, porém mais flexíveis e com custo de operação reduzido. Com essa inovação os bancos passaram a ser a contraparte dos clientes, efetivamente assumindo os fluxos de pagamento de acordo com suas necessidades. Na prática, os bancos negociadores de swap passaram a agir como criadores de mercado e proporcionaram a liquidez necessária para

o aumento do volume de transações, consolidando o mercado de derivativos de balcão de swaps (SCHINASI et al., 2000).

O crescimento vertiginoso desse mercado se deu a partir da segunda metade dos anos 1980. Principalmente através das inovações nas possibilidades de troca fluxos de pagamento promovidas pelos swaps: a troca de fluxos de pagamento entre as partes com base no recebimento em uma moeda e pagamento em outra a taxas de câmbio fixas (swap de câmbio); com base na troca de fluxos de pagamento de valores a taxas de juros pós-fixadas por taxas pré-fixadas (swaps de juros) e com base na troca de um possível default de um ativo pelo recebimento dos rendimentos devidos, desde que se pagasse um prêmio a quem assumisse o risco (swaps de crédito). Tamanha flexibilidade aos investidores fez com que, segundo Schinasi et al. (2000), entre os anos 1980 e 1990, o mercado de balcão de derivativos de swaps de juros e de câmbio cresce 8 vezes mais que o mercado de derivativos negociados em bolsa de futuros de juros, câmbio e índices de ações (CARRUTHERS, 2013; SCHINASI et al., 2000).

Os derivativos financeiros foram os instrumentos responsáveis por promover um novo tipo de gerenciamento de risco no sistema financeiro internacional pós-Bretton Woods. O mercado de balcão e o principal instrumento financeiro nele negociado, os contratos de *swap*, foram fundamentais para os agentes gerirem, com flexibilidade e baixo custo de operação, os principais riscos que se intensificam a partir dos anos 1970: o risco de câmbio e de juros e, a partir dos anos 1980, o risco de crédito. Reestruturando, assim, a gestão do risco no sistema financeiro internacional, uma vez que o sistema de taxas fixas garantido pelo Estado americano foi substituído por um sistema de taxas flutuantes gerenciado, em boa medida, pelo mercado.

O mercado de derivativos de balcão e o poder americano

A hegemonia americana está em o dólar ser a moeda internacional hegemônica, ou seja, a moeda mais utilizada para o comércio e transações financeiras globais. A emissão da moeda internacional pelos EUA dá ao Estado americano a vantagem de pagar importações e receber pagamentos de exportações na sua própria moeda. Isso significa que o país não está

submetido a restrição externa de ter de exportar para conseguir a moeda internacional, para a partir disso importar e promover desenvolvimento econômico. No entanto, a principal vantagem para os Estados Unidos em emitir a moeda internacional está na utilização por parte dos agentes internacionais de ativos denominados em dólar como reserva de valor.

Os agentes que possuem poupança em dólar são atraídos a investir em ativos também em dólar para manter seu estoque de riqueza denominado e remunerado nessa moeda. Como efeito, a manutenção do dólar como moeda internacional e a procura dos agentes por ativos em dólar como reserva de valor financia o déficit externo americano, fazendo com os Estados Unidos possam importar mais do que exportam e consumir mais do que produzem. Além de usar a dívida pública como financiamento do desenvolvimento tecnológico militar, um dos pilares do seu poder hegemônico (EICHENGREEN, 2011; TAVARES, 1997). Serrano esclarece que o financiamento do déficit americano se dá pela emissão de dólar como passivo de longo prazo através de gasto público, mormente militar, e compensação de curto prazo através dos agentes tomando posições em títulos da dívida americana. Logo, “[...] na medida em que os países aceitavam o dólar como moeda de reserva internacional, os EUA podiam financiar um déficit global na balança de pagamentos de qualquer tamanho” (SERRANO, 2002, p. 17).

Isso só ocorre porque o uso do dólar como moeda internacional permite aos Estados Unidos pagar seus déficits em sua própria moeda e como não tem de convertê-la em nenhuma outra moeda para saldar suas dívidas, não correm risco de calote, uma vez que emitem a moeda na qual devem. Como observa Norloff:

The United States runs no risk of becoming insolvent as a result of growing sovereign debt because the United States does not pledge to convert its currency into any other currency, gold or metal at a fixed rate and can therefore issue debt without worrying about running out of money (WRAY, 1998 apud NORLOFF, 2014, p. 1052).

O déficit externo dos Estados Unidos é ajustado pelo atrativo papel do mercado financeiro americano perante o fluxo internacional de capitais. Segundo Bernanke et al. (2011), a profundidade e amplitude do mercado financeiro americano faz com que os agentes direcionem fluxos de capital aos Estados Unidos. Para Caballero e Krishnamurthy, o influxo

de capitais aos EUA procura tomar posições em ativos sem risco, porque esse fluxo busca apenas posições para manter o dólar em ativos seguros e líquidos, a fim de obter um mínimo retorno para o estoque de riqueza dos agentes. Esse movimento é reforçado a medida em que cresce o histórico déficit externo americano e o acúmulo de poupança externa nos países superavitários, passando a criar uma crescente demanda por ativos seguros no sistema financeiro global (BERNANKE et al., 2011; CABALLERO; KRISHNAMURTHY, 2009).

Para os autores, além da dívida pública americana os agentes passaram a demandar no mercado financeiro americano ativos privados considerados seguros. Esses ativos eram em sua maioria eram dívidas privadas cujos riscos eram externalizados, ou seja, os riscos eram separados dos ativos e revendidos a agentes em troca de um prêmio. Os autores destacam o papel das securitizações como inovações financeiras responsáveis por criar papéis privados seguros que passaram a atender a crescente demanda por ativos seguros em dólar. No entanto, os autores negligenciam o papel dos derivativos financeiros na composição dos ativos seguros em dólar. Segundo McKenzie o mercado de derivativos de balcão é oligopolizado pelos grandes bancos americanos, o que faz com que o mercado financeiro americano seja o mais competitivo do mundo nesse segmento. Na prática, o mercado de derivativos de balcão americano, por ser um gigantesco mercado de gerenciamento de risco é o grande responsável por externalizar riscos de forma customizada e flexível para seus clientes (McKENZIE, 2011).

Segundo Merhling, os derivativos financeiros podem externalizar os principais riscos de um ativo para um investidor estrangeiro: o risco cambial, o risco de variação das taxas de juros flutuantes e o risco de calote de crédito. Isso é feito principalmente através da realização de swaps. Para uma mesma tomada de posição em um ativo, um investidor estrangeiro pode trocar os pagamentos recebidos em dólar pela sua moeda nacional com swaps de câmbio; proteger-se das variações de retorno a taxas de juros flutuantes, trocando os fluxos desses pagamentos por pagamentos em taxas de juros fixas e ainda se proteger da possibilidade de calote desses ativos através de um swap de risco de calote de crédito (*credit default swap*), trocando o calote – se ocorrer – pelo pagamento do retorno que lhe seria devido até a data de maturação do ativo. Isso significa que os derivativos financeiros permitem a criação de um “composto de riqueza” seguro (MERHLING, 2011).

A criação dos derivativos financeiros nos Estados Unidos e seu desenvolvimento no mercado de balcão trouxeram benefícios para a gestão do risco no sistema financeiro globalizado e volátil que acabaram por reforçar a utilização do dólar como moeda internacional. Do ponto de vista microeconômico, uma série de autores trata dos benefícios que os derivativos financeiros aportaram ao sistema financeiro globalizado e sua capacidade de gerir o risco.

McClintock ressalta que os derivativos, por serem contratos cuja posse do ativo subjacente não é necessária, facilitam a tomada de posições em aplicações no mercado financeiro. Outro fator que facilita à tomada de posições é a redução do custo inicial do investimento através do chamado requisito de margem: o depósito de uma parte ínfima do valor total do contrato, como uma garantia de que será honrado na data de expiração. Depósitos esses que variam conforme varia o preço do ativo subjacente no mercado à vista. (McCLINTOCK, 1996).

Torres Filho ressalta que os derivativos permitem aos investidores tomarem posições protegidos, através da sua capacidade de precificar os riscos dos ativos, taxas, índices, commodities e repassar tais riscos aos agentes desejosos de tomar essas posições, processo conhecido como externalização do risco (TORRES FILHO, 2014). Ao garantir proteção aos investimentos e reduzir seu custo os derivativos promovem liquidez ao sistema financeiro, uma vez que auxiliam na tomada de posições nos mais diversos segmentos do mercado financeiro. Ademais, devido ao caráter transnacional das transações nesse instrumento, ele cumpre a função de promover liquidez ao sistema financeiro internacional como um todo (DEUTSCHE BÖRSE GROUP, 2008).

Lubochinsky ressalta como a flexibilidade desse tipo de contrato foi fundamental para a proteção de uma cada vez maior gama de riscos diante da volatilidade acentuada no sistema financeiro internacional a partir dos anos 1970. Segundo a autora eles foram componentes fundamentais da gestão do risco a partir do movimento internacional de diversificação dos portfólios, acentuado com a globalização financeira. Nesse sentido os derivativos atuam como alocadores ótimos de recursos (LUBOCHINSKY, 1993).

Em combinados, a redução do custo inicial de investimento, a flexibilidade dos contratos, mas principalmente a externalização do risco revolucionou a forma de investir. A

partir da criação de derivativos financeiros era possível tomar posições com baixo custo inicial, em qualquer tipo de ativo, taxa, commodities ou índices e ainda externalizar quaisquer riscos indesejados

Como o mercado financeiro americano é a praça financeira hegemônica, os derivativos ao reduzir custos, aumentar a flexibilidade dos investimentos e externalizar riscos acabaram por aumentar a migração dos agentes que mantêm reservas em dólar para títulos denominados em dólar, não só públicos, mas crescentemente títulos privados, que devido aos derivativos foram cada vez mais percebidos como seguros. Esse processo reforçou a utilização da moeda a nível internacional como reserva de valor e abriu espaço, do ponto de vista macroeconômico, para que o aumento da liquidez internacional em dólares, por conta dos déficits americanos, encontrasse uma massa crescente de ativos privados que o acomodasse, por meio da sua valorização.

Segundo Strange, o poder estrutural é a capacidade que um agente possui em alterar a gama de escolhas disponíveis aos demais agentes que operam em determinada estrutura. No sistema internacional o poder estrutural é a capacidade de um Estado determinar e restringir as escolhas disponíveis aos demais Estados a partir de suas decisões domésticas. O poder estrutural age de forma pouco visível porque facilita uma determinada gama de escolhas e possibilidades ao mesmo tempo em que impõe determinados custos e riscos a certas decisões. Para Strange, os Estados Unidos são o Estado detentor de poder estrutural nas esferas da produção, conhecimento, segurança e finanças porque em cada uma dessas estruturas os Estados Unidos determinam os resultados, mudanças e impactos globais a partir das suas decisões domésticas (STRANGE, 2015; KATZENSTEIN, 1976).

Segundo Helleiner, no tocante à esfera financeira, o poder estrutural americano é exercido através da condição do dólar como moeda internacional hegemônica e da profundidade e liquidez do mercado financeiro americano. Para Norloff o poder estrutural monetário americano não se mantém por uma inércia permanente do sistema monetário-financeiro internacional. Pelo contrário, para a autora, os Estados Unidos praticam uma política ativa de manutenção do dólar enquanto moeda global hegemônica e de manutenção da competitividade e, por conseguinte, atratividade do mercado financeiro americano. Essa política resulta na retirada de incentivos dos agentes públicos e privados em migrar para

outras moedas e ainda eleva o custo de fazê-lo. Nesse aspecto, os Estados Unidos utilizam seu poder estrutural na determinação e limitação da gama de escolhas disponíveis aos agentes, direcionando indiretamente suas escolhas aos resultados que lhe sejam mais benéficos (HELLEINER, 1994; NORLOFF, 2014).

Ainda segundo a autora, a política de manutenção do dólar enquanto moeda internacional tem dois pilares: a política monetária e a regulação financeira. A política monetária é utilizada para aumentar o retorno dos títulos da dívida americana e gerar incentivos à tomada de posições, para impedir a desvalorização do dólar porque reduz o poder de compra dos estrangeiros e para combater a inflação que corrói o retorno dos ativos denominados em dólar. Para a autora a partir dos anos 1980 os Estados Unidos encabeçam, através do choque Volcker e da política do dólar forte de Reagan, uma política clara de defesa dólar como moeda internacional através da política monetária, devido à crise do dólar nos anos 1970.

A regulação financeira, por sua vez, é utilizada pelo governo americano para reforçar a capacidade do mercado financeiro americano em criar veículos de investimento que atraiam os agentes a tomar posições em ativos denominados em dólar, reforçando o papel da moeda como reserva internacional de valor. A interferência do Estado americano nas normas regulatórias impacta diretamente na capacidade das instituições financeiras em criar novos instrumentos para fortalecer a gestão de ativos e ampliar as oportunidades de investimento (NORLOFF, 2014).

Isso significa que a regulação financeira tem caráter estratégico para o poder americano, sendo uma das maneiras de reforçá-lo e é por isso que as discussões e determinações regulatórias do mercado de derivativos de balcão nos Estados Unidos, anteriormente à crise de 2008 estiveram envoltas em profundas disputas políticas. Não só porque as instituições financeiras desejavam um menor nível de regulação para ampliar sua margem de lucro, ao gerar inovações financeiras e novas formas de realizar a gestão de ativos. Mas porque o Estado americano se beneficia em regular menos esse mercado. Com uma maior liberdade de operação, o mercado de derivativos de balcão contribuiu para a atratividade do mercado financeiro americano à tomada de posições em ativos seguros denominados em dólar, corroborando a manutenção do poder estrutural monetário americano.

Para Torres Filho, os Estados – e em especial o Estado americano – teve papel fundamental em promover o desenvolvimento desses instrumentos por serem peças-chave na gestão do risco financeiro em uma era de forte volatilidade (TORRES FILHO, 2014). Nesse sentido, é necessário observar que a não-regulação do mercado de derivativos de balcão pelo Estado americano, na gênese e no processo de seu desenvolvimento histórico, foi estratégica para que os bancos tivessem maior capacidade e liberdade de operação e inovação. Uma vez que sob esse mercado não-regulado não recaíam os mesmos limites estipulados aos mercados de derivativos organizados, como as bolsas de mercadorias e futuros, que estabeleciam normas de registro e limites no volume de transações financeiras, por exemplo.

Carruthers ressalta que a não-necessidade de aprovação, pelos reguladores, de novos tipos de derivativos no mercado de balcão fez com que a taxa de surgimento de novos contratos dessa natureza passasse de uma média de 5 novos contratos lançados ao ano, nos anos 1970, a uma média de 48 novos contratos lançados por ano, nos anos 1990. Expandindo as possibilidades de gerenciamento do risco aos agentes globais (GORHAM; SINGH, 2009 apud CARRUTHERS, 2013). Em suma, o mercado de derivativos de balcão foi fundamental ao redesenho da estrutura do sistema monetário-financeiro internacional pós-Bretton Woods. Os derivativos substituíram o Estado americano na governança global de gerenciamento do risco. Liberando os Estados Unidos do compromisso de manter a estabilidade do sistema financeiro internacional que minava sua autonomia monetária e fiscal devido ao padrão ouro dólar e ao controle de capitais. Além disso, ao garantir a segurança dos investimentos reforçou o influxo de capitais aos que demandam ativos seguros em dólar, reforçando o papel do dólar como moeda internacional e o papel do mercado financeiro americano como o canal de financiamento do déficit externo da superpotência.

Conflitos regulatórios no mercado de derivativos de balcão

Com o fim do controle de preços agrícolas imposto pelo governo Nixon em 1972, segue-se uma crise alimentária global. A crise dos preços agrícolas entre 1972-1973 ganhou saliência na opinião pública americana pela manifestação de diversos grupos de interesses como fazendeiros, organizações de defesa dos consumidores e ativistas de movimentos

sociais e ONG's de defesa da segurança alimentar, que associavam a especulação dos mercados futuros à volatilidade dos preços agrícolas, com severo impacto na alimentação milhões de pessoas ao redor do globo (CLAPP; HELLEINER, 2012).

Tal a relevância do tema na opinião pública que ele passa a ser discutido no comitê de pequenos negócios da Câmara dos deputados que recomenda, ao final da sequência de audiências públicas em que são escutados os diversos grupos de interesse, a criação de uma agência regulatória autárquica voltada especialmente ao mercado de futuros. Após discussão nas duas casas, em 1974 o Congresso americano passa a autorização da criação da *Commodities and Futures Trading Commission* (CFTC) que seria a partir de então responsável por regular todos os contratos futuros, abrangendo inclusive os futuros financeiros que começaram a ser criados no início dos anos 1970, ampliando o escopo regulatório do mercado de futuro que era feito até então pela secretaria de agricultura, responsável tão somente por supervisionar futuros de commodities agrícolas (ROMANO, 1997).

A ampliação do escopo regulatório sobre contratos futuros preocupou a secretaria do Tesouro que temeu que futuros realizados fora das bolsas de mercadorias e futuros fossem submetidos à jurisdição regulatória da CFTC, regulando as transações de futuros e contratos a termo entre os bancos, que já compunham no início dos anos 1970 o mercado de derivativos de balcão americano. Helleiner revela a histórica influência do lobby bancário sobre a secretaria do Tesouro, porque esta é responsável por regular o setor. Para Helleiner, a influência desse grupo sobre a secretaria chega a ser tão elevada que ela se torna desde o século XIX o canal fundamental de formulação estratégica e representação dos interesses dos banqueiros junto do governo americano (HELLEINER, 1994). Diante da incerteza regulatória o lobby bancário através do Tesouro se mobiliza para passar uma emenda no Congresso americano que isentasse de regulação os derivativos negociados fora das bolsas, emenda que ficou conhecida na história da CFTC como *Treasury amendment* e inaugurou a não regulação do mercado de derivativos de balcão nos EUA.

É somente o desenvolvimento dos swaps que irá novamente chamar a atenção dos reguladores para o mercado de balcão a partir dos anos 1980. Segundo Romano, swaps cambiais surgem em 1979, swaps de juros em 1981 e swaps de commodities e ações um

pouco depois. Dessa maneira, a partir dos anos 1980 o mercado de derivativos de balcão começou a se formar e expandir. A expansão desse mercado não passou despercebida pela agência regulatória americana de derivativos. Em 1987 a *Commodities and Futures Trading Commission* (CFTC) investigou os contratos de swap de commodities do banco Chase Manhattan e posteriormente lançou uma nota requerendo comentários sobre a possível regulação de híbridos – que são combinações de diferentes tipos de contratos de derivativos, como o swaption que é a opção de um swap – e swaps de commodities, os quais, segundo a agência, se assemelhariam as estruturas de pagamentos de futuros; sendo, portanto, futuros não autorizados e por isso deveriam passar a jurisdição regulatória da CFTC (ROMANO, 1997; SCALCIONE, 2011).

A intenção da CFTC em regular o mercado de derivativos de balcão foi amplamente criticada pela indústria financeira que há época já estava organizada em torno da *International Swaps Derivatives Association* (ISDA), criada em 1984, cujo papel era padronizar os contratos de swap para lhes dar mais segurança legal, promovendo a autorregulação desse mercado. À revolta do lobby da indústria financeira, somaram-se: o secretário de Tesouro Nicholas Brady, ex-banqueiro de Wall Street; Richard Breeden, presidente da *Securities and Exchange Commission* (SEC), agência americana regulatória de mercado de capitais e Alan Greenspan, presidente do Sistema da Reserva Federal americana (FED), a autoridade monetária americana. Esse poderoso grupo de interesse, então, atuou abertamente para impedir a CFTC de atingir seu objetivo.

Como resultado em 1989 a CFTC divulgou uma declaração de política considerando que algumas transações de commodities não seriam reguladas como futuros, de acordo com a jurisdição da agência, porque: swaps tinham termos customizados individualmente; faltava-lhes a organização de um sistema de compensação e de requisitos de margens; eles faziam parte de uma linha de negócios que não era vendida junto ao público, fatores que não lhes davam as características de futuros negociados em bolsa, os quais estavam de fato sob a jurisdição da CFTC. No entanto, a declaração de política da CFTC ao isentar de regulação *algumas* transações de swaps abriu margem a que outras operações nesse contrato – que não fossem aquelas isentas – viessem a ser reguladas, gerando incerteza regulatória à indústria financeira. Como observa Wattenbarger:

However, the policy statement did not represent a determination by the CFTC that the Commodity Exchange Act is wholly inapplicable to OTC derivatives. Rather, the CFTC expressed its view that ‘at this time most swap transactions, although possessing elements of futures or options contracts, are not appropriately regulated as such under the Act and regulations.’ The CFTC left open the possibility of future regulation of OTC derivatives (WATTENBARGER, 1999, p. 9-10).

A incerteza regulatória aberta pela possibilidade de a CFTC regular derivativos fora das bolsas, especialmente swaps, fez com que a indústria financeira alinhada ao executivo americano e a SEC buscasse uma isenção definitiva para esse segmento do mercado financeiro. Na verdade, havia um descontentamento crescente da parte do lobby bancário e dos agentes do executivo que o apoiavam em que a CFTC viesse a regular cada vez mais a crescente gama de derivativos financeiros, não só de swaps, mas também de futuros e opções sobre ações e índices de ações.

A CFTC era uma agência que necessitava de reautorizações periódicas pelo Congresso para que sua atividade de supervisão e regulação tivesse validade legal. Por isso o lobby bancário e os altos executivos americanos passam a pressionar o congresso, a partir de 1990, o para validar a terceira reautorização da agência condicionada à duas emendas ao estatuto da CFTC: uma que garantia a transferência da regulação de derivativos de ações à SEC – uma agência regulatória mais “sensível” aos interesses do lobby financeiro – e à jurisdição absoluta da CFTC para isenção regulatória de swaps e híbridos negociados em balcão.

Devido à força do *lobby* das bolsas de mercadorias e futuros, associadas aos fazendeiros americanos, a primeira emenda não foi aprovada, porque esses temiam que a agência perderia força política e orçamento se ela perdesse jurisdição regulatória sobre os futuros de ações e índices de ações, prejudicando o mercado de futuros. A segunda emenda passou em 1992 quando efetivada a terceira reautorização da agência, a emenda recomendava fortemente que a CFTC isentasse de regulação híbridos e swaps de balcão, o que a CFTC fez em 1993, marcando a vitória do lobby bancário (ROMANO, 1997; WATTENBARGER, 1999).

Contudo, em 1994 uma ala do Partido Democrata, liderada pelo então deputado Edward Markey, promoveu uma série de audiências públicas no subcomitê de

O PODER AMERICANO E A ECONOMIA POLÍTICA DO MERCADO DE DERIVATIVOS DE BALCÃO PRÉ-CRISE DE 2008

telecomunicações e finanças da câmara na sequência de escândalos, que ganharam ampla divulgação na mídia, envolvendo perdas de milhões por parte de empresas e até de um município da Califórnia que transacionaram com bancos negociadores de derivativos no mercado de balcão. Os advogados das empresas alegavam que os clientes não foram informados adequadamente da natureza e risco dos contratos. O que levantou preocupações junto a opinião pública americana da apropriada regulação desse mercado e fez o congresso, pressionado pela politização que adquire o tema, convocar as audiências.

O *Government Accounting Office* (GAO), órgão responsável pela controladoria e auditoria pública nos Estados Unidos, explicitou nas audiências o risco sistêmico desse mercado:

[...] A 1994 GAO report warned that the 'combination of global involvement, concentration, and linkages means that the sudden failure or abrupt withdrawal from trading of any of these large US [derivatives] dealers could cause liquidity problems in the markets and could also pose risks to the others [financial institutions], including federally insured banks and the financial system as a whole (PAGLIARI, 2013, p. 134).

Além disso, o GAO recomendou explicitamente que o congresso americano colocasse esse mercado sob regulação consistente de agências regulatórias federais. Os representantes da indústria financeira nas audiências, no entanto, afirmavam que as iniciativas de caráter autorregulatório promovida pela ISDA eram suficientes para a segura operação do mercado de derivativos de balcão. Altos executivos americanos, como Alan Greenspan do FED e Arthur Levitt da SEC, defendiam da mesma forma a autorregulação desse mercado pela iniciativa privada (HOUSE OF REPRESENTATIVES, 1994).

Subsequente as audiências, membros do Congresso apresentaram propostas legislativas para i) aumentar a supervisão regulatória de transações em derivativos no setor bancário pelas agências regulatórias federais; ii) aumentar os esforços de cooperação internacional para a regulação do mercado de derivativos de balcão; iii) proibir instituições que recebem seguro de depósito federal de se engajarem em transações de derivativos; iv) requerer que as instituições financeiras que operassem derivativos introduzissem padrões de capital, contabilidade e transparência e v) obrigar a SEC a regular o mercado de derivativos de balcão. Contudo, nenhuma das propostas, nem outras similares, de fato se tornaram

regulação efetiva (PAGLIARI, 2013).

Em 1998 a regulação do mercado de derivativos de balcão novamente volta à baila ao Congresso americano após a nova presidente da CFTC, Brooksley Born, declarar a intenção de rever a isenção regulatória da CFTC para esse mercado devido ao seu forte crescimento ao longo dos anos 1990. Sua declaração foi imediatamente rechaçada pelo *President's Working Group*, um grupo de trabalho junto da Presidência americana, formado pelo Secretário do Tesouro à época, Robert Rubin, por Alan Greenspan e Arthur Levitt que consideravam um equívoco a tentativa de regulação do mercado de derivativos de balcão pela CFTC. Além disso, o *President's Working Group* anunciou que iria recorrer ao legislativo para aprovar uma legislação que impedisse a CFTC de regular esse mercado. Após uma série de audiências no Congresso americano em que testemunharam ambos a presidente da CFTC e os membros do *President's Working Group* o congresso votou por manter o impedimento da CFTC de regular o mercado de derivativos de balcão (THE WARNING, 2009).

Finalmente no ano 2000 o Congresso passa o *Commodity Futures Modernization Act*, com uma cláusula que retira do estatuto da CFTC a jurisdição para regular contratos de derivativos de balcão entre partes sofisticadas, ou seja, instituições financeiras especializadas nas transações de derivativos de balcão. À CFTC caberia tão somente supervisionar a autorregulação das instituições do mercado de derivativos de balcão (THE WARNING, 2009)

As três décadas (de 1970 a 1990) de luta política entre a CFTC e o lobby bancário associado ao Tesouro, ao FED e à SEC revelam a importância com que os membros do alto escalão da condução da política monetária e regulação do sistema financeiro americano viam o mercado de derivativos de balcão. Sua insistente defesa para que ele não fosse regulado revela o reconhecimento por parte dessas autoridades de que as instituições que operavam nesse mercado estavam cumprindo uma função elementar ao sistema financeiro americano. Nas palavras de Greenspan:

Derivatives have permitted the unbundling of financial risks. Because risks can be unbundled, individual financial instruments now can be analyzed in terms of their common underlying risk factors, and risks can be managed on a portfolio basis. Partly because of the proposed Basel II capital requirements, the sophisticated risk-management approaches that derivatives have facilitated are being employed more widely and systematically in the banking and financial services industries

(GREENSPAN, 2005, p. 1).

E na visão desses agentes do executivo americano era justamente a não-regulação pelo Estado que permitia que a função central de gerenciamento do risco no sistema financeiro americano, assim como a subsequente produção de ativos seguros, fosse executada pelo mercado de derivativos de balcão. Omarova mostra como o *Office of the General Comptroller*, agência regulatória lotada na secretaria do Tesouro, responsável por regular o sistema bancário americano, flexibilizou a jurisdição regulatória para ampliar a capacidade dos bancos operando no mercado de derivativos de balcão em negociar o risco financeiro (OMAROVA, 2009).

Considerações finais

O presente artigo, longe de ser um resultado conclusivo, por ser uma extensão de um projeto inicial de pesquisa, buscou tão somente levantar um limitado conjunto de argumentos e evidências acerca da conexão entre o poder estrutural monetário americano e o mercado de derivativos de balcão. Procurou-se ressaltar os conflitos por isenção regulatória como uma percepção da importância estratégica por parte dos agentes do executivo americano do papel que tal mercado exerceu perante o sistema financeiro americano e global. Central como ponto de conexão entre a regulação e o poder do Estado americano estão os bancos negociadores de derivativos. Ao assumirem o papel de negociadores do risco financeiro não só americano, mas global, através da condição de fazedores de mercado para as transações de swaps, contratos a termo e híbridos nos anos 1980 tornaram-se o elemento fundante de gerenciamento do risco do sistema financeiro globalizado contemporâneo.

Ademais, sua atuação como negociadores de contratos que externalizam riscos financeiros também lhes transformou em produtores de ativos privados considerados tão seguros quanto os títulos da dívida pública americana. Com a produção desses ativos atraíram a crescente demanda global por ativos seguros aos EUA, reforçando o papel do dólar como reserva global de valor e permitindo um ajustamento flexível do déficit externo americano, sendo, portanto, peças-chave na consolidação do poder estrutural monetário e financeiro

americano pré-crise de 2008. Destacou-se também que “liberdade regulatória” que tiveram foi um componente fundamental da sua atividade bancária na operação de derivativos e, portanto, um instrumento de reforço do poder do dólar e, por conseguinte, do Estado americano.

THE AMERICAN POWER AND OTC DERIVATIVES MARKETS' POLITICAL ECONOMY PRIOR TO THE 2008 CRISIS

ABSTRACT: *The article raises the question of why regulatory dissent in over-the-counter derivatives market reach such a political relevance in the United States in the periods before the 2008 crisis. From that political issue it becomes imperative to search what is the inherent relation between the American financial market and its regulation to the U.S. state power, picking the over-the counter (OTC) derivatives market as a case study. The aim is to analyze how banking activities in that non-regulated market express a central economic importance for the dollar as a hegemonic currency that results in a political-strategic relevance for the American state, which is clearly observed in the intransigent defense of regulatory exemptions for the OTC derivatives market made by high American officials.*

KEYWORDS: *American Monetary Structural Power. Over-the-counter Derivatives Market. Financial Regulation.*

REFERÊNCIAS

BELLUZZO, L. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: FIOIRI, J. L. (Org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997. p. 151-193.

BERNANKE, B. et al. International capital flows and the returns to safe assets in the United States. **Financial stability review**, [S.l.], n. 15, p. 13-26, 2011.

CABALLERO, R.; KRISHNAMURTHY, A.. Global imbalances and financial fragility. **American Economic Review**, Nashville, v. 99, n. 2, 2009.

CARRUTHERS, B. Diverging derivatives: Law, governance and modern financial markets. **Journal of Comparative Economics**, San Diego, v. 41, n. 2, p. 386-400, 2013.

CLAPP, J.; HELLEINER, E. Troubled futures? The global food crisis and the politics of agricultural derivatives regulation. **Review of International Political Economy**, London, v.

19, n. 2, p. 181- 207, 2012.

DEUSTCHE BÖRSE GROUP. **The global derivatives market: an introduction.** Frankfurt: Deutsche Börse AG, 2008.

EICHENGREEN, B. **The exorbitant privilege.** New York: Oxford University Press, 2011.

GINDIN, S.; PANITCH, L. **The making of global capitalism.** London: Verso Books, 2012.

GREENSPAN, A. Risk transfer and financial stability. **Federal Reserve Bank of Chicago Proceedings**, Chicago, n. 968, 2005. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050505/>>. Acesso em: 9 jun. 2018.

HELLEINER, E. **States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990's.** Ithaca; London: Cornell University Press, 1994.

HOUSE OF REPRESENTATIVES. **Derivative financial markets: hearings before the Subcommittee on Telecommunications and Finance of the Committee on Energy and Commerce, House of Representatives, One Hundred Third Congress, second session.** Washington: U.S. Government Printing Office, 1994. Disponível em: <https://archive.org/stream/derivativefinanc01unit/derivativefinanc01unit_djvu.txt>. Acesso em: 10 jan. 2018.

HULL, J. **Options, futures and other derivatives.** 5th. ed. New Jersey: Prentice Hall, 2002.

KATZENSTEIN, P. International relations and domestic structures: foreign economic policies of advanced industrial states. **International Organization**, Cambridge, v. 30, n. 1, p. 1-45, winter 1976.

LUBOCHINSKY, C. Marchés de produits dérivés: évolution et analyse économique. **Revue d'économie financière**, Arcueil, n. 24, p. 43-58, 1993.

MERHLING, P. **The new Lombard Street: how the FED became the dealer of last resort.** New Jersey: Princeton University Press, 2011.

McCLINTOCK, B. International financial instability and the financial derivatives market. **Journal of Economic Issues**, v. 30, n. 1, p. 13-33, 1996.

McKENZIE, R. Casino capitalism with derivatives: Fragility and instability in contemporary finance. **Review of Radical Political Economics**, New York, v. 43, n. 2, p. 198-215, 2011.

McKINNON, R. The rules of the game: international money in historical perspective. **Journal of Economic Literature**, Nashville, v. 31, p. 1-44, Mar. 1993.

NORLOFF, C. Dollar hegemony: a power analysis. **Review of International Political Economy**, London, v. 21, n. 5, 2014.

OMAROVA, S. The Quiet Metamorphosis: How Derivatives Changed the Business of Banking. **University of Miami Law Review**, Miami, v. 63, n. 4, p. 1041-1108, 2009.

PAGLIARI, S. OTC derivatives. In: _____. **Public Salience and International Financial Regulation: Explaining the International Regulation of OTC Derivatives, Rating Agencies, and Hedge Funds**. 2013. 326f. Phd Thesis (Doctor in Philosophy) - Global Governance Program, University of Waterloo, Toronto, 2013.

ROMANO, R. The Political Dynamics of Derivative Securities Regulation. **Yale Journal on Regulation**, Atlanta, v. 14, p. 279-406, 1997.

SANTOS, J. A History of Futures Trading in the United States. **EH.Net**, La Crosse, Mar. 16, 2008. Disponível em: <<http://eh.net/encyclopedia/a-history-of-futures-trading-in-the-united-states/>>. Acesso em: 19 set. 2017.

SCALCIONE, R. **The derivatives revolution: a trapped innovation and a blueprint for regulatory reform**. Alphen aan den rijn: Kluwer Law International, 2011.

SCHINASI, G. et al. Modern Banking and OTC Derivatives Markets: The Transformation of Global Finance and its Implications for Systemic Risk. **IMF Occasional Papers**. Washington, jan. 2000.

SERRANO, F. Do ouro imóvel ao dólar flexível. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 237-253, jul./dez. 2002.

STRANGE, S. **States and markets**. London: Bloomsbury, 2015.

TAVARES, M. da C. A retomada da hegemonia norte-americana. In: FIOIRI, J. L. (Org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997. p. 55-85.

THE WARNING. Direção: Michael Kirk. Produção: Michael Kirk, Jim Gilmore e Mike Wisner. Produzido por Frontline em coprodução com Kirk Documentary Group, Ltd. Boston, Massachusetts: WGBH-TV, 2009. Disponível em: <<http://www.pbs.org/wgbh/frontline/film/warning/?autoplay>>. Acesso em: 20 ago. 2018.

TORRES FILHO, E. A crise do sistema financeiro globalizado contemporâneo. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 34, n. 3, p. 433-450, jul./set. 2014.

WATTENBARGER, J. CFTC jurisdiction over OTC derivatives. **Harvard law school 3rd**

**O PODER AMERICANO E A ECONOMIA POLÍTICA DO MERCADO DE
DERIVATIVOS DE BALCÃO PRÉ-CRISE DE 2008**

year paper, May 7, 1999. Disponível em: <<https://cyber.harvard.edu/rfi/papers/cftc.pdf>>. Acesso em: 20 ago. 2018.