

Barry Eichengreen

# A Globalização do Capital

Uma História do  
Sistema Monetário Internacional

Apresentação de Alkimar R. Moura

Tradução de Sergio Blum

editora ■ 34

## 5. DO CÂMBIO FLUTUANTE À UNIFICAÇÃO MONETÁRIA

A moeda é nossa, mas o problema é de vocês.

*John Connally*

Secretário do Tesouro norte-americano

O fim do sistema monetário internacional de Bretton Woods em 1973 foi um divisor de águas. Ainda mais do que a reconstrução do padrão ouro em 1925 ou a restauração da conversibilidade em 1958, o fim de Bretton Woods transformou as questões monetárias internacionais. A partir do momento em que os bancos centrais e governos se deram conta da existência do instrumento que veio a ser denominado política monetária, a estabilidade da taxa de câmbio passou a ser o objetivo mais importante desse instrumento. A política monetária foi usada para ancorar a taxa de câmbio, exceto durante períodos excepcionais e limitados de guerra, reconstrução e depressão. Em 1973, a política monetária desprende-se dessas amarras e permitiu-se que as taxas de câmbio flutuassem.

Essa transição foi uma consequência do aumento da mobilidade internacional do capital. Durante os anos de Bretton Woods, os controles de capital tinham assegurado alguma imunidade em face de pressões nos balanços de pagamentos aos governos que sentiam uma necessidade de orientar a política monetária para outros alvos. Os controles proporcionavam a margem de folga para organizar de modo controlado as alterações no câmbio ajustável. Os formuladores de políticas podiam contemplar mudanças na âncora cambial sem provocar um maremoto desestabilizador nos fluxos internacionais de capital. Mas a eficácia dos controles tinha sido minada ao longo das décadas precedentes. A recuperação dos mercados financeiros e das transações internacionais dos efeitos negativos da depressão e da guerra tinha sido retardada, mas na década de 60 essa retomada já conquistara bastante terreno. Com o restabelecimento da conversibilidade nas contas correntes, passou a ser difícil distinguir e isolar compras e vendas de moeda estrangeira relacionadas a transações em contas correntes e de capital. Os participantes no mercado encontraram novas e espertas maneiras de contornar as barreiras aos fluxos de capital internacional.

Perdendo esse escudo, a operação de um câmbio fixo porém ajustável revelou-se cada vez mais problemática para os governos e bancos centrais. A mais leve sinalização de que um país estaria considerando uma mudança na paridade poderia submetê-lo a enormes perdas de capital, desestimulando as autoridades a sequer contemplar tal medida. A defesa da paridade, evidentemente, não impediu que as pressões dos balanços de pagamentos sobre o câmbio fixo continuassem a crescer, nem que os mercados contestassem as taxas que suspeitassem ser insustentáveis. Em um mundo de grande mobilidade do capital, a defesa de uma paridade exigia níveis sem precedentes de intervenção nos mercados de câmbio e apoio internacional. Ajuda dessa ordem de grandeza era algo que os países hesitavam em prestar quando duvidavam da disposição e capacidade de um governo para eliminar a causa do desequilíbrio nos pagamentos.

As alternativas a taxas de câmbio ajustáveis eram extremos diametralmente opostos: adotar um câmbio flutuante ou tentar a paridade fixa. Grandes países como os Estados Unidos e o Japão, para os quais a importância das transações internacionais era ainda limitada, optaram pela flutuação. Para eles, as incertezas de um câmbio flutuante, embora não agradáveis, eram toleráveis. Para economias menores e mais abertas, em especial países em desenvolvimento, com mercados financeiros rarefeitos, o câmbio flutuante era ainda mais volátil e desestabilizador. Esses países optaram pela outra alternativa: eles tentaram estabelecer um câmbio fixo. Os países em desenvolvimento praticavam rígidos controles de capital, em um esforço para defender suas âncoras cambiais em relação às moedas de seus principais parceiros de comércio.<sup>1</sup> Os países da Europa ocidental, para os quais o comércio intra-europeu era excepcionalmente importante e cuja *Política Agrícola Comum* (CAP) poderia ser gravemente prejudicada por oscilações nas taxas de câmbio, procuraram atrelar suas moedas umas às outras, aqui também buscando a proteção de controles. Esses países criaram novas instituições para estruturar a cooperação internacional necessária para sustentar o atrelamento coletivo de suas moedas.

Mas não era possível atrasar os ponteiros do relógio. O permanente desenvolvimento dos mercados financeiros, alavancado pelos progressos nas telecomunicações e nas tecnologias de processamento da informação, preju-

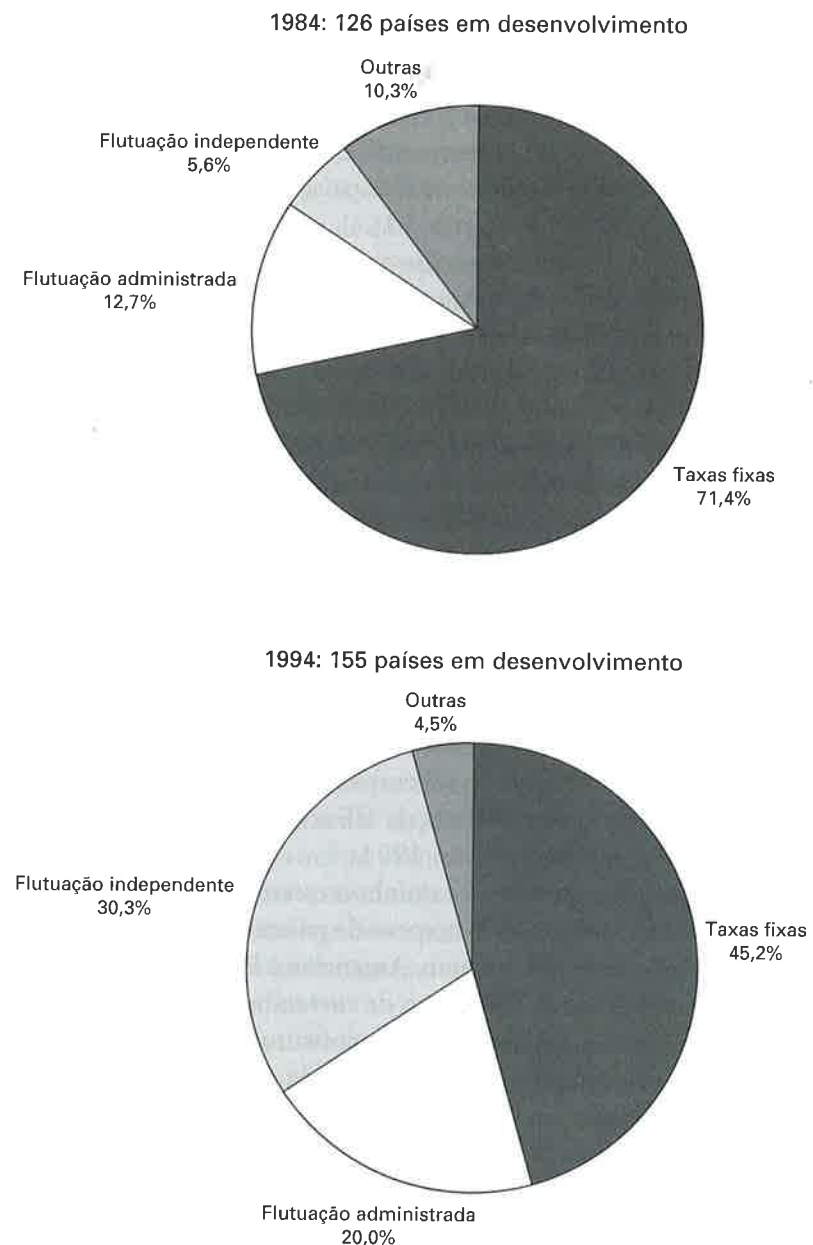
<sup>1</sup> Muitos desses países apertaram os controles nas décadas de 70 e 80 em reação ao aumento na mobilidade do capital. Edwards e Losada (1994) documentam que isso ocorreu em diversos países da América Central, por exemplo, que durante muito tempo haviam atrelado seu câmbio ao dólar.

dicou os esforços para conter os fluxos financeiros internacionais. As tentativas de contenção eram não apenas difíceis, mas também cada vez mais dispendiosas: com o desenvolvimento da competição entre centros financeiros, os países que impunham controles onerosos corriam o risco de perder sua participação no mercado mundial de negócios financeiros para outros concorrentes. Os países em desenvolvimento que não liberalizassem seus mercados financeiros corriam o risco de não atrair investidores estrangeiros. A liberalização, embora inevitável, agravou a dificuldade de manter as âncoras cambiais, levando um número crescente de países em desenvolvimento a deixar flutuarem suas moedas (ver figura 5.1).

A mesma tendência era evidente na Europa, embora lá a transformação assumisse uma forma diversa. As economias interdependentes na Europa ocidental procuraram repetidamente colocar em prática uma ancoragem cambial coletiva. Na década de 70, elas haviam tentado manter as bandas de flutuação de 2,25% previstas no Acordo Smithsoniano através de um esquema conhecido como *Serpente Européia* ("European Snake"). Na década de 80 elas procuraram limitar as flutuações nas taxas de câmbio através da criação do Sistema Monetário Europeu (SME). Mas com a eliminação dos controles de capital no final da década de 80, ficou cada vez mais difícil operar o SME. Mudanças controladas nas paridades tornaram-se praticamente impossíveis. Os países de moedas fortes demonstraram crescente relutância em apoiar seus parceiros de moedas fracas, tendo em vista que um apoio eficaz teria de ser virtualmente ilimitado, em um mundo de mercados líquidos e de grande mobilidade do capital. Os limites à cooperação internacional em uma Europa de autoridades monetárias soberanas tornaram-se evidentes. Uma série de crises então obrigou os membros da CE a alargar as bandas de flutuação do SME de 2,25% para 15% em 1993.

A outra opção era aprofundar o caminho no sentido de reforçar o regime de paridades fixas. Um pequeno número de países — Hong Kong, Bermudas, Ilhas Caimã e, mais recentemente, Argentina e Estônia — optou por essa alternativa através do estabelecimento de *currency boards*. Eles estabeleceram estatutos parlamentares ou emendas constitucionais exigindo que o governo ou o banco central atrelasse a moeda à de um parceiro de comércio. Uma autoridade monetária à qual cabia constitucionalmente manter a âncora cambial era protegida de pressões políticas em contrário e gozava da confiança dos mercados. O problema das "currency boards", caixas de conversão, é que as autoridades monetárias eram forçadas — ainda mais rigidamente do que no cenário do padrão ouro do século XIX — a se abster de intervir como emprestador de última instância. As caixas de conversão eram

Figura 5.1  
Regimes cambiais em países em desenvolvimento, 1984 e 1994  
(porcentagem do total)



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, fevereiro de 1985 e maio de 1995.

atraentes apenas para países que se encontrassem em conjunturas especiais: geralmente países muito pequenos, cujos bancos mantinham laços de grande proximidade com instituições estrangeiras e que, por essa razão, podiam contar com uma ajuda externa, além de possuírem mercados financeiros excepcionalmente subdesenvolvidos ou um histórico de inflação particularmente elevada.

A outra maneira de endurecer a taxa fixa era caminhar para uma união monetária. A despeito dos desvios, esse foi um caminho trilhado pelos membros da Comunidade Européia. Em 1991, eles adotaram um plano para estabelecer um *Banco Central Europeu* (ECB) encarregado de assumir o controle de suas políticas monetárias, atrelando definitivamente suas taxas de câmbio e substituindo suas moedas nacionais por uma moeda européia única. Se eles terão sucesso, somente o futuro dirá. O que é evidente é que esquemas informais de câmbio fixo ou câmbio fixo sujeito a ajustes já não constituem uma opção factível. Na maioria dos casos, um câmbio com maior liberdade de flutuação tornou-se a única alternativa à união monetária.

#### O CÂMBIO FLUTUANTE NA DÉCADA DE 70

A transição para o câmbio flutuante depois do colapso do Sistema de Bretton Woods foi um salto no escuro. As autoridades — especialmente as de organismos como o FMI, que estavam fortemente comprometidas com o velho sistema — não deram o passo rumo à mudança por iniciativa própria; tiveram de ser empurradas. Em julho de 1972, os diretores do Fundo Monetário Internacional formaram a Comissão dos Vinte (C-20), composta por representantes de cada um dos vinte grupos de países representados por um diretor executivo do FMI, para preparar propostas de reforma no sistema de paridades cambiais.<sup>2</sup> A “concepção grandiosa” assumia, em conflito com a realidade, a manutenção das paridades ajustáveis e se concentrava na provisão de reservas internacionais e em medidas para incentivar o ajuste. O trabalho nessa proposta prosseguiu mesmo depois que moedas passaram a flutuar fora de suas bandas smithsonianas, em 1973, e de o câmbio ajustável ter expirado.

Embora os europeus e japoneses tivessem esperanças no restabelecimento

<sup>2</sup> Os Estados Unidos começaram a se sentir isolados do resto do G-10 e se deram conta de que uma emenda aos Artigos de Acordo do FMI regularizando um novo sistema exigiria a concordância de países lá não representados. Consequentemente, os Estados Unidos apoiaram a idéia de negociações com representantes de um grupo mais amplo de países no âmbito ao FMI.



dos valores de paridade, os Estados Unidos, tendo sofrido repetidos ataques contra o dólar, estavam inclinados a continuar deixando sua moeda flutuar (especialmente depois que George Shultz substituiu John Connally no cargo de secretário do Tesouro). Os norte-americanos viam o problema como decorrente da intenção dos países europeus de registrar superávits, e a solução — ecos do Plano Keynes —, em um conjunto de “indicadores do nível das reservas” que compeliriam esses governos a adotar medidas corretivas. Os governos dos países superavitários — especialmente a Alemanha — hesitavam em se submeter a sanções que poderiam obrigá-los a emitir. Eles se opunham ao emprego de recursos do FMI para enxugar o excesso de dólares comprando a moeda norte-americana. O insucesso em superar esses obstáculos obrigou o C-20 a abandonar, em 1974, o empenho em materializar sua grandiosa concepção.

Então, tentativamente, os membros do FMI caminharam para a aplicação da Segunda Emenda aos Artigos de Acordo, que legalizava a flutuação. Em Bretton Woods, trinta anos antes, um pequeno grupo de países tivera o destino do sistema monetário em suas mãos. E o mesmo agora se repetia: após o fracasso do processo de iniciativa do C-20, o G-10, que fora responsável pelas malfadadas negociações smithsonianas, retomou suas deliberações. O FMI estabeleceu a ironicamente denominada Comissão Interina (a ironia está no fato de ela existir até hoje). O fórum mais importante foi o G-5, composto pelos ministros das Finanças dos Estados Unidos, Japão, França, Alemanha e Reino Unido, bem como participantes convidados.

Os franceses defendiam a adoção do regime de taxas fixas e um sistema que coibiria os países cujas moedas eram usadas como reservas de viver acima de suas posses. Eles procuraram limitar o exorbitante privilégio norte-americano de financiar seus passivos externos emitindo dólares. O secretário do Tesouro norte-americano, George Shultz, e seu subsecretário, Paul Volcker, estavam dispostos a aceitar uma estabilização do dólar apenas se as bandas fossem suficientemente amplas para que a política econômica norte-americana não ficasse excessivamente amarrada e se os países participantes estabelecessem um consenso em torno de um conjunto de indicadores que, quando desrespeitados, obrigariam os países superavitários a promover uma valorização de suas moedas ou, de alguma outra forma, compartilhar o ônus do ajuste. Essa inversão das posições defendidas pelos Estados Unidos e pelos países europeus em Bretton Woods, que refletia as mudanças nas posições dos balanços de pagamentos de suas respectivas economias, não passou despercebida.

Na Conferência de Cúpula de Rambouillet, realizada em 1975, os franceses, obrigados a reconhecer o grau da oposição norte-americana — e para

salvar as aparências —, concordaram com uma fórmula expressa por um “sistema estável” de taxas de câmbio, em vez de um “sistema de taxas estáveis”. Essa concessão abriu a porta para a Segunda Emenda dos Artigos de Acordo, que entrou em vigor em 1978. A Segunda Emenda legalizou a flutuação e suprimiu o papel especial do ouro. Ela obrigou os países a defenderem taxas de câmbio estáveis ao incentivá-los a promover condições econômicas equilibradas e autorizando o Fundo a supervisionar as políticas de seus membros.

As expectativas sobre o funcionamento do novo sistema eram as mais variadas. Jacques Rueff, francês que criticava o acordo de Bretton Woods, previa que o colapso das paridades fixas provocaria a liquidação das reservas cambiais e uma corrida deflacionária pelo ouro como a que tinha agravado a Grande Depressão.<sup>3</sup> Esse ponto de vista não levava em conta o aprendizado que havia ocorrido no interregno. Com a experiência da década de 30, governos e bancos centrais tinham aprendido que quando eram aliviadas as restrições sobre o câmbio, eram os formuladores de políticas, e não os mercados, que podiam controlar os meios de pagamento. Na verdade, tinham aprendido bem demais essa lição; começaram a imprimir dinheiro para financiar déficits orçamentários e as contas da importação de petróleo. O problema da década de 70 passou a ser inflação, e não a deflação temida por Rueff.

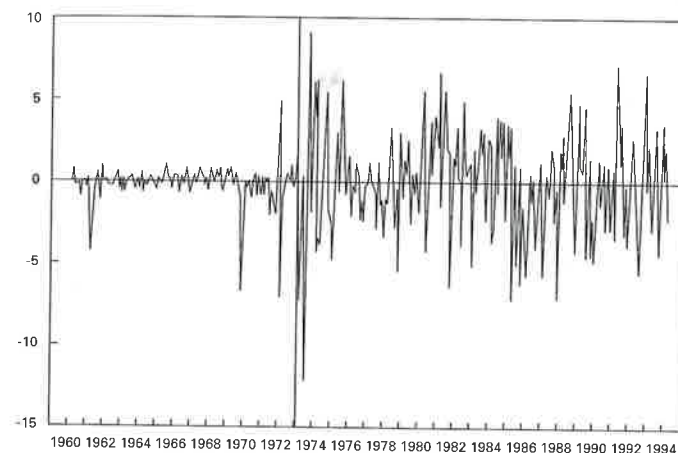
E não havia consenso nas previsões sobre o comportamento das taxas flutuantes. Alguns acreditavam que a extinção das paridades fixas eliminava o problema de apostas unilaterais e persistentes desalinhamentos. As taxas flutuantes caminhariam para níveis de equilíbrio e exibiriam limitada tendência para se afastar deles. A opinião contrária apostava em que o mundo estava às vésperas de entrar numa era perigosa de turbulência e instabilidade financeira.

Hoje sabemos que as duas posições exageravam. As taxas de câmbio nominais e reais revelaram-se mais voláteis do que quando as taxas eram fixas e do que previsto por acadêmicos que defendiam o câmbio flutuante. As taxas nominais moviam-se freqüentemente em 2% ou 3% ao mês; a variabilidade das mesmas excedia em larga medida a variação relativa da oferta monetária e de outros indicadores fundamentais das economias.<sup>4</sup> As taxas reais eram quase tão voláteis (ver gráficos 5.2 e 5.3). Ainda assim, não se registrava o caos financeiro previsto pelos que tinham se oposto à flutuação.

<sup>3</sup> Ver Rueff (1972), cap. 5 e *passim*.

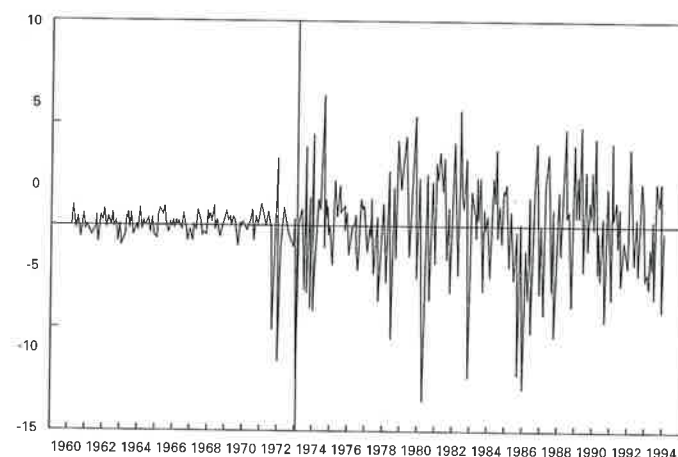
<sup>4</sup> A melhor documentação dessa regularidade — hoje bastante conhecida — é, possivelmente, Rose (1994).

Gráfico 5.2  
Variação mensal na taxa de câmbio real entre o marco alemão e o dólar americano, fev. 1960-mar. 1994  
(percentual mensal de variação nos preços relativos de atacado)



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, diversos anos.

Gráfico 5.3  
Variação mensal na taxa de câmbio real entre o iene japonês e o dólar americano, fev. 1960-mar. 1994  
(percentual mensal de variação nos preços relativos de atacado)



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, diversos anos.

Inicialmente, parecia que os pessimistas provariam estar com a razão. O dólar registrou uma desvalorização de 30% em relação ao marco alemão nos primeiros seis meses de flutuação. Depois disso, porém, ele apresentou uma estabilização. Grande parte do declínio do dólar tinha sido necessário para anular sua valorização excessiva anterior. Os desalinhamentos, embora tenham sido motivo de queixas, não eram tão acentuados quanto temiam os críticos da flutuação (ver *desalinhamento entre moedas*, no Glossário). É possível que a libra estivesse subvalorizada em 1976, e o dólar supervalorizado em 1978. O iene subvalorizado pode ter registrado uma valorização excessiva em 1977-79. Mas nenhuma dessas moedas estava tão seriamente desalinhada como o dólar viria a ficar em meados da década de 80. Isso foi algo notável em vista do fato de que na década de 70 as economias haviam sofrido o impacto de dois choques do petróleo e de outras instabilidades nos preços das "commodities".

A inexistência dos desalinhamentos típicos da década de 80 na segunda metade da década de 70 refletia dois fatores: primeiro, os governos intervieram nos mercados monetários, segundo, em contraste com a política norte-americana na primeira metade da década de 80, havia alguma disposição para ajustar as políticas monetária e fiscal à taxa de câmbio pretendida. Moedas como o dólar canadense, o franco francês, o franco suíço, a lira, o iene e a libra esterlina eram administradas ativamente. Intervenções atuavam em ambos os lados do mercado: elas eram usadas para dar sustentação a moedas fracas e para limitar a valorização das moedas fortes. O Banco do Japão, por exemplo, interveio tanto para dar sustentação ao iene em 1973-74 como para deter sua valorização em 1975-77.

O câmbio dólar-marco alemão foi administrado em grau apenas limitado; ao longo de 1977 a intervenção foi pequena. Durante os primeiros dois anos de flutuação, o Federal Reserve limitou-se a realizar pequenos ajustes nas flutuações diárias sem tentar influenciar a tendência. Mas quando o dólar caiu em mais de 11% contra o marco alemão no período de seis meses findo em março de 1975, o Federal Reserve, com o apoio relutante do Bundesbank alemão e do Banco Nacional Suíço, promoveu uma intervenção conjunta. Por algum tempo, essas medidas sustaram a queda da moeda norte-americana. Mas em 1977, em uma reação à expectativa de aceleração na inflação norte-americana provocada pelas políticas de estímulo à demanda adotadas pela administração Carter, o dólar retomou sua desvalorização.

Desta vez, o Bundesbank concordou em colocar um crédito especial à disposição do Fundo de Estabilização Cambial do Tesouro norte-americano. Dobraram os volumes de recursos fluindo através das linhas de "swap" en-

tre o Bundesbank e o Fed. A intervenção cresceu de 2 bilhões de marcos alemães nos três primeiros trimestres de 1977 para mais de 17 bilhões de marcos nos dois trimestres seguintes.<sup>5</sup> Durante algum tempo, o dólar apresentou uma recuperação. Quando ele voltou a registrar uma desvalorização no segundo semestre de 1978, os dois bancos centrais levaram a cabo outra intervenção, dessa vez envolvendo 17 bilhões de marcos alemães.<sup>6</sup>

O elemento crítico para o sucesso, por mais que limitado, dessas operações foram os ajustes em política doméstica. Não há dúvida de que essas políticas não eram continuamente orientadas por metas cambiais. A política de estímulo macroeconômico da administração do presidente Jimmy Carter, a partir do momento em que ele assumiu o cargo no início de 1977, foi adotada com pleno conhecimento de que suas consequências inflacionárias enfraqueceriam o dólar. A esperança da administração era que outros países também viessem a adotar políticas mais expansionistas, o que limitaria a instabilidade monetária. Temendo a inflação, japoneses e europeus recusaram-se a isso, apesar de saberem que o problema monetário resultaria ainda mais complicado.

Mas quando as flutuações das moedas ameaçaram escapar de controle, chegou-se a um meio-termo. Os detalhes foram negociados durante a Conferência de Cúpula de Bonn em julho de 1978. A administração Carter anunciou um pacote antiinflacionário para conter os salários e os gastos públicos. O governo concordou em elevar os preços domésticos do petróleo até os níveis mundiais, acabando com uma discrepância que, na visão de europeus e japoneses, agravava os déficits externos responsáveis pela desvalorização do dólar. Em troca, europeus e japoneses concordaram em adotar as políticas expansionistas desejadas pelos norte-americanos. Em 1978, o primeiro-ministro japonês, Takeo Fukuda, apresentou um orçamento suplementar que elevava os gastos do governo em 1,5% do PNB. Em março de 1978, as autoridades japonesas reduziram a taxa de redesconto para 3,5%, um patamar sem precedentes. Em 1979, Bonn concordou em aumentar os gastos do governo federal e em cortar os impostos em montantes suficientes para aumentar a demanda doméstica alemã em aproximadamente 1%. O governo francês assumiu um compromisso similar. Putnam e Henning consideram que

<sup>5</sup> *Relatórios do Bundesbank Alemão de 1977, 1978 e 1979*, citados em Tew (1988), p. 220.

<sup>6</sup> Houve também intervenções norte-americanas e estrangeiras nos mercados em favor do franco suíço e do iene japonês.

“surpreendentemente, praticamente todos os compromissos cruciais da Conferência de Cúpula de Bonn foram honrados”.<sup>7</sup> Essa cooperação nas políticas de ajustes desses países pode ter sido excessivamente modesta para estabilizar as taxas de câmbio, mas impediu que as principais moedas se afastassem ainda mais.<sup>8</sup>

Como foi que os governos reconciliaram os objetivos de política doméstica com os imperativos da estabilização do câmbio? Em verdade, nem sempre havia conflito entre os dois. Em todos os países que participaram da Conferência de Cúpula de Bonn, havia uma poderosa facção que defendia, por razões domésticas, as mudanças nas políticas que seriam necessárias para estabilizar as taxas de câmbio. E quando ocorriam conflitos, os governos recorriam aos controles de capital para aliviar os conflitos entre autonomia em política doméstica e estabilidade da moeda. Em 1977-78, como uma alternativa a políticas mais inflacionárias, as autoridades alemãs revogaram o direito dos não-residentes de adquirir determinados tipos de bônus alemães e elevaram as proporções de reservas sobre os depósitos de não-residentes em bancos alemães com o objetivo de limitar as entradas de capital na Alemanha e prevenir uma valorização adicional do marco. O governo japonês deu sustentação ao iene em 1973-74 ao rever os controles de capital para favorecer as entradas e desestimular as saídas de capital.<sup>9</sup> Em 1977, os japoneses passaram a exigir uma reserva de 50% sobre a maioria dos depósitos de não-residentes, e, em 1978, aumentaram o percentual para 100% e proibiram que estrangeiros comprassem a maioria dos títulos domésticos no mercado de balcão.

Os leitores não devem ficar com a impressão de que a década de 70 transcorreu sem maiores problemas. Com a transição para o câmbio flutuante, as taxas, tanto reais como nominais, tornaram-se mais voláteis. O contraste é evidente no comportamento tanto da relação iene-dólar como marco alemão-dólar (novamente, ver gráficos 5.2 e 5.3). Não só as variações mês a mês nas taxas reais passaram a ser maiores do que antes, como também os movimentos em uma direção podiam persistir. Mas esses problemas, por mais sérios que fossem, não eram tão agudos quanto os que se manifestaram com o acentuado

<sup>7</sup> Ver Putnam e Henning (1989), p. 97. A efetivação da promessa norte-americana de eliminar os controles sobre os preços do petróleo foi, no entanto, protelada até depois da eleição de 1978, para irritação dos europeus.

<sup>8</sup> Ver Henning (1994), p. 129; Gros e Thygesen (1991), p. 37; e Sachs e Wyplosz (1986), p. 270.

<sup>9</sup> Ver Horiuchi (1993), pp. 110-3.



desalinhamento do dólar na década de 80. A diferença é que na década de 70 a intervenção foi mais ordenada, baseou-se em maior uso de controles de capital e maior disposição para adaptar as políticas aos imperativos dos mercados de câmbio.

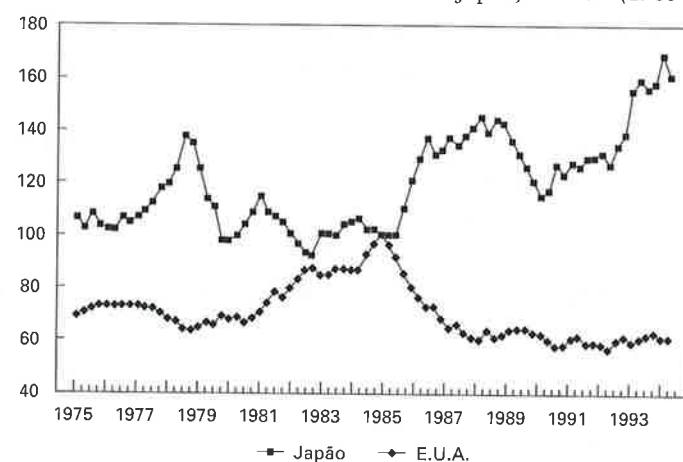
#### TAXAS DE CÂMBIO FLUTUANTES NA DÉCADA DE 80

Três acontecimentos transformaram o ambiente monetário internacional no final da década de 70. Um deles, o advento do Sistema Monetário Europeu, será discutido mais adiante. Os outros dois foram mudanças nas políticas de norte-americanos e japoneses.

Poucas nações tinham se comprometido mais que o Japão em promover intervenções no mercado de câmbio. Assim como a Alemanha, o Japão passou por um rápido período de inflação depois da Segunda Guerra Mundial e valorizou sua âncora nominal. Em uma economia muito dependente de exportações, interesses poderosos resistiram à valorização do iene. Foi sintomático o esforço do Banco do Japão para continuar a manter a moeda japonesa atrelada à norte-americana no patamar de 360 ienes por dólar, nível estabelecido em abril de 1949, mesmo depois de Nixon ter fechado o guichê do ouro em agosto de 1971.<sup>10</sup> Após duas semanas, porém, o Banco do Japão foi obri-

Gráfico 5.4

Taxas de câmbio reais nos Estados Unidos e Japão, 1975-94 (1985 = 100)



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, diversos anos.

<sup>10</sup> Ver Volcker e Gyohten (1992), pp. 93-4.

gado a permitir que o câmbio flutuasse até o patamar de 308 ienes por dólar, onde ele foi refixado depois da negociação smithsoniana. Quando o Acordo Smithsonian caducou, em fevereiro de 1973, permitiu-se que o iene voltasse a flutuar. Inicialmente, a intervenção foi usada para manter a moeda dentro de uma estreita faixa de transações. A partir do primeiro choque do petróleo, porém, permitiu-se que a taxa de câmbio flutuasse mais amplamente (ver gráfico 5.4).

Essa transição para uma política mais flexível tinha importantes implicações para o sistema monetário internacional. Na década de 70, quando a economia japonesa já registrava um crescimento considerável, o nível do iene tinha se transformado numa questão preocupante para outros países. Enquanto o governo japonês continuou a intervir seletivamente no mercado de câmbio, o comportamento da paridade dólar-iene começou a se assemelhar ao do câmbio do dólar em relação ao marco alemão: cada vez mais, sua fixação era deixada ao sabor das forças de mercado e permitia-se que ele flutuasse dentro de uma amplitude considerável.

Os Estados Unidos também tendiam para uma maior flexibilidade em seu câmbio. Se existiam quaisquer dúvidas em relação às prioridades norte-americanas, elas foram eliminadas com a nomeação de Paul Volcker para o cargo de presidente do Federal Reserve Board em 1979 e com a vitória de Ronald Reagan nas eleições presidenciais de 1980. Volcker estava disposto a deixar as taxas de juro subirem e o crescimento da base monetária cair até qualquer que fosse o nível necessário para puxar a inflação para menos de dois dígitos. O modelo bastante conhecido de Dornbusch para determinação da taxa de câmbio, que se tornara muito respeitado na década de 70, sugeria que a taxa de câmbio avançaria para muito além de seu nível de equilíbrio de longo prazo em resposta a uma mudança nas taxas de inflação e de crescimento da base monetária.<sup>11</sup> O que aconteceu foi o seguinte: depois que a Alemanha e o Japão abandonaram suas políticas de metas cambiais, o dólar registrou uma valorização de 29% em termos nominais e de 28% em termos reais entre 1980 e 1982.

A administração Reagan respondeu com cortes no imposto de renda da

<sup>11</sup> Ver Dornbusch (1976). Embora o modelo de Dornbusch sugerisse que a valorização do dólar deveria ter ocorrido total e instantaneamente no momento em que ocorresse a mudança na política monetária, a moeda, na verdade, valorizou-se gradualmente ao longo do período de 1980-82. Michael Mussa (1994) sugere que isso foi um reflexo da gradual percepção, por parte das pessoas, de que a mudança que tinha ocorrido na política do governo era factível e permanente.



pessoa física. Seu governo indexou as faixas do imposto à inflação e aumentou os gastos militares. Com a ampliação do déficit orçamentário, as taxas de juro norte-americanas subiram: o diferencial em relação às taxas de outros países chegou a ser um ponto percentual maior em 1983-84 do que seu nível em 1981-82. “Os manuais de economia [não] tiveram muita dificuldade para explicar a fonte dessa elevação nas taxas de juro nos Estados Unidos”, comentou Jeffrey Frankel.<sup>12</sup> O mesmo pode ser dito sobre o aumento do valor do dólar em relação a outras moedas. O capital estrangeiro foi atraído para os Estados Unidos pelos juros elevados, o que levou a moeda para patamares ainda mais elevados.

Inicialmente, quase não houve mudanças nas políticas norte-americanas em resposta a essa fortíssima valorização do dólar. Havia pouca disposição dos Estados Unidos em contemplar aumentos de impostos, cortes em gastos governamentais ou mudanças nas políticas do Federal Reserve para baixar os juros norte-americanos e tornar o dólar menos atraente para os investidores estrangeiros. O Fed, presidido por Volcker, continuava dando prioridade à queda da inflação; o secretário do Tesouro, Donald Regan, acreditava em deixar a taxa de câmbio ao sabor do mercado.

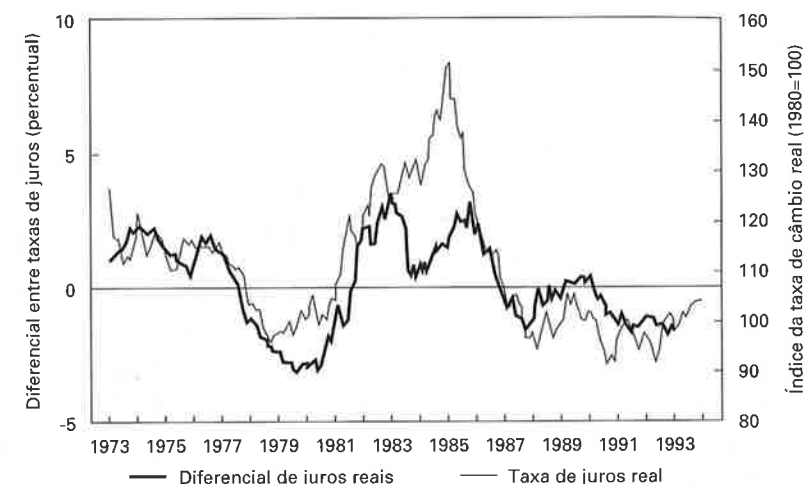
A valorização do dólar em 1983-85 ressaltou a necessidade de cooperação nos ajustes das políticas macroeconômicas para enfrentar os desalinhamentos. Mas na década de 80, assim como em ocasiões anteriores, disputas intelectuais impediram a cooperação. Nos Estados Unidos, as autoridades econômicas, como o subsecretário do Tesouro Beryl Sprinkel, estavam comprometidas com a proposição monetarista de que uma taxa estável de crescimento monetário produziria tanto inflação estável como uma taxa de câmbio estável.<sup>13</sup> As autoridades negavam que a valorização do dólar fosse um reflexo cumulativo dos efeitos de déficit fiscal e das taxas de juro elevadas, em vez disso atribuindo a cotação elevada da moeda ao sucesso da administração na contenção da inflação.<sup>14</sup> Segundo essa visão, uma intervenção no câmbio seria não somente inadequada, como também desnecessária, uma vez

<sup>12</sup> Ver Frankel (1994), p. 296.

<sup>13</sup> Esse era o ponto de vista sobre a determinação da taxa de câmbio defendido por Milton Friedman em seu influente artigo de 1953 sobre taxas flutuantes. Ver Friedman (1953).

<sup>14</sup> A desinflação podia, de fato, explicar a valorização real da moeda norte-americana em 1980-81, quando a política monetária dos Estados Unidos tomou um rumo mais tendente a reduzir a base monetária (sendo esta a consideração subjacente ao modelo de Dornbusch), mas era mais difícil usá-la para explicar por que o dólar continuou registrando uma valorização real nos anos subseqüentes. Ver a discussão a seguir.

Gráfico 5.5  
Taxa de câmbio real e diferencial de juros de longo prazo  
referente ao dólar americano, 1973-94



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, diversos anos.

Nota: A taxa de câmbio real é igual ao índice de preços ao consumidor dividido pela média da taxa efetiva dos preços ao consumidor nos outros países do G-7. As taxas de juro reais são calculadas como iguais ao rendimento dos títulos governamentais de longo prazo menos a média móvel da inflação ao longo de 24 meses. O diferencial de juros é calculado como sendo igual à taxa de juros real norte-americana menos a média ponderada das taxas de juro reais dos outros países do G-7.

que, supostamente, as taxas de câmbio eram conduzidas pelo mercado aos níveis de eficiência máxima.

Os europeus e japoneses continuaram a atribuir maior importância à estabilidade da taxa de câmbio. Por razões históricas, eles tinham mais fé em intervenção e cooperação e adotavam um modelo de funcionamento da economia segundo o qual déficits orçamentários e taxas de juro elevadas eram a causa de desalinhamentos. Entretanto, por mais que desejassem adotar políticas de harmonização, um esforço de colaboração também exigiria correção de curso por parte dos Estados Unidos.<sup>15</sup> Entregues a sua própria sorte, os europeus refugiaram-se no SME, ao passo que os japoneses extraíram o máximo de sua melhoria de competitividade exportadora.

O gráfico 5.5 mostra que a diferença entre as taxas de juro norte-americanas e as taxas de juro no exterior acompanha de perto a valorização do dólar durante a primeira metade de 1984. Depois de junho, porém, o dólar

<sup>15</sup> Isso era algo que tanto o Tesouro como o Fed não estavam dispostos a aceitar. Durante a conferência de cúpula do G-7 em Williamsburg, na Virgínia, em 1983, os euro-

registrou uma valorização ainda maior, uma alta de tal monta que não era imediatamente explicável pelas taxas de juro e pelos fundamentos macroeconômicos. A moeda norte-americana prosseguiu em sua trajetória ascendente, registrando uma valorização de outros 20% em fevereiro de 1985, apesar de o prêmio sobre a taxa de juro norte-americana ter começado a cair.

Esse movimento, amplamente interpretado como uma bolha especulativa, minou a resistência da administração Reagan a promover uma intervenção no mercado de câmbio.<sup>16</sup> Em uma reunião secreta no Plaza Hotel, na cidade de Nova York em setembro de 1985, os ministros das Finanças e os presidentes dos bancos centrais dos países do G-5 concordaram em tentar pressionar o dólar para baixo. Eles estavam unidos por seu desejo de impedir a aprovação da legislação protecionista a ser votada no Congresso norte-americano como consequência dos prejuízos infligidos aos produtores domésticos de artigos de exportação. Para a administração Reagan, o protecionismo do Congresso punha em risco a agenda presidencial de desregulamentação e liberalização econômica; para japoneses e europeus, a iniciativa no Congresso ameaçava seu acesso ao mercado norte-americano. Os cinco governos divulgaram uma declaração conjunta defendendo “uma valorização ordeira das ‘outras’ moedas” (uma maneira tipicamente prosaica de que se valeram os políticos para se referir à desvalorização do dólar) e manifestando sua disposição em cooperar para alcançar esse objetivo.

O dólar caiu 4% em relação ao iene e ao marco alemão no dia em que o comunicado da reunião no Plaza foi divulgado — e continuou a cair depois disso. No entanto, não tinha havido qualquer discussão sobre mudanças de políticas monetária e fiscal na reunião no Plaza, muito menos qualquer implementação de mudanças. Isso, aliado ao fato de que o dólar já tinha começado a cair seis meses antes, levou alguns a concluir que a negocia-

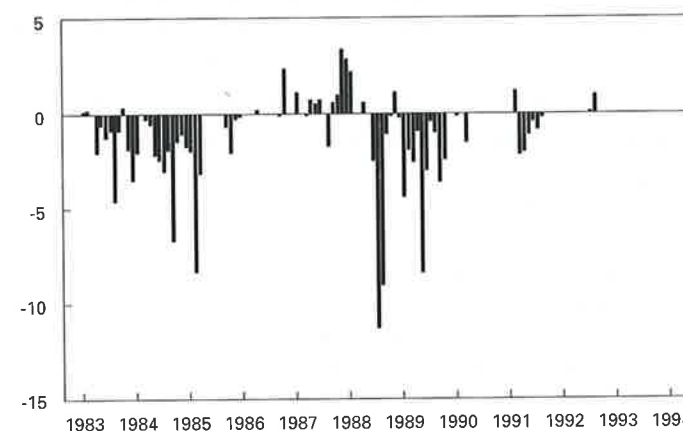
peus pressionaram por reduções nos déficits norte-americanos para conter a valorização do dólar. Em resposta, os Estados Unidos disseram que o dólar forte não era consequência dos déficits e das altas taxas de juro nos Estados Unidos. Ver Putnam e Bayne (1987), p. 179 e *passim*. Ao final de 1983 os produtores norte-americanos de bens negociáveis tinham começado a queixar-se de desvantagens em consequência do dólar valorizado. Por isso, Regan, o secretário do Tesouro, procurou pressionar o Japão a tomar medidas para valorizar o iene. Ironicamente, essa iniciativa, que pressionou os japoneses a abrir seus mercados de capital aos fluxos financeiros internacionais, resultou em uma saída de capital do Japão e em desvalorização ainda maior do iene. Os Estados Unidos, por sua vez, pouco contribuíram em termos de ajustes em sua política. Ver Frankel (1994), pp. 299-300.

<sup>16</sup> Paul Krugman (1985) e Stephen Marris (1985) estabeleceram a base analítica para a afirmação de que a valorização do dólar em 1984-85 foi resultado de uma bolha especulativa.

ção era inconsequente — que a desvalorização era simplesmente o recuo posterior a uma valorização insustentável. O ponto de vista contrário é de que o Acordo do Plaza e a *intervenção esterilizada* promovida depois da reunião sinalizaram uma iminente mudança de políticas — uma nova disposição de reorientar as políticas necessárias para estabilizar a taxa de câmbio.<sup>17</sup> O fato de o dólar ter começado a cair antes da reunião no Plaza pode, em verdade, ser conciliado com esse argumento. Alguns meses antes (depois da eleição presidencial de 1984), uma dupla mais pragmática e intervencionista — James Baker e Richard Darman — tinha substituído Donald Regan e Beryl Sprinkel no Tesouro, o que sugeria que novas políticas poderiam estar em preparação. Em um encontro do G-5 em janeiro de 1985 tinha sido estabelecido um consenso em torno de uma intervenção e o Bundesbank interviu pesadamente (ver gráfico 5.6). Tudo isso sugere que intervenção e cooperação desempenharam, efetivamente, um importante papel em deter a valorização do dólar.

Depois que começou a cair, o dólar desvalorizou rapidamente. Os Estados Unidos haviam esgotado seus ativos internacionais líquidos em consequência dos déficits externos do início da década de 80; era necessária uma

Gráfico 5.6  
Operações do Bundesbank no mercado do marco alemão-dólar americano, 1983-94  
(bilhões de marcos)



Fonte: Deutsche Bundesbank, *Relatórios Anuais*, diversos anos.

Nota: Registros positivos indicam intervenções do Bundesbank em defesa do dólar norte-americano.

<sup>17</sup> Feldstein (1986) e Frankel (1994) apresentam uma exposição dos pontos de vista antagônicos.

taxa de câmbio mais baixa para contrabalançar uma conta de serviços menos positiva.<sup>18</sup> Ainda assim, no segundo semestre de 1986 os europeus e japoneses começaram a queixar-se de que o processo tinha ido longe demais. O dólar havia perdido 40% de seu valor contra o iene em relação a seu pico no ano anterior, gerando dificuldades de custos e competitividade para os produtores japoneses. O governo japonês fez grandes intervenções em defesa do dólar. Em setembro, foi negociado um acordo bilateral entre os Estados Unidos e o Japão procurando estabilizar a taxa de câmbio — em troca de uma expansão fiscal japonesa, os norte-americanos se absteriam de procurar desvalorizar o dólar. Mas, inexistindo uma disposição para ajustar as políticas macroeconômicas nos Estados Unidos e na Europa, os efeitos foram limitados.

Essa percepção estimulou a realização da reunião dos ministros das Finanças do G-7 no Louvre em fevereiro de 1987, onde foram discutidos ajustes mais fundamentais nas políticas. Os ministros acordaram em estabilizar o dólar em torno dos níveis correntes; alguns observadores chegaram ao ponto de sugerir que os ministros tinham estabelecido uma “faixa de referência” de 5%.<sup>19</sup> Os bancos centrais afetados decidiram intervir. Os japoneses adotaram medidas adicionais de estímulo, os alemães aceitaram cortes limitados nos impostos e os Estados Unidos decidiram promover mais ajustes nebulosos em sua política doméstica. O Federal Reserve na verdade permitiu uma elevação nas taxas de juro dos Estados Unidos (revertendo a tendência descendente que havia iniciado em 1984), embora continuemos sem saber se a decisão do Fed foi motivada pela desvalorização do dólar ou por sinais de inflação iminente.

O Fundo Monetário Internacional desempenhou um papel surpreendentemente reduzido nesses desdobramentos. A Segunda Emenda aos Artigos de

<sup>18</sup> Alguns argumentaram que, além disso, os exportadores norte-americanos tinham perdido espaço nos mercados internacionais e que os produtores estrangeiros tinham conquistado um terreno permanente nos mercados norte-americanos em consequência do desalinhamento no início da década de 80; era necessária uma taxa de câmbio mais baixa para contrabalançar esse desequilíbrio.

<sup>19</sup> Ver Funabashi (1988), pp. 183-6. Karl Otto Pöhl, que foi presidente do Bundesbank, recorda ter havido certa confusão entre os ministros do G-7 em relação ao que teria sido acordado entre eles. Pöhl entendera não terem sido estabelecidas formalmente faixas a serem perseguidas, mas que tinha sido dado um primeiro passo no sentido de sua implantação. Outros, porém, especialmente os ministros das Finanças dos países menores que participaram do encontro, podem ter interpretado o resultado das discussões como um compromisso formal. Ver Pöhl (1995), p. 79.

Acordo, ao sugerir que a função do FMI era incentivar a coordenação de políticas entre seus membros, eliminava a responsabilidade do Fundo na supervisão de um sistema de valores de paridade, mas falava da necessidade de “firme monitoração” das políticas nacionais. Mas os países industrializados mais importantes demonstraram pouco interesse em participar de um fórum onde um grande número de países menores poderia ter alguma interferência em suas decisões. Em consequência, os governos recorriam menos a mudanças de políticas monetária e fiscal básicas, e mais em intervenções nos mercados de câmbio, do que o Fundo poderia ter desejado. Na literatura acadêmica, o FMI é caracterizado como um mecanismo concebido para aplicar sanções e recompensas para estimular os países a darem continuidade a acordos de cooperação.<sup>20</sup> Na prática, o Fundo não desempenhava efetivamente essa função porque era considerado um palco pouco atraente para a realização de negociações e em virtude de nenhum dos países afetados recorrer a recursos do Fundo para financiar suas intervenções nos mercados de câmbio.

A moeda norte-americana disparou em meados de 1988 e, novamente, em meados de 1989. Mas, assim como no episódio do Plaza e do acordo bilateral Estados Unidos-Japão de 1986, havia pouca disposição por parte dos Estados Unidos para levar adiante mudanças em suas políticas domésticas (em particular, na política fiscal). Intervenções esterilizadas não apoiadas em um compromisso de ajuste nas políticas domésticas tinham consequências apenas transitórias.<sup>21</sup> E os Estados Unidos, a Alemanha e o Japão não dispunham de uma trama de acordos interligados necessária para a efetiva implementação de uma política de ajustes.

O dólar voltou a cair na segunda metade de 1989 e os Estados Unidos simplesmente assumiram uma política de vistas grossas em relação ao câmbio, introduzida pela administração Carter. As administrações dos presidentes George Bush e Bill Clinton mostraram pouca disposição para executar políticas de ajuste visando deter a queda da moeda. Uma reação típica de Bush a uma indagação sobre a queda do dólar foi: “De vez em quando, eu penso sobre essas coisas, mas não muito”.<sup>22</sup> Com essa resposta, Bush estava ape-

<sup>20</sup> Em termos técnicos, o FMI é caracterizado como uma “tecnologia de comprometimento”. Ver Dominguez (1993), pp. 371-2.

<sup>21</sup> Essa tinha sido a conclusão a que chegou a Comissão Jurgensen, um grupo de trabalho intergovernamental encarregado de estudar as intervenções no câmbio. Ver Working Group on Exchange Market Intervention (1983).

<sup>22</sup> Citado em Henning (1994), p. 290.



nas acompanhando a maré política. Uma moeda supervalorizada, como o dólar em meados da década de 80, impõe um ônus elevado a grupos de interesse concentrados (produtores de bens exportáveis que encontram dificuldades para competir internacionalmente) que manifestavam vigorosamente suas objeções. Em contraste, uma moeda subvalorizada, como o dólar em meados da década de 90, impõe custos apenas modestos sobre um largo contingente de interesses difusos (consumidores submetidos a inflação e preços mais elevados de produtos importados) que tem pouca motivação para articular-se em oposição. Assim, havia limitada oposição doméstica ao declínio do dólar. Sua desvalorização era resultante de considerações domésticas, como a decisão do Fed de cortar as taxas de juro em 1991, em resposta à recessão norte-americana, e uma segunda série de cortes em 1994, novamente decidida para enfrentar os sinais de um esfriamento da economia.

A situação era inversa em outros países, onde um dólar subvalorizado significava uma supervalorização da moeda nacional. Em 1992, o baixo nível do dólar tinha se tornado um enorme problema para o Japão, onde os lucros dos produtores de bens comercializáveis eram reduzidos, e para a Europa, o único lugar onde seria possível afirmar a existência da trama de acordos interligados necessária para sustentar a manutenção do câmbio fixo.

#### A SERPENTE

Os países da Europa trilharam o outro caminho, procurando criar um arcabouço institucional sobre o qual eles pudessem estabilizar suas moedas umas em relação às outras. O fato de os países europeus estarem mais abertos ao comércio do que os Estados Unidos deixava aqueles mais sensíveis às flutuações no câmbio.<sup>23</sup> A Europa, e não os Estados Unidos ou o Japão, era onde a flutuação das moedas tinha sido associada à hiperinflação na década de 20. A Europa era o lugar onde as desvalorizações da década de 30 tinham corroído a maior parte das boas relações econômicas.

Ainda assim, a incansável defesa do câmbio fixo pela Europa num período em que os preços do petróleo foram multiplicados por quatro, o colapso de Bretton Woods e a mais grave flutuação no ciclo de negócios registrada no pós-guerra estão entre os eventos mais marcantes do período. A motivação dos países europeus deve ser entendida em termos do desenvolvimento da Comunidade Econômica Européia. A CEE era vista por seus fundadores europeus e por seus aliados americanos como um mecanismo para envolver

<sup>23</sup> Esse raciocínio é desenvolvido por Giavazzi e Giovannini (1989).

a Alemanha e a França e, ao intensificar a interdependência econômica dos dois países, desencorajá-los de envolverem-se em novas guerras. A CEE ajudou a prevenir que esses e outros países europeus renegassem seu compromisso de cooperação na esfera econômica. A CEE criou uma teia de acordos interligados e pagamentos multilaterais que seria ameaçada se um país adotasse políticas monetárias de não-cooperação. O sucesso da Comunidade, que na década de 70 tinha avançado consideravelmente rumo à liberalização do comércio intra-europeu, fez crescer a participação do comércio entre os países membros no volume total de comércio de cada um deles. Na medida em que a estabilidade do câmbio era desejável para estimular a expansão do comércio (uma tese em defesa da qual as evidências dão limitada sustentação), o foco na liberalização de comércio no interior da Europa tornou possível alcançar esse objetivo através da estabilização do câmbio intra-europeu. A experiência européia, portanto, dá razão aos que sugerem que relações de comércio estáveis e amplas são um pré-requisito para um funcionamento tranquilo do sistema monetário internacional.

A CEE realizou sua união aduaneira antes do planejado, no final da década de 60. A unificação monetária era o próximo passo lógico, especialmente para aqueles que consideravam a CEE como uma entidade política nascente. Em 1969 o *Conselho Europeu* reafirmou sua intenção de prosseguir rumo à total união econômica e monetária (EMU). Ele estava motivado em parte pela incipiente instabilidade do dólar e por temores de que uma valorização desordenada das moedas européias pusesse em risco a CEE.<sup>24</sup> Isso levou, em 1970, à formação de um grupo de estudo formado por funcionários de alto nível e presidido pelo primeiro-ministro de Luxemburgo, Pierre Werner.<sup>25</sup>

O Relatório Werner alinhavou um processo através do qual a união monetária poderia ser alcançada até 1980. O documento recomendava a criação de uma autoridade central para orientar e harmonizar as políticas econômicas nacionais, concentrando as funções fiscais em nível da Comunidade e ace-

<sup>24</sup> Esta é a interpretação de Harry Johnson (1973).

<sup>25</sup> Ver Werner *et al.* (1970). O Relatório Werner não foi a primeira discussão sobre a integração monetária pela CEE. O Tratado de Roma já havia reconhecido o fato de que as taxas de câmbio dos países membros deveriam ser consideradas como uma questão de "interesse coletivo". A valorização do florim holandês e do marco alemão em 1961 então motivou uma discussão sobre como a união alfandegária poderia ser estendido para a esfera monetária. Em meados da década de 60 isso havia levado à criação da Comissão de Presidentes de Bancos Centrais.

lerando a integração dos mercados de fatores e de “commodities”. Entretanto, o relatório não recomendava a criação de uma moeda européia única ou de um Banco Central Europeu, assumindo, em vez disso, que a responsabilidade pela conversão das moedas européias ao par poderia ficar a cargo de um “sistema de bancos centrais nacionais” europeus. A transição seria implementada através de um endurecimento progressivo dos compromissos cambiais (estreitando as bandas de flutuação) e uma harmonização mais íntima das políticas macroeconômicas. As recomendações do grupo de Werner foram endossadas pelos políticos, que puseram-se a trabalhar no caminho assim traçado.

Em retrospecto, foi ingenuidade pensar que a Europa estaria pronta para a união monetária em 1980, e ingenuidade ainda maior acreditar que o continente poderia alcançar essa meta sem edificar as instituições para dar sustentação ao funcionamento de tal esquema. É verdade que a Europa tinha instituído uma união aduaneira e estabelecido sua Política Agrícola Comum, que era a função mais visível da Comunidade Européia. O desejo de evitar colocar em risco a CAP, cujo gerenciamento seria complicado por freqüentes e grandes movimentos no câmbio, era uma fonte de apoio ao Relatório Werner. Mas poucas funções políticas tinham sido transferidas para o *Parlamento Europeu* ou para a *Comissão Européia*. A teia de acordos interligados necessária para obrigar os governos nacionais à unificação monetária — para prevenir que eles renegassem um compromisso de obediência às orientações de política macroeconômica definidas pela Comunidade — não havia ainda sido completada. E a expansão da Comunidade — incorporando Dinamarca, Irlanda e Reino Unido em 1973 — introduziu uma diversidade adicional que complicou ainda mais os esforços de integração.

Se nada mais produziram, as discussões em torno do Relatório Werner ao menos proporcionaram uma base para responder ao colapso do Sistema de Bretton Woods. O Acordo Smithsonian de dezembro de 1971 triplicou a amplitude das bandas de flutuação frente ao dólar, permitindo que o câmbio intra-europeu variasse em até 9%. Para os membros da CEE, uma variabilidade dessa ordem de grandeza nas taxas de câmbio era uma perspectiva alarmante. Por essa razão esses países procuraram limitar a flutuação de suas taxas bilaterais em 4,5% através de um acordo conhecido como “Snake” [Serpente]. Eles conservaram esse acordo mesmo depois do desmoronamento do “túnel” smithsoniano em 1973.<sup>26</sup>

<sup>26</sup> Depois do colapso do Acordo Smithsonian, a Serpente flutuante passou a ser chamada, em tom brincalhão, “the snake in the lake” [a serpente no lago] para distingui-la de sua predecessora, “the snake in the tunnel” [a serpente no túnel].

A Dinamarca, a Irlanda e o Reino Unido, que não eram ainda membros da CEE, concordaram em participar da Serpente menos de uma semana após sua instituição. A Noruega vinculou-se ao esquema um mês depois. Os membros da Serpente criaram *Linhas de Financiamento de Curto-Prazo e de Curtíssimo-Prazo* para colocar créditos à disposição de países de moedas fracas. O Fundo Europeu de Cooperação Monetária, com uma diretoria constituída de presidentes de bancos centrais nacionais, foi estabelecido para monitorar as políticas monetárias européias, supervisionar a operação das linhas de crédito e autorizar realinhamentos, reproduzindo, no plano continental, o papel mundial do FMI. Os países tinham autorização para conservar seus controles sobre a movimentação de capitais dentro da Europa, mas as transações correntes eram irrestritas, como sob os Artigos de Acordo. A inspiração derivada do Sistema de Bretton Woods — de câmbio fixo, porém ajustável — era clara.

A Serpente logo se defrontou com dificuldades (ver tabela 5. 1). Embora toda a Europa sofresse uma perda de competitividade em consequência da queda do dólar após 1973 e do primeiro choque dos preços do petróleo da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo), as moedas mais fracas foram afetadas desproporcionalmente.<sup>27</sup> Apesar disso, tanto a ajuda externa como os ajustes de política doméstica permaneceram limitados e não foram capazes de conter as pressões nos mercados de câmbio. Em janeiro de 1974, a França foi obrigada a flutuar sua moeda; ela retornou à Serpente em julho de 1975. O Bundesbank alemão então adotou uma estratégia de estabelecimento de metas para os agregados monetários, que o impedia de acomodar as pressões inflacionárias provocadas pela elevação nos preços do petróleo. O governo francês de Jacques Chirac, ao contrário, adotou políticas fiscais expansionistas, obrigando-o, novamente, a abandonar a Serpente em 1976.

Enquanto isso, a Alemanha interveio em apoio às moedas de seus pequenos vizinhos europeus ao norte de suas fronteiras. Mas as autoridades tanto do Bundesbank como do Partido Democrata Livre, do qual dependia a coalizão que dava sustentação ao governo, ficaram cada vez mais preocupadas com as consequências inflacionárias. As compras de moedas estrangeiras com marcos alemães, se permanecessem não esterilizadas, ameaçavam fazer a taxa

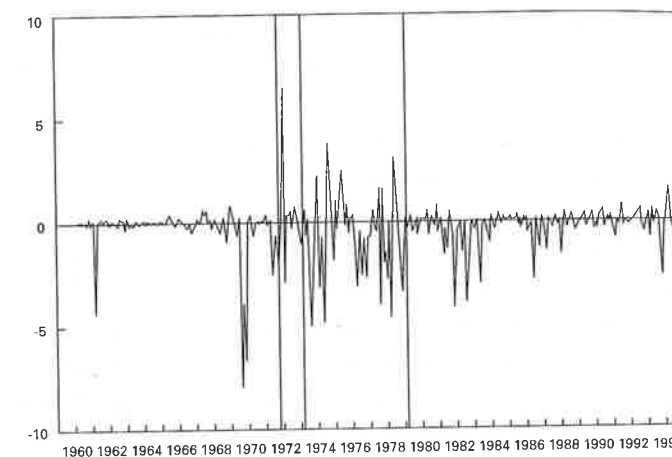
<sup>27</sup> O Bundesbank foi obrigado a intervir em defesa dessas moedas. Essa foi a primeira manifestação de um padrão a partir de então familiar, no qual um dólar fraco correspondia a um marco alemão forte na Europa. O mesmo problema afligiu o Sistema Monetário Europeu em 1992, como veremos a seguir.

Tabela 5.1  
História cronológica da Serpente

1972	
24 de abril	O Acordo de Basiléia entra em vigor. Os países membros são Bélgica, França, Alemanha, Itália, Luxemburgo e Holanda.
1º de maio	Admissão do Reino Unido e da Dinamarca.
23 de maio	Admissão da Noruega.
23 de junho	Saída do Reino Unido.
27 de junho	Saída da Dinamarca.
10 de outubro	Readmissão da Dinamarca.
1973	
13 de fevereiro	Saída da Itália.
19 de março	Transição para a flutuação conjunta: cessam as intervenções para manter margens fixas em relação ao dólar ("túnel").
19 de março	Admissão da Suécia.
19 de março	O marco alemão é valorizado em 3%.
3 de abril	Aprovação do estabelecimento de um Fundo Monetário de Cooperação Européia.
29 de junho	O marco alemão é valorizado em 5,5%.
17 de setembro	O florim holandês é valorizado em 5%.
16 de novembro	A coroa norueguesa é valorizada em 5%.
1974	
19 de janeiro	Saída da França.
1975	
10 de julho	Readmissão da França.
1976	
15 de março	Nova saída da França.
17 de outubro	Acordo em torno de mudanças nas taxas de câmbio ("realinhamento de Frankfurt"): a coroa dinamarquesa é desvalorizada em 6%, o florim holandês e o franco belga em 2% e as coroas norueguesa e sueca em 3%.
1977	
1º de abril	A coroa sueca é desvalorizada em 6% e as coroas dinamarquesa e norueguesa são desvalorizadas em 3%.
28 de agosto	Saída da Suécia; as coroas dinamarquesa e norueguesa são desvalorizadas em 5%.
1978	
13 de fevereiro	A coroa norueguesa é desvalorizada em 8%.
17 de outubro	O marco alemão é valorizado em 4%, o florim holandês e o franco belga, em 2%.
12 de dezembro	A Noruega anuncia sua decisão de sair.

Fonte: Gros e Thygesen (1991), p. 17.

Gráfico 5.7  
Variação mensal na taxa de câmbio real  
marco alemão-franco francês, fev. 1960-abr. 1994



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, diversos anos.

de inflação alemã subir até os níveis prevaletentes nos países aos quais o Bundesbank estava prestando ajuda.<sup>28</sup> Essa tensão foi solucionada pelo realinhamento de Frankfurt em outubro de 1976, através do qual as moedas dos países do Benelux e da Escandinávia foram desvalorizadas em relação ao marco alemão, dando início a um período de mudanças mais freqüentes nas paridades. Embora a história completa sobre o realinhamento de Frankfurt ainda não tenha sido contada, parece que as autoridades alemãs exigiram maior flexibilidade cambial como o preço para continuar cooperando. Qualquer expectativa de que a união monetária poderia ser alcançada ancorando as taxas de câmbio no interior de bandas inalteradas sofreu, dessa maneira, um revés.

Em última análise, a Serpente não assegurou uma estabilidade cambial em nível regional. As taxas intra-européias foram estabilizadas por períodos limitados, mas os esforços para mantê-las dentro de bandas estreitas foram frustrados. Os países não só se envolveram em uma série de realinhamentos, como também diversos deles foram compelidos a abandonar inteiramente a Serpente. Os gráficos 5.7-5.9 distinguem quatro períodos: o primeiro, antes

<sup>28</sup> Alternativamente, se a intervenção do Bundesbank fosse esterilizada, haveria boas razões para rejeitar que suas consequências seriam neutralizadas. Ver nota 21, acima.



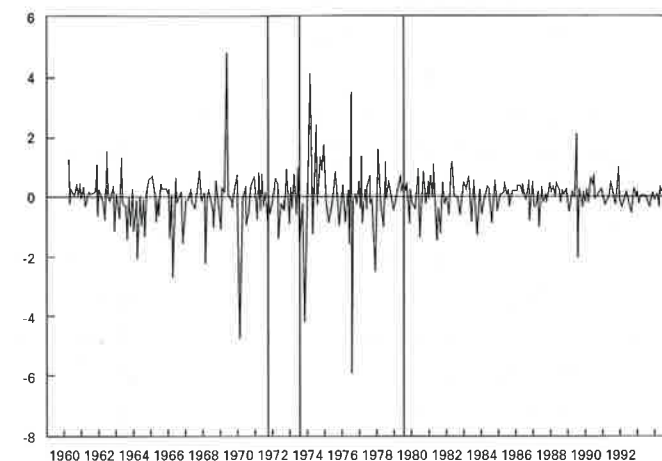
do fechamento da janela do ouro; o segundo, durante o colapso do Acordo Smithsoniano; o terceiro, correspondente à Serpente européia; o quarto, denotando o Sistema Monetário Europeu. É evidente que a taxa de câmbio fundamental — a relação de conversão entre o franco francês e o marco alemão — foi menos estável durante a Serpente do que no período de Bretton Woods.<sup>29</sup> Por que registraram-se tantos problemas durante a Serpente? Uma das razões é que a conjuntura econômica, marcada por choques do petróleo e turbulência no mercado de “commodities”, não era propícia a esforços para ancorar as taxas de câmbio. A liberação da Serpente do túnel smithsoniano coincidiu com o primeiro choque nos preços do petróleo da OPEP em 1973 e com o aumento explosivo nos preços das “commodities” em 1974. Em virtude de os diferentes países europeus dependerem em proporções diversas do petróleo importado e de matérias-primas, o impacto foi sentido assimetricamente. Alguns países registraram maior desemprego do que outros. Alguns governos estavam sujeitos a pressões mais intensas para que tomassem medidas expansionistas. Esses desencontros interromperam a tendência ascendente do comércio intra-europeu na França e na Alemanha, esfriando o entusiasmo pelas iniciativas de integração nos dois países. Da mesma forma que a meta de implementação da união monetária ao final do século amarrrou as taxas de câmbio intra-européias no início da década de 90 — e que a incerteza em relação à ratificação do *Tratado de Maastricht para a União Européia* minou a estabilidade das taxas vigentes —, a esperança de que a Serpente poderia ser uma etapa no caminho para a implementação da união monetária já em 1980 estimulou os mercados a defenderem as bandas estreitas na Europa somente até que os choques da década de 70 tornaram o Relatório Werner obsoleto.<sup>30</sup>

Além disso, as autoridades de diferentes países tinham pontos de vista diversos sobre como reagir corretamente às turbulências. A idéia de que a política monetária deveria ser voltada para a manutenção da estabilidade de preços não era ainda consensual entre os analistas. Algumas autoridades econômicas européias não haviam tido a liberdade de experimentar iniciativas monetárias expansionistas no cenário de Bretton Woods e, por isso, não se

<sup>29</sup> Observe-se o contraste com a taxa de câmbio entre o marco alemão e o franco belga, que se manteve relativamente estável durante os anos da Serpente, refletindo o sucesso da Bélgica em permanecer no sistema.

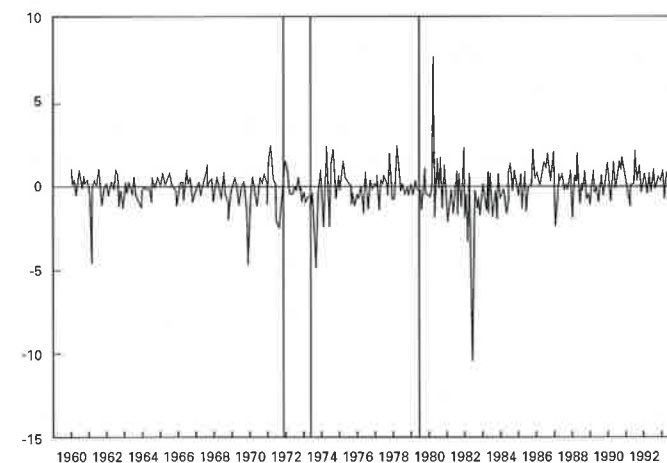
<sup>30</sup> Sobre o Tratado de Maastricht e as dificuldades de ratificação em 1992, ver a discussão adiante.

Gráfico 5.8  
Variação mensal na taxa de câmbio real  
marco alemão-florim holandês, fev. 1960-dez. 1992  
(variação percentual mensal nos preços relativos de atacado)



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, diversos anos.

Gráfico 5.9  
Variação mensal na taxa de câmbio real  
marco alemão-franco belga, fev. 1960-dez. 1992



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, diversos anos.

davam conta de como as tentativas de empregar agressivamente as políticas monetárias, particularmente em uma conjuntura de orçamentos desequilibrados, poderiam produzir inflação em vez de estimular a produção e aumentar o nível de emprego. Tendo em vista a aversão da Alemanha à inflação, o resultado foi uma ausência de coesão política.<sup>31</sup>

Em última análise, as turbulências de meados da década de 70 foram tão desestabilizadoras para a Serpente porque as pré-condições políticas e institucionais para a harmonização das políticas monetária e fiscal continuaram imaturas. O federalismo e a centralização fiscais previstos pelos autores do Relatório Werner, que poderiam ter ajudado os países de moedas fracas a se manter na Serpente, mantiveram-se totalmente irrealistas. Não havia, em Bruxelas, nenhuma instituição obrigada a prestar contas a eleitores em nível nacional; em consequência, os governos opunham resistência a atribuir responsabilidade fiscal à Comunidade. Não foram feitos os ajustes nas políticas fiscais nacionais necessários para manter as taxas de câmbio dentro da Serpente.

Problemas análogos afetavam a política monetária. O *Fundo Monetário de Cooperação Européia* detinha pouca autoridade, uma vez que os presidentes de bancos centrais não estavam dispostos a delegar suas prerrogativas. Reunidos separadamente na *Comissão de Presidentes de Bancos Centrais*, eles deveriam, supostamente, estabelecer o balizamento para as políticas monetárias nacionais, mas fizeram pouco mais do que coordenar intervenções nos mercados de câmbio.<sup>32</sup> Em última análise, não havia uma instituição regional análoga ao Fundo Monetário Internacional para monitorar políticas e pressionar pela implementação de ajustes. Em virtude da inexistência de uma instituição desse tipo, os países de moedas fortes não podiam estar seguros de que seus parceiros de moedas fracas promoveriam ajustes em suas políticas. Por essa razão, a ajuda externa que eles estavam dispostos a prestar era, necessariamente, limitada.

A Serpente tinha sido instituída como um sistema simétrico em reação às objeções francesas ao papel assimétrico do dólar no cenário de Bretton Woods. Mas depois que a Serpente foi libertada do túnel smithsoniano, o marco alemão assumiu o papel de moeda de referência e âncora antiinflacionária para os países europeus. O Bundesbank deu o tom para a política monetária de todo o continente. Entretanto, não havia um mecanismo atra-

<sup>31</sup> Observe-se o paralelo com o insucesso em coordenar reações reflacionárias à Depressão da década de 30, quando referenciais conceituais incompatíveis em diferentes países constituíram-se em obstáculo à cooperação internacional.

<sup>32</sup> Ver Gros e Thygesen (1991), pp. 22-3.

vés do qual outros países pudessem influenciar as políticas do banco central alemão e não existia outra opção, a não ser abandonar a Serpente, através da qual eles pudessem controlar seus próprios destinos monetários. Essa presença insuficiente de uma autoridade controladora foi o obstáculo definitivo ao sucesso da Serpente.

#### O SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU

Os franceses procuraram corrigir essas deficiências mediante a criação do Sistema Monetário Europeu em 1979. Eles procuraram fortalecer os poderes de monitoração da Comissão Monetária da Comunidade Européia com o objetivo de criar um organismo da CE perante o qual as autoridades encarregadas das políticas monetárias nacionais pudessem ser responsabilizadas. E eles conseguiram a aprovação de uma provisão, na Ata de Fundação do SME, autorizando os governos a sacar um volume *ilimitado* de créditos das Linhas de Financiamento de Curtíssimo-Prazo e parecendo obrigar os países de moedas fortes a prestar ajuda ilimitada a seus parceiros de moedas fracas. Na prática, porém, nenhuma das provisões do novo sistema funcionou como pretendido pela França e pelos pequenos países da CE que dependiam da política alemã.

Os franceses nunca tinham hesitado em dar seu suporte a um sistema de câmbio fixo; quando o país fora obrigado, em Rambouillet, a abandonar a tentativa de estabelecer globalmente um sistema desse tipo, o presidente Valéry Giscard d'Estaing redirecionou seus esforços para a estabilização da taxa de câmbio fundamental entre o franco e o marco alemão. O fato de a França não ter conseguido permanecer na Serpente demonstrou que era mais fácil manifestar-se favoravelmente ao câmbio fixo do que implementar tal esquema. A experiência inspirou as autoridades francesas a empenhar-se na construção de uma estrutura mais firme sobre a qual fosse possível estabilizar as taxas de câmbio intra-européias. O essencial para o sucesso dessa iniciativa era a cooperação do governo alemão. O ocupante do posto equivalente ao de Giscard no governo alemão, o chanceler federal Helmut Schmidt, considerava a criação do SME como um passo lógico no sentido de uma Europa federal — como uma maneira de resgatar a concepção do Relatório Werner e de “trazer os franceses de volta”.<sup>33</sup> O atrelamento do franco e de outras

<sup>33</sup> Nas palavras de Schmidt, registradas em suas memórias, “eu sempre considerei o SME não só como um mero instrumento para harmonizar as políticas econômicas dos países membros da CE, como também parte integrante de uma estratégia mais ampla objetivando a autodeterminação política na Europa”. Citado em Fratianni e von Hagen (1992), pp. 17-8.



moedas européias ao marco alemão também ajudaria a isolar a economia alemã dos efeitos de um dólar em queda. Da mesma forma que o predomínio das delegações britânica e norte-americana simplificou as negociações de Bretton Woods, o fato de o SME ter surgido de uma convergência no pensamento dos líderes dos dois estados membros predominantes na CE facilitou a superação dos delicados problemas de coordenação e dos “caronas”. O acordo bilateral assinado por Schmidt e Giscard recebeu o endosso do Conselho Europeu em julho de 1978, resultando na criação do Sistema Monetário Europeu em 1979.<sup>34</sup>

A negociação da Ata de Fundação do SME continuava exigindo a harmonização das interpretações francesa e alemã sobre o insucesso da Serpente. As autoridades alemãs sustentavam que a Serpente tinha funcionado satisfatoriamente para os países que haviam subordinado outras metas aos imperativos de estabilidade dos preços e da moeda. Seus colegas franceses queixavam-se de que a Serpente era um sistema conduzido pelos alemães que concedia uma influência inadequada a outros países em termos de política monetária. Assim, a iniciativa envolvendo Helmut Schmidt e Giscard d’Estaing procurou criar uma nova instituição para compatibilizar o anseio francês por simetria com a insistência da Alemanha em disciplina. O moribundo Fundo Monetário de Cooperação Européia seria substituído por um Fundo Monetário Europeu (EMF) para administrar as reservas cambiais combinadas dos países participantes, para intervir nos mercados monetários e para criar reservas em *ecus* que fariam o papel de Direitos Especiais de Saque europeus. O SME incorporaria um “gatilho” que seria acionado quando as políticas domésticas colocassem em risco as taxas cambiais. O desrespeito à manutenção de indicadores consensuais obrigaria os países de moedas fortes a expandir — e os países de moedas fracas a contrair.

Assim, a preocupação de Keynes em Bretton Woods — de que os países superavitários fossem obrigados a valorizar suas moedas ou expandir para não penalizar os países deficitários com todo o ônus do ajuste — retornou ao centro do palco. Mas, como em Bretton Woods, e novamente no início da década de 70, quando os norte-americanos procuraram resgatar o sistema de taxas fixas mas ajustáveis através da inclusão de um elenco de “indicadores de reservas” para compelir os países superavitários a promover seus ajustes, os países de moedas fortes, cujo apoio a uma reforma era indispensável, mostraram-se relutantes em concordar. O Bundesbank se deu conta de que se o mecanismo de disparo não fosse acionado, o que exigiria que ele usasse seus

<sup>34</sup> Sobre a cronologia das negociações do SME, ver Ludlow (1982).

marcos na compra de moedas mais fracas do SME, sua incumbência de defender a estabilidade dos preços poderia resultar comprometida. Se o EMF criasse reservas em *ecus* sem lastro para satisfazer as necessidades de financiamento dos países deficitários, o risco de inflação seria intensificado.<sup>35</sup> O Conselho do Bundesbank, portanto, manifestou-se contrariamente ao acordo.<sup>36</sup>

Seguiram-se intensas negociações.<sup>37</sup> Os governos francês e alemão abandonaram suas propostas de estabelecimento de um gatilho que poderia exigir mudanças nas políticas do Bundesbank e de transferência de reservas cambiais nacionais para um Fundo Monetário Europeu. Embora a Ata de Fundação do SME continuasse a fazer referência a ajuda estrangeira “em montante ilimitado”, e apesar de não serem feitas restrições a saques da Linha de Financiamento de Curtíssimo-Prazo, uma troca de correspondência entre o ministro das Finanças alemão e o presidente do Bundesbank concedia ao Banco Central Alemão o direito de desobrigar-se a intervir se o governo não pudesse chegar a um acordo com seus parceiros europeus sobre a necessidade de promover um realinhamento.<sup>38</sup> Caso fosse impossível restabelecer taxas centrais apropriadas, o que faria surgir temores de que o compromisso

<sup>35</sup> Não ficara claro em que medida o EMF teria poder para criar mais *ecus*. A Resolução de Bruxelas, de 5 de dezembro de 1978, autorizava apenas conversões de *ecus* por reservas em ouro e dólares, o que não significava criação de liquidez líquida. Entretanto, um anexo à conclusão de Bremen (resultante da reunião do Conselho Europeu em Bremen no início de 1978) referia-se enigmaticamente a *ecus* criados contra subscrições em moedas nacionais “em ordem de grandeza equivalente”. Ver Polak (1980).

<sup>36</sup> Havia resistência ao disparo obrigatório de intervenções e de ajustes nas políticas em outros setores do governo alemão, bem como na Dinamarca e na Holanda.

<sup>37</sup> Schmidt, segundo seu próprio relato, ameaçou mudar a lei regulamentando a atuação do Bundesbank e comprometendo a independência do banco central se ele não aprovasse o acordo. A versão de Schmidt ainda não foi corroborada, e alguns autores duvidam de que ele teria cumprido a ameaça. Ver Kennedy (1991), p. 81.

<sup>38</sup> Ver Emminger (1986). Extratos dessa correspondência são reproduzidos em Eichengreen e Wyplosz (1993). Essas cartas permaneceram secretas, e sua relevância só foi plenamente avaliada após a crise do SME em 1992. O fato de terem permanecido secretas responde pela aparição, nesse ínterim, de passagens como a seguinte: “Mas o mais importante elemento individual do SME ainda não foi mencionado. Uma crise especulativa auto-realizável não pode ocorrer a menos que o mercado possa empregar somas de dinheiro em montante superior ao que os governos possam mobilizar. Para isso, o mercado precisaria ser capaz de absorver as reservas dos governos. Isso não pode acontecer no SME, onde os governos são capazes de mobilizar volumes infinitos de recursos ao realizarem saques de suas linhas de crédito recíprocas”. Kenen (1988), p. 55. Abaixo, sugiro que ataques auto-realizáveis eram, na verdade, possíveis, exatamente pelo fato de que a ajuda externa não era infinita.



do Bundesbank para com a estabilidade dos preços estaria ameaçado, o banco poderia suspender sua intervenção.

Na prática, portanto, a obrigação da Alemanha de prover ajuda externa passou a ser não apenas limitada como dependente da disposição de outros países em aceitar um realinhamento. A Alemanha assumiu o papel de país de moeda forte que tinha sido ocupado pelos Estados Unidos em Bretton Woods. Assim, o Conselho do Bundesbank, como a delegação norte-americana em Bretton Woods, procurou limitar a obrigatoriedade de intervenções por parte do país superavitário e o financiamento do balanço de pagamentos que seria colocado à disposição dos países de moedas fracas.

Diferentemente dos Estados Unidos em 1944, porém, a Alemanha tinha um terço de século de experiência sugerindo que os países deficitários hesitariam em promover ajustes; por essa razão, ela reconheceu a necessidade de permitir que os deficitários desvalorizassem (ou, no “economês” menos embaraçoso do SME, promovessem um realinhamento de) suas moedas. A experiência com a Serpente dividira-se em dois períodos: primeiro, antes do realinhamento de Frankfurt, quando o sistema ficara sob pressão em virtude da não-implementação do realinhamento; e o segundo, de maior flexibilidade no câmbio, que revelara-se mais satisfatório. A Alemanha e seus parceiros no SME tiraram a conclusão óbvia.<sup>39</sup>

Os paralelos com Bretton Woods iam além do desejo de flexibilidade administrada. As moedas dos países que concordassem com o *Mecanismo Cambial* (ERM) deveriam permanecer dentro de bandas de 2,25%, como havia ocorrido nos anos finais do Sistema de Bretton Woods.<sup>40</sup> Permitiu-se a aplicação de controles de capital como uma maneira de preservar a limitada autonomia política dos governos e de proporcionar a eles o espaço de manobra para conduzir os realinhamentos de modo controlado. Sem dúvida, ainda se faziam ouvir claramente os ecos do acordo monetário internacional do pós-guerra.

Oito dos nove países da CE participaram do ERM desde o início (o Reino Unido foi a exceção). A Itália, sofrendo de persistente inflação, teve permissão para operar dentro de uma ampla banda (6%) durante um período de

<sup>39</sup> Além disso, em contraste com os primeiros anos da Serpente, quando se esperava poder manter a estabilidade das taxas de câmbio como consequência do compromisso assumido no Relatório Werner de realizar a transição para a união monetária até 1980, a Ata de Fundação do SME não impunha tal compromisso, o que sugeria a necessidade de maior flexibilidade nas taxas de câmbio.

<sup>40</sup> Os países em condições financeiras delicadas tinham permissão para operar em bandas mais largas, de 6%, durante um período de transição após sua entrada no ERM.

transição.<sup>41</sup> Nenhum dos países que participaram desde o início do ERM teve necessidade de sacar recursos do sistema ao longo da década de 80, em contraste com a experiência da Serpente, embora a França tenha chegado perto disso no início da década.

As taxas centrais foram modificadas em média uma vez a cada oito meses nos primeiros quatro anos do SME (ver tabela 5.2). Ao longo dos quatro anos seguintes, até janeiro de 1987, a frequência dos realinhamentos caiu para uma vez a cada doze meses. A mudança refletiu o gradual relaxamento dos controles de capital, que tornou mais difícil promover realinhamentos controlados. Além disso, o maior espaçamento dos realinhamentos foi um reflexo das mudanças nas condições econômicas mundiais. Os primeiros quatro anos do SME foram pontuados por uma recessão que — como o desaquecimento econômico pós-1973 que havia marcado o nascimento da Serpente — intensificou as divergências políticas na Europa. A pressão do desemprego em alguns países do SME agravou sensivelmente as tensões no novo sistema.

Isso ficou evidente em 1981, quando o novo governo socialista da França, comandado por François Mitterrand, iniciou políticas expansionistas. Permitiu-se que o déficit orçamentário aumentasse em mais do que 1% acima do crescimento do PIB e o índice de crescimento anual do M2 superou a meta de 10% estabelecida pelo governo. O franco registrou uma desvalorização assim que se instalou nos mercados a expectativa de que o eleitorado iria optar por um governo disposto a pisar no acelerador fiscal e monetário. As autoridades eleitas, sob o comando do ministro da Economia Jacques Delors, recomendaram um realinhamento imediato como uma maneira de dar um bom começo ao novo governo, o que foi rejeitado sob a alegação de que isso estigmatizaria os socialistas como sendo o partido que sempre promovia desvalorizações.

Nos quatro primeiros meses do novo governo de Mitterrand, os bancos centrais da França e da Alemanha foram forçados a promover grandes intervenções para dar sustentação ao franco. Em setembro já não foi mais possível evitar a desvalorização. As aparências foram salvas pela inserção da mudança no contexto de um realinhamento geral das moedas do SME.<sup>42</sup>

<sup>41</sup> Esse período de transição foi estendido até 1990.

<sup>42</sup> A semelhança com o Acordo Tripartite de 1936 não se limita à tentativa de resgatar a reputação do governo socialista inserindo o realinhamento no contexto de um acordo mais amplo. Em 1936, a administração Léon Blum, que havia recentemente assumido o governo, também dera início a políticas fiscais expansionistas, reduzira as horas de trabalho e estimulara a demanda. Ao assumir o governo, a equipe de Blum havia considerado, e rejeitado, a possibilidade de desvalorizar a moeda. O governo foi, então, obrigado a permitir que o franco fosse desvalorizado quatro meses mais tarde.