

ELIAS YOUSSEF HADDAD NETTO

AS VULNERABILIDADES DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL:
DE BRETTON WOODS AO PLANO KEYNES

Monografia apresentada ao Departamento de Economia, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Abranches Dalto

CURITIBA
2013

TERMO DE APROVAÇÃO

ELIAS YOUSSEF HADDAD NETTO

AS VULNERABILIDADES DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL: DE BRETTON WOODS AO PLANO KEYNES

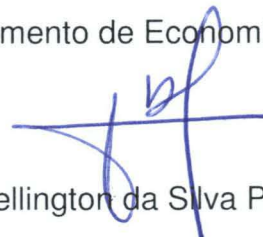
Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais e Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador:



Prof. Fabiano Abranches Dalto

Departamento de Economia, UFPR



Prof. Wellington da Silva Pereira

Departamento de Economia, UFPR



Prof. José Guilherme Silva Vieira

Departamento de Economia, UFPR

Curitiba, 29 de julho de 2013.

AGRADECIMENTOS

*A Elisa, cuja coragem
permitiu-me tornar-me o
homem que sou hoje.*

*Nada é tão forte como uma
idéia cujo tempo chegou.
(Victor Hugo)*

RESUMO

Este trabalho pretende abordar os efeitos do uso de uma moeda nacional como meio de pagamento e reserva internacional sobre as relações econômicas entre países e suas falhas na regulação do comércio externo. O foco da análise compreenderá o período pós-guerra, dividido em dois momentos. O primeiro, de 1945 a 1971, refere-se ao período de vigência do acordo de Bretton Woods, e depois deste, de maneira sucinta, será analisado o período de desregulamentação financeira, que estende-se de 1972 a 2008. Por fim discutiremos a proposta de Keynes como uma possível solução para as dificuldades originadas desse modelo.

Palavras-chave: Sistema monetário internacional. Hierarquia de moedas. Bretton Woods.

ABSTRACT

This work intends to cover the effects besides the use of national currency as international means of payment and international reserves in the economic relations between countries and the flaws of this system in the regulation of external trade. This analysis will cover two periods. The first one goes from 1945 to 1971 and refers to the term of the Bretton Woods agreement. The second one, in a summarized view, will comprise the financial deregulation that occurs after the end of this agreement, from 1972 to 2008, especially during the Reagan administration. Lastly we will discuss the Keynes Plan as a possible solution for the problems that arose in this system.

Keywords: International monetary system. Currency hierarchy. Bretton Woods.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	1
2. O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL E SUAS FALHAS.....	4
2.1 O SMI DURANTE BRETTON WOODS.....	4
2.2 A HIERARQUIA DE MOEDAS E A CLASSIFICAÇÃO DOS PAÍSES.....	6
2.2.1 O país líder.....	7
2.2.2 Os países centrais e os países periféricos.....	8
2.2.3 Autonomia da política monetária e fiscal.....	9
2.2.4 Desigualdades no peso de ajustamento entre países superavitários e deficitários.....	12
2.3 O DILEMA DE TRIFFIN.....	14
2.4 A NECESSIDADE DE CONSENSO EM BRETTON WOODS E AS VANTAGENS DECRESCENTES PARA O PAÍS LÍDER.....	16
2.5 O FIM DE BRETTON WOODS.....	19
3. OS MERCADOS SOB A ÉGIDE DA DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA.....	21
3.1 O INÍCIO DA COOPERAÇÃO EUROPÉIA E DAS MOEDAS REGIONAIS.....	22
4. A PROPOSTA KEYNESIANA.....	24
5. CONCLUSÃO.....	29
REFERÊNCIAS.....	31

1. INTRODUÇÃO

A crise americana de 2008 expôs as fragilidades do Sistema Monetário Internacional (SMI) na forma como ele se apresenta hoje e a falta de controle de capitais que permeia o fluxo financeiro entre países. Com ela, retorna o debate sobre a necessidade de um novo modelo de organização centralizado de maneira a impedir crises sistêmicas e incentivar o crescimento da economia mundial. Isto fica evidente com a criação da Comissão da ONU para Reforma do Sistema Monetário e Financeiro Internacional, em 2009.

A última tentativa de regulação do SMI ocorreu no chamado Acordo de Bretton Woods, escolhido pelos países vencedores da 2ª Guerra Mundial para reformular as relações internacionais após o fim do conflito. Este acordo, baseado no plano do economista americano Harry Dexter White, apesar de ter fomentado um grande crescimento na economia mundial durante o período em que esteve vigente, durou apenas dez anos no seu estágio final, de 1958 a 1968.

Após 1971, quando este acordo é encerrado, nenhuma forma de mediação centralizada toma seu lugar. O seu fim veio a aumentar a incerteza no acesso à liquidez internacional, principalmente para os países emergentes. A desregulamentação financeira que toma conta do período leva a fluxos de capitais muito mais dinâmicos e de curto prazo, tornando mais difícil para esses países utilizar da maior oferta de crédito externo disponível para financiar projetos de desenvolvimento de sua base industrial. De fato, inúmeras são as crises de balanços de pagamentos que ocorrem como consequência da fuga de capitais especulativos, como no caso da América Latina e Ásia, na década de 1980 e 1990.

Das discussões da Comissão da ONU, da qual participam economistas como Joseph Stiglitz, Charles Goodhart e Rubens Ricupero, surge como um dos principais problemas do modelo atual a inexistência de uma divisa supranacional, emitida não por um país, mas por um organismo internacional, para mediar as transações entre países [REPORT, 2009]. Isto era o cerne do Plano Keynes, proposta do famoso economista para o pós-guerra, mas que, no entanto, foi preterida ao Plano White por não estar alinhada aos interesses americanos à época. A conclusão da Comissão, portanto, é a de que uma retomada das idéias centrais

do Plano Keynes poderia ser a solução para os problemas enfrentados no modelo atual.

De maneira semelhante, num ensaio divulgado recentemente, Zhou Xiaochuan, governador do Banco Popular da China, atribui o fim de Bretton Woods na não adoção das idéias de Keynes e propõe uma retomada deste modelo a partir do FMI¹. O próprio FMI admitiu, num *policy paper* de 2010, que a utilização de uma divisa internacional promoveria um SMI mais estável [FMI, 2010]. Além destes, economistas como Paul Davidson, que recentemente divulgou um livro sobre o assunto, apoiam fortemente uma reforma com preceitos inspirados no Plano Keynes [DAVIDSON, 2009].

A partir disso, o presente trabalho pretende recuperar e expor as idéias principais do Plano Keynes como idéia possível e pertinente para discussão atual do Sistema Monetário Internacional. Para tanto, primeiro discorreremos sobre os principais problemas enfrentados durante Bretton Woods, que marca o início da hegemonia americana, e depois deste, de maneira sucinta, sob a ótica da desregulamentação financeira, de 1972 a 2008, focando em ambos os períodos nas economias do ocidente.

A questão central nestes problemas está em compreender como a utilização de uma moeda nacional, neste caso o dólar, como meio de pagamento e reserva de riquezas no mercado mundial afeta as relações econômicas entre países. Nosso objetivo é demonstrar que este padrão gera desigualdades entre os países membros, com a formação de uma hierarquia entre as moedas. As disparidades que surgem através do estabelecimento de uma taxa de câmbio desvalorizada por alguns países leva a vantagens no acesso a financiamento externo, na aquisição de reservas em moeda forte e na implementação de políticas monetárias que criam incentivos para que estes países desenvolvam sua economia apoiando-se nos países com saldos externos deficitários.

¹ Conforme publicado no Jornal China Daily, disponível em http://www.chinadaily.com.cn/business/2009-03/23/content_7607627.htm e no ensaio publicado em 23 de março de 2009, "Reform the International Monetary System", disponível em <http://www.bis.org/review/r090402c.pdf>.

Trataremos então dos problemas inerentes que Bretton Woods apresenta sob a ótica da desigualdade de ajustamentos que provoca, das crises de balanço de pagamento e sobre o papel que o comércio internacional passa a ter para cada país.

Após 1971, focaremos nas modificações que ocorreram com o fim do acordo e da paridade fixa entre dólar e ouro, como a formação de áreas de livre comércio e o surgimento de moedas regionais. Caracteriza-se como um padrão dólar, mas que é constantemente desafiado pelo surgimento de novas potências regionais e mundiais, num modelo de atuação descentralizado.

Por fim discutiremos a proposta de Keynes para as relações econômicas internacionais, em busca de um modelo possível que proporcione trocas de maneira igualitária e fluxos de comércio estáveis entre os países, falhas que o sistema de Bretton Woods foi incapaz de solucionar e que se perpetuam até os dias de hoje.

2. O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL E SUAS FALHAS

Bretton Woods foi a solução encontrada pelos países ocidentais para resolver o protecionismo comercial e o imperialismo que levaram as duas primeiras guerras mundiais. Ansiava também por solucionar os problemas enfrentados com o padrão ouro no entre-guerras, isto é, eliminar competições entre países por reservas metálicas e seu impacto deflacionário na economia internacional [DOMINGUEZ, 1993, p. 02].

Internamente porém o sistema estava eivado de problemas estruturais. A liquidez, distribuída de forma desigual entre os países participantes, criava uma hierarquia de moedas e significava, para os países deficitários, uma contradição entre políticas internas (visando o pleno emprego) e políticas externas (equilíbrio do balanço de pagamentos), comprometendo a estabilidade do comércio internacional.

Algumas dessas falhas sobreviveram ao fim do sistema, o que aliado à desregulamentação dos fluxos de capitais, tornou crises importadas do cenário internacional um fenômeno muito mais comum.

2.1 O SMI DURANTE BRETTON WOODS

O Acordo de Bretton Woods estava baseado num padrão ouro-dólar, em que a divisa americana atuava como um meio fiduciário para trocas internacionais, garantidas pelas reservas de ouro em posse dos Estados Unidos. A paridade com o metal estava fixada em \$35 dólares por onça e todos os outros países participantes do sistema (basicamente o mundo ocidental) deveriam em algum momento declarar uma paridade fixa contra o dólar. Objetivava-se dessa forma proteger as transações internacionais de práticas protecionistas, como desvalorizações predatórias da moeda, e da inflação, ao estabelecer uma âncora cambial internacional. Após um período de transição, estas moedas também deveriam ser declaradas conversíveis diretamente em ouro, pela paridade já estabelecida contra o dólar, o que ocorre em 1958 para as maiores economias européias [BORDO, 1993, p. 42].

Para atuar como intermediários do sistema foram criadas três instituições. O Fundo Monetário Internacional (FMI) foi o órgão vislumbrado pela Junta para ser o regulador das transações entre países, agindo como um prestador de última instância a países com dificuldades no Balanço de Pagamentos. Sua principal função era supervisionar e promover a estabilidade das taxas de câmbio e impedir práticas discriminatórias de comércio, como paridades múltiplas entre moedas. Para tanto, tinha o poder de aprovar ou não alterações nas cotações oficiais das moedas contra o ouro-dólar, impedir acesso aos fundos de financiamento de membros, bem como expulsá-los, e declarar uma divisa como escassa [BORDO, 1993, p. 34-36].

O Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD)² foi planejado para ser um banco de investimento. Como seu nome original indicava, seu propósito era atuar na reconstrução da Europa do pós-guerra. A idéia era que ele atuasse como um parceiro minoritário para investidores privados, cedendo garantias e empréstimos para a expansão da base industrial e a criação de infra-estrutura numa Europa devastada. Porém, dado o tamanho do esforço requerido em termos de financiamento, e a incapacidade do setor privado de ceder recursos a nível satisfatório, o banco foi considerado incapaz de dar cabo dessa função. O Banco então, sob o risco de tornar-se uma instituição obsoleta, volta-se para projetos com focos em países em desenvolvimento [DOMINGUEZ, 1993, p. 22].

O Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio (GATT, na sigla em inglês) foi a instituição criada para regular o comércio internacional. Tinha como objetivos reduzir subsídios às exportações ou barreiras quantitativas às importações, impedir a discriminação entre parceiros de comércio e incentivar a redução das tarifas existentes para compensar a introdução de cada nova tarifa [DOMINGUEZ, 1993, p. 14]. Por si só o GATT não tinha mecanismos eficientes de incentivo e punição para controle dos países que não seguissem as regras. Sua atuação limitava-se a garantir o direito de retaliação a países que fossem prejudicados por medidas protecionistas de comércio. Seu maior sucesso ocorreu entre os países desenvolvidos, onde o nível de tarifas caiu de uma média de 40% em 1947 para 13% no final dos anos 1960, como fruto de seis rodadas de negociação. Esse

² Originalmente, o termo Banco Mundial aplicava-se apenas ao BIRD. Posteriormente foram criadas outras instituições, como a Associação Internacional de Desenvolvimento (IDA), passando a ser reunidas sob o nome de Grupo Banco Mundial.

sucesso, entretanto, é questionável, pois com o surgimento de barreiras não-tarifárias, a queda no percentual tarifário não necessariamente significa uma redução no nível de protecionismo. [DOMINGUEZ, 1993, p. 23].

2.2 A HIERARQUIA DE MOEDAS E A CLASSIFICAÇÃO DOS PAÍSES

Apesar de não antevisto por seus idealizadores, Bretton Woods gerou desigualdades estruturais significativas entre seus países-membros. Sendo um sistema ancorado na paridade com o ouro, países com maiores estoques desse metal têm uma importância relativa maior na economia mundial e sua moeda adquire características que as qualificam frente a outras, naquilo que alguns autores nomearam de hierarquia de moedas [PRATES & CINTRA, 2007]³.

A hierarquia de moedas significa que determinadas divisas possuem liquidez maior no comércio internacional, por conta de fatores como o lastro em ouro detido por seus países, e da participação relativa de sua economia no comércio internacional. Isto significa que há divisas que podem e devem ser utilizadas como reservas de valor e meio de troca, frente a outras que assumem riscos intrínsecos, caracterizando-se como um investimento. As menos líquidas terão atreladas a si um prêmio de risco maior, o que significa para seus países maiores taxas de juros internas se desejarem atrair capital externo.

Isto nos permite classificar os países e suas moedas em três níveis decrescentes de importância. O país líder ou hegemônico é aquele que provê a moeda utilizada como meio de pagamento internacional (EUA). As maiores economias européias, bem como Japão, Canadá e outros países participantes do G10 serão ditos países centrais, e serão os principais detentores dessas reservas. Por fim, o restante dos países do mundo capitalista serão chamados de países periféricos ou satélites, pela sua participação marginal no SMI.

³ O autor inspira-se nas idéias expostas por este trabalho para nomear e caracterizar as ordens de importância de diferentes moedas. Porém, faz uso de um modelo de classificação ligeiramente diferente do adotado pelos autores citados.

2.2.1 O país líder

Sendo o responsável pela principal divisa a nível internacional o país líder, representado pelos EUA, deveria seguir algumas regras básicas. Seu balanço de pagamentos deveria ser deficitário para 1) prover liquidez ao resto do mundo para transações comerciais entre si e 2) abastecê-lo com divisas que atuavam como reserva de valor. As divisas fornecidas ao resto do mundo eram esterilizadas (a venda de dólares no mercado de câmbio era atrelada à uma oferta de títulos públicos), afim de não levar a uma escassez de moeda na economia interna. Sua política monetária interna ficava restrita para manter a paridade dólar-ouro estável e o controle da inflação era necessário para manter a confiança nessa paridade. Assim, para conter problemas de recessão e economia abaixo do pleno emprego, a economia líder deveria, ao menos em teoria, apoiar-se fundamentalmente na política fiscal.

As vantagens desse sistema para a economia americana eram vastas. Qualquer produto estava disponível imediatamente para ser comprado em dólares, sem que a economia americana tivesse que oferecer por isso qualquer contrapartida ao resto do mundo que não sua própria moeda. Outros países, entretanto, deveriam primeiro ofertar produtos no mercado externo para acumular divisas para então ter acesso a bens importados. Em outras palavras, isso significa que tanto o investimento como o aumento do consumo da economia americana eram financiados pelo restante dos países participantes do sistema. O acesso, portanto, à bens estrangeiros e a profissionais altamente qualificados tornava-se uma tarefa exponencialmente mais fácil. Ao mesmo tempo, a influência política americana estava garantida, uma vez que o apoio de outros países poderia ser adquirido através de empréstimos (como o Plano Marshall) e investimento externo (através de indústrias americanas). De maneira semelhante, a primazia do dólar frente a outras moedas facilitou a internacionalização de suas instituições financeiras, que tornaram-se nos anos após o final do sistema os principais *players* na eliminação de barreiras à movimentação de capital no comércio mundial.

O principal risco que este sistema apresenta para a economia líder está assentado no seu maior patrimônio, suas reservas de ouro, o qual ela tem de estar disposta a expor frente à atritos e especulação por parte de outros países e do

mercado. Admitir o lastro de sua moeda significa arcar com a conversibilidade na paridade estabelecida para qualquer quantidade disponível de dólares que agentes desejem trocar. Impedir tal conversibilidade é destruir esse modelo de comércio [Bordo, 1993, p. 49].

2.2.2 Os países centrais e os países periféricos

A diferença entre os países centrais e os periféricos reside na importância relativa de sua economia para o SMI e sua participação nas transações internacionais. Apesar da diferença quantitativa, os países centrais não eram particularmente favorecidos pelo sistema quando analisamos apenas o porte de sua economia. Se por um lado os países centrais não sofriam com o dilema entre câmbio valorizado e acesso a tecnologias estrangeiras contra câmbio desvalorizado e protecionismo industrial, os países periféricos tinham uma vigilância por parte do FMI muito mais leviana, o que permitiu até mesmo a adoção de paridades múltiplas de câmbio e a não conversibilidade da moeda nacional em ouro.

Para ambos os grupos muito mais importante era a maneira como comportava-se a economia em relação ao cenário externo. Podemos dizer que o que era mais fundamental nesse modelo, tanto para países centrais como periféricos, era ter um saldo positivo no balanço de pagamentos e com isso acumular reservas em divisa forte. A razão disso será explicada quando falarmos da desigualdade de ajustamentos.

Além do acúmulo de reservas, outra forma de proteção encontrada pelos países europeus foi a criação da *European Payments Union*, uma câmara regional de compensação. A EPU contabilizava os lançamentos bilaterais entre países, em dólares, porém só os compensava de maneira mensal. Dessa forma o custo de oportunidade do comércio era reduzido, uma vez que havia uma escassez de divisa forte no cenário internacional pelo menos até a metade da década de 1950⁴.

⁴Fatores, como o esgotamento das reservas de ouro européias e o grande déficit em conta corrente dos países europeus e o Japão com os EUA no final da 2 guerra mundial, fruto da destruição de seus parques industriais pelo conflito, bem como o estabelecimento de paridades sobrevalorizadas contra o dólar no início de Bretton Woods levaram a uma escassez de dólares até a metade da década de 1950 [BORDO, 1993, p. 38].

2.2.3 Autonomia da política monetária e fiscal

Com divisas de importâncias relativas diferentes, os países em Bretton Woods também têm níveis de autonomia diferentes com relação a sua política monetária e fiscal. Isto decorre do conflito entre estabilidade externa e estabilidade interna, já que a manutenção da paridade do câmbio pode exigir consigo custos sociais relevantes, como a inflação e o desemprego.

Há que primeiro diferenciar quatro tipos de saldos de balanço de pagamento que determinarão o nível de autonomia das política internas, ou seja, o quanto a manutenção do câmbio fixo prejudicará indicadores internos como nível de preços, renda e emprego. Políticas fiscais tendem a impactar mais a conta de transações correntes, enquanto a política monetária afeta de forma mais intensa a balança capital e financeira. Os países podem ser superavitários em transações correntes e deficitários na conta capital e financeira, deficitários em transações correntes e superavitários na conta capital e financeira, superavitários em ambas as contas ou ainda deficitários em ambas as contas. Como regra geral, quando analisamos a estabilidade externa, é melhor ser superavitário do que deficitário, e mais benéfico ter um saldo positivo em transações correntes do que na conta capital e financeira.

Isto ocorre porque o acúmulo de reservas em dólares de forma autônoma, isto é, sem a tomada de empréstimos, garante independência para seu país na escolha da política econômica a ser implementada, uma vez que o acesso aos últimos poderia implicar a aceitação de condicionalidades impostas pelos credores. Ao mesmo tempo, a posse de reservas abona o acesso a bens e profissionais estrangeiros independente da situação atual da Balança de Pagamentos.

Sob esse enfoque, o país líder é o que tem menos autonomia. Sua política econômica deve necessariamente provocar déficits de balanço de pagamentos de maneira constante, de forma a criar liquidez para o resto do mundo. Recusar-se a isso desacelera o crescimento das transações internacionais e, ao afetar a economia real, inicia correntes deflacionárias que culminarão em recessão e crise. Persistindo, naturalmente há o abandono do sistema pelos países-membros e a volta a um câmbio flutuante (como ocorreu com o fim do padrão-ouro do entre-guerras, após 1931) [IRWIN, p. 09]. Para provê-la, portanto, poderá utilizar-se de déficits na conta capital e financeira ou em transações correntes. Enquanto a primeira é a regra para

o início e auge de Bretton Woods, com investimentos oficiais (como o Plano Marshall) sendo lentamente substituídos por capital privado, o segundo caso marca seu fim, quando as desvalorizações consecutivas das moedas européias e japonesa, bem como a inflação decorrente dos custos de financiamento da guerra do Vietnã, levam a um aumento dos custos salariais e a uma perda de competitividade da indústria americana [BORDO, 1993, p. 69].

Para os países centrais e periféricos há dois grandes grupos. Os países superavitários tem no geral um saldo em transações correntes positivo, fruto de uma cotação subvalorizada da sua moeda. O saldo da conta capital varia conforme cada caso, mas via de regra, quanto mais reservas um país acumula, mais atrativo torna-se para investidores estrangeiros, levando-os a serem superavitários em ambas as contas⁵. Em Bretton Woods a Alemanha é o melhor representante desse grupo de países. A cotação do marco está subvalorizada durante quase todo o período do sistema, levando à acumulação massiva de dólares pelo governo. Isto tornou o país um “porto-seguro” para investidores internacionais em períodos de crise, como durante os protestos estudantis de Maio de 1968, quando capitais especulativos fluíram em massa de Paris para Berlim. A maior dificuldade para esses países, como no exemplo alemão, é evitar que a entrada de capital externo, duplamente favorecida pelo acúmulo de reservas e a alta taxa de juros interna, uma medida utilizada para retirar liquidez da economia, gere movimentos inflacionários que pressionem a paridade estabelecida, tornando o produto interno menos competitivo e impactando diretamente o emprego. Nesses países, portanto, o conflito será entre conversibilidade externa e estabilidade de preços interna [Bordo, p. 81]. A maneira que os países superavitários encontraram para lidar com esse problema foi a esterilização do capital externo, retirando liquidez da economia através de operações de mercado aberto ou através do aumento do requerimentos de reservas dos bancos nacionais [OBSTFELD, 1993, p. 22]. De fato, a facilidade de exercer políticas internas expansionistas, permitida pelo acúmulo de divisa forte, leva a um

⁵ Isto decorre porque, numa corrida especulativa contra o câmbio, países com maiores reservas tem mais “munição” para manter a paridade fixa, tornando assim uma desvalorização, que representa um risco para o investidor, um cenário menos esperado. Nesse modelo portanto, o país com o menor risco seriam os EUA. Pode-se questionar porque então este país não seria superavitário em ambas as contas. Além dos já mencionados motivos de liquidez, o acúmulo de reservas em dólares para os americanos é desnecessário, visto serem os emissores da moeda. Do ponto de vista do investidor privado europeu reinvestir dólares nos EUA era contraproducente, uma vez que dada a escassez desta divisa, ele poderia obter um retorno maior emprestando a países deficitários.

cenário de despreocupação com o câmbio e pouco impacto durante crises de liquidez. Sendo a inflação sua maior fonte de pressão, os países superavitários terão pouco ou nenhum constrangimento para reajustar sua paridade, uma vez que é possível esterilizar todo o excesso de moeda emitido para manutenção do câmbio desvalorizado através da venda de títulos públicos⁶. Como estes são estipulados na mesma moeda do país, o aumento da dívida pública não está limitado por nenhuma barreira estrutural.

Bem diferente é a situação dos países deficitários durante Bretton Woods, já que é neles que o maior conflito entre estabilidade interna e externa ocorre. Ao manterem uma taxa de cambio sobrevalorizada, sua indústria perde competitividade contra produtos estrangeiros, gerando um saldo negativo na balança comercial. A utilização de poupança externa para financiar o déficit leva a um aumento do prêmio de risco do país conforme sua dívida cresce. Sendo necessário utilizar de políticas anti-cíclicas para estimular o emprego, a pressão sobre as contas externas aumenta e provoca especulação sobre a paridade estabelecida. No limite, a fuga de capitais de risco e a aposta contra a moeda leva a desvalorização da cotação oficial. França, e, especialmente, Inglaterra foram os países que mais sofreram com uma cotação sobrevalorizada da moeda. A pressão por um rápido retorno a uma cotação fixa contra o dólar, logo no início de Bretton Woods, fizeram os ingleses retomarem a paridade anterior à guerra, na expectativa, comum a outros países europeus, de que a inflação durante o conflito não tivesse abalado sua competitividade contra os EUA [BORDO, 1993, p. 41]. Isto, juntamente com um retorno prematuro a conversibilidade com o ouro, em 1947, levou a desvalorização da libra em 30,5% em 1949. Apesar da melhora relativa, a maior parte dos ganhos foi contrabalançada na sequência por desvalorizações de mesma magnitude em 23 países, a maioria europeus [BORDO, 1993, p. 45].

De fato, nenhum país escolhia ser deficitário, porém estágios de maturidade e competitividade diferentes da indústria nacional, organização de sindicatos e rigidez (para baixo) dos salários, bem como considerações sobre o emprego e renda

⁶ Como Obstfeld afirma: "Surplus countries were in a completely different position, in the first place because they faced no reserve constraint. Nothing in principle limited the volume of reserves they could accumulate, and, to the extent that reserves could be prevented from affecting prices and interest rates, adjustment could be postponed indefinitely. This central asymmetry in the Bretton Woods adjustment mechanism shifted a disproportionate burden to deficit countries." [OBSTFELD, 1993, p. 21].

criavam um *trade-off* entre a manutenção da taxa de câmbio e a economia em pleno emprego. Desvalorizações por si só não sanavam o problema (como numa política de *beggar thy neighbor*⁷), uma vez que os ganhos seriam eliminados por desvalorizações reativas de seus parceiros comerciais, retomando os problemas de competição e protecionismo enfrentados no entre-guerras, problema para o qual Bretton Woods foi criado para eliminar. Por outro lado, após os problemas enfrentados com a inflação durante e após ambas as guerras (como a hiperinflação da Alemanha da década de 20), havia uma grande preocupação de que desvalorizações sucessivas retirassem credibilidade da moeda, e fizessem que reajustes de preços e salários passassem a ser atrelados a uma cotação externa. Assim, havia uma forte resistência a modificar paridades estabelecidas durante Bretton Woods, um problema que tanto o padrão ouro clássico quanto o do entre-guerras não enfrentou.

2.2.4 Desigualdades no peso de ajustamento entre países superavitários e deficitários

Vimos que há uma resistência pelos países participantes em modificar a cotação estabelecida, independente de seu saldo externo. A desigualdade de ajustamentos refere-se ao esforço requerido pelos países para manter a cotação oficial no caso de interrupções no fornecimento de liquidez em divisa forte. Claramente esse não é um problema para o país líder, uma vez que ela é denominada em sua própria moeda e logo, este não precisa preocupar-se com ajustes em sua balança externa enquanto não surgirem problemas de confiança no lastro de sua divisa. De maneira semelhante, este também não é um problema para os países superavitários, uma vez que o fluxo de divisa forte, independente da quantidade de liquidez ofertada pelo sistema, irá deslocar-se dos países deficitários para os superavitários.

Os países com um saldo externo negativo, por sua vez, receberão todo o impacto do ajustamento no caso de quebras no fornecimento de liquidez pelo país

⁷ Refere-se a políticas que tendem a substituir importações por demanda por produtos internos, através de desvalorizações competitivas e quotas de importação. Dessa maneira, o desemprego é exportado, através da queda do consumo de produtos importados.

central. Para manter a paridade cambial terão de adotar medidas que desestimulem o consumo de produtos importados e atraiam capital externo, ou seja, políticas de cunho recessivo do investimento e emprego, como manutenção de altas taxas de juros interna e diminuição dos gastos do governo. Assim, para eles, a manutenção do pleno emprego e da paridade fixa do câmbio num cenário de liquidez desfavorável serão fenômenos contraditórios. Como consequência, nesses países é verificado a recorrência de políticas *stop-go*, que afetaram a Inglaterra durante a década de 50 e 60 [BORDO, 1993, p. 52]. Trata-se de períodos de crescimento truncado em que, à políticas expansionistas, que deterioram a situação do balanço de pagamentos, seguem-se políticas recessivas, afim de reafirmar a saúde das contas externas do país. O resultado é um crescimento pífio, que retira importância do país no cenário internacional e mina a confiança de investidores externos sobre sua moeda. De fato, a libra perde espaço para o dólar durante Bretton Woods, caindo de uma participação relativa de 50% do total de reservas em 1945 para 30% após a desvalorização de 1967, quando passa a ser utilizada apenas pelos países da comunidade britânica [DAM, 1982, p. 152⁸ citado por BORDO, 1993, p. 49].

Países menos desenvolvidos terão ainda problemas adicionais pois, além do antagonismo entre câmbio e emprego, sofrerão o antagonismo entre protecionismo industrial e acesso à bens de capital estrangeiro. A maior parte dos países em desenvolvimento adotou políticas de substituição de importações durante Bretton Woods. Porém, incentivar a indústria requer um câmbio desvalorizado, que dê condições de competir com o produto importado. Ao mesmo tempo, a modernização da base industrial exige o acesso a tecnologias não disponíveis internamente, no que o câmbio desvalorizado é um problema. A solução para muitos países, entre eles o Brasil⁹, foi a adoção de taxas de câmbio múltiplas, prática condenada pelo FMI.

⁸ Dam, K. (1982). **The Rules of the Game: Reform and Evolution in the International Monetary System**. Chicago: University of Chicago Press.

⁹ Foi o caso da Instrução 70 de 1953 da Superintendência de Moeda e Crédito (Sumoc), que inaugurou um sistema de câmbio múltiplo no segundo governo de Vargas.

2.3 O DILEMA DE TRIFFIN

Em 1960, o economista belga-americano Robert Triffin divulga *Gold and the Dollar Crisis*, um livro seminal a respeito de três problemas intrínsecos em Bretton Woods que, em sua opinião, levariam ao fim do sistema. Apesar de referir-se especificamente a este modelo, suas prerrogativas são válidas para qualquer sistema de transações internacionais que estabeleça uma divisa nacional, garantida por um lastro, como intermediário financeiro.

O *ajustamento* refere-se a grande rigidez das paridades estabelecidas contra o dólar durante Bretton Woods. Nesse sistema, a paridade das moedas tendia a não sofrer alterações a não ser quando na iminência de um ataque especulativo. Isto ocorria por três motivos. O primeiro era o medo de que desvalorizações constantes que buscassem corrigir desequilíbrios no Balanço de Pagamentos pudessem levar ao surgimento de uma inflação crônica, como a ocorrida na Alemanha na década de 1920. Modificações frequentes fazem com que os agentes percam confiança na paridade estabelecida, e adiantem reajustes em preços e salários para proteger-se de perdas cambiais, gerando um processo inflacionário retroalimentativo¹⁰.

Do lado dos governos, a resistência ao reajuste tem duas faces. Nos países deficitários, o medo era de que alterações cambiais pudessem prejudicar o emprego, dada a rigidez salarial (uma vez que uma redução da renda, com salários fixos, leva a uma redução do emprego) [BORDO, 1993, p. 50]. Nos países superavitários, preocupações em relação à competitividade da indústria eram a grande barreira [BORDO, 1993, p. 78].

O terceiro motivo é por conta do caráter de ganho certo para os investidores no caso de um ataque especulativo, já que alterações na paridade eram uma “profecia” auto-anunciada. Uma deterioração do saldo externo tornava claro para o mercado a eminência de uma desvalorização cambial. Quando a proximidade desta era percebida, capitais especulativos atuavam contra a cotação da moeda. Se houvesse a desvalorização, os investidores ganhavam na mesma medida em que a

¹⁰ Conforme a desconfiança da moeda aumenta, maiores os reajustes de preços. A inflação torna o produto nacional menos competitivo, o que aumenta o déficit em transações correntes. Para sanar o déficit, novas desvalorizações são necessárias.

moeda era desvalorizada. Caso ela não ocorresse, a perda, se existisse, resumiria-se à remuneração financeira em fundos especulativos [BORDO, 1993, p. 44].

O segundo problema de Bretton Woods era relacionado à *confiança*. Quanto mais o comércio internacional crescia, maior sua necessidade de divisa forte, e logo menor o lastro sobre o qual essa divisa está amparada. Isto leva ao problema clássico de crise de confiança, seu maior exemplo sendo a corrida bancária. A medida que as reservas em dólares detidas pelo resto do mundo aumentam, menos confiantes os outros países e agentes do mercado ficam sobre o seu lastro. No limite, movimentos especulatórios levam a uma conversão massiva de dólares por ouro, seguidas por uma interrupção da conversibilidade pelo país líder e ao fim do sistema.

O terceiro problema estava relacionado à *liquidez*. A provisão de liquidez em Bretton Woods adiava a necessidade de ajustamento. Ao postergá-la, tornava as medidas a serem tomadas pelos governos menos drásticas. Porém, nesse sistema, as fontes de liquidez não estavam disponíveis de maneira satisfatória para garantir o comércio internacional. A produção mundial de ouro se estabiliza no final da década de 50 e até declina na década de 1960. A libra, devido às políticas adotadas pela economia inglesa, perde relevância durante Bretton Woods até que, com a desvalorização de 1967, passa a ser adotada de forma quase exclusiva pelos países da comunidade britânica. As SDRs (direitos especiais de saque, conferidos pelo FMI) eram títulos de dívida, sua participação estava restrita a transações oficiais e sua utilização era marginal. Por fim, o dólar era a principal divisa internacional, mas sua disponibilidade estava sujeita as políticas adotadas pelos EUA, em que pese considerações quanto à crises de confiança [BORDO, 1993, p. 51].

Como Bordo afirma (1993, p. 51), há uma interconexão entre os três problemas. Quanto maior a provisão de reservas, menor a necessidade de ajustamento nos países deficitários, e maior o saldo nos países superavitários. Por outro lado, quanto melhor for o mecanismo de ajustamento, menor a necessidade de liquidez. Por fim, quanto maior a provisão de liquidez, maior a crise de confiança. Esses problemas não surgiriam num modelo em que não houvessem paridades fixas entre as moedas (ou seja, de câmbio flutuante) ou em que apenas o ouro ou o dólar fosse utilizado para transações internacionais (ao invés do sistema de paridade ouro-dólar).

Assim, qualquer sistema de trocas internacionais que baseia-se numa divisa com um lastro numa paridade fixa está fadado a terminar. O provimento de liquidez em algum momento esbarrará no limite de lastro do país líder, dando início a uma crise de confiança. Tal crise poderia ser evitada se o aumento de liquidez ofertado acompanhasse o aumento das reservas em lastro do país líder. Porém, nesse modelo há um desincentivo econômico à produção do lastro. Como a paridade entre a moeda transicional e o lastro é fixa, via inflação há uma desvalorização consecutiva do valor do lastro, o que, aos poucos torna sua produção inviável economicamente (o valor do lastro fica fixo enquanto todos os outros bens ficam mais caros). Em Bretton Woods, como exemplo, a produção de ouro se estabiliza durante o final da década de 1950 e cai no final da década de 1960 [BORDO, 1993, p. 69].

Dessa forma, o crescimento da economia mundial estaria sujeito ao crescimento das reservas metálicas. Sendo estas provavelmente decrescentes, a escassez de divisas resultantes tornaria-se uma barreira estrutural ao crescimento, levando ou à deflação ou a uma modificação da cotação oficial. Enquanto uma deflação tem efeitos nefastos sobre a sociedade, como recessão e desemprego, uma desvalorização da cotação oficial apenas adiaria o problema, até a expansão do comércio cobrar por mais liquidez. Além disso, uma primeira desvalorização levanta dúvidas sobre a força da instituição “dólar”, despertando capitais especulativos que testarão a força da moeda a todo momento, destruindo a confiança sobre a qual o sistema está erigido.

2.4 A NECESSIDADE DE CONSENSO EM BRETTON WOODS E AS VANTAGENS DECRESCENTES PARA O PAÍS LÍDER

A instabilidade do sistema, conforme ele evolui, torna-se mais evidente e passa a requerer dos países participantes um alto nível de cooperação para que este não se auto-destrua. Tal fato fica evidente quando ocorre sua primeira crise de confiança.

Em 1954 houve a reabertura do mercado de ouro de Londres. Com a expectativa de um governo democrata ganhar as eleições americanas de 1960 (e

adotar políticas expansionistas), o preço do ouro no mercado inglês sobe de U\$35,20 (preço de compra do tesouro americano) para U\$40 por onça. O tesouro dos EUA intervêm rapidamente, fornecendo a quantidade de ouro necessária para reestabelecer o preço oficial. Através deste incidente, o país líder vê a necessidade de uma atuação conjunta para manter a paridade do dólar fixa e articula um acordo com um grupo de países que viriam a formar o G10 (grupo que aceitou o Arranjo Geral para Empréstimos – *General Arrangements to Borrow*) para que o metal fosse comprado apenas na taxa oficial. Como fruto dessas negociações, viria a ser formado em 1961 aquilo que ficou conhecido como *London Gold Pool*, a união do Fed mais 07 bancos centrais europeus para vender e comprar ouro na cotação de U\$35 dólares por onça, com o banco americano fornecendo 50%, e os outros, o restante. Na prática, os bancos europeus não reduziam seus estoques de ouro, uma vez que convertiam seus dólares excedentes em operações fora desse acordo [BORDO, 1993, p. 68]. Apesar do sucesso em manter a paridade estável até 1967, claramente isto não impediu o desgaste das reservas americanas [BORDO, 1993, p. 68]. Após o pico de 20.312 toneladas de ouro em 1957, os estoques americanos declinam ano após ano, até atingir 10.722 toneladas em 1967 [World Gold Council, 2011, p. 03 e 04].

Eichengreen argumenta sobre esse período que, muito mais do que uma hegemonia do país líder, havia um consenso entre os principais bancos centrais mundiais sobre a política monetária a ser seguida, o que possibilitou que agissem no interesse comum, ou seja, na estabilidade do sistema financeiro internacional [EICHENGREEN, 1989, p. 35-36]. De fato, a hegemonia do país líder só é incontestável no início do sistema, quando, no exemplo de Bretton Woods, a grande competitividade das indústrias americanas, suas reservas em metal nobre e seu alto superávit na balança comercial tornavam sua economia um pilar sobre si mesma. Já em 1964, quando a posse de dólares pelo resto do mundo ultrapassa as reservas em ouro do Fed [BORDO, 1993, p. 56], e o saldo em transações correntes americano diminui consideravelmente, a supremacia dos EUA deixa de ser inquestionável, passando a depender da articulação de outros países para manter Bretton Woods operante. Quando crises de conversibilidade começaram a tornar-se constantes a partir do final dos anos 60, pacotes de ajuda não eram articulados unilateralmente pelos EUA, mas através do G10 [EICHENGREEN, 1989, p. 46]. Dessa forma, segundo ele, há instâncias em que um país líder, hegemônico, cria

grande estabilidade para um sistema internacional baseado em sua moeda local, através de funções como prestador de última instância (vide recursos do Plano Marshall e FMI), fornecimento de crédito contra-cíclico e na manutenção de um mercado aberto. Esses momentos porém seriam raros e temporalmente curtos, já que a economia líder tem que exceder em poderio todas as economias rivais por uma grande margem. Conforme a economia internacional evolui e a distância do país líder para os centrais diminui, outras instâncias (como o G10) são necessárias para regular o sistema [EICHENGREEN, 1989, p. 49].

Outro aspecto abordado é a “dinâmica do declínio da hegemonia”. Apesar de não comumente aplicada aos EUA do pós-guerra, essa teoria aborda que há um ganho decrescente para a economia líder conforme o sistema evolui. Isto porque as constantes desvalorizações dos países deficitários e emergentes, além de minar a competitividade da indústria americana, fortalecem as economias dos países centrais, que passam a deter mais poder para desestabilizar o sistema. O país líder, por outro lado, tem a obrigação de manter uma paridade fixa. Como consequência é esperado que em algum momento o país líder seja constrangido a déficits em transações correntes, passando de prestador de última instância a país devedor. Isso só acelera a perda de hegemonia por parte do país líder e reafirma a necessidade de mecanismos adicionais para manutenção da liquidez no sistema. Pode-se afirmar que o dólar não estava sobrevalorizado durante Bretton Woods, mesmo após as desvalorizações européias de 1949, uma vez que o saldo em transações correntes é positivo na maior parte do período. Isso começa a dar sinais de mudança exatamente em 1972, ano do fim do sistema, em que os EUA enfrentam seu primeiro déficit em transações correntes desde 1958.

Assim, outra maneira de olhar para a instabilidade de sistemas internacionais com base numa divisa local lastreada por ouro, além do dilema de Triffin, é a atuação de *free riders*, i.e., países que se beneficiam das vantagens da estabilidade internacional mas não seguem suas regras. Ao não arcar com os custos do sistema, explicitados na manutenção de um câmbio fixo, operam pra seu fim, já que ampliam as dificuldades de se prover liquidez externa e minam a hegemonia do país líder, que passa a deter menos vantagens para operar o sistema.

2.5 O FIM DE BRETTON WOODS

A partir de 1965 os dilemas de Bretton Woods são intensificados. A inflação americana aumenta devido a necessidade de financiamento para a Guerra do Vietnã. Desvalorizações, como a da França em 1957-58 e a inglesa, em 1967, tiram competitividade das exportações americanas e pressionam seu balanço de pagamentos [Bordo, 1993, p. 58]. Em 1962 a França começa seu programa de conversão de dólares por ouro, que absorve \$ 2,8 bilhões dos \$ 3,3 bilhões de redução do estoque americano em 1966, quando especulações sobre uma possível desvalorização do dólar se acirram [GARBER, 1993, p. 07]. Em 1966 a *London Gold Pool* passa de mercado de ouro a vendedor líquido do metal e em apenas três meses, de dezembro de 1967 a março de 1968, perde U\$3 bilhões, o que demonstra a incapacidade dos países desenvolvidos em fixar a cotação do metal [SOLOMON, 1976, 119¹¹ citado por BORDO, 1993, p. 70].

As perdas do final de 1967 e início de 1968 levam ao fechamento do mercado de ouro de Londres. Com seu encerramento os bancos centrais continuam operando na taxa oficial porém deixam de transacionar ouro com entes privados. O fim do acesso pelos mercados a ouro na taxa oficial iniciou um sistema de dois níveis (*two tier system*) [BORDO, 1993, p. 70]. O primeiro, oficial, era formado apenas por bancos centrais que operavam na cotação fixa, e outro privado, operado pelo mercado a preços flutuantes. O fim da *Gold Pool* significa na prática o início de um padrão dólar. Isto porque, dissuadidos pela política americana, a maior parte dos bancos centrais já não trocava suas reservas monetárias em dólares por ouro. Ao mesmo tempo, a crise de confiança contra a moeda americana os tornava relutantes em adquirir mais dólares [BORDO, 1993, p. 73].

A chegada da década de 1970 traz para os EUA uma baixa dos juros, em resposta ao grande crescimento da base monetária, e um aumento do déficit no Balanço de Pagamentos, que atinge U\$9 bilhões em 1970 e U\$30 bilhões em 1971. A inflação da Alemanha cresce de 1,8% em 1969 para 5,3% em 1971, e dólares fluem para Berlim, forçando uma revalorização do marco. Em maio de 1971 o

¹¹ Solomon, R. (1976). **The International Monetary System, 1945-1976: An Insider's View**. New York: Harper & Row.

governo alemão suspende operações oficiais em moeda estrangeira e deixa o marco flutuar, no que é seguido por Áustria, Bélgica, Holanda e Suíça. Em 1971 o Balanço de Contas Correntes dos EUA tem um déficit, levando a mais especulação sobre uma possível desvalorização do dólar. Em agosto do mesmo ano, após a decisão de França e Inglaterra converterem mais dólares em ouro, o Presidente Nixon anuncia o cancelamento (a princípio temporário) da conversibilidade, congelamento de preços, aumento sobre os impostos de importação e sobre investimentos, naquilo que ficou conhecido como o Choque de Nixon, marcando o fim objetivo de Bretton Woods [BORDO, 1993, p. 79].

3. OS MERCADOS SOB A ÉGIDE DA DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA

Como vimos, tanto do ponto de vista do Dilema de Triffin quanto da teoria do País Hegemônico, o fim de Bretton Woods era um cenário que ocorreria inevitavelmente. Entretanto, o fim do lastro para o papel moeda tido como meio de troca internacional está longe de resolver os problemas que o sistema original enfrentava.

O fim da conversibilidade representa para o país líder o fim do constrangimento externo sobre sua política econômica interna. Sendo ainda a economia mais importante do mundo ocidental, os estadunidenses continuavam emitindo títulos de dívida em sua própria moeda, que permanecia como principal intermediária das transações financeiras internacionais, bem como principal reserva de valor. O que muda é que os EUA passam a ter liberdade para exportar sua política monetária para o resto do mundo, sem que para isso tenham que seguir qualquer cartilha, como a contenção monetária e baixa inflação que eram regras implícitas durante Bretton Woods. Sem um compromisso com qualquer paridade, o dólar flutuante era agora a divisa internacional, e demonstrava ainda a grande influência da economia de seu país sobre o resto do mundo.

Para os países centrais e periféricos isso representa um grande desafio. Ter suas reservas em papel estrangeiro sem lastro significava que a qualquer momento mudanças na política monetária do país líder poderiam criar perdas substanciais em sua poupança externa. Isto leva a um papel duplo. Enquanto os países centrais tornavam-se os principais lutadores pela manutenção do valor do dólar, que representa seu patrimônio, a prudência exigia uma diversificação do seu investimento, de modo a reduzir sua exposição ao país líder.

A manutenção do valor do dólar significava que novas emissões de papel moeda americano ou títulos de dívida deveriam ser absorvidos pelos países centrais de modo a não desvalorizar as reservas que já possuísem. Como essa é uma política de alto risco, já que aumenta o comprometimento da estabilidade externa à performance da economia americana, substitutos da divisa forte serão utilizados como mecanismo de diversificação do risco.

3.1 O INÍCIO DA COOPERAÇÃO EUROPÉIA E DAS MOEDAS REGIONAIS

No final de 1971, logo após o choque de Nixon, o G10, através do acordo Smithsonian, tentou ainda manter um sistema fixo de paridades contra a divisa americana, porém sem a conversibilidade em ouro. Os valores das moedas poderiam flutuar $\pm 2,25\%$ contra o dólar, o que na prática representava uma variação possível de até 9% entre duas moedas diferentes. Para os países europeus isso era visto como excessivo e por meio do acordo *Snake in the Tunnel*, estabeleceram que a variação cambial entre duas moedas européias não poderia também ser superior a $\pm 2,25\%$. Para administrar este compromisso foi criado o Fundo Monetário de Cooperação Europeu (*European Monetary Cooperation Fund*).

Este acordo fracassa fragorosamente dada a flutuação livre do dólar a partir de 1973 e a grande variação dos preços de combustíveis fósseis que se segue ao Choque do Petróleo de 1972. Entretanto sua importância é que ele marca o início da busca européia por uma política econômica comum. Este pacto dura até 1979, quando é substituído pelo Sistema Monetário Europeu. Foge ao escopo desta monografia fazer uma análise em detalhes sobre a evolução da União Européia. O que é fundamental ressaltar é a criação de uma moeda comum, o euro, que torna-se um substituto possível do dólar para atuar nas duas funções de uma divisa internacional, como meio de trocas e reserva de valor. Economias fortes, como China e Japão, também terão sua moeda comercializada globalmente, mas deterão um papel secundário. Num nível de importância menor, países que são líderes regionais também terão centros de influência em que sua moeda será utilizada com essas mesmas finalidades.

É importante destacar que, a partir do final de Bretton Woods, dada a inexistência de um sistema geral que pudesse funcionar provendo a liquidez necessária às transações internacionais, inúmeros acordos bilaterais e zonas de livre comércio foram criadas, tentando dessa forma suprir localmente ou em corredores de comércio as falhas existentes nos mecanismos de trocas externos. O sistema de câmbio flutuante e suas variações, adotadas de maneira generalizada após 1971, apesar de resolverem em termos o dilema entre estabilidade externa e interna, não solucionavam as dificuldades em flexibilizar o comércio internacional e impedir o protecionismo, metas iniciais da criação de um sistema financeiro

internacional. Além disso, permaneciam as vantagens dos países superavitários, que continuam não sofrendo constrangimentos para adotar um equilíbrio em seu saldo externo.

Nesse contexto, passa a pesar de maneira fundamental o estágio da matriz produtiva do país em questão. Países de base agropecuária, extrativista e insumos, ditos *commodities*, terão dificuldades muito superiores para atingir um equilíbrio externo tendo em vista a necessidade de financiamento estrangeiro, tanto em capital quanto em tecnologia, para desenvolvimento de seu parque industrial. É também necessário ressaltar que seus bens de exportação tendem a perder valor agregado frente aos produtos que são intensivos em tecnologia¹². Não por acaso as crises internacionais que ocorrem na égide da desregulamentação financeira são muito frequentemente crises da periferia. Assim ocorreu nas crises de balanço de pagamentos da década de 1980 e 1990, afetando principalmente países da América Latina e Ásia.

A falência de Bretton Woods também significou, para muitos, uma falência da economia *keynesiana*, inaugurando uma nova tendência de não intervenção do estado sobre a economia e desregulamentação de setores inteiros, de maneira a incentivar a criatividade da iniciativa privada e seu papel sobre o crescimento. Este tipo de atuação política ficou famoso através de seus dois principais políticos, Reagan nos EUA, e Thatcher na Inglaterra. De maneira geral, isto também afetou o setor financeiro, o que dá nome a esse período. Na prática diferenciações importantes como a existente entre bancos de investimentos e bancos comerciais, associações de depósitos e seguradoras foram sendo apagados e os controles de capitais, vistos com tanta importância durante Bretton Woods, passaram a ser negligenciados e reduzidos¹³. Esta é uma apontada causa para a crise financeira internacional de 2008, tida como a maior desde a crise de 1929.

¹² Num contexto de câmbio flutuante as assertivas de modelos teóricos como a Teoria da Dependência, brilhantemente elaborados por Celso Furtado e Raul Prebisch, são ainda mais contundentes.

¹³ Aqui destaco os mais importantes para o sistema financeiro: Hart–Scott–Rodino Antitrust Improvements Act (1976), Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (1980), Garn–St. Germain Depository Institutions Act (1982), The Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act (1989), The Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act (1991), Riegle–Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act (1994), Gramm–Leach–Bliley Act (1999), Commodity Futures Modernization Act (2000).

4. A PROPOSTA KEYNESIANA

Bretton Woods tentou sanar os problemas de protecionismo e desvalorizações competitivas do padrão ouro do entre-guerras estabelecendo uma paridade fixa entre moedas, com liquidez suprida pelo país líder e pelo FMI. Vimos os problemas inerentes desse modelo, como a ocorrência de crises de confiança, a distribuição desigual do ônus do ajustamento entre países superavitários e deficitários e os problemas com *free riders*.

O plano Keynes, por outro lado, diferia fundamentalmente desta proposta. Para ele era essencial que seu plano fosse capaz de ser aplicado em qualquer país, independente de sua forma de governo ou política monetária adotada [KEYNES, 1986, p. 19]. Da mesma forma, acreditava ser um ponto capital interferir o mínimo possível na estrutura econômica interna de qualquer estado, restringindo seu plano a um cunho estritamente internacional. Poderes de veto não poderiam ser preponderantes para nenhum participante e o direito dos países minoritários deveria ser respeitado. O plano deveria funcionar privilegiando não só o bem comum mas também o bem individual, e nenhum país deveria ser obrigado a agir contra seus interesses genuínos de longo prazo. Keynes ainda ressalta que nenhum participante deveria ser coagido a uma política monetária em especial ou a um sacrifício financeiro [KEYNES, 1986, p. 20].¹⁴

Keynes opta pelo estabelecimento de uma moeda de cunho internacional como instrumento para atingir esses objetivos. Tal moeda, chamada por ele de bancor, seria criada e administrada por uma instituição, a *International Clearing Union* (ICU), de caráter puramente técnico e apolítico. Em adição, deveriam ser gerados meios objetivos de se avaliar as paridades nacionais contra essa divisa, coibindo a ocorrência de depreciações competitivas e protecionismo. De maneira semelhante, uma análise objetiva da liquidez no cenário externo, que não dependesse de medidas inadequadas, como o avanço do progresso técnico da indústria do ouro, mas que de fato atendesse às necessidades do comércio mundial, deveria ser estipulada [KEYNES, 1986, p. 20-21].

¹⁴ Tais menções parecem se aplicar especialmente bem à diferenças no peso de ajustamento entre países superavitários e deficitários.

A utilização de uma moeda internacional significa que créditos e débitos no balanço de pagamentos não estão diretamente associados a nenhum outro país em específico mas à união financeira internacional como um todo. Isso evita que moedas nacionais sejam indexadas diretamente entre si, doravante impedindo o surgimento de uma hierarquização financeira. Como reservas monetárias passam a ser estipuladas num numerário internacional, crises de confiança contra a divisa forte deixam de ocorrer já que elas representam antes uma corrida por uma revalorização da moeda nacional, restringindo-se a um contexto local (enquanto em Bretton Woods tal problema era supranacional).

A utilização de uma divisa internacional também torna desnecessários acordos bilaterais e quotas de importação posto que dentro do acordo já não seria possível diferenciar países, uma vantagem clara para o comércio internacional, que torna-se muito mais simples.

Uma cotação relativamente estável entre a moeda nacional e o bancor seria obtida através de mecanismos estabilizadores que exerceriam pressão sobre países cujo balanço de pagamentos estivessem se afastando do equilíbrio, em qualquer direção. Tais mecanismos seriam intensificados de acordo com a deterioração na relação entre o déficit/superávit e a cota estabelecida pela ICU para um país. A cota determina o nível de responsabilidade de cada membro em manter a estabilidade do sistema e seu direito de aproveitar as facilidades de crédito provenientes do acordo. Keynes sugere que para um dado país seu valor inicial poderia ser determinado como 75% do valor médio obtido através da soma de importações e exportações nos três últimos anos antes do início da Segunda Guerra Mundial, mas deixa claro que há casos em que tal regra geral possa ser inapropriada. Depois desse valor inicial, as cotas seriam revistas anualmente, com seus valores sendo atualizados com os últimos três anos, passando para uma média de cinco depois de decorridos cinco anos do fim do conflito [KEYNES, 1986, p. 22-23].

Os mecanismos de controle iniciariam-se com a cobrança de 1% de juros anuais sobre países com um saldo excedente, positivo ou negativo, a um quarto de sua quota. Um país não poderia aumentar seu déficit em mais de um quarto de sua cota no período de um ano sem a permissão da ICU. Caso seu déficit excedesse um quarto da sua cota média dos últimos dois anos, o país membro estaria habilitado a desvalorizar sua moeda com relação ao bancor em até 5%. Para países deficitários

que atingissem a metade de sua cota, a ICU estaria autorizada a solicitar depósitos como garantia, que poderiam ser feitos através de ouro, títulos do governo, moeda nacional ou estrangeira. Ultrapassando tal limite, a ICU poderia sugerir novas desvalorizações (se tal medida fosse vista como solução do problema). o controle sobre movimentação de capital estrangeiro, caso este já não ocorresse, e a liquidação de qualquer outro ativo em ouro ou em outra reserva que pudesse reduzir seu déficit. Ultrapassando 75% de sua cota o governo pode ser aconselhado a agir de acordo com recomendações da ICU. Caso falhe em reduzir seu déficit no período de dois anos, é declarado o default do país, sendo bloqueadas transações entre ele e resto do mundo através da ICU [KEYNES, 1986, p. 23-24].

Os países com saldos credores que ultrapassassem a metade de sua cota na média de seu último ano deveriam sentar-se com a cúpula da ICU e determinar quais medidas seriam apropriadas para reequilibrar seu balanço de pagamentos. Segundo Keynes essas medidas poderiam incluir expansão do crédito e demanda doméstica, apreciação da moeda, redução de tarifas de importação e concessão de empréstimos visando o desenvolvimento internacional [KEYNES, 1986, p. 24].

Apesar dessas recomendações, nenhum país superavitário seria obrigado a adotar tais medidas, bem como não seria obrigado a ter um limite, como os países decitários detinham, para seu saldo no balanço de pagamentos. Isto porque Keynes acreditava que tais limitações, se já estabelecidas no começo do acordo e logo, antes que estes países tivessem a chance de experimentar suas vantagens, poderia torná-los reticentes em participar [KEYNES, 1986, p. 25-26].

Dizer que o plano seria indulgente aos países credores não é correto. Fora do plano, um acúmulo de saldos positivos desmonetiza o resto do mundo do papel moeda pertencente ao país credor. Essa escassez de divisa pode ser aliviada temporariamente através de empréstimos, porém o acúmulo de dívida externa pelos países deficitários torna um reajuste de sua moeda, e logo uma queda das exportações do país credor, um fato inexorável. Em Bretton Woods, o acúmulo recorrente de divisa forte por países superavitários, como a Alemanha, só era possível porque seu saldo era acumulado numa divisa diferente da utilizada internamente, no que dependiam que o país líder fosse deficitário em seu balanço externo. Os EUA, por exemplo, experimentaram um curto período no pós-guerra em que a escassez de dólares no cenário internacional limitou suas exportações.

Dentro da ICU, por outro lado, o país credor teria a opção de voluntariamente reduzir suas exportações ou de acumular reservas em bancor, que poderiam ser ilimitadas. Neste contexto porém, o acúmulo de divisa não teria os efeitos maléficos da hierarquização financeira que ocorria em Bretton Woods. Isto porque ela se assemelharia a uma aquisição de reservas de ouro, no que o país credor voluntariamente reduz o consumo presente para aumentar o consumo futuro, porém de maneira aperfeiçoada, pois isso é feito sem uma redução da liquidez no restante do sistema, a qual geraria em consequência efeitos deflacionários e contracionistas.

Para Keynes, seu plano seria análogo a um sistema bancário aplicado ao comércio internacional. Países credores, num papel semelhante ao de correntistas, não sofreriam porque seus balanços estariam sendo utilizados para financiar os negócios de outros. Segundo ele, da mesma maneira que o desenvolvimento do sistema bancário serviu para impedir uma pressão deflacionária que de outra maneira teria evitado o desenvolvimento da indústria moderna, seria possível esperar que este modelo previniria pressões contracionistas no comércio internacional que de outra maneira levariam a desordem social e crises econômicas [KEYNES, 1986, p. 27].

A ideia era com isso resgatar algumas das vantagens experienciadas durante o padrão clássico do ouro, quando um influxo deste metal nos países superavitários promovia uma expansão da base monetária e um aumento dos empréstimos internacionais pelo país credor. Isto deixou de acontecer quando, no entre-guerras, Nova Iorque e Paris (este com uma atuação bastante diferente do período clássico), principais credores internacionais deste período, passaram a adotar uma política de esterilização de reservas, retirando liquidez do mercado internacional [IRWIN, 2012, p. 18].

Para que o plano fosse bem sucedido e para que a aceitação do bancor não fosse disputada, países deveriam abdicar de ter balanços diretamente entre si, sem a intervenção da ICU. De maneira semelhante, EUA e Inglaterra deveriam recusar-se a aceitar o estabelecimento de reservas em dólar ou libra em outros países [KEYNES, 1986, p. 30].

Um país poderia comprar com ouro saldos credores em bancor, já que este teria uma paridade fixa, mas não inalterável, com o metal. Isto resguardava os direitos dos países produtores e daqueles com grandes reservas de financiarem

seus balanços externos com o metal. Porém, não seria possível trocar um saldo credor em bancor por ouro. Como o bancor é uma moeda que não tem uma unidade física, sendo apenas uma medida de conta na qual países transacionam entre si, ele apenas pode ser transferido de uma conta para outra dentro da ICU. A idéia era que, através disso, fosse garantida a já comentada função expansionista do plano, que impediria que créditos em saldo externo fossem esterelizados. Ao mesmo tempo, evitaria-se crises de confiança contra a paridade estabelecida contra o ouro, que de fato poderia ser alterada a qualquer momento pela cúpula da ICU, de acordo com as condições e necessidades de liquidez do comércio internacional [KEYNES, 1986, p. 30-31].

O controle de capitais não estava previsto como um mecanismo intrínseco do plano, porém Keynes sugere sua aplicação como sendo fundamental para a estabilidade do sistema internacional no pós-guerra [KEYNES, 1986, p. 37]. A livre movimentação de capitais representaria para alguns países uma fuga de capital por motivação política ou para evitar o pagamento de tributos domésticos, enquanto para outros tomaria a forma de um excesso de liquidez indesejada, extremamente instável para ser utilizada como financiadora do investimento fixo. Assim, apesar de deixar à discricionariedade de cada membro decidir quais tipos de controle adotar, é altamente recomendado pelo plano que cada país adote meios de diferenciar capitais de longo e de curto prazo, bem como de controlar a entrada do último [KEYNES, 1986, p. 31-32].

O plano dá grande relevância ao poder que a ICU teria para atuar de maneira anti-cíclica. Porém também é ressaltado que, da mesma maneira que num sistema bancário, há o risco de se criar liquidez excessiva e logo fomentar uma inflação de preços a nível internacional. Keynes deixa um alerta sobre esse risco, porém diz que, além de administrável pelos mecanismos já comentados, é mais do que superado pelos benefícios do plano [KEYNES, 1986, p. 40].

5. CONCLUSÃO

Nesse trabalho buscamos ressaltar os problemas enfrentados até o momento em estabelecer organismos de fato internacionais para intermediar o comércio mundial. Infelizmente, os mesmos problemas relacionados ao protecionismo, desvalorizações competitivas e desigualdades no acesso a liquidez externa que afetavam a economia na época de Keynes continuam impedindo a estabilidade do comércio internacional ainda hoje.

Contrariando tanto Bretton Woods quanto a política de desregulamentação que se seguiu a seu fim, o Plano Keynes tinha por objetivo criar uma instituição de cunho verdadeiramente internacional, apolítica e igualitária. Vimos a superioridade deste plano para lidar com os problemas enfrentados tanto pelo padrão ouro do entre-guerras quanto pelos enfrentados durante Bretton Woods. Além disso, configuraria-se numa opção verdadeiramente expansionista para o comércio mundial, sem com isso gerar uma distribuição desigual da liquidez entre seus membros.

É importante ressaltar que apesar da visível superioridade deste plano frente ao modelo descentralizado que está agora vigente, o qual depende de coalizões entre FMI, EUA e União Européia para estabilizar o fluxo financeiro internacional, a implementação de uma divisa internacional independe apenas de fatores operacionais. A viabilidade de Bretton Woods só foi possível pelo consenso sobre as políticas econômicas a serem seguidas e pelo grande espírito cooperativo que a comunidade internacional experimentou com o final da 2 Guerra Mundial. Contar com um novo conflito para uma reforma do SMI é um retrocesso. Porém, para que esta seja possível, a comunidade internacional terá de novamente colocar o interesse comum acima dos interesses nacionais, com os principais *players* internacionais abdicando de vantagens comparativas relevantes para seus países. Em que pese o aspecto utópico de uma tal iniciativa, grandes países, como a China, já se mostraram favoráveis à estas idéias. Por outro lado seria difícil esperar que os EUA, principais beneficiados pelo modelo atual, concordassem com uma tal iniciativa a não ser que fossem visualizados ganhos significativos para sua economia. De maneira semelhante, países da zona do euro poderiam se sentir incomodados em criar uma nova moeda internacional quando seus esforços para

possibilitar o funcionamento do euro quase fracassaram com a crise de 2008, em que pese o futuro ainda incerto dessa moeda.

Assim, a criação de uma moeda internacional passa, necessariamente, por instâncias políticas significativas e mobiliza jogos de interesses mais do que relevantes para definir qual será a forma de implementação do plano. Esperar uma instituição completamente apolítica é desconsiderar o meio século de atuação do FMI e do Banco Mundial. Por outro lado, dizer que tal plano seja completamente inviável é um despropósito. O melhor, talvez, seja considerar como uma idéia cuja hora ainda não chegou.

REFERÊNCIAS

BORDO, M. (1993). "The Bretton Woods International Monetary System: a historical overview." In: BORDO, M.; EICHENGREEN, B (Ed.). **A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary**. Chicago: University of Chicago Press, Janeiro de 1993, p. 03-108. Disponível em <http://www.nber.org/chapters/c6867>

BOUGHTON, J. (2002). **Why White, not Keynes? Inventing the post-war international monetary system**. IMF Working Paper nº 02/52, Março de 2002. Disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0252.pdf>

CARVALHO, F. C. de. (2000). "The changing role and strategies of the IMF and the perspectives for the emerging countries." In **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 20(1), pp. 3-17, jan/mar de 2000. Disponível em http://www.rep.org.br/ARTICLES_VIEWS.ASP?COD=790

CARVALHO, F. C. de (2004). Bretton Woods aos 60 anos. In: **Revista Novos Estudos**, São Paulo, ed. 70, novembro de 2004. Disponível em http://www.novosestudos.com.br/v1/files/uploads/contents/104/20080627_bretton_woods.pdf

DAVIDSON, P. (2009). **The Keynes Solution: the path to global economic prosperity**. Nova Iorque, Palgrave Macmillan, cap. 07 e 08.

DOMINGUEZ, K. (1993). "The Role of International Organizations in the Bretton Wood s System In: BORDO, M.; EICHENGREEN, B (Ed.). **A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary**. Chicago: University of Chicago Press, Janeiro de 1993, p. 357-404. Disponível em <http://www.nber.org/chapters/c6874>

EICHENGREEN, B. (1989). Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System. In: BRYANT, R. (Ed.). **Can Nations Agree? Essays on International Economic Cooperation**. Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1989. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w2193.pdf>

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (2010). **Reserve accumulation and international monetary stability**. *Policy Paper*. Nova Iorque, 13 de abril de 2010. Disponível em <https://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4456>.

GARBER, P. (1993) "The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System In: BORDO, M.; EICHENGREEN, B (Ed.). **A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary**. Chicago: University of Chicago Press, Janeiro de 1993, p. 461-494. Disponível em <http://www.nber.org/chapters/c6876>

INTERNATIONAL MONETARY FUND. (2011). **Articles of agreement of the International Monetary Fund**. Washington D.C.: International Monetary Fund, 2011. Disponível em: <www.imf.org/external/pubs/ft/aa/pdf/aa.pdf>

IRWIN, D. (2012) **The french gold sink and the Great Deflation of 1929-32**. Dartmouth College, [s.n.], 2012. Disponível em: [http://www.dartmouth.edu/~dirwin/French %20Gold%20Sink.pdf](http://www.dartmouth.edu/~dirwin/French%20Gold%20Sink.pdf)

JOINT STATEMENT BY EXPERTS ON THE ESTABLISHMENT OF AN INTERNATIONAL MONETARY FUND OF THE UNITED AND ASSOCIATED NATIONS (1944). Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1944.

KEYNES, J. M. (1986). "Proposals for an International Clearing Union." In: HORSEFIELD, J.; VRIES, M. G. de (Ed.). **The International Monetary Fund, 1945-1965: Twenty years of international monetary cooperation**. [S.l.]: International Monetary Fund, Setembro de 1986. Vol 03, p. 25-36. Disponível em: <<http://www.imsreform.org/reserve/pdf/keynesplan.pdf>>

OBSTFELD, M. (1993). "The adjustment mechanism." In: BORDO, M.; EICHENGREEN, B (Ed.). **A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary**. Chicago: University of Chicago Press, Janeiro de 1993, p. 201-268. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/c6871.pdf>>

PRATES, D.; CINTRA, M. (2007). **Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil**. Texto para discussão nº 137, Campinas, IE/Unicamp, Outubro de 2007. Disponível em: [www.eco.unicamp.br/docprod/downarq .php?id=1767&tp=a](http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=1767&tp=a)

REPORT OF THE COMMISSION OF EXPERTS OF THE PRESIDENT OF THE UNITED NATIONS GENERAL ASSEMBLY ON REFORMS OF THE INTERNATIONAL MONETARY AND FINANCIAL SYSTEM (2009). Nova Iorque, 21 de Setembro de 2009, p. 110 e seguintes. Disponível em: http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf

SHERMAN, M. (2009). **A short history of financial deregulation in the United States**. Center for Economic and Policy Research. [S.l.], [s.n.], Julho de 2009.

Disponível em: <<http://www.cepr.net/documents/publications/dereg-timeline-2009-07.pdf>>

SWOBODA, A.; GENBERG, H. (1993). "The provision of liquidity in the Bretton Woods System. In: BORDO, M.; EICHENGREEN, B (Ed.). **A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary**. Chicago: University of Chicago Press, Janeiro de 1993, p. 269-316. Disponível em <http://www.nber.org/chapters/c6872>

TRIFFIN, R. (1964). "The myth and realities of the so-called gold standard". In: TRIFFIN, R. **The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives**. Princeton: Princeton University Press. 1964, p. 2-20.

XIAOCHUAN, Z. (2009). **Reform the International Monetary System**. Bank of International Settlements Review, nº41, março de 2009. Disponível em <http://www.bis.org/review/r090402c.pdf>.

WORLD GOLD COUNCIL (2011). **Annual time series on World Official Gold Reserves since 1845**. [S.l.], [s.n.], Agosto de 2011. Disponível em: <https://www.gold.org/download/value/stats/statistics/pdf/annual_time_series_on_world_official_gold_reserves.pdf>