

4. O SISTEMA DE BRETTON WOODS

Imaginar que exista algum mecanismo de ajuste automático e funcionamento perfeito que preserve o equilíbrio, bastando para isso que confiemos nas práticas do "laissez-faire" é uma fantasia doutrinária que desconsidera as lições da experiência histórica sem apoio em uma teoria sólida.

John Maynard Keynes

Mesmo hoje, mais de três décadas após sua extinção, o sistema monetário internacional baseado nos acordos de Bretton Woods permanece um enigma. Para alguns, Bretton Woods foi um componente essencial da idade de ouro de crescimento no pós-guerra. O acordo proporcionou um grau de estabilidade admirável nas taxas de câmbio, quando comparado à volatilidade nos períodos precedente e subsequente. O acordo acabou com os problemas nos pagamentos, permitindo a expansão sem precedentes no comércio e investimentos internacionais que alimentaram o crescimento explosivo no pós-guerra.

Outras opiniões sobre Bretton Woods são menos positivas. A facilidade dos ajustes, defendem alguns estudiosos, foi uma consequência, em vez de causa, do crescimento acelerado. E a noção de que Bretton Woods harmonizou a estabilidade das taxas de câmbio com a abertura dos mercados foi, em larga medida, uma ilusão. Os governos restringiram os movimentos de capital internacionais durante todos os anos em que vigorou o acordo. Os investimentos estrangeiros ocorreram apesar, e não por causa, das implicações de Bretton Woods na mobilidade do capital internacional.

O Sistema de Bretton Woods afastou-se em três aspectos fundamentais do padrão ouro-divisas. O câmbio fixo tornou-se ajustável, sujeito a condições específicas (a saber, a existência do que era conhecido como "desequilíbrio fundamental"). Aceitavam-se controles para limitar os fluxos de capital internacionais. E uma nova instituição, o Fundo Monetário Internacional, foi criada para monitorar as políticas econômicas nacionais e oferecer financiamento para equilibrar os balanços de pagamentos de países em situações de risco. Essas inovações tinham como alvo as principais preocupações que os

formuladores de política tinham herdado das décadas de 20 e 30. O câmbio ajustável era um instrumento para eliminar déficits no balanço de pagamentos — uma alternativa aos aumentos deflacionários nas taxas de desconto dos bancos centrais, algo que se revelara tão doloroso no período do entre-guerras. Os controles foram concebidos de maneira a evitar a ameaça em que se constituíam os fluxos de capital voláteis do tipo que se revelou desestabilizador nas duas décadas entre as guerras. E o FMI, dispondo de recursos financeiros, poderes de monitoração e uma cláusula da escassez de divisas, tinha condições de penalizar os governos responsáveis por políticas que desestabilizassem o sistema internacional e oferecer compensações aos países que fossem afetados negativamente.

Em princípio, esses três elementos do Sistema de Bretton Woods eram mutuamente complementares. Taxas de câmbio fixas mas ajustáveis eram factíveis somente porque os controles de capital protegiam os países que buscavam defender suas moedas contra os fluxos de capital desestabilizadores e asseguravam o espaço de manobra necessário para que os ajustes fossem feitos de modo ordenado. Os fundos do FMI eram recursos extras de defesa para os países empenhados em manter o câmbio fixo em face de pressões do mercado. E a monitoração do Fundo desencorajava o tipo de mudanças nas paridades e controles que poderiam resultar em aproveitamento indevido do sistema.

Na prática, infelizmente, os três elementos dessa tríade não funcionaram de modo totalmente harmonioso. O sistema de taxas ajustáveis revelou-se uma contradição em termos: mudanças na paridade, especialmente por parte dos países industrializados situados no centro do sistema, foram extraordinariamente raras. A monitoração do FMI revelou-se um leão desdentado. Os recursos do Fundo tornaram-se rapidamente muito pequenos diante do problema dos pagamentos no pós-guerra e a *cláusula de escassez de divisas*, concebida para punir os países cujas políticas ameaçassem a estabilidade do sistema, nunca foi aplicada.

Os controles de capital constituíram-se no único elemento que funcionou mais ou menos segundo planejado. Hoje, com sua visão influenciada pelo alto grau de interdependência dos mercados financeiros do final do século XX, os analistas mostram-se céticos em relação à viabilidade de implementação de tais medidas. Mas a conjuntura era outra no quarto de século posterior à Segunda Guerra Mundial. Este foi um período em que os governos fizeram abrangentes intervenções em suas economias e em seus sistemas financeiros. Havia limites às taxas de juro. Foram impostas restrições aos tipos de ativos nos quais os bancos podiam investir. Os governos regulavam

os mercados financeiros para canalizar o crédito para setores estratégicos. A necessidade de conseguir licenças de importação complicava os esforços para canalizar transações de capital através das contas correntes. Os controles foram capazes de conter a enxurrada porque não eram apenas um só obstáculo na corredeira. Ao contrário, os controles eram parte de uma série de comportas e barragens com a ajuda das quais as águas turbulentas foram domadas.

A eficácia dos controles não deve ser exagerada. Eles foram mais eficazes nas décadas de 40 e 50 do que posteriormente. Como sugere a analogia com a água de enxurradas, o relaxamento da regulação doméstica e as restrições impostas às contas correntes enfraqueceram seus efeitos. Com a volta à conversibilidade nas contas correntes, em 1959, tornou-se mais fácil super e subfaturar importações e exportações e recorrer a outras formas de canalizar transações de capital através das contas correntes. Mas aqueles que avaliam como de menor importância a eficácia dos controles de capital durante os anos dos acordos de Bretton Woods desconsideram o fato de que os governos estavam permanentemente testando seus limites. As necessidades de reconstrução no pós-guerra eram imensas. Os objetivos de reduzir o desemprego e estimular o crescimento implicavam em fazer a economia funcionar sob elevadas pressões de demanda. Os governos levavam ao limite as conseqüências para o balanço de pagamentos, colocando os controles perto de um limite de ruptura.

De fato, na década de 50, antes de o Sistema de Bretton Woods entrar em pleno funcionamento, os países que registravam persistentes déficits em seus balanços de pagamentos e quedas nas reservas tornaram mais rigorosos não apenas os controles de capital como também restrições cambiais e exigências de obtenção de licenças de importação, ou, pelo menos, diminuíram a velocidade do relaxamento dessas restrições, com o objetivo de fortalecer a balança comercial. Essas restrições sobre as transações em conta corrente não teriam sido eficazes sem a simultânea manutenção dos controles de capital.

A manutenção de controles foi essencial por causa da inexistência de um mecanismo convencional de ajuste. O compromisso em defesa do pleno emprego e crescimento que fazia parte do contrato social no pós-guerra inibiu a adoção de políticas de redução de gastos. As políticas deflacionárias dos bancos centrais, que haviam corrigido os déficits no balanço de pagamentos no cenário do padrão ouro, já não eram mais politicamente aceitáveis. O Fundo Monetário Internacional não tinha poder para influenciar as políticas nacionais e não dispunha dos recursos para financiar os desequilíbrios resultantes nos balanços de pagamentos. Permitindo que os países promovessem mudanças em suas taxas de câmbio apenas em caso de um desequilíbrio fundamental impedir-lhes de adotar *políticas de compensação de gastos* para

se antecipar aos problemas. A taxa de câmbio podia ser modificada apenas em meio a um clima de crise; por isso, com o objetivo de evitar o surgimento de condições geradoras de crises, as autoridades não podiam sequer contemplar essa possibilidade. Nas palavras de William Scammell, "ao tentar estabelecer uma composição entre o padrão ouro e o câmbio fixo por um lado, e o câmbio flexível por outro, os planejadores de Bretton Woods chegaram a uma condição que [...] não [era] absolutamente um verdadeiro sistema de ajuste".¹

Os controles de câmbio preencheram a lacuna dos mecanismos de ajuste, estrangulando a demanda por produtos importados quando a restrição externa começava a se fazer sentir. Mas, a partir de 1959, com a restauração da conversibilidade das contas correntes, esse instrumento já não estava mais disponível.² Os controles sobre as transações na *conta de capital* permaneceram, mas a aplicação dos mesmos não assegurou a possibilidade de ajustamento; ela apenas protelou o dia do juízo. Com a inexistência de um mecanismo de ajuste, o colapso do sistema monetário internacional baseado nos acordos de Bretton Woods tornou-se inevitável. O surpreendente é que ele tenha sobrevivido por tanto tempo.

O PLANEJAMENTO DURANTE A GUERRA E SUAS CONSEQÜÊNCIAS

O planejamento da ordem monetária internacional do pós-guerra começou a se desenvolver a partir de 1940 no Reino Unido e de 1941 nos Estados Unidos.³ Nos termos da Carta do Atlântico de agosto de 1941 e do Acordo de Ajuda Mútua de fevereiro de 1942, os britânicos assumiram o compromisso de restaurar a conversibilidade da libra na conta corrente e aceitaram o princípio da não-discriminação comercial em troca das promessas americanas de oferecer ajuda financeira em termos favoráveis e de respeitar a prioridade que os britânicos atribuíam ao pleno emprego. Estavam empenhados

¹ Scammell (1975), pp. 81-2.

² De fato, alguns países impuseram controles moderados: o Reino Unido, por exemplo, eliminou os controles de câmbio sobre não-residentes, conforme exigido pelo artigo VIII dos Artigos de Acordo do FMI, mas manteve alguns controles sobre as transações financeiras internacionais envolvendo residentes. De qualquer forma, a margem para a imposição dessas restrições para fins de balanço de pagamentos foi bastante reduzida.

³ O fracasso da Conferência de Gênova, realizada três anos após o fim da Primeira Guerra Mundial, e o funcionamento insatisfatório do sistema monetário internacional na década de 20 lembraram os governos norte-americano e britânico da necessidade de não descuidar do planejamento. A melhor análise das negociações durante a guerra continua sendo a de Gardner (1969).

na tentativa de compatibilizar esses objetivos John Maynard Keynes, naquele momento já o grande nome da teoria econômica e consultor não-remunerado do ministro das Finanças britânico, e Harry Dexter White, um ex-acadêmico impetuoso e truculento e economista do Tesouro norte-americano.⁴ Os planos rivais de Keynes e de White foram progressivamente refinados ao longo de uma série de modificações. As versões finais, publicadas em 1943, formaram a base da Declaração Conjunta dos especialistas britânicos e norte-americanos e dos Artigos de Acordo do Fundo Monetário Internacional.

A diferença entre os planos de Keynes e de White estava nas obrigações que eles impunham aos países credores na flexibilidade das taxas de câmbio e na mobilidade do capital por eles admitidas. O Plano Keynes teria permitido aos países modificar suas taxas de câmbio e adotar restrições cambiais e comerciais conforme necessário para compatibilizar o pleno emprego com o equilíbrio no balanço de pagamentos. O Plano White, em contraste, previa um mundo livre de controles e de paridades fixas sob a supervisão de uma instituição internacional com poder de veto sobre mudanças nessas paridades. Para impedir que políticas deflacionárias estrangeiras obrigassem os países a importar desemprego, a Clearing Union de Keynes previa um grande volume de recursos para o financiamento do balanço de pagamentos (sujeito a condições de crescente rigor e taxas de juro punitivas) e substancial flexibilidade no câmbio. Se os Estados Unidos registrassem persistentes superávits em seu balanço de pagamentos, como ocorrera na década de 30, ficariam obrigados a financiar a totalidade dos direitos de saque dos outros países, o que totalizaria US\$ 23 bilhões segundo o plano de Keynes.

Previsivelmente, os norte-americanos se opuseram à Clearing Union, que constava da proposta de Keynes, por "envolver obrigações ilimitadas para os credores em potencial".⁵ O Congresso, insistiram os negociadores norte-americanos, não assinaria um cheque em branco. Por essa razão, o Plano White limitou os direitos totais de saque a um teto muito mais baixo, de US\$ 5 bilhões, e a obrigação dos norte-americanos a US\$ 2 bilhões.

A Declaração Conjunta e os Artigos de Acordo incorporavam uma postura de concessão mútua, uma composição que refletia a assimetria no poder

⁴ Este é o Harry D. White cujas pesquisas sobre o balanço de pagamentos francês no século XIX são apresentadas no capítulo 2.

⁵ Ver Harrod (1952), p. 3. Há uma analogia com a situação na Europa na década de 70. Em 1978, quando a criação do Sistema Monetário Europeu estava em discussão, o Bundesbank mostrava-se, da mesma forma, relutante em concordar com um sistema que o obrigava a dar ajuda ilimitada a países de moedas fracas. Ver capítulo 5.

de barganha dos britânicos e norte-americanos. Foram estabelecidas quotas de US\$ 8,8 bilhões — um valor mais próximo dos US\$ 5 bilhões previstos pelo Plano White do que dos US\$ 26 bilhões propostos no Plano Keynes.⁶ A obrigação máxima dos norte-americanos seria de US\$ 2,75 bilhões, muito mais próxima dos US\$ 2 bilhões de White do que dos US\$ 23 bilhões de Keynes.⁷

Quanto menos generoso o financiamento, maior a necessidade de flexibilidade nas taxas de câmbio. E assim, as propostas americanas em defesa de paridades fixas foram descartadas. O compromisso entre a insistência norte-americana em que as paridades permanecessem fixas e a pressão britânica para que elas fossem ajustáveis foi, previsivelmente, o “câmbio ajustável”. O artigo XX do acordo exigia que os países fixassem valores ao par entre suas moedas expressos em ouro ou em uma moeda conversível em ouro (o que, na prática, significava o dólar) e mantivessem suas taxas de câmbio dentro de uma banda de 1% em torno daqueles patamares. Os valores de paridade poderiam ser alterados em até 10% para corrigir um eventual “desequilíbrio fundamental” após consultas com o Fundo, embora sem sua aprovação prévia, e em margens mais amplas com a aprovação de três quartos dos países do Fundo com direito a voto. O significado da expressão crítica “desequilíbrio fundamental” ficou indefinido. Ou, nas palavras de Raymond Mikesell, nunca foi definido em menos de dez páginas.⁸

Além disso, os Artigos de Acordo permitiam a manutenção de controles sobre os movimentos de capital internacionais. Isso era contrário à concepção inicial de White de um mundo livre de controles sobre os fluxos co-

⁶ Esse montante de US\$ 26 bilhões é a soma dos US\$ 3 bilhões de direitos de saque aos quais os Estados Unidos estariam habilitados nos termos do plano com os acima mencionados US\$ 23 bilhões de outros países.

⁷ As quotas eram, no entanto, sujeitas a uma reavaliação quinquenal nos termos das provisões dos Artigos de Acordo (artigo III, seção 2) e podiam ser aumentadas com a aprovação de países que detinham 80% do poder total de voto. White insistiu junto a Keynes (em uma carta datada de 24 de julho de 1943) que seria impossível obter apoio para mais de US\$ 2 a US\$ 3 bilhões de um Congresso isolacionista. Ver Keynes (1980), p. 336. Não havia certeza de que mesmo para aprovação dessa quantia poderia ser obtida uma ratificação do Congresso. O momento para a realização da Conferência de Bretton Woods foi determinado pelo desejo de completar os Artigos de Acordo antes das eleições para o Congresso em novembro de 1944, nas quais se esperava que os republicanos, isolacionistas, aumentassem sua bancada. A sede da conferência, o Hotel Mount Washington, em Bretton Woods, New Hampshire, foi escolhida em parte para conquistar o apoio do senador pelo estado, Charles Tobey, do Partido Republicano.

⁸ Ver Mikesell (1994).

merciais e financeiros. Da mesma forma que a insistência dos norte-americanos na limitação do volume de financiamentos obrigou-os a ceder às exigências britânicas de flexibilidade cambial, ela os obrigou também a aceitar a manutenção dos controles de capital.

Por último, os britânicos obtiveram a aprovação da cláusula da escassez de divisas autorizando os controles sobre as importações de países que registrassem persistentes superávits em seus balanços de pagamentos e cujas moedas se tornassem escassas no âmbito do Fundo. Isso ocorreria se, por exemplo, os superávits acumulados pelos Estados Unidos chegassem a US\$ 2 bilhões e sua contribuição para os recursos do Fundo fosse totalmente utilizada para financiar os déficits em dólar de outros países. Além disso, os britânicos obtiveram a concordância dos norte-americanos para que se observasse um período limitado no qual os controles sobre as transações correntes poderiam ser mantidos. Nos termos do artigo XIV, depois de três anos o FMI faria um relatório de avaliação dos controles praticados pelos diferentes países, e após cinco anos ele começaria a orientar os países membros sobre a adoção de políticas para facilitar a eliminação desses controles, tudo isso sob a ameaça implícita de que os países que realizassem progressos insuficientes poderiam ser solicitados a deixar o Fundo.

Em retrospecto, a crença em que esse sistema poderia funcionar foi extraordinariamente ingênua. As reduzidas quotas e direitos de saque referidos nos Artigos de Acordo tornaram-se pequeníssimos diante da escassez de dólares registrada antes de o FMI começar a funcionar, em 1947. A Europa do pós-guerra tinha imensas demandas insatisfeitas por produtos alimentícios, bens de capital e outras mercadorias produzidas nos Estados Unidos, e uma capacidade apenas limitada de produção de mercadorias para exportação. O déficit comercial europeu consolidado com o resto do mundo subiu para US\$ 5,8 bilhões em 1946 e para US\$ 7,5 bilhões em 1947. Reconhecendo esse fato, entre 1948 e 1951, um período parcialmente superposto ao dos primeiros quatro anos de funcionamento do FMI, os Estados Unidos proporcionaram cerca de US\$ 13 bilhões em ajuda intergovernamental para financiar déficits europeus (no âmbito do Plano Marshall). Esse montante era superior a quatro vezes os direitos de saque estabelecidos em benefício da Europa e maior do que seis vezes a obrigação máxima assumida pelos norte-americanos nos termos dos Artigos de Acordo. No entanto, a despeito da ajuda ultrapassar em muito aquela contemplada pelos Artigos de Acordo, o sistema inicial de paridades cambiais revelou-se inviável. Em setembro de 1949, as moedas europeias foram desvalorizadas em 30%, em média. E ainda assim revelou-se impossível eliminar os controles sobre as importações.

Como puderam os planejadores norte-americanos ter subestimado em tal medida a gravidade do problema? Não resta dúvida de que os Estados Unidos fizeram uma avaliação incorreta dos danos sofridos pelas economias européia e japonesa, e dos custos da reconstrução.⁹ Esse erro foi reforçado pela fé dos planejadores norte-americanos no poder do comércio internacional de curar todas as feridas. Cordell Hull, por muito tempo secretário de Estado de Roosevelt, tinha feito da restauração de um sistema de comércio multilateral aberto uma prioridade norte-americana. Amplos vínculos comerciais, na visão de Hull, fariam crescer a interdependência entre as economias francesa e alemã, eliminando os conflitos políticos e diplomáticos e prevenindo que os dois países fossem novamente à guerra. O comércio seria o combustível da recuperação e proporcionaria à Europa as receitas em moeda forte necessárias para importar matérias-primas e bens de capital. Depois que um sistema de comércio aberto e multilateral fosse restabelecido, a Europa poderia, através de exportações, superar a escassez de dólares e resolver seus problemas de reconstrução no pós-guerra, o que permitiria a manutenção do sistema de conversibilidade das moedas.

A defesa do livre comércio pelo governo dos Estados Unidos tinha o apoio da indústria norte-americana, que considerava os mercados externos vitais para a prosperidade no pós-guerra e enxergava no sistema britânico de *preferência imperial* um obstáculo ao acesso dos norte-americanos aos mercados. A indústria bélica tinha registrado um crescimento explosivo no sul dos Estados Unidos e ao longo da costa do Pacífico; aqui, o crescimento de fábricas de aviões e de munições trouxe mais estados da federação norte-americana para o campo dos defensores do livre comércio.¹⁰ Havia mais entusiasmo no Congresso norte-americano pelo impulso em favor do comércio resultante do Acordo de Bretton Woods do que por suas provisões monetárias abstrusas; sem a ênfase no livre comércio incluída nos Artigos de Acordo, é improvável que o Congresso tivesse concordado em ratificar o documento.

Assim, a restauração das relações de comércio abertas e multilaterais viria a ser o tônico que revigoraria o Sistema de Bretton Woods. Em sua totalidade, o acordo era orientado por esse objetivo. Nas palavras de um autor, “os

⁹ Os europeus, mais próximos do problema, avaliaram a dimensão das dificuldades futuras que enfrentariam para honrar o pagamento pela ajuda. O FMI, por seu turno, registrou em seus dois primeiros relatórios a necessidade de promover ajustes cambiais.

¹⁰ Frieden (1988) ressaltou que as instabilidades na economia européia que melhoraram a competitividade exportadora dos fabricantes norte-americanos também atuaram no sentido de convertê-los ao campo dos defensores do livre comércio.

norte-americanos atribuíam grande importância às provisões para o restabelecimento do comércio multilateral, acreditando que essa iniciativa se constituiria na principal *raison d'être* do Fundo [Monetário Internacional], tão importante quanto suas funções estabilizadoras”.¹¹ A insistência dos norte-americanos na adoção de um sistema de paridades fixas, cujas taxas sofreriam modificações substanciais apenas sob aprovação do FMI, pretendia evitar o tipo de instabilidade monetária internacional que prejudicaria a reconstrução do sistema de comércio. Além de negociar os Artigos de Acordo do FMI, os representantes presentes em Bretton Woods adotaram uma série de recomendações, inclusive uma proposta de criação de uma organização irmã que ficaria encarregada de remover as barreiras tarifárias, da mesma forma que o FMI iria supervisionar a eliminação dos obstáculos monetários ao comércio. O artigo VIII proibia os países de limitar os pagamentos da conta corrente sem a aprovação do Fundo. As moedas passariam a ser conversíveis a taxas oficiais e nenhum país-membro deveria adotar arranjos monetários discriminatórios. O artigo XIV instruía os países a eliminar restrições monetárias significativas ao comércio no prazo de cinco anos a partir da data em que o Fundo iniciou suas operações.

Jamais saberemos se a rápida remoção dos controles sobre as transações em conta corrente teria dado um impulso às exportações européias suficiente para pôr fim à escassez de dólares. Pois em vez de eliminá-los, os países da Europa ocidental conservaram as barreiras vigentes durante a guerra — e, em alguns casos, chegaram a adotar novas restrições. Na Europa oriental, os controles cambiais foram usados para eliminar brechas legais que teriam prejudicado o comércio entre as nações. Os países da América Latina valeram-se de diferentes taxas de câmbio para promover sua industrialização baseada na substituição de importações. Embora alguns países registrassem lentos progressos na remoção dos obstáculos monetários ao comércio, outros foram obrigados a recuar. De modo geral, registrou-se um movimento no sentido de uma liberalização, mas o período transicional de cinco anos foi dilatado para mais que o dobro do planejado.

Há diversas explicações para o fato de a liberalização não ter ocorrido com a velocidade prevista. A implementação de um sistema de comércio mais liberal teria exigido que os países europeus promovessem um grande aumento em suas exportações, o que, por sua vez, teria implicado uma sensível desvalorização nas taxas de câmbio para tornar seus produtos internacionalmen-

¹¹ Scammell (1975), p. 115.

te mais competitivos. Os governos resistiam à liberalização do comércio sob a justificativa de que ela provocaria uma deterioração nos termos de troca e queda nos padrões de vida. As barreiras à importação funcionavam como as tarifas alfandegárias; elas melhoravam os termos de troca em favor da Europa em detrimento dos Estados Unidos. A grave deterioração dos termos de troca e a queda nos padrões de vida ameaçavam provocar protestos de trabalhadores e perturbar o processo de recuperação.¹² O FMI estava consciente de que as paridades cambiais propostas em 1945-46 implicavam que as moedas estariam supervalorizadas caso fossem levantadas as restrições às importações. Embora durante a guerra a inflação tivesse avançado muito mais rapidamente na Europa do que nos Estados Unidos, cerca de metade das moedas registrava cotações tão elevadas em relação ao dólar norte-americano quanto em 1939.¹³ Em vez de se opor, o Fundo cedeu aos argumentos dos europeus de que as elevadas taxas de câmbio eram necessárias por razões políticas domésticas.¹⁴

As barreiras comerciais poderiam ser removidas sem criar déficits insustentáveis ou exigir grandes desvalorizações nas moedas se fossem feitos cortes nos gastos governamentais e a demanda fosse reduzida. Se, no pós-guerra, os governos não tivessem dado prioridade à manutenção dos investimentos, as limitações externas não teriam pesado tão agudamente.¹⁵ Mais uma vez, a política doméstica se constituía em obstáculo à ação. Enquanto os norte-americanos viam o comércio como o motor do crescimento, os europeus acreditavam que a chave estaria nos investimentos. E cortes nos investimentos, além de tornar mais demorada a recuperação e o crescimento, seriam vistos pelos trabalhadores europeus como a negação do compromisso em relação ao pleno emprego.

Acima de tudo, os esforços pela liberalização do comércio defrontaram-se com um problema de coordenação: a necessidade de os países europeus

¹² Sigo esta linha de argumentação em meu livro de 1993. Por vezes, o raciocínio é expresso de outra forma: a saber, em termos de que as substanciais desvalorizações que teriam sido necessárias em virtude da eliminação dos controles não teriam funcionado porque os preços mais altos dos produtos importados teriam provocado inflação salarial (ver Scammell [1975], p. 142 e *passim*). Mas o argumento é essencialmente o mesmo — de que os trabalhadores não teriam aceitado substanciais reduções nos padrões de vida implícitos em uma desvalorização real.

¹³ Este argumento foi sustentado na época; ver, por exemplo, Metzler (1947).

¹⁴ O Fundo, porém, defendeu a desvalorização em 1948-49.

¹⁵ Esta é a conclusão de Milward (1984).

agirem simultaneamente. Os países poderiam importar mais apenas se exportassem mais, mas isso seria possível somente se outros países também suspendessem suas barreiras comerciais. A Organização Internacional do Comércio (OIC) fora idealizada como uma instituição capaz de cortar esse nó górdio através da coordenação da redução simultânea de tarifas e quotas. Por essa razão, foi um golpe devastador o fato de os Estados Unidos não ratificarem a Carta de Havana (o acordo visando instituir a OIC, assinado pelos 56 países participantes da Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Emprego, realizada na capital cubana). A duras penas, obteve-se um acordo resultante de pressões, de um lado, dos protecionistas que se opunham ao avanço liberalizante e, de outro, dos perfeccionistas, que criticavam a miríade de exceções ao livre comércio admitidas aos países que procuravam atingir o pleno emprego, acelerar seu desenvolvimento econômico ou estabilizar os preços das exportações de "commodities".¹⁶ Apanhada nesse fogo cruzado, a administração Truman decidiu não rerepresentar a Carta para aprovação pelo Congresso norte-americano em 1950.¹⁷

Sob essas pressões conflitantes, o Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio (GATT) alcançou limitados progressos em seus primeiros anos.¹⁸ A primeira rodada do GATT, em Genebra em 1947, levou os Estados Unidos a fazerem cortes de mais ou menos um terço em suas tarifas, mas as outras 22 partes contratantes fizeram concessões mínimas. A segunda rodada, realizada em Annecy em 1949, não envolveu novas concessões por parte dos 23 membros fundadores. A terceira rodada (em Torquay, em 1950-51) foi um fracasso, pois os participantes concordaram com apenas 144 dos 400 artigos que esperavam negociar. O status ambíguo do GATT limitou as possibilidades de uma ação coordenada com o FMI, complicando os esforços de negociar concessões tarifárias em troca da eliminação dos controles de câmbio. O FMI, por seu turno, não considerava sua função articular concessões recíprocas.

Assim, o tipo de externalidades em rede a que nos referimos no Prefácio a este livro e destacadas na análise do padrão ouro clássico apresentada no capítulo 2 impediu uma transição rápida para a conversibilidade da conta

¹⁶ A autópsia definitiva da Carta de Havana foi feita por Diebold (1952).

¹⁷ Em certo sentido, o estatuto da OIC foi também uma vítima da Guerra Fria. Depois da irrupção do conflito com os soviéticos, o Plano Marshall (cujo segundo projeto de apropriação de recursos estava sendo apreciado pelo Congresso) e a OTAN passaram a ser considerados como de maior importância.

¹⁸ Para obter maiores detalhes, ver Irwin (1995).

corrente. Enquanto outros países mantinham a não-convertibilidade de suas moedas, fazia sentido para cada país, individualmente, fazer o mesmo, apesar de que, no conjunto, todos os países teriam se beneficiado caso tivessem adotado simultaneamente a convertibilidade. Os planejadores que conceberam o Acordo de Bretton Woods tinham procurado romper esse impasse especificando um cronograma para a restauração da convertibilidade e mediante a criação de uma instituição, o FMI, para supervisionar o processo. O curso dos eventos mostrou que as medidas fixadas em Bretton Woods foram inadequadas.

Por fim, os países industrializados criaram a União Européia de Pagamentos para coordenar a eliminação das restrições às contas correntes. Entrementes, eles passaram por uma série de dificuldades, especialmente a Grã-Bretanha, com sua crise de convertibilidade em 1947 e as desvalorizações em 1949.

A CRISE DA LIBRA ESTERLINA E O REALINHAMENTO DAS MOEDAS EUROPÉIAS

A impossibilidade de um país restaurar a convertibilidade sem a cooperação dos outros foi exemplificada pela tentativa da Grã-Bretanha em fazê-lo em 1947. A inflação não tinha avançado tão rapidamente na Grã-Bretanha como no continente europeu, e não havia evidências de que a libra estivesse com um câmbio supervalorizado em termos de paridade do poder de compra.¹⁹ Além disso, a destruição da infra-estrutura e da capacidade industrial britânicas pela guerra não foram tão grandes quanto em muitos países europeus. Mas, enquanto outros países da Europa mantivessem tarifas elevadas e restrições quantitativas, a margem para aumentar as exportações era limitada. O país descobriu-se incapaz de penetrar suficientemente em outros mercados europeus para gerar as receitas de exportações necessárias para dar sustentação a uma moeda conversível.²⁰

A tentativa da Grã-Bretanha de restaurar a convertibilidade resultou ainda mais complicada por sua delicada condição financeira. O país tinha emergido da Segunda Guerra Mundial com um excesso de dinheiro em circulação (a oferta monetária havia triplicado entre 1938 e 1947, mas o PIB nominal tinha apenas dobrado, refletindo o emprego de controles de preços para conter a inflação). Os estoques de ouro e dólares em mãos privadas e do governo tinham caído para a metade. Os ativos externos foram requisita-

¹⁹ Novamente, essa foi a conclusão de Metzler (1947).

²⁰ A reação do Reino Unido foi fomentar relações comerciais mais próximas com sua Commonwealth e seu Império (como relatado em Schenk [1994]). Isso, porém, não sanou sua defasagem em dólar.

dos e os controles sobre os investimentos externos impediram que os residentes britânicos os substituíssem. Entre 1939 e 1945 a Commonwealth e o Império tinham acumulado saldos em libras em troca do fornecimento de produtos alimentícios e matérias-primas para a máquina de guerra britânica. Ao final dos combates, os saldos em libras no exterior passavam de 3,5 bilhões, ou seja, um terço do PIB do Reino Unido. As reservas britânicas de ouro e em divisas estrangeiras eram de apenas meio bilhão de libras.

Se os portadores de libras no exterior tentassem reequilibrar seus portfólios ou adquirir mercadorias na área do dólar, isso provocaria vendas em massa de ativos denominados em libras. Evitando alternativas radicais, como a conversão forçada de saldos em libras em papéis não negociáveis, o governo britânico procurou limitar a convertibilidade do dólar às libras obtidas em transações correntes, bloqueando os saldos existentes através de diversos acordos bilaterais. Mas era difícil saber com exatidão o montante de libras esterlinas obtidas a partir daquele momento, e eram grandes as vantagens conseguidas driblando as restrições.

Em vista das circunstâncias, a decisão de restabelecer a convertibilidade em 1947 foi o cúmulo da irresponsabilidade. Isso foi uma decisão norte-americana, e não britânica. Em 1946, os Estados Unidos concederam à Grã-Bretanha empréstimos de US\$ 3,75 bilhões sob a condição de que esta concordasse em restabelecer a convertibilidade de sua conta corrente no prazo de um ano após a aprovação do empréstimo.²¹ O Reino Unido, extremamente debilitado, não teve escolha. A convertibilidade foi restabelecida em 15 de julho de 1947, quase cinco anos antes do fim do prazo estabelecido pelo Acordo de Bretton Woods.²² Com exceção de alguns saldos acumulados anteriormente, a libra passou a ser conversível em dólares e em outras moedas ao câmbio oficial de US\$ 4,03.

As seis semanas de convertibilidade foram um desastre. As quedas nas

²¹ Outros US\$ 540 milhões destinavam-se à cobertura de produtos cobertos pelo Ato de Empréstimo e Arrendamento (Lend Lease Act) já aprovados.

²² Em verdade, a convertibilidade foi reintroduzida gradualmente. Ao se aproximar o início do ano, as autoridades britânicas suplementaram seus acordos de compensação bilaterais assinados com outros países com um sistema de contas transferíveis. Os residentes nos países signatários tinham autorização para transferir libras esterlinas entre eles, assim como para a Grã-Bretanha, para utilização em transações correntes. Em fevereiro, essas provisões passaram a incluir as transferências para residentes na área do dólar. Em troca, os países signatários do acordo tinham de concordar em aceitar, sem limites, libras de outros signatários, e em continuar a restringir as transferências de capital. Ver Mikesell (1954).

reservas foram enormes. O governo, vendo suas reservas aproximando-se do esgotamento, suspendeu a conversibilidade em 20 de agosto com o consentimento norte-americano. Um empréstimo que tinha sido concebido para durar até o final da década foi consumido em questão de semanas.

A insistência norte-americana em que fosse logo retomada a conversibilidade foi motivada pela ansiedade de Washington em relação à preferência imperial. A conversibilidade era a maneira óbvia de assegurar aos exportadores norte-americanos condições competitivas justas. Além disso, as autoridades econômicas norte-americanas viam o restabelecimento da conversibilidade pela Grã-Bretanha como um passo importante no sentido da criação de um sistema aberto de comércio multilateral.

Depois do dólar, a libra era a mais importante moeda de reserva e negócios. Era mais provável que outros países restabelessem a conversibilidade se seus saldos em libras esterlinas fossem conversíveis e servissem como reservas internacionais. Mas, assim como tinham feito ao especificar as quotas e direitos de saque insuficientes nos Artigos de Acordo, as autoridades norte-americanas subestimaram a dificuldade da tarefa.

A crise da libra em 1947 abriu os olhos dos americanos. Os Estados Unidos deixaram de se mostrar tão insistentes em antecipar o restabelecimento da conversibilidade; daí em diante, os norte-americanos concordaram com as políticas européias de alongamento da transição. Reconhecendo a gravidade do problema europeu, os Estados Unidos aceitaram uma pequena discriminação contra as exportações norte-americanas. E em seguida os norte-americanos vieram com o Plano Marshall. Um esquema de ajuda vinha sendo discutido em Washington, antes da tentativa abortada do restabelecimento da conversibilidade pela Grã-Bretanha, e o discurso do general George Marshall em Harvard, anunciando seu plano, antecedeu em mais de um mês a data final de 15 de julho fixada para o restabelecimento da conversibilidade da libra. Mas a ajuda do Plano Marshall não tinha sido aprovada pelo Congresso — a crise da libra, ao evidenciar a condição debilitada das economias européias, comprometeu os argumentos de seus oponentes.

Montantes substanciais de ajuda prevista no Plano Marshall foram finalmente transferidos no segundo semestre de 1948. Até então, a posição da Grã-Bretanha continuou frágil. E os problemas não se limitavam, absolutamente, às Ilhas Britânicas. Fugas de capital ocorriam na França, Itália e Alemanha; em cada um desses países, a situação política permanecia instável. A França registrava persistentes déficits em dólares, consumindo suas reservas e obrigando a desvalorização da moeda francesa de 119 para 214 francos em relação a um dólar no início de 1948. Embora o comércio com a maioria dos

países europeus se fizesse a esse câmbio, metade das receitas das exportações para a área do dólar podia ser vendida à taxa oficial e a outra metade ao câmbio vigente nos mercados paralelos. Tendo em vista que no câmbio livre o dólar estava cotado em mais de 300 francos, a taxa de câmbio para transações com os Estados Unidos era, de fato, de 264 francos. Tornar o dólar mais caro visava estimular as exportações para os Estados Unidos e desestimular as importações com o objetivo de renovar as reservas francesas em dólar. Essa política, porém, produzia ineficiências e desvantagens para outros países; por exemplo, passava a ser vantajoso para os britânicos exportar para os Estados Unidos através de outros países. Essas diferentes taxas de câmbio discriminatórias eram exatamente do tipo censurado pelos planejadores que conceberam o Acordo de Bretton Woods. Passando por cima das objeções do diretor executivo francês, que discordou de que os Artigos de Acordo assegurassem um fundamento legal para a medida, o FMI declarou, então, que a França não tinha direito a utilizar os recursos do Fundo. Humildemente, o governo francês foi obrigado a promover uma nova desvalorização e unificar o câmbio a 264 francos por dólar.

Por fim, o socorro prestado através do Plano Marshall aliviou as dificuldades enfrentadas pelos beneficiários da ajuda. Os Estados Unidos sugeriram aos governos europeus que propusessem um esquema para repartir a ajuda entre eles; isso foi feito com base num consenso em torno das previsões de seus déficits em dólares. Esperava-se que os US\$ 13 bilhões fornecidos pelos Estados Unidos ao longo dos quatro anos seguintes seriam suficientes para financiar os déficits em dólares que os países beneficiários registrariam quando concluíssem sua reconstrução e fizessem os preparativos finais para a conversibilidade.²³

As esperanças de que o comércio com a área do dólar retornasse rapidamente ao equilíbrio foram enterradas pela recessão de 1948-49 nos Estados Unidos. A recessão deprimiu a demanda norte-americana por produtos europeus, provocando um alargamento no desnível cambial em relação ao dólar. Embora a recessão fosse temporária, seu impacto sobre as reservas européias não foi transitório. O que os Estados Unidos davam com uma mão, tiravam com a outra.

²³ Visando impedir os países favorecidos de obter um "benefício dobrado" e assim afrouxar o controle financeiro de Washington, os Estados Unidos fizeram com que a concessão de ajuda através do Plano Marshall ficasse vinculada à concordância do FMI em não conceder créditos aos governos beneficiários.

A recessão gerou o impulso imediato para as desvalorizações em 1949. Por mais atraentes que fossem as vantagens nos termos de troca associadas à supervalorização das moedas e aos controles sobre as importações, havia limites à sua viabilidade. A Segunda Guerra Mundial tinha alterado as taxas de câmbio de equilíbrio, assim como havia ocorrido por ocasião da Primeira Guerra.²⁴ Isso ficou evidente quando as importações norte-americanas da área da libra esterlina caíram para a metade entre o primeiro e terceiro trimestres de 1949. A área da libra, que produzia as matérias-primas que constituíam a maior parte das importações norte-americanas, e não o próprio Reino Unido, sentiu o impacto da deterioração. Mas os residentes em outros países da área da libra procuraram manter o nível habitual de importações da área do dólar recorrendo à conversão de seus saldos de libras em dólares. Os controles restringiam, porém não eliminavam, essa possibilidade. À medida que suas reservas escasseavam, a Grã-Bretanha apertou ainda mais seus controles e fez com que outros países da Commonwealth adotassem a mesma política. Mesmo assim, a fuga de ouro e dólares continuou. Entre julho e meados de setembro, as perdas ultrapassaram os US\$ 300 milhões. A desvalorização veio em 18 de setembro.

Após esse episódio, foi abandonada a crença de que a desvalorização de uma moeda importante poderia ser uma espécie de evento controlado e agendado por uma comissão organizadora. O artigo IV dava ao Fundo um prazo de 72 horas para anunciar uma mudança de paridade. Embora os governos estrangeiros e o FMI fossem informados de que uma desvalorização estava a caminho, o Fundo era avisado sobre a dimensão da mesma apenas com vinte e quatro horas de antecipação, para minimizar o risco de que houvesse um vazamento da informação para os mercados. Embora houvesse tempo para concluir os preparativos, não era possível conduzir o tipo de deliberações internacionais previstas nos Artigos de Acordo.²⁵

Mais 23 países desvalorizaram suas moedas no prazo de uma semana após a Grã-Bretanha ter tomado a medida, e sete outros o fizeram posteriormente. A maioria desses países já havia sofrido pressões em seus balanços de pagamentos, e a desvalorização da libra implicava em que seus problemas provavelmente iriam se agravar. Não sofreram desvalorização o dólar nor-

²⁴ Nas palavras de Triffin (1964), o recurso aos controles apenas "tornou mais lentos, ou protelou, os reajustes nas taxas de câmbio que haviam caracterizado a década de 20, e muitos desses realinhamentos terminaram acontecendo em setembro de 1949" (p. 23).

²⁵ Ver Horsefield (1969), vol. 1, pp. 238-9.

te-americano, o franco suíço, o iene japonês e as moedas de alguns países da América Latina e da Europa oriental.

As desvalorizações produziram os efeitos desejados. Mas o fato de isso ter sido motivo de discussões na época, e ser questionado ainda hoje, revela as desconfianças em relação às mudanças nas taxas de câmbio herdadas da década de 30. As reservas britânicas tiveram sua queda interrompida imediatamente e triplicaram no prazo de dois anos. Outros países também melhoraram suas situações. Os franceses tiveram condições de relaxar suas restrições cambiais, ampliando o direito dos viajantes de levar notas de banco para fora do país e a possibilidade de outras pessoas realizarem transações no mercado a termo. O superávit na conta corrente norte-americana caiu em mais de 50% entre o primeiro semestre de 1949 e o primeiro semestre de 1950. As desvalorizações não foram o único fator que contribuiu para isso; a recessão norte-americana terminou ao se aproximar o final de 1949 e a Guerra da Coreia irrompeu em 1950.²⁶ Mas as melhorias registradas nas balanças comerciais foram maiores nos países que promoveram maiores desvalorizações, o que sugeria que o *realinhamento* em 1949 tinha produzido outros efeitos independentes importantes para as economias.

A escassez de dólares, embora moderada, não foi eliminada. No primeiro semestre de 1950, o superávit americano em conta corrente ainda crescia a uma taxa anual de US\$ 3 bilhões. Não havia, absolutamente, clareza em relação ao fato de que outros países, com suas baixas reservas e seus grandes déficits, poderiam realizar a transição para a conversibilidade em dois anos. O comércio intra-europeu ainda estava coberto por um número sufocante de restrições a transações em conta corrente. Em 1950, os países envolvidos chegaram à conclusão de que a solução para esse problema exigia medidas monetárias internacionais extraordinárias.

A UNIÃO EUROPÉIA DE PAGAMENTOS

Essas medidas extraordinárias envolviam a criação de uma entidade regional para complementar as ações do FMI — a União Européia de Pa-

²⁶ A guerra tinha produzido diferentes conseqüências sobre as diversas economias — a área da libra esterlina, que era uma exportadora líquida de matérias-primas, beneficiara-se do aumento nos preços relativos das "commodities" decorrente do conflito bélico, ao passo que a Alemanha, uma importadora líquida de matérias-primas, sofrera uma deterioração em seus termos de troca. Isto é enfatizado por Temin (1995). Essa afirmativa contraria grande parte da bibliografia alemã, que sugere que a Alemanha beneficiou-se do crescimento explosivo durante a Guerra da Coreia.

gamentos (UEP) —, cuja função seria enfrentar os problemas europeus nas esferas do comércio e de contas externas. A UEP começou a funcionar em 1950, inicialmente por dois anos, embora viesse a cessar suas operações somente no final de 1958. Em determinado nível, a instituição foi resultado direto do modelo concebido em Bretton Woods. Seus membros, basicamente os países da Europa ocidental e suas colônias ultramarinas, reafirmaram sua intenção de caminhar simultaneamente rumo à restauração da conversibilidade nas contas correntes. Eles estabeleceram um Código de Liberalização que impunha a eliminação das restrições à conversão entre as moedas para fins de transações em contas correntes. Em fevereiro de 1951, menos de um ano após a instituição da UEP, todas as barreiras vigentes deveriam ser aplicadas igualmente a todos os países participantes, os membros deveriam reduzir suas barreiras à metade em relação aos seus níveis iniciais e, numa etapa posterior, as barreiras deveriam cair 60% e 75%. Esse arranjo, portanto, era uma versão mais detalhada, ainda que geograficamente limitada, do compromisso previsto no Acordo de Bretton Woods visando eliminar todas as barreiras às transações em contas correntes.

Os países que registravam déficits com a UEP teriam acesso a créditos, embora eles devessem fazer os acertos de compensação — em ouro e dólares — com seus parceiros, uma vez exauridas suas quotas. Nesse aspecto, também, a inspiração veio dos Artigos de Acordo — os créditos aos quais os países participantes tinham direito se assemelhavam às quotas e direitos de saque do Acordo de Bretton Woods. Assim como ocorria com as quotas do FMI, a disponibilidade desses recursos podia ficar sujeita a condições. Quando a UEP cessou suas operações em 1958, havia quase US\$ 3 bilhões em créditos aguardando compensação; esse montante era equivalente a um aumento de quase 50% nas quotas previstas nos Artigos de Acordo.

Em outro nível, a UEP se afastou do modelo de Bretton Woods e se contrapôs às instituições por ele estabelecidas. Ao aceitar o Código de Liberalização, os Estados Unidos admitiram o irrealismo do cronograma de Bretton Woods prevendo o restabelecimento da conversibilidade nas contas correntes. Ao contribuir para assegurar créditos adicionais para cobertura dos balanços de pagamentos, os Estados Unidos reconheciam a inadequação das quotas previstas nos Artigos de Acordo. Ao permitir que os países da UEP reduzissem as barreiras ao comércio entre eles mais rapidamente do que eliminavam as restrições às importações dos Estados Unidos, os norte-americanos aceitavam a prática de uma discriminação comercial. Eles, assim, admitiam que a escassez de dólares era o problema monetário central do período do pós-guerra, a despeito da ajuda do Plano Marshall.²⁷ Os países eu-

ropeus, ao conceber uma instituição para defender políticas discriminatórias, admitiram o que não havia sido dito em Bretton Woods: que o regime monetário internacional do pós-guerra era um sistema assimétrico no qual os Estados Unidos e o dólar desempenhavam papéis excepcionais.

O fato de que a ação da UEP divergia da concepção de Bretton Woods foi admitido de diversas maneiras. A responsabilidade pela compensação dos pagamentos cabia ao Banco para Compensações Internacionais, um remanescente da década de 30, e não ao FMI. A diretoria executiva, que supervisionava o funcionamento da UEP, estava sediada em Basileia — não em Washington. O Código de Liberalização, em vez de ser um anexo aos Artigos de Acordo, foi uma criação da Organização para Cooperação Econômica Européia (OCEE), que tinha sido criada para facilitar a repartição da ajuda do Plano Marshall. Na prática, a supervisão da restauração da conversibilidade e a reabilitação do comércio foi retirada das instituições de Bretton Woods, cuja autoridade, em consequência, resultou enfraquecida.

Se um fator pode explicar esses desvios do caminho aberto em Bretton Woods, foram as crises de 1947 e 1949. Esses episódios tornaram impossível para os Estados Unidos negar a gravidade dos problemas de ajuste no pós-guerra. O advento da Guerra Fria cristalizou a mudança de sentimento. Representantes da União Soviética estiveram presentes em Bretton Woods, ainda que seus delegados se mostrassem ativos principalmente durante os coquetéis após os trabalhos diários. Os soviéticos ainda não tinham estabelecido a Europa oriental como sua esfera de influência nem emergido como uma ameaça à estabilidade política do Ocidente. Em 1950, porém, a Guerra Fria já era uma realidade e a União Soviética tinha se recusado a assumir suas obrigações como membro do FMI. Isso deixou os Estados Unidos mais dispostos a aprovar a discriminação nas relações de comércio se isso facilitasse a recuperação e o crescimento econômico na Europa ocidental.

A autoridade das instituições de Bretton Woods foi enfraquecida não só pela natimorta OIC como também pela decisão do FMI e do Banco Mundial de se afastarem dos problemas nos balanços de pagamentos no pós-guerra. Embora o Banco proporcionasse mais créditos à Europa do que a qualquer outro continente em seus primeiros sete anos de funcionamento, o total de

²⁷ Assim, o *Segundo relatório anual da OCEE* reconheceu que os déficits da Europa em dólares não seriam reduzidos a um ponto em que as restrições monetárias poderiam ser eliminadas sem que fosse necessário adotar práticas discriminatórias ao final do Plano Marshall. *Organização para Cooperação Econômica Européia (1950)*, pp. 247-51.

seus compromissos para com a Europa entre maio de 1947 — quando fez seu primeiro empréstimo — e o final de 1953, um período que compreendeu a vigência do Plano Marshall, somou apenas US\$ 753 milhões, ou pouco mais de 5% da ajuda prestada através do Plano Marshall.²⁸ Os saques junto ao FMI entre 1947 e 1951 foram um pouco maiores, totalizando US\$ 812 milhões. O Fundo tinha sido criado para supervisionar a operação da convertibilidade das moedas e para financiar desequilíbrios temporários nas contas externas; ele mostrou lentidão em se adaptar a um mundo de *inconvertibilidade* e persistentes problemas nos pagamentos. O FMI aceitou as exigências dos norte-americanos de que se abstinéssem de financiar países que estivessem recebendo ajuda através do Plano Marshall, para impedir que os governos comprometessem os esforços americanos visando controlar as finanças destes. Mesmo depois de a experiência da Grã-Bretanha em 1947 ter demonstrado a necessidade de amplo suporte, o FMI não ampliou os recursos disponíveis para os países que restabelessem a convertibilidade. Os acordos de “stand-by”, que começaram a ser firmados em 1952, facilitaram o acesso ao Fundo, mas não implicavam o aumento de seus recursos. Por todas essas razões, o Fundo revelou-se incapaz de oferecer ajuda na escala necessária para lidar com os desequilíbrios no pós-guerra.

PROBLEMAS DE PAGAMENTOS E CONTROLES SELETIVOS

Grã-Bretanha, França e Alemanha estavam havia muito tempo no centro das questões monetárias europeias. Isso nunca foi mais verdadeiro do que na década de 50, embora os três países e suas moedas tivessem, então, ficado em segundo plano em relação aos Estados Unidos e ao poderoso dólar.

Em todos esses três países, a Segunda Guerra Mundial, assim como a Primeira, fortaleceu a posição dos trabalhadores, fazendo com que os partidos de esquerda de base operária conquistassem posições respeitadas no cenário político. Assim como tinham feito depois da Primeira Guerra Mundial, os porta-vozes dos trabalhadores pressionavam por maiores salários, impostos mais elevados sobre a riqueza e expansão nos programas sociais. A essa lista eram agora acrescentadas exigências de controle sobre as taxas de juro, os

²⁸ O Banco Mundial fez empréstimos a Dinamarca, França, Luxemburgo e Holanda para financiar as importações de matérias-primas e bens de capital da área do dólar. Mas, com poucos recursos próprios (sendo os Estados Unidos o único país a contribuir em capital), o Banco Mundial dependia, para liquidez, de sua capacidade de levantar empréstimos nos mercados de capital norte-americanos.

fluxos de capital, preços e aluguéis, e pressões no sentido da expansão do leque de atividades governamentais. Uma acomodação com os partidos trabalhistas era vital para que a Europa impedisse que crises políticas e greves se colocassem como obstáculos no caminho de sua recuperação e crescimento.

O processo através do qual se conseguiu essa acomodação foi complexo. Na França e na Itália, por exemplo, os Estados Unidos contribuíram para o processo fazendo com que a ajuda do Plano Marshall ficasse condicionada à não-participação dos partidos comunistas nos governos. Mas as medidas essenciais foram tomadas pelos próprios europeus.²⁹ Os partidos socialistas moderaram suas exigências com o objetivo de ampliar sua base eleitoral. Os trabalhadores aceitaram a manutenção da propriedade privada em troca de uma expansão do estado do bem-estar social. Eles concordaram em moderar suas exigências salariais em troca de um compromisso governamental para com o pleno emprego e o crescimento.

Do ponto de vista do ajuste no balanço de pagamentos, o compromisso em relação ao crescimento e ao pleno emprego era fundamental. À época do padrão ouro, o instrumento usado para acabar com déficits nas contas externas tinha sido aumentar as taxas de juro.³⁰ Ao praticar uma taxa de desconto mais elevada, um banco central exercia uma pressão ascendente sobre toda uma gama de taxas de juro, desestimulando o investimento em estoques e na formação de capital. A queda no nível de atividades reduzia a demanda por importações à custa do crescimento e do emprego domésticos. Se um governo recorresse pesadamente à utilização desse instrumento, isso teria sido considerado como um ato de má-fé. Sacrificar o crescimento e o nível de emprego através da elevação nas taxas de juro com o objetivo de restabelecer o equilíbrio externo teria colocado em risco a acomodação entre o capital e o trabalho.³¹

²⁹ A melhor introdução à bibliografia relevante é, provavelmente, Maier (1987). Esposito (1994) revela-se expressamente interessado na importância relativa da política norte-americana e dos fatores endógenos europeus para a acomodação política no velho continente no pós-guerra.

³⁰ Novamente, essa afirmação se aplica a países cujos bancos centrais podiam influenciar as taxas domésticas. Economias pequenas e abertas cujos ativos denominados em moeda nacional eram substitutos perfeitos de ativos estrangeiros não detinham o controle de suas taxas de juro e, portanto, para elas, esse instrumento era praticamente inútil. O Canadá é um exemplo desse tipo de país (ver Dick e Floyd [1992]).

³¹ Esta é uma descrição estilizada da acomodação no pós-guerra. Ela não leva em conta as peculiaridades do cenário em cada país, nos termos e eficácia do pacto social no pós-

Por isso, os países europeus, ao registrar problemas em seus balanços de pagamentos, não podiam tentar se ajustar através da elevação em suas taxas de juro. O único recurso era implementar controles de câmbio. O fato de que essas restrições eram impostas em conjunto com a UEP tornava a política aceitável para seus parceiros de comércio. Já o fato de que os controles eram exceções dentro de um processo permanente de liberalização, e de que a imposição dos mesmos estava sujeita à aprovação da UEP, emprestava credibilidade a declarações de que eles eram temporários.³² Isso significava que os controles eram aplicados simultaneamente às importações de todos os países da UEP, o que minimizava distorções.

Os alemães passaram por uma crise de balanço de pagamentos no segundo semestre de 1950 em virtude de a Guerra da Coreia ter causado uma deterioração nos termos de troca da Alemanha, ao provocar uma elevação nos preços relativos de matérias-primas importadas. Nos primeiros cinco meses de funcionamento da UEP (de julho a novembro de 1950), o país exauriu sua quota.³³ O governo alemão então negociou um acordo especial com a UEP. A Alemanha voltou a adotar os controles de câmbio e recebeu um crédito especial de US\$ 120 milhões. Em troca, o governo reafirmou seu compromisso em relação à taxa de câmbio vigente e concordou em aumentar a receita dos impostos e em reformular os impostos de renda das pessoas físicas e jurídicas com o objetivo de limitar o consumo. Embora as restrições às importações não fossem o único mecanismo usado para suprimir os déficits externos, elas se constituíram em parte importante do pacote. Através de sua aplicação, a crise foi su-

guerra. Embora fosse atribuída prioridade ao crescimento e ao pleno emprego na Grã-Bretanha e na França, a fragmentação das relações trabalhistas nos dois países limitou a eficácia da colaboração entre os trabalhadores e as empresas. Na Alemanha, o poder de barganha dos trabalhadores foi reduzido pela presença das tropas norte-americanas e pela chegada de trabalhadores do Leste. Mas, apesar de a Alemanha não atingir o pleno emprego até o final da década de 50, em vista dos insuficientes padrões de vida e baixos níveis de produção industrial nos anos imediatamente após o final da guerra, o compromisso em relação ao crescimento continuava sendo prioritário.

³² A credibilidade recebeu um reforço adicional pelo fato de que embora os Estados Unidos não fossem um membro da UEP, tinham assento em sua diretoria executiva, tendo contribuído com US\$ 350 milhões em capital de giro para financiar sua operação. Por isso, os países que não aderissem à negociação nos termos da diretoria executiva corriam o risco de colocar em risco seu acesso à ajuda norte-americana.

³³ Essa quota tinha sido calibrada com base nas exportações e importações de 1949, que eram muito pequenas em relação ao nível muito mais elevado do comércio registrado depois que se fizeram sentir plenamente os efeitos da reforma monetária de 1948.

perada. A posição da Alemanha resultou suficientemente fortalecida para que o país tivesse condições, em meados de 1951, de honrar o pagamento do crédito especial concedido pela UEP. O crescimento continuou incessante, e a Alemanha passou a registrar permanentes superávits no âmbito da UEP.

A diretoria executiva da UEP condicionou o crédito de US\$ 120 milhões à reafirmação, por parte dos alemães, de que os controles de câmbio seriam temporários. O governo tinha ficado tentado a reverter unilateralmente suas medidas de liberalização de comércio; Per Jacobsson, um assessor especial junto à UEP, convenceu as autoridades a ganharem tempo até que as restrições sobre as importações pudessem voltar a ser adotadas em concerto com a UEP. Além disso, o recebimento de créditos da UEP permitiu que o ministro da Economia da Alemanha, Ludwig Erhard, forçasse a aprovação de aumentos nos impostos e nas taxas de juro a despeito das objeções do chanceler Konrad Adenauer, que temia que essas medidas viessem a comprometer as perspectivas de crescimento e de paz social.³⁴

As crises da Grã-Bretanha e seus esforços para enfrentar as dificuldades podem ser descritas em termos similares. Depois que os preços das "commodities", que registraram um aumento explosivo resultante da Guerra da Coreia, foram voltando ao normal e com a queda nas receitas da área da libra, surgiu um problema em seu balanço de pagamentos.³⁵ No final de 1951, os ministros das Finanças dos países da Commonwealth assinaram um acordo tornando mais rígidos os controles sobre as importações provenientes da área do dólar e assumindo um afastamento em relação à agenda de liberalização acordada no âmbito da OCEE. A libra registrou uma recuperação e em breve foi possível relaxar os controles.

Na medida em que o crescimento econômico britânico foi ganhando impulso, com relutância, as autoridades recorreram à taxa de redesconto do Banco da Inglaterra para regular o balanço de pagamentos. Embora a taxa de desemprego médio anual registrasse uma queda para 1,8% em 1953 e não tivesse ultrapassado esse nível até 1958, permitindo que as autoridades modificassem as taxas de juro sem se expor à acusação de que estariam provocando um aumento no desemprego, elas continuaram relutantes em se valer

³⁴ Ver Kaplan e Schleiminger (1989), pp. 102-4.

³⁵ O fato de o governo ter perdido a eleição de outubro de 1951, de o Irã ter nacionalizado as companhias petrolíferas britânicas e de haver chegado o momento em que deveriam ser pagos os empréstimos obtidos junto aos norte-americanos e canadenses, tudo isso se somou para agravar o problema.

desse instrumento. O resultado foi a política "Stop-Go" britânica, que envolvia reduzir os juros, aquecer a demanda do consumidor e permitir o aumento na renda familiar especialmente com a aproximação de eleições, e, em seguida, impor um aumento nos juros para limitar a demanda, geralmente muito tarde para que pudesse evitar uma crise.

A experiência francesa na década de 50 também ilustra a importância das restrições de comércio como instrumento para promover o ajuste no balanço de pagamentos. Numa conjuntura em que a Alemanha sofreu uma única crise de balanço de pagamentos no início da década, a França passou por uma série dessas crises. O fator comum nesses episódios foi o déficit público. Os gastos militares na Indochina e em outras regiões se somaram a um ambicioso programa de investimentos públicos, programas sociais generosos e políticas habitacionais subsidiadas. Assim como na década de 20, não havia no país um consenso político em torno de como financiar esses programas. Um terço do eleitorado votava em um Partido Comunista que defendia maiores impostos sobre os ricos e resistia a cortes nos gastos. Os demais partidos da Quarta República formaram uma série de governos de vida curta, nenhum dos quais mostrou-se capaz de solucionar o problema fiscal. Como resultado, as consequências financeiras do ambicioso programa de modernização do governo geraram déficits no balanço de pagamentos.

As consequências tornaram-se evidentes em 1951. Os gastos com a guerra na Indochina estavam crescendo. Os déficits no balanço de pagamentos consumiram as reservas do fundo de estabilização francês e obrigaram o país a recorrer a grandes saques de suas quotas na UEP. Em resposta, o governo apertou as barreiras à importação e beneficiou os exportadores com isenções fiscais. Além disso, foram também suspensas as medidas a que o país estava obrigado pelo Código de Liberalização da OCEE. O controle rigoroso das importações, somado à ajuda financeira dos Estados Unidos, permitiu superar a crise.

A eliminação das restrições sobre as contas correntes estipuladas no Código da OCEE foi readotada em 1954, mas os gastos militares aumentaram novamente no período 1955-56 em reação à turbulência na Argélia e à crise de Suez. O gabinete socialista que assumiu o governo em 1956 introduziu uma política de aposentadoria por idade e aumentou outros gastos. A França perdeu metade de suas reservas entre o início de 1956 e o primeiro trimestre de 1957. Novamente, foram levantadas as barreiras contra as importações. Os importadores foram obrigados a depositar antecipadamente 25% do valor de suas importações autorizadas. Em junho de 1957, o depósito de importação exigido foi elevado para 50% e a adesão da França ao

código da OCEE foi mais uma vez suspenso. O governo obteve um crédito junto ao FMI e usou a quota de recursos a que tinha direito na UEP.

Embora essas medidas tenham proporcionado uma margem de alívio, não eliminaram o desequilíbrio fundamental. Em agosto, em uma medida equivalente a uma desvalorização (que, entretanto, não exigia consulta ao FMI), foi adicionada uma taxa de 20% sobre as compras e vendas de moeda estrangeira, excetuadas aquelas vinculadas a importações e exportações de determinadas "commodities". Dois meses mais tarde, a medida foi generalizada para todas as mercadorias. Em troca da liberalização dos controles sobre as importações, o governo obteve US\$ 655 milhões em créditos da UEP, do FMI e dos Estados Unidos.

Porém, até que o problema orçamentário fosse enfrentado, o alívio foi apenas temporário. No verão de 1957, essa realidade já não podia mais ser negada. Assim como havia ocorrido durante "a batalha do franco", em 1924, a insatisfação da opinião pública com a crise infundável terminou por quebrar a resistência a concessões. Foi constituído um novo gabinete que alçou Félix Gaillard, um conservador do ponto de vista econômico, ao posto de ministro das Finanças. Gaillard depois tornou-se primeiro-ministro e submeteu à Câmara de Deputados um orçamento que prometia reduzir significativamente o déficit. Mas, novamente, como em 1924, não havia uma clara vontade política de sustentar um equilíbrio orçamentário. A situação na Argélia continuou a se agravar e irromperam greves na primavera de 1958.³⁶ A crise amainou apenas quando o herói da guerra, Charles De Gaulle, formou um governo e levou Antoine Pinay, um ortodoxo do ponto de vista de política financeira, de volta para o ministério das Finanças.³⁷ Isso deixou claro que as medidas de austeridade não seriam revertidas. Uma comissão de especialistas então recomendou novos aumentos nos impostos e cortes nos subsídios governamentais. Embora De Gaulle não estivesse disposto a aceitar todos os cortes nos gastos propostos pelo ministro, concordou em aumentar os impostos e limitar o déficit orçamentário. A comissão de especialistas, juntamente com os Estados Unidos e os parceiros da França na UEP, exigiram que os franceses também restabelessem seu compromisso para com o có-

³⁶ Os trabalhadores queixaram-se de que estavam sendo obrigados a arcar com os custos dos compromissos da nação nas colônias. Ver Kaplan e Schleiminger (1989), p. 281.

³⁷ Os leitores reconhecerão, aqui, os paralelos com a estabilização promovida por Poincaré em 1926: agudo impasse fiscal, a formação de um novo governo por um líder carismático e a nomeação de uma comissão de especialistas.

digo da OCEE. Para tornar isso possível, o franco foi novamente desvalorizado, desta vez em 17%.

Em conjunto, a desvalorização e a austeridade fiscal produziram o efeito desejado. As contas externas francesas passaram de deficitárias a superavitárias, e em 1959 o país aumentou significativamente suas reservas em moeda estrangeira. Isso permitiu que a França liberalizasse 90% de seu comércio intra-europeu e 88% de seu comércio em dólares.³⁸

A importância da coordenação da desvalorização e da correção fiscal, atacando, dessa maneira, as fontes de desequilíbrio tanto interno como externo, foi uma lição central da experiência francesa. Por si mesmos, os controles sobre as importações não podiam assegurar a restauração do equilíbrio. Assim como na Alemanha, eles tinham de vir acompanhados por uma ação monetária e fiscal. E a política de austeridade tinha de ser cimentada por uma consolidação política, como também ocorrera na década de 20. Até então, as mudanças no rigor das restrições às importações eram o principal instrumento através do qual se empreendia a defesa do câmbio.

CONVERSIBILIDADE: PROBLEMAS E PROGRESSOS

Não devemos permitir que essas crises periódicas obscureçam o progresso alcançado no sentido da restauração do equilíbrio. No entanto, muitos analistas que revelam uma percepção aguda na análise de outros aspectos continuaram a encarar o diferencial do câmbio em relação ao dólar como uma característica permanente no mundo do pós-guerra. Sob a influência da percepção da devastação européia e da visão do poderio industrial dos Estados Unidos, acreditou-se que o crescimento da produtividade norte-americana continuaria a prevalecer sobre a de outros países. Os Estados Unidos permaneceriam em perene superávit, deixando seus parceiros comerciais em crise perpétua.³⁹

Mal tinham sido publicados os estudos desses analistas advertindo para esse cenário sombrio, o diferencial do câmbio em relação ao dólar desapareceu. Com a retomada do crescimento na Europa e no Japão, registrou-se uma melhoria nas balanças comerciais. A Europa passou a ser um ponto de atração para investimentos de empresas norte-americanas. Os gastos militares dos Estados Unidos no exterior e a ajuda externa bilateral, vindo na esteira do

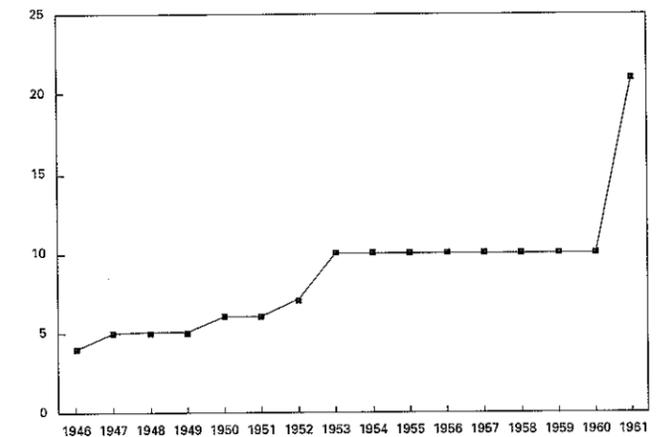
³⁸ Ver Kaplan e Schleiminger (1989), p. 284.

³⁹ Algumas avaliações pessimistas sobre as perspectivas da Europa no pós-guerra encontram-se em Balogh (1946, 1949), Williams (1952) e MacDougall (1957).

Plano Marshall, engrossaram o fluxo de recursos com outros US\$ 2 bilhões anuais. Não foram os outros países industrializados, mas sim os Estados Unidos que passaram a registrar déficits persistentes.

A redistribuição das reservas norte-americanas para o resto do mundo estabeleceu a base para a conversibilidade das contas correntes. Em 1948, os Estados Unidos detinham mais de dois terços das reservas monetárias mundiais; no prazo de uma década, sua participação havia caído para 50%. Em 31 de dezembro de 1958, os países europeus restauraram a conversibilidade da conta corrente.⁴⁰ O FMI reconheceu o novo estado de coisas em 1961, ao declarar que os países estavam obedecendo o artigo VIII dos Artigos de Acordo (ver gráfico 4.1).

Gráfico 4.1
Número de membros do FMI que concordaram com o artigo VIII, 1946-61



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Relatório anual sobre câmbio e barreiras ao comércio*, diversos anos.

⁴⁰ Os termos das compensações entre os países membros da UEP já haviam sido consolidados a partir de 1954, tornando as moedas dos países membros efetivamente conversíveis para transações dentro da Europa. As restrições monetárias sobre o comércio tinham sido afrouxadas, de acordo com as provisões do código da OCEE. Mas só quando os mercados de câmbio começaram a operar, em janeiro de 1959 — com a irrestrita conversibilidade entre as principais moedas para fins de transações em contas correntes —, é que se pôde afirmar que o Sistema de Bretton Woods entrou em pleno funcionamento.

O funcionamento de um sistema de paridades fixas entre moedas convertíveis exigia crédito para financiar os desequilíbrios, como haviam reconhecido aqueles que haviam concebido o Acordo de Bretton Woods. Quanto maior a relutância em ajustar a paridade e elevar as taxas de juro e os impostos, maiores os volumes de crédito necessários. E quanto mais rápido o relaxamento dos controles de capital, maior a necessidade de financiamento para contrabalançar as saídas especulativas de capital. Esse foi o contexto dos debates sobre *liquidez internacional* que dominou a década de 60. Os países de moedas fracas exerceram pressões para obter junto ao FMI quotas mais generosas e aumentos nas reservas internacionais. Os países de moedas fortes se opuseram, argumentando que créditos adicionais incentivariam os países deficitários a viver acima de seus recursos.

A situação foi complicada pelo fato de que o Sistema de Bretton Woods, como o padrão ouro antes dele, gerou sua própria liquidez. Assim como haviam feito no cenário do padrão ouro, governos e bancos centrais complementaram suas reservas de ouro com divisas estrangeiras. Isso se fez principalmente através do acúmulo de dólares, o que refletia a posição dominante dos Estados Unidos no comércio e finanças internacionais, e os grandes estoques norte-americanos de ouro. Em seu balanço de pagamentos, os Estados Unidos podiam incorrer em déficits de tamanho equivalente ao montante de dólares que os governos e bancos centrais estrangeiros desejavam adquirir. Os Estados Unidos podiam limitar esse montante elevando suas taxas de juro, tornando mais cara a compra de dólares por parte dos bancos centrais estrangeiros. Por outro lado, se os Estados Unidos exercessem uma contenção inadequada, poderiam inundar o sistema internacional com liquidez. De uma forma ou de outra, o sistema permaneceu dependente de dólares para atender suas necessidades cada vez maiores de liquidez.

Essa dependência comprometeu a simetria do sistema monetário internacional. O Acordo de Bretton Woods pode ter instruído os Estados Unidos a decretar uma dada paridade dólar-ouro, ao mesmo tempo permitindo a outros países decretar suas paridades em relação ao dólar, mas havia um pressuposto de que o sistema passaria a ser mais simétrico com o passar do tempo. Havia a suposição de que a cláusula de escassez de moeda asseguraria o ajuste tanto nos países superavitários como nos deficitários. E acreditava-se que depois que a Europa completasse sua recuperação, as quotas do FMI satisfariam a demanda mundial por liquidez. Em vez disso, o sistema ficou cada vez menos simétrico, à medida que o dólar foi consolidando seu status de principal moeda de reserva. Podemos denominar esse problema como a “questão De Gaulle”, uma vez que o presidente francês foi seu crítico mais proeminente.

A coerência histórica da posição francesa foi notável.⁴¹ Desde a Conferência de Gênova, em 1922, a França se opunha a qualquer arranjo que conferisse um status especial a uma determinada moeda. O fato de Paris nunca ter sido um centro financeiro comparável a Londres ou Nova York limitou a liquidez de ativos denominados em francos e, portanto, o interesse em usar a moeda francesa como reservas internacionais; em outras palavras, se uma determinada moeda viesse a ser acumulada na forma de reservas, provavelmente não seria o franco.

Nas décadas de 20 e 30, como vimos no capítulo 3, os esforços da França visando liquidar seus saldos em moedas estrangeiras para aumentar a pureza do padrão ouro puro tinham contribuído para o aperto de liquidez que agravou a Grande Depressão. A crítica de De Gaulle ao “exorbitante privilégio” norte-americano e sua ameaça de liquidar os saldos em dólar nas contas do governo francês operaram no mesmo sentido.⁴²

Um problema adicional era o assim chamado “dilema de Triffin”. Robert Triffin, economista monetário belga, professor da Universidade de Yale e arquiteto da UEP, observara, já desde 1947, que a tendência do Sistema de Bretton Woods de reagir ao excesso de demanda por reservas com o crescimento de saldos em dólar no exterior tornava o sistema dinamicamente instável.⁴³ Acumular reservas em dólares era algo atraente apenas na medida

⁴¹ Isto é documentado por Bordo, Simard e White (1994).

⁴² Jacques Rueff, que tinha sido adido financeiro na embaixada francesa em Londres entre 1930 e 1934 e um firme adversário do padrão divisas-ouro, presidiu a comissão de especialistas que ajudou a formular o pacote de reforma fiscal e monetária gaullista em 1958. Tanto na década de 30 como na de 60, Rueff e seus seguidores no governo francês argumentavam que o padrão divisas-ouro permitia aos países cujas moedas eram usadas como reservas viver além de suas posses. Isso produzia períodos de expansão e retração quando os países cujas moedas serviam de reservas primeiro extrapolavam sua capacidade e, depois, eram forçados a cortar gastos. (Essa interpretação sobre os eventos do período do entreguerras é discutida no capítulo 3.) A solução foi restabelecer um padrão ouro puro que prometia impor uma disciplina contínua. Rueff publicou uma série de artigos, especialmente em junho de 1961, que apontava paralelos entre os acontecimentos monetários internacionais nos períodos de 1926-29 e 1958-61, dois momentos em que países europeus acumularam as moedas dos “países anglo-saxões” e a inflação registrara uma aceleração no Reino Unido e nos Estados Unidos. Ele defendeu a liquidação do componente em moeda estrangeira do Sistema de Bretton Woods e um retorno a um sistema mais próximo do padrão ouro. Ver Rueff (1972).

⁴³ Ver Triffin (1947). Triffin repetiu sua advertência no início da vigência da convertibilidade estabelecida pelo Acordo de Bretton Woods (Triffin, 1960) e outros analistas concordaram com ele (Kenen, 1960).

em que não houvesse dúvidas sobre sua conversibilidade em ouro. Mas, depois que os saldos em dólar no exterior cresceram muito em relação às reservas norte-americanas de ouro, a credibilidade desse compromisso poderia ser colocada em dúvida. Em 1960, pela primeira vez o passivo monetário dos Estados Unidos no exterior ultrapassou as reservas norte-americanas de ouro; e o passivo norte-americano junto a autoridades monetárias externas, em 1963. Se alguns credores estrangeiros procurassem converter suas reservas, as decisões destes poderiam produzir o mesmo efeito de uma fila de correntistas às portas de um banco. Outros entrariam na fila por temer que elas fossem fechadas. Os países entrariam numa corrida para sacar seus dólares antes que os Estados Unidos fossem obrigados a desvalorizar sua moeda.⁴⁴

É evidente que os problemas de De Gaulle e de Triffin eram inter-relacionados. De Gaulle era um grande credor do Tesouro norte-americano que ameaçava liquidar seus saldos. Esse era exatamente o tipo de ação que ameaçava desestabilizar o dólar, como havia advertido Triffin.⁴⁵

DIREITOS ESPECIAIS DE SAQUE

A resposta lógica estava em adotar outros meios de liquidez internacional em lugar do dólar. O problema para o qual isso seria uma solução não era uma escassez mundial de liquidez, mas a necessidade de substituir o dólar por um novo ativo de reserva com o objetivo de prevenir que o processo

⁴⁴ Triffin receava que os Estados Unidos, para evitar o colapso da paridade ouro no patamar de US\$ 35, retornariam à prática de políticas deflacionárias, deixando o mundo faminto de liquidez. Para defender suas moedas, outros países seriam obrigados a “reagir na mesma moeda”, disparando uma espiral deflacionária como a registrada na década de 30. Na verdade, as administrações dos presidentes Johnson e Nixon continuaram a permitir que a oferta de dólares e a taxa de inflação norte-americana fosse governada por considerações domésticas, disso resultando que oferta excessiva de dólares e inflação, e não deflação, fossem os verdadeiros problemas. Os Estados Unidos tentaram conter as conseqüências através do estabelecimento do “Gold Pool” com seus aliados europeus e incentivando estes a não converter seus dólares em ouro. Finalmente, porém, a conversão de dólares em ouro pelos mercados privados enfraqueceu a posição da moeda. Ver Williamson (1977) e De Grauwe (1989).

⁴⁵ Embora os Estados Unidos tivessem tanto ativos como passivos externos, a defasagem entre seus prazos de maturação deixava o país vulnerável ao risco do equivalente internacional de uma corrida aos bancos. Não ter dado a devida importância ao problema da corrida dos depositantes aos bancos foi a falha na visão de Émile Deprés e Charles Kindleberger de que os déficits nos pagamentos dos Estados Unidos eram benignos porque o país estava simplesmente funcionando como banqueiro para o mundo, tomando empréstimos no curto prazo e concedendo empréstimos no longo prazo.

descrito por Triffin desestabilizasse o Sistema de Bretton Woods.⁴⁶ Conforme referido acima, isso era defendido pelos países de moedas fracas e combatido pelas nações de moedas fortes. As discussões eram complicadas em razão de o dólar ser, a um só tempo, fraco e forte. Ele era forte no sentido de continuar a ser a principal moeda de reserva e de que a criação de formas alternativas de liquidez ameaçavam enfraquecer seu papel. Ele era fraco porque o crescimento de saldos em dólares nas contas externas dos parceiros dos Estados Unidos semeava dúvidas em relação a sua conversibilidade; a criação de fontes de liquidez alternativas acenavam com a possibilidade de retardar o crescimento dos passivos monetários americanos no exterior e, portanto, de conter as pressões que comprometiam a estabilidade da moeda. Em vista dessas considerações conflitantes, não é de surpreender que os Estados Unidos não se mostrassem inteiramente coerentes em sua abordagem do problema.

As negociações em torno da criação de reservas adicionais foram iniciadas pelo *Grupo dos Dez* (G-10), o clube dos países industrializados que se considerava sucessor das delegações norte-americana e britânica que tinham dominado as negociações de Bretton Woods. Em 1963, o G-10 constituiu o Grupo de Delegados, uma comissão de funcionários graduados que recomendou um aumento nas quotas do FMI. O grupo propôs alocar reservas a um número reduzido de economias industrializadas e tornar esses países responsáveis pela concessão condicional de crédito a outros países.

Embora essa abordagem parecesse suficientemente lógica aos olhos das autoridades dos países industrializados, seu cálculo não levava em conta a ascensão do Terceiro Mundo.⁴⁷ Os países em desenvolvimento participaram plenamente do Sistema de Bretton Woods — muitos deles mantiveram taxas cambiais fixas por longos períodos, atrás da proteção das barreiras ao comércio e dos controles de capital. O que esses países experimentaram não foi diferente do ocorrido sob o padrão ouro — eles foram submetidos a impactos excepcionalmente fortes nos balanços de pagamentos, que eles enfrentaram desvalorizando suas moedas com maior freqüência do que era a prática

⁴⁶ É concebível que os mercados poderiam ter solucionado sozinhos esse problema atribuindo a moedas de outros países o status de padrão de reserva. Mas a prevalência dos controles e a estreiteza dos mercados impediu que moedas como o marco alemão, o franco e o iene adquirissem um papel de reserva significativamente ampliado. A libra esterlina, única moeda que circulava em um mercado suficientemente grande, tornou-se progressivamente menos atraente como meio para formar reservas por razões explicadas em outra parte deste capítulo.

⁴⁷ Este é um tema da introdução a Gardner (1969) e de Eichengreen e Kenen (1994).

no mundo industrializado.⁴⁸ Tendo crescido em número e constituído suas próprias organizações, os líderes do Terceiro Mundo firmaram a posição de que suas necessidades de financiamento do balanço de pagamentos eram pelo menos tão grandes quanto as dos países industrializados. Eles argumentaram que recursos adicionais deveriam ser alocados diretamente aos países que passavam pelas maiores necessidades (a saber, eles próprios). Eles consideravam o G-10 como um fórum inadequado para solucionar a questão. Os esforços visando aumentar o nível das reservas ficaram, dessa maneira, vinculados à questão de sua distribuição.

As quotas do FMI somavam US\$ 9,2 bilhões ao final de 1958, um montante um pouco maior do que os US\$ 8,8 bilhões originais, em consequência da admissão, ao Fundo, de países que não tinham sido representados em Bretton Woods (bem como em decorrência da não-participação da União Soviética e da saída da Polónia). Reconhecendo a expansão da economia mundial registrada a partir de 1944, chegou-se, em 1959, a um acordo para aumentar em 50% o montante das quotas.⁴⁹ Entretanto, uma vez que o valor em dólares do comércio mundial tinha mais que dobrado desde 1944, o incremento não restabeleceu os recursos do Fundo sequer aos níveis modestos, em relação às transações internacionais, previstos no Plano White. Em 1961, os dez países mais industrializados que posteriormente viriam a formar o G-10 concordaram em emprestar até US\$ 6 bilhões de suas moedas para o Fundo através do *Acordo Geral sobre Empréstimos*. Isso, no entanto, não foi um aumento nas quotas do Fundo; essa decisão simplesmente fez crescer o suprimento de determinadas moedas que o Fundo poderia tornar disponíveis, e o acesso a esses recursos era condicionado em termos satisfatórios para os ministros das Finanças do G-10.⁵⁰ As quotas do Fundo foram aumentadas em 1966, porém em apenas 25%, porque Bélgica, França, Itália e Holanda se opunham a aumentos maiores.⁵¹

Por fim, foi encontrada uma solução na forma da Primeira Emenda dos Artigos de Acordo, que criou os *direitos especiais de saque* (DES). O conflito entre países industrializados e em desenvolvimento, que insistiram, ambos,

⁴⁸ Edwards (1993, p. 411) identifica 69 desvalorizações substanciais entre 1954 e 1971 em cerca de cinquenta países em desenvolvimento.

⁴⁹ Os Estados Unidos, então o país de moeda forte, se opuseram a aumentos nas quotas nas duas primeiras reavaliações quinzenais.

⁵⁰ Ver Horsefield (1969), vol. 1, pp. 510-2.

⁵¹ Elas foram aumentadas pela terceira vez em 1970, em cerca de 30%.

em que lhes fosse alocada uma fatia desproporcional dos recursos adicionais, encontrou uma solução simples e direta na decisão de elevar todas as quotas em um percentual uniforme. Mas o conflito entre países de moedas fracas e de moedas fortes no âmbito do mundo industrializado revelou-se de solução mais difícil. Os países de moeda fraca desejavam créditos adicionais para fins de compensação dos balanços de pagamentos, ao passo que os países de moedas fortes recebiam as consequências inflacionárias de créditos adicionais. Inicialmente, os Estados Unidos se opuseram à criação de um instrumento do tipo dos DES por temer uma diminuição do papel do dólar como moeda-chave. Na reunião anual do FMI em 1964, os franceses, para quem a posição assimétrica do dólar era um motivo muito especial de insatisfação, propuseram a criação de um instrumento desse tipo, mas a idéia foi torpedeada pelos Estados Unidos. De Gaulle, que nunca recuou diante de uma provocação, propôs então o retorno ao padrão ouro como o único caminho que restava para restaurar a simetria ao sistema internacional, e o Banco da França acelerou sua conversão de dólares em ouro.

Essas ameaças veladas apressaram a mudança na opinião oficial nos Estados Unidos. Já haviam se passado cinco anos desde que os passivos norte-americanos em dólares tinham, pela primeira vez, superado as reservas em ouro do país e desde que o preço do ouro em Londres tinha subido significativamente acima do nível no qual o Tesouro norte-americano fixara a paridade do dólar em Nova York, sinalizando que os negociantes de moedas atribuíam uma probabilidade não desprezível a uma desvalorização do dólar. Tendo surgido a percepção de que a posição monetária internacional norte-americana deixara de ser inexpugnável, os Estados Unidos reverteram sua posição em 1965, colocando-se ao lado dos defensores de uma alocação de DES. Chegou-se, finalmente, a um acordo sobre os detalhes por ocasião da reunião do Fundo no Rio de Janeiro, em 1967. A condição imposta pela França traduziu-se em uma provisão de que o esquema poderia ser ativado somente quando o processo de ajustamento estivesse funcionando melhor — em outras palavras, quando os Estados Unidos eliminassem seu déficit no balanço de pagamentos.

Quando os Estados Unidos registraram um superávit em suas contas externas, em 1969, pré-requisito que permitiu que a primeira alocação de DES fosse desembolsada em 1970, o problema já não era uma liquidez inadequada. Os déficits no balanço de pagamentos norte-americano da década de 60 tinham inflado o volume das reservas internacionais e havia boas razões para pensar que a política monetária restritiva de 1969 era apenas temporária. A liquidez foi elevada ainda mais em virtude das políticas monetárias cada vez

mais expansionistas dos outros países industrializados, Liquidez ainda maior, na forma de uma alocação de DES, não era o que se necessitava nesse ambiente inflacionário. Com as inevitáveis demoras nos processos de negociação, as autoridades econômicas terminavam por solucionar problemas passados com implicações contraproducentes para o presente.

Teriam essas instabilidades sido evitadas através de uma alocação antecipada mais generosa de DES? Não resta dúvida de que se as necessidades de liquidez tivessem sido satisfeitas mediante recurso a essas fontes, não teria havido necessidade de aumentar o estoque de saldos oficiais em dólares. Os Estados Unidos, para defender o dólar, teriam sido forçados a controlar seus déficits, o que solucionaria os problemas tanto de Triffin como de De Gaulle. A questão é se o país dispunha dos instrumentos para fazê-lo. Tendo em vista os compromissos militares norte-americanos e a pressão para aumentar os gastos em programas sociais, não havia como recorrer a políticas de redução de despesas. Os desequilíbrios externos podiam ser atacados apenas através de ajustes no câmbio supostamente ajustável, algo que tanto os Estados Unidos como outros países não estavam ainda dispostos a contemplar.

REDUÇÃO NOS CONTROLES E AUMENTO NA RIGIDEZ

Por outro lado, as limitações do mecanismo de ajuste de Bretton Woods ficaram evidentes diante da eliminação das barreiras ao comércio. Com o restabelecimento da conversibilidade nas contas correntes, já não era possível tornar mais rigorosas as exigências das licenças de importação.⁵² Seria possível, ainda, tentar induzir os parceiros comerciais de um país a baixar suas tarifas, uma estratégia que os Estados Unidos adotaram ao propor uma nova rodada de negociações do GATT quando o país registrou um agravamento em sua balança comercial em 1958. Mas, conforme demonstrado pela demora de quatro anos para a conclusão da Rodada Dillon, em 1962, esse mecanismo não funcionou com a velocidade necessária para enfrentar as pressões especulativas.

Ainda assim os governos poderiam tentar corrigir um desequilíbrio através da manipulação da conta de capital. Os controles sobre os movimentos de capital poderiam ser tornados mais rígidos. Poderiam ser tomadas medi-

⁵² Entretanto, havia ecos da estratégia empregada na década de 50 na sobretaxação de 10% sobre os impostos de importação e de consumo estabelecidos pela Grã-Bretanha em 1961, em sua sobretaxa de 15% em 1964 e na sobretaxa de 10% sobre as importações criada pelo presidente em 1971.

das como as que os norte-americanos adotaram através dos Impostos de Equalização de Juros, que desencorajavam os residentes no país a investir em bônus estrangeiros. Mas as tentativas de desestimular saídas de capital serviam apenas para ganhar algum tempo. Elas não eliminavam o problema básico que havia produzido originalmente a tendência de entrada de capital.

Em outras palavras, elas proporcionavam alguma autonomia temporária para conduzir uma política doméstica, mas não constituíam um mecanismo efetivo de ajustamento.

Uma medida da eficácia dos controles de capital é a dimensão dos diferenciais de juros (ajustados em função do desconto futuro sobre o câmbio). Maurice Obstfeld computou esses valores para a década de 60, descobrindo que eles chegavam a 2% para o Reino Unido e eram superiores a 1% para a Alemanha.⁵³ Diferenciais dessa magnitude, que não podem ser atribuídos a expectativas de mudanças no câmbio, confirmam que os controles de capital eram relevantes. Richard Marston comparou as taxas de juro da eurolibra (offshore) e as taxas de juro britânicas (onshore). (A vantagem dessa comparação é que ela anula o risco do país, isto é, a maior probabilidade de um país não honrar suas obrigações que rendem juros.) Entre abril de 1961, quando as taxas de juro da eurolibra começaram a ser anunciadas pelo Banco da Inglaterra, e abril de 1971, o início do fim do Sistema de Bretton Woods, o diferencial médio foi de 0,78%. Marston conclui que os controles "claramente [...] tiveram um efeito bastante sensível sobre os diferenciais de juros".⁵⁴

As implicações para o balanço de pagamentos foram analisadas em um estudo conduzido em 1974 por Pentti Kouri e Michael Porter.⁵⁵ Kouri e Porter descobriram que aproximadamente 50% de uma mudança no crédito doméstico foi neutralizada pelos fluxos internacionais de capital nos casos da Austrália, Itália e da Holanda, e da ordem de 65% a 75% no caso da Alemanha. Esses resultados sugerem que embora os fluxos internacionais de capital tenham respondido a mudanças nas condições de crédito, havia ainda alguma margem para uma política monetária autônoma. Os bancos centrais podiam, ainda, modificar as condições monetárias sem ver o crédito doméstico escoar,

⁵³ Ver Obstfeld (1993b). Aliber (1978), Dooley e Isard (1980) empreenderam análises similares e chegaram a conclusões semelhantes.

⁵⁴ Marston (1993), p. 523.

⁵⁵ Kouri e Porter (1974).

dólar a dólar, para o exterior. Em face da relutância dos governos em alterar a taxa de câmbio ou comprimir a demanda doméstica, a utilização de controles para influenciar os fluxos de capital era o único mecanismo disponível para conciliar os equilíbrios interno e externo no curto prazo.

Não resta dúvida de que, com o restabelecimento da conversibilidade nas contas correntes, ficou mais difícil aplicar os controles de capital. Era mais fácil superfaturar e subfaturar o comércio e contrabandear fundos para o exterior. O crescimento das companhias multinacionais criou mais um canal para transações na conta de capital, assim como o desenvolvimento dos mercados de euromoedas. Depois que os controles sobre as transações bancárias na Europa foram relaxados, os bancos com sede em Londres começaram a aceitar depósitos em dólares, atraindo fundos de bancos norte-americanos cujos rendimentos sobre os depósitos eram limitados pelo Regulamento Q. Os correntistas com contas em eurodólares, quando começavam a temer pela estabilidade do dólar, podiam converter seu dinheiro em euromarcos alemães. Embora o volume de transações com euromoedas fosse limitado, os controles sobre os movimentos de capital impostos pelo governo norte-americano nas fronteiras eram menos eficazes, uma vez que já havia uma massa de dólares no exterior.

Por que os países relutavam tanto em desvalorizar suas moedas em resposta a desequilíbrios externos? Essa é, talvez, a questão mais polêmica na literatura sobre Bretton Woods. De fato, os arquitetos do sistema, preocupados com as perturbações no comércio que poderiam ser causadas por frequentes ajustes de paridade, tinham procurado limitá-las. A exigência de que os países obtivessem aprovação do Fundo antes de mudar as paridades de suas moedas desencorajava essa prática em razão do risco de que suas intenções pudessem vaziar para o mercado. Desvalorizações e revalorizações frequentes e pequenas, que podiam ser promovidas sem consulta ao Fundo, poderiam ser apenas desestabilizadoras; elas seriam consideradas não só muito pequenas para eliminar o desequilíbrio básico, como também uma prova de que as autoridades estariam dispostas a contemplar novas mudanças no câmbio — ambas, especulações tendentes a intensificar os fluxos de capital. Essa foi a lição extraída das revalorizações alemã e holandesa em 1961. E a permissão para que um país desvalorizasse sua moeda em um diferencial significativo apenas se houvesse evidências de um desequilíbrio fundamental impedia uma desvalorização em antecipação à manifestação de sérias dificuldades. A possibilidade de que pressões crescentes poderiam, em última instância, não refletir um desequilíbrio fundamental obrigou os governos a reiterar seus compromissos para com a taxa de câmbio prevalecente

com o objetivo de evitar provocar saídas de capital e agravar as dificuldades correntes. Uma inversão de curso seria uma fonte de sério prejuízo à imagem dos governos.⁵⁶

A inflexibilidade das taxas de câmbio sob esse sistema de “flexibilidade administrada” decorreu desses incentivos perversos. O problema se intensificou com o crescimento da mobilidade do capital e da crescente porosidade dos controles de capital. As fragilidades externas poderiam desencadear uma torrente de fugas de capital. Os governos tinham de manifestar-se cada vez mais enfaticamente e adotar medidas de crescente rigor para defender suas moedas. Promover uma desvalorização significava admitir um grande fracasso.⁵⁷

Além disso, não havia grande margem para aumentar as taxas de juro e aplicar medidas fiscais restritivas para conter os déficits nos balanços de pagamentos. O contrato social no pós-guerra, através do qual os trabalhadores moderaram suas exigências salariais sob a condição de que os capitalistas investissem seus lucros, continuou atraente apenas enquanto o pacto continuou proporcionado um crescimento elevado. Assim, John F. Kennedy concorreu à presidência em 1960 prometendo um crescimento de 5%. Nas eleições gerais britânicas de 1962, ambos os partidos prometiam 4% de crescimento.⁵⁸ Promessas assim deixaram pouca margem para políticas de redução de gastos.

⁵⁶ Akiyoshi Horiuchi (1993, p. 1.021), referindo-se ao Japão, que sofreu problemas em seu balanço de pagamentos até meados da década de 60, escreve que o governo “recusou-se a tentar restaurar o equilíbrio nas contas externas através de uma desvalorização do iene por temer que isso poderia ser considerado como uma admissão pública de alguns erros factuais em suas políticas econômicas”. Nas palavras de John Williamson (1977, p. 6), “mudanças nas taxas de câmbio eram relegadas ao status de confissões de que o processo de ajuste tinha fracassado”. As evidências recolhidas por Richard Cooper (1971) de que as desvalorizações de moedas em países em desenvolvimento eram frequentemente seguidas pela demissão de um ministro das Finanças ilustram o fato de que esse embaraço podia implicar custos substanciais. Uma revalorização era, naturalmente, menos embaraçosa para os países de moedas fortes. Mas essa decisão prejudicava os exportadores, um grupo de interesse concentrado e, portanto, implicava custos políticos. Não era possível recorrer a ela com uma liberdade que resolvesse os dilemas de Bretton Woods.

⁵⁷ Leland Yeager, escrevendo em 1968, enfatizou a relutância dos governos em ajustar as taxas de câmbio “por temerem comprometer a confiança e agravar o problema da especulação”. Ver Yeager (1968), p. 140.

⁵⁸ Outras discussões sobre essa questão encontram-se em James (1995).

Tudo isso torna algo surpreendente a sobrevivência do Sistema de Bretton Woods até 1971. Grande parte da explicação reside na cooperação internacional entre governos e bancos centrais.⁵⁹ Muito à semelhança de quando a cooperação para preservação do regime deu sustentação ao padrão ouro nos momentos de crise, o suporte internacional às moedas fundamentais permitiu que o Sistema de Bretton Woods, embora abalado, persistisse. Presidentes e funcionários de bancos centrais reuniam-se mensalmente na sede do BIS, em Basileia. O Grupo de Trabalho 3 da Comissão de Política Econômica da OCDE constituiu-se em fórum para a troca de informações e aconselhamento.⁶⁰ Em 1961, em resposta a pressões sobre a libra esterlina decorrentes da revalorização do marco alemão, em 4 de março os bancos centrais mais importantes negociaram um *acordo de "swap"* estabelecendo que eles conservariam temporariamente saldos de moedas fracas, em vez de exigir a conversão das mesmas em ouro. Em 1961, a Grã-Bretanha recebeu uma ajuda de quase US\$ 1 bilhão segundo as provisões desses acordos. Em 1964, quando a libra sofreu novamente um ataque, o Federal Reserve Bank de Nova York ofereceu à Grã-Bretanha uma linha especial de crédito de US\$ 3 bilhões. Na prática, o tipo de cooperação entre bancos centrais que tinha sido uma característica da década de 20 foi restabelecido depois de um hiato de mais de trinta anos.

Outros exemplos de cooperação são o Acordo Geral sobre Empréstimos e a proibição alemã e suíça ao pagamento de juros sobre depósitos estrangeiros.⁶¹ O *Gold Pool* instituído em novembro de 1961 pela Grã-Bretanha, Suíça e pelos membros da *Comunidade Econômica Européia* (CEE) pode também ser entendido sob essa luz. Em 1961, a proporção entre os montantes de dólares e de ouro fora dos Estados Unidos tinha subido acima dos níveis considerados suportáveis, para US\$ 35 por onça de ouro. O preço relativo do dólar começou a cair (em outras palavras, o preço de mercado do ouro começou a subir para mais de US\$ 35). Nessa mesma medida, tornou-se vantajoso para os bancos centrais exigir do Tesouro norte-americano a conversão de dólares em ouro. Os países industrializados, por essa razão, criaram

⁵⁹ Embora esse seja um tema corrente ao longo deste livro, sua particular relevância no período de Bretton Woods é enfatizada por Fred Block (1977).

⁶⁰ Sobre essas iniciativas, ver Roosa (1965) e Schoorl (1995).

⁶¹ A Alemanha proibiu o pagamento de juros apenas sobre novos depósitos de estrangeiros, enquanto os suíços, na verdade, impuseram um imposto de 1% sobre os depósitos de estrangeiros.

o "Gold Pool", estabelecido em um acordo pelo qual eles se comprometeram a não converter seus dólares e a vender ouro de suas reservas, em um esforço para aliviar as pressões sobre os Estados Unidos.⁶²

Essa ajuda externa teve um custo para os governos e bancos centrais envolvidos, pois eles não tinham qualquer garantia de receber o pagamento em dia de seus créditos de curto prazo.⁶³ Eles estavam relutantes em oferecer ajuda, a menos que os países beneficiários se comprometessem com um ajuste, garantindo que a ajuda seria em montante limitado e que produziria os resultados desejados. Quando os Estados Unidos se negaram a subordinar outros objetivos econômicos e políticos à defesa do preço do ouro em dólares, seus parceiros se mostraram menos dispostos a emprestar apoio à moeda norte-americana. Grã-Bretanha, Suíça e os membros da Comunidade Econômica Européia tinham contribuído com um total de 40% do ouro vendido no mercado londrino; quando a relutância dos norte-americanos em promover um ajuste ficou evidente, aqueles países concluíram que seriam forçados a contribuir com uma fração cada vez maior do total. A França, cética como sempre em relação a esse tipo de acordo, abandonou o "Gold Pool" em junho de 1967, obrigando os Estados Unidos a aumentar sua participação. Quando a desvalorização da libra comprometeu a confiança no dólar, forçando os membros do "pool" a vender US\$ 800 milhões de ouro em um mês, o destino estava escrito. O fim do acordo veio na primavera seguinte. Para impedir o esgotamento do ouro do Fed, permitiu-se a elevação do preço do metal em transações entre particulares, embora o preço pelo qual ele era negociado em transações oficiais fosse mantido inalterado. Quando o preço nos mercados privados disparou para mais de US\$ 40, passou a ser consideravelmente vantajoso para outros bancos centrais obter ouro do Fed por US\$ 35 a onça. O custo do suporte ao dólar tornou-se claro aos olhos de outros bancos centrais. A consequência lógica foi o colapso do sistema monetário internacional estabelecido em Bretton Woods.

⁶² Na prática, o esquema foi implementado através de bancos centrais estrangeiros, e o BIS ficou encarregado de dar empréstimos em moedas estrangeiras e dólares. Normalmente, o Fed tomava empréstimos para adquirir dólares mantidos no exterior, em vez de vender ouro.

⁶³ Quando os créditos de curto prazo obtidos através do mecanismo do "Gold Pool" começaram a maturar, o Tesouro norte-americano tentou colocar bônus Roosa (bônus do governo garantidos contra perdas de capital devidas à desvalorização do dólar) junto a bancos centrais estrangeiros, aumentando o prazo de vencimento dos empréstimos tomados. Este, portanto, é um exemplo de uma situação na qual a tomada de empréstimos de curto prazo não foi honrada rapidamente. Ver Meltzer (1991).

Esse colapso vinha sendo adiado há anos porque os Estados Unidos haviam reforçado os controles de capital. Depois da adoção dos *Impostos de Equalização de Juros* em setembro de 1964, veio a aplicação de restrições sobre transferências de recursos de bancos e empresas para o exterior, conforme descrito acima. Esses controles foram apertados em 1965, coincidindo com a escalada do envolvimento norte-americano no Vietnã, e, novamente, em 1966 e 1968.

A BATALHA EM DEFESA DA LIBRA

Duas manifestações dessas pressões foram as batalhas em defesa da libra esterlina e do dólar norte-americano. Como vimos acima, o esforço para tornar e manter a libra conversível nas transações em contas correntes data de 1947. Os Estados Unidos viram a libra como a primeira linha de defesa do dólar. A libra permaneceu como a segunda mais importante moeda de reserva; para os países membros da Commonwealth britânica, ela era a principal forma de reservas internacionais. Se a libra fosse desvalorizada, isso abalaria a confiança em todo o sistema de reservas monetárias. Poucos observadores tinham esquecido 1931, quando o abandono do padrão pela Grã-Bretanha tinha feito com que os fundos de investimento abandonassem suas posições em dólares e obrigado o Fed a elevar suas taxas de juro.

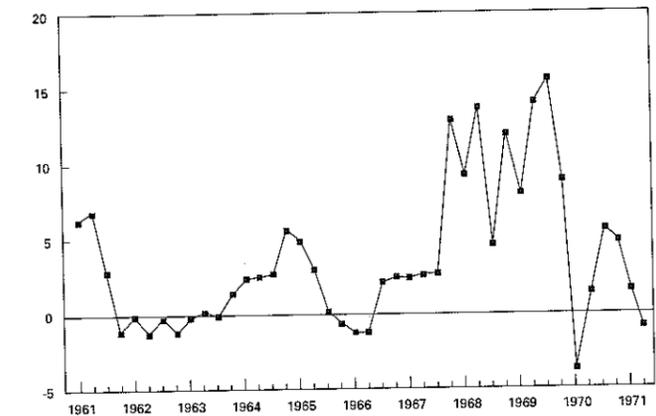
Os governos britânicos, ao procurar defender a taxa de câmbio de US\$ 2,80, operavam sob sérias limitações. A produção do país crescia lentamente em comparação com a da Europa ocidental e dos Estados Unidos.⁶⁴ A estrutura fragmentada do movimento sindical britânico tornava difícil coordenar as negociações, conter os salários e fomentar investimentos na linha mais corporativista de outros estados europeus. O passivo externo era grande e os esforços para preservar o status de moeda de reserva da libra esterlina aumentavam a vulnerabilidade financeira do país. Se alguma nação tinha um argumento para deixar sua moeda flutuar, esta era a Grã-Bretanha. A possibilidade de tornar a libra conversível e seu câmbio flutuante foi considerada em 1952 (através de uma proposta que veio a ser conhecida como Plano ROBOT, uma sigla derivada dos nomes de seus proponentes: Rowan, Bolton e Otto Clarke), porém rejeitada em razão dos temores de que uma libra flu-

⁶⁴ Ela cresceu 2,7% anualmente na década de 50, em comparação com 3,2% nos Estados Unidos e 4,4% na Europa ocidental como um todo. As estatísticas equivalentes para a década de 60 foram 2,8% para o Reino Unido, 4,3% para os Estados Unidos e 4,8% para a Europa ocidental. Calculado a partir de van der Wee (1986).

tuante seria instável e de que uma depreciação repentina provocaria inflação e turbulência na esfera trabalhista.⁶⁵ Em vez disso, a Grã-Bretanha trilhou o longo e áspero caminho que conduziu à retomada da conversibilidade a uma taxa fixa ao final de 1958.

O gráfico 4.2 mostra uma estimativa das taxas de desvalorização esperadas (a probabilidade implícita de desvalorização multiplicada pela dimensão esperada da desvalorização, caso ela viesse a ocorrer).⁶⁶ A marcha ascendente

Gráfico 4.2
Taxa esperada de desvalorização da libra frente ao marco alemão, 1961-71
(percentual por ano)



Fontes: Cálculos do autor. Taxas de juros da libra fixadas pelo Banco da Inglaterra, *Quarterly Bulletin*, diversas edições. Outros dados: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, diversos anos.

⁶⁵ Segundo essa proposta, permitir-se-ia que a libra flutuasse dentro de uma banda larga, de US\$ 2,40 a US\$ 3,20. Entretanto, um câmbio flutuante teria desrespeitado os Artigos de Acordo e descartado um acesso aos recursos do Fundo. É verdade que alguns países, especialmente o Canadá, realmente adotaram o câmbio flutuante na década de 50, mas o Canadá registrou entradas de capital durante o período, e nunca chegou a contemplar a possibilidade de recorrer a saques do FMI.

⁶⁶ Essas estimativas foram obtidas através do método do ajuste de tendência — ou seja, subtraindo a taxa esperada de desvalorização do câmbio dentro da banda (calculada fazendo a regressão da taxa de câmbio efetiva em função de um termo constante e da posição da taxa dentro da banda) do percentual de desconto a termo. Os valores plotados no gráfico 4.2 foram obtidos utilizando uma regressão que inclui uma variável fictícia para o período anterior ao terceiro trimestre de 1967 como uma variável independente adicional (embora

das expectativas de desvalorização em 1961 é notável. O crescimento havia acelerado no período de 1959-60, fomentando importações e transformando um modesto superávit na conta corrente em um déficit substancial. Problemas de competitividade de preços impediam que as exportações reagissem. As receitas dos serviços exportados haviam estagnado, numa preocupante repetição do que ocorrera em 1931. O buraco foi preenchido pela entrada de capitais de curto prazo atraídos por taxas de juro mais elevadas. A taxa de desconto do Banco da Inglaterra foi aumentada em um ponto percentual, para 5%, em janeiro de 1961, e em mais dois pontos percentuais em junho. Depois de ser reduzida para 5,5% e 5%, em outubro e dezembro, respectivamente, ela foi trazida de volta para 7% em julho seguinte. Os aumentos nas taxas de juros foram acompanhados de um aperto fiscal. O orçamento aprovado em abril de 1961 pelo governo projetava uma diminuição no déficit global. Em julho, o ministro das Finanças anunciou uma sobretaxa de 10% sobre as taxas de importação e diversos cortes nos gastos. Como mostra o gráfico 4.2, essas medidas conseguiram acalmar os mercados.

Este era o tipo de política de contenção de despesas que os países normalmente evitavam tomar no cenário de Bretton Woods. A Grã-Bretanha não era exceção; as medidas de austeridade adotadas em 1961 não foram particularmente grandes. De qualquer forma, as medidas fiscais foram qualificadas como temporárias. Tolerou-se que o desemprego subisse apenas de 1,6% em 1961 para 2,1% em 1962. A política foi ajustada apenas o suficiente para mostrar à comunidade internacional a firmeza do governo. Em março de 1961, os bancos centrais europeus fizeram uma pesada intervenção em defesa da libra. A Grã-Bretanha sacou US\$ 1,5 bilhões do FMI, que colocou outros US\$ 500 milhões à disposição do país na forma de um acordo de "stand-by". Pode-se dizer que tanto a ajuda externa quanto as medidas domésticas tranqüilizaram os mercados.

O ano de 1962 transcorreu sem acidentes de percurso, mas 1963 foi marcado por eventos como o inverno mais rigoroso em mais de um século

seu coeficiente resulte pequeno e estatisticamente insignificante). Os controles de capital implicam complicações para esta abordagem, uma vez que as diferenças nas taxas de retorno denominadas em moedas domésticas em relação à libra e ao dólar incorporarão não apenas expectativas de mudanças no câmbio, como também os custos de driblar os controles. Embora o emprego de diferenciais de euromoedas contorne este problema, introduz outro, uma vez que durante o intervalo inicial desse período os euromercados eram relativamente rarefeitos. A despeito dessa ressalva, foram obtidos resultados bastante similares nos cálculos utilizando diferenciais de juros no euromercado, em vez do desconto a termo.

(que fez crescer o desemprego), o veto de De Gaulle à participação da Grã-Bretanha na Comunidade Econômica Européia e a incerteza pré-eleitoral. Em janeiro de 1964 registrou-se um déficit recorde no comércio de mercadorias, ao mesmo tempo em que a economia novamente crescia rapidamente e o governo conservador mostrava-se relutante em adotar medidas deflacionárias às vésperas de uma eleição. Em outubro aconteceu a eleição do primeiro governo trabalhista em treze anos.

O recém-formado gabinete de Harold Wilson rejeitou a desvalorização. Ele temia as conseqüências inflacionárias em uma economia já se aproximando do pleno emprego e receava que o Partido Trabalhista ficasse estigmatizado como o partido que habitualmente desvalorizava a moeda.⁶⁷ A única alternativa disponível para o governo era impor medidas fiscais deflacionárias, o que ele hesitava em fazer. Quando essa relutância foi confirmada no discurso em que o ministro das Finanças divulgou o orçamento, em novembro, a crise se agravou. Ela foi superada apenas quando o governo apertou os controles de capital e obteve um crédito de "stand-by" de US\$ 1 bilhão junto ao FMI e uma linha de crédito adicional de US\$ 3 bilhões junto a onze países. Os Estados Unidos insistiram com os britânicos para que evitassem a desvalorização, temendo que o contágio das pressões especulativas pudesse afetar o dólar, e assumiram a liderança na organização de um apoio externo.

Mas, na ausência de ajustes mais fundamentais, a ajuda externa podia apenas retardar o inevitável. O gráfico 4.2 indica não apenas uma renovada tendência de baixa (linha ascendente, no gráfico) em 1966, mas também que as expectativas cada vez mais pessimistas foram contidas na primeira metade de 1967 por medidas de austeridade fiscal e créditos estrangeiros adicionais de US\$ 1,3 bilhão. O fechamento do Canal de Suez durante a Guerra dos Seis Dias, em 1967, ao sinalizar novas perturbações no comércio, não facilitou as coisas, mas Wilson tinha esperanças de poder superar as dificuldades, prevendo que a economia americana logo começaria a registrar um crescimento acelerado, pois 1968 seria um ano eleitoral. Entretanto, quando Maurice Couve de Murville, o ministro francês das Relações Exteriores — desapontado com o fato de o governo britânico não ter adotado medidas adequadas de ajuste —, manifestou dúvidas em relação à estabilidade da li-

⁶⁷ Ver Cairncross e Eichengreen (1983), p. 164. Esse motivo de oposição à desvalorização por parte de governos de esquerda é um lugar-comum. Ver, para uma comparação, no capítulo 5, uma abordagem à atitude do governo socialista francês em 1981.

bra, suscitando incertezas sobre se seria razoável esperar ajuda externa adicional, as condições sofreram uma sensível deterioração.⁶⁸

Diante desse cenário, ocorreram fugas de capital. O FMI condicionou a concessão de créditos à adoção de rigorosas medidas deflacionárias, algo que o governo britânico relutava em aceitar. Isso não deixou alternativas à desvalorização. O valor da libra no exterior caiu 17% em 18 de novembro de 1967. Num reflexo da liberalização dos mercados de capital e da velocidade de evolução dos acontecimentos, o FMI foi avisado com apenas uma hora de antecedência (quando, em 1949, fora avisado 24 horas antes).

A CRISE DO DÓLAR

Em outubro de 1960, o preço do ouro nos mercados privados disparou para até US\$ 40 por onça. A vitória de John F. Kennedy na eleição presidencial no mês seguinte resultou em fugas de capital e em novos aumentos no preço do ouro em dólares. Foi como se os mercados, repetindo sua reação à eleição de Roosevelt em 1932, temessem que o novo presidente, que havia prometido aos norte-americanos “pôr o país novamente em movimento”, pudesse considerar necessário desvalorizar o dólar.⁶⁹

O fato de os mercados reagirem dessa maneira é indicativo de como o mundo tinha mudado desde a década de 40, quando os US\$ 35 por onça de ouro pareciam um referencial imutável.⁷⁰ A dinâmica do Sistema de Bretton Woods, que, nos Estados Unidos, gerara reservas mediante a acumulação de passivos oficiais no exterior sobre cada vez menos ouro, colocou a moeda numa posição cada vez mais semelhante à da libra esterlina no período que se seguiu à Segunda Guerra Mundial. As conseqüências seriam administráveis apenas se os Estados Unidos fortalecessem sua conta corrente; como haviam

⁶⁸ Os leitores familiarizados com a história financeira recente reconhecerão o paralelo com os comentários feitos por Helmut Schlesinger, presidente do Bundesbank, em 1992. A inexistência de condições de crise até as semanas finais antes da desvalorização assemelha-se tanto a 1931 como a 1992 (como veremos no próximo capítulo). As memórias do primeiro-ministro Wilson confirmam a impressão resultante de nossas estimativas das expectativas de desvalorização: de que os mercados não atribuíam uma probabilidade significativa à desvalorização até imediatamente antes da crise. Wilson (1971), p. 460.

⁶⁹ Na verdade, Kennedy se opunha totalmente a isso, considerando a estabilidade do dólar como uma questão de prestígio. Ver Sorensen (1965), pp. 405-10.

⁷⁰ A mensagem foi reforçada quando alemães e holandeses promoveram uma revalorização de 5% em 5 de março de 1961, novamente sugerindo que, em lugar do dólar, poderia haver outras moedas mais atraentes nas quais investir.

feito no Reino Unido na década de 40, os observadores especularam que poderia ser necessário promover uma desvalorização. O governo norte-americano, como ocorrera anteriormente com o governo britânico, procurou conter a pressão adotando controles sobre a movimentação de capitais, e em seguida, ao se aproximar o fim, aplicando uma sobretaxa às importações.

Antes de deixar o cargo em janeiro de 1961, o presidente Dwight D. Eisenhower assinou uma ordem executiva proibindo os norte-americanos de manter ouro no exterior. Kennedy, então, proibiu os cidadãos norte-americanos de guardar moedas de ouro. Ele promoveu um aumento de pessoal responsável por assuntos de comércio nas embaixadas norte-americanas, num esforço para aumentar as exportações. As exigências para concessão de vistos foram simplificadas, numa tentativa de elevar as receitas do turismo, e foram ampliadas as linhas de seguro de créditos de exportação do *Export-Import Bank*. O Tesouro realizou experiências com a emissão de bônus denominados em moedas estrangeiras e o Federal Reserve, como agente do Tesouro, interveio no mercado a termo.⁷¹ Em 1962, com o objetivo de estimular a manutenção de saldos oficiais em dólar, o Congresso eliminou os limites que tinham sido impostos aos depósitos a prazo mantidos por autoridades monetárias estrangeiras. Os Impostos de Equalização de Juros sobre as compras norte-americanas de títulos emitidos por outros países industrializados, propostos em julho de 1963 e implementados em setembro de 1964, diminuíram o rendimento, após a dedução dos impostos, dos títulos estrangeiros de longo prazo em aproximadamente 1%. Em 1965 foram adotadas restrições voluntárias sobre as concessões de empréstimos no exterior pelos bancos comerciais norte-americanos e estendidas às companhias de seguros e fundos de pensão. Em janeiro de 1968, algumas dessas restrições sobre intermediários financeiros passaram a ser obrigatórias.

O elenco de artifícios aos quais recorreram as administrações Kennedy e Johnson tornou-se, inquestionavelmente, motivo de grande embaraço. Elas admitiam a gravidade do problema do dólar, embora demonstrassem uma disposição para atacar apenas os sintomas, e não as causas. Enfrentar as causas exigiria promover uma reforma no sistema internacional de uma maneira que reduziria o papel do dólar como moeda de reserva, algo que os Estados Unidos ainda não estavam dispostos a contemplar.

O que permitiu manter essa situação, de outra forma insustentável, foi

⁷¹ Em 1962, o Federal Reserve retomou suas intervenções no mercado de câmbio por sua própria iniciativa pela primeira vez desde a Segunda Guerra Mundial.

a cooperação internacional. Já examinamos um exemplo desse tipo de colaboração: o "London Gold Pool". Além disso, em 1962-63, o Federal Reserve negociou uma série de acordos de "swap" através dos quais os bancos centrais estrangeiros concediam empréstimos de suas moedas. O Fed promoveu intervenções nos mercados à vista e a termo para dar sustentação ao dólar, e o Bundesbank, banco central alemão, e outros bancos centrais europeus engajaram-se em uma intervenção coordenada com o mesmo objetivo. Os bancos centrais estrangeiros adquiriram os bônus Roosa (bônus do governo norte-americano garantidos contra perdas de capital resultantes de desvalorizações do dólar, assim denominados em referência a Robert Roosa, subsecretário do Tesouro norte-americano) a despeito da limitada negociabilidade dos mesmos.

Em última instância, a ameaça americana era "chutar o pau da barraca": desestabilizar os sistemas de comércio e monetário, caso os bancos centrais estrangeiros não dessem apoio ao dólar e os governos estrangeiros não estimulassem as importações de mercadorias dos Estados Unidos. Os governos estrangeiros deram sustentação ao dólar porque ele era o eixo do Sistema de Bretton Woods, e porque não havia um consenso em torno de como esse sistema poderia ser reformado ou substituído.

Mas os governos e bancos centrais estrangeiros não estavam dispostos a ceder ilimitadamente. Nenhum deles, em meio ao clima predominante de incertezas em relação a reformas, via com bons olhos o colapso do Sistema de Bretton Woods, mas poderia chegar um momento em que as medidas necessárias para defendê-lo fossem inaceitáveis. A idéia de que o Bundesbank poderia engajar-se em operações de compra de dólares em larga escala, por exemplo, despertou nos alemães temores em relação à inflação. Para que a Alemanha desse sustentação ao dólar através de intervenções no câmbio seria necessário que os preços na Alemanha e nos Estados Unidos subissem juntos no médio prazo. Apesar de a inflação norte-americana não ser ainda excessiva do ponto de vista alemão, havia o risco de que isso viesse a ocorrer, especialmente se a escalada na Guerra do Vietnã fizesse com que os Estados Unidos subordinassem a defesa da estabilidade de preços e do câmbio a outros objetivos. E quanto maior o apoio estrangeiro, mais forte a tentação, para os Estados Unidos, de desconsiderar as conseqüências de suas políticas na inflação e no balanço de pagamentos; e menos aceitáveis as conseqüências para a Alemanha, que temia a inflação, e para a França, que recordava a recusa de outros países a ajudar a financiar as campanhas militares francesas. O fato de que essa cooperação foi estabelecida sobre uma base improvisada, e não através do FMI, tornou muito mais difícil implementar efetiva-

mente a condicionalidade. Isso deixou os governos estrangeiros menos confiantes de que poderiam esperar ajustes na política norte-americana.

Na verdade, não são absolutamente convincentes as evidências de inflação excessiva, expansão monetária e déficits orçamentários nos Estados Unidos.⁷² Entre 1959 e 1970, o período da conversibilidade no Sistema de Bretton Woods, a inflação nos Estados Unidos, de 2,6%, era menor do que a de qualquer outro país do G-7. A taxa de expansão monetária, medida pelo M1, foi menor nos Estados Unidos do que nos demais países do G-7 em cada ano entre 1959 e 1971.⁷³ E a despeito das queixas generalizadas sobre a frouxidão da política fiscal dos Estados Unidos, os déficits orçamentários norte-americanos não eram excepcionalmente grandes.⁷⁴

Como, então, poderia a inadequada disciplina monetária e fiscal nos Estados Unidos ter provocado uma corrida contra o dólar? A resposta é que não foi suficiente para os Estados Unidos simplesmente nivelar sua taxa de inflação com as de outros países. Depois de equacionada a reconstrução do pós-guerra, as economias mais pobres da Europa e o Japão podiam crescer mais rapidamente do que a dos Estados Unidos simplesmente em virtude de terem partido de um patamar inferior ao do líder em tecnologia. E os países de crescimento rápido, partindo de níveis inferiores de renda, podiam aceitar taxas de inflação relativamente aceleradas (conforme aferidas por medidas válidas para a economia como um todo, como o deflator do PNB). À medida que as rendas cresceram, aumentou o preço relativo dos serviços, setor no qual a margem para um crescimento de produtividade é menor (um fenômeno denominado *efeito Balassa-Samuelson*). Uma vez que poucos produtos do setor de serviços são comercializados internacionalmente, a elevação relativamente rápida nos preços setoriais apareceu no deflator do PNB, mas não comprometeu a competitividade. Por isso, a Europa e o Japão, que estavam crescendo mais rapidamente do que os Estados Unidos, podiam incor-

⁷² Este fato é enfatizado por Cooper (1993).

⁷³ Se os números forem ajustados para se levar em conta a taxa de crescimento mais rápida da produção (e da demanda por dinheiro) fora dos Estados Unidos, o quadro se modifica apenas ligeiramente; 1961 foi o último ano no qual a taxa de crescimento dos meios de pagamento menos a taxa de crescimento da produção no restante dos países do G-7 foi menor do que nos Estados Unidos, e, ainda assim, apenas marginalmente. E o comportamento dessas variáveis não prenunciava uma aceleração da inflação para o futuro. O diferencial, para maior, nas taxas de crescimento dos meios de pagamento nos demais países do G-7 em relação à dos Estados Unidos cresceu nos anos finais do Sistema de Bretton Woods.

⁷⁴ Sobre política monetária, inflação e déficits orçamentários, ver Darby, Gandolfi, Lothian, Schwartz e Stockman (1983), e Bordo (1993).

rer em taxas de inflação mais altas.⁷⁵ O Japão, por exemplo, registrou taxas de inflação que eram altas pelos padrões internacionais durante todo o período de Bretton Woods (ver gráfico 4.3).

Ao absorver dólares, em vez de obrigar os Estados Unidos a desvalorizar sua moeda, os bancos centrais estrangeiros permitiram que suas taxas de inflação aumentassem ainda mais.⁷⁶ Mas havia limites para esse processo: a Alemanha, por exemplo, não estava disposta a aceitar taxas de inflação muito superiores a 3%.⁷⁷ Na ausência de mudanças na taxa de câmbio do dólar, a inflação nos Estados Unidos, portanto, tinha que ser mantida significativamente abaixo daquele nível. Embora a Alemanha tivesse promovido uma revalorização modesta em 1961 e 1969, havia uma hesitação, pelas razões detalhadas acima, em modificar as taxas de câmbio. Poderia ocorrer um ajuste apenas fazendo a taxa de inflação norte-americana baixar a um patamar inferior ao dos demais países do G-7.⁷⁸ E em um mundo de mercados líquidos, até mesmo uma pequena divergência de políticas sustentáveis poderia provocar uma crise.⁷⁹

⁷⁵ Esta mesma questão surge em nossa discussão sobre as causas da crise no Sistema Monetário Europeu em 1992. Uma explicação comumente dada para essa crise concentra-se na análise da inflação em países como Espanha e Portugal. Mas, pelo fato de estes serem dois dos países de receitas relativamente baixas que registravam os mais rápidos crescimentos na Comunidade Européia, o diferencial de inflação pode, novamente, exagerar a perda de competitividade em consequência do efeito Balassa-Samuelsen.

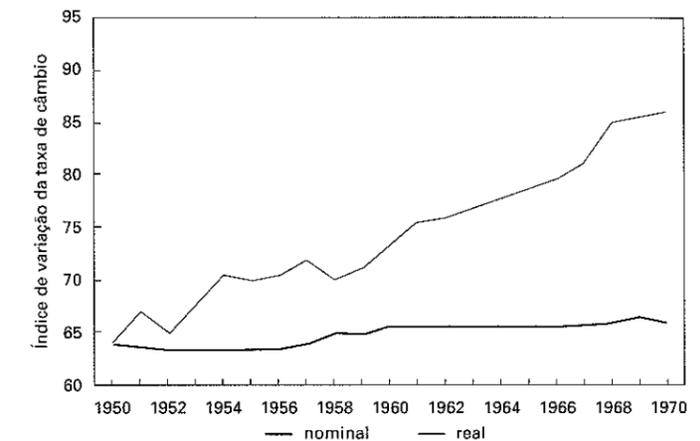
⁷⁶ Esta é uma maneira de compreender como a inflação norte-americana podia ser menor do que a inflação no exterior, e como os Estados Unidos podiam, mesmo assim, ser o motor do processo.

⁷⁷ A taxa média de crescimento do deflator do PIB alemão foi de 3,2% durante o período da conversibilidade acordada em Bretton Woods. A média para os países do G-7 foi de 3,9%. Novamente, ver Bordo (1993).

⁷⁸ Os paralelos com a crise do Sistema Monetário Europeu (SME) de 1992 são notáveis. Em 1992, foi novamente necessário que os níveis de preços em outros países subissem menos rapidamente do que na Alemanha, resultante, naquela instância, do redirecionamento da demanda para os produtos da indústria alemã associados à unificação da Alemanha. Em razão de o Bundesbank recusar-se a aceitar uma aceleração substancial da inflação, e não estar disposto a modificar as taxas de câmbio no âmbito da CE, poderia ocorrer um ajuste apenas através de deflação no exterior, algo que os parceiros da Alemanha no SME julgavam de difícil materialização (como os Estados Unidos haviam feito na década de 60). Em 1991-92, as taxas de inflação em outros países do SME, como a França, caíram efetivamente abaixo da taxa de inflação alemã, porém não na margem necessária para a obtenção da estabilidade no balanço de pagamentos e no câmbio. Em todos esses aspectos, portanto, o dilema desses países era semelhante ao enfrentado pelos Estados Unidos na década de 60.

⁷⁹ Peter Garber (1993) mostra como o efeito cumulativo de pequenas divergências políticas culminou em um ataque especulativo contra o dólar em 1971.

Gráfico 4.3
Taxa de câmbio real e nominal do iene japonês, 1950-70



Fonte: Penn World Table (mark V), descrito em Summers e Heston (1991). Observação: O índice de variação da taxa de câmbio real é igual ao nível de preços no Japão dividido pela média geométrica do nível de preços do dólar em onze países da OCDE.

Na primavera de 1971, registraram-se enormes fluxos do dólar para o marco alemão. A Alemanha, temendo a inflação, interrompeu a intervenção e permitiu que o marco flutuasse para patamares mais elevados. A Holanda fez o mesmo. Outras moedas européias foram apreciadas. Mas o abandono de posições em dólares, uma vez iniciada a fuga, não foi contido com facilidade. Na segunda semana de agosto, a imprensa noticiou que a França e a Grã-Bretanha planejavam converter dólares em ouro. Durante o fim de semana de 13 de agosto, a administração Nixon fechou o guichê do ouro, suspendendo o compromisso de entregar ouro a governos credores em dólares a US\$ 35 por onça ou a qualquer outro preço. O governo americano impôs uma sobretaxa de 10% sobre a importação de mercadorias para pressionar outros países a valorizar suas moedas, dessa forma poupando-se do embarço de precisar desvalorizar o dólar. Em vez de realizar consultas com o FMI, os Estados Unidos comunicaram sua decisão ao diretor-gerente do Fundo como um fato consumado.

Ao longo dos quatro meses seguintes, os países industrializados envolveram-se em prolongadas negociações sobre a reestruturação do sistema monetário internacional, que culminaram com um acordo obtido na Conferência Smithsonian, em Washington. Por insistência dos países europeus, a des-

valorização do dólar foi limitada a modestos 8%. O restante da mudança nos preços relativos foi implementado através da valorização do iene, do franco suíço, do marco alemão e das moedas do Benelux. As bandas de flutuação foram alargadas de 1% para 2,25%. A sobretaxa nas importações norte-americanas foi eliminada. Mas os Estados Unidos não se sentiam compelidos a reabrir o guichê do ouro; se as âncoras cambiais fossem mantidas, isto agora ocorreria unicamente como resultado da intervenção dos governos e dos bancos centrais importantes. O ajuste dependeria dos efeitos da valorização das moedas européias que havia ocorrido no verão de 1971.

Evidentemente, nada de fundamental havia mudado, a despeito da declaração de Nixon — em retrospecto, eivada de ironia — de que o Acordo Smithsonian era “o mais importante acordo monetário na história do mundo”. O dilema de Triffin não tinha sido eliminado; o valor em dólares das reservas mundiais de ouro tinha sido elevado apenas marginalmente. A valorização das moedas européias melhorou a competitividade das exportações norte-americanas, mas em vista da não-implementação de ajustes em outras políticas, o efeito foi apenas temporário. A política norte-americana permaneceu excessivamente expansionista para que fosse compatível com o atrelamento do dólar a moedas estrangeiras; os agregados monetários cresceram a mais de 6% ao ano, à medida que se aproximavam as eleições norte-americanas de 1972. Agora que o dólar fora, por uma vez, desvalorizado, não havia razões para duvidar de que isso pudesse ocorrer novamente.

Outro ataque à libra, provocado pelas políticas inflacionárias do primeiro-ministro britânico Edward Heath, obrigou a Grã-Bretanha a deixar sua moeda flutuar fora dos limites de sua banda smithsoniana em 1972. Isso preparou o terreno para a cena final. A fuga de posições em dólares no início de 1973 levou a Suíça e outros países a deixar que suas moedas flutuassem. Foi negociada uma segunda desvalorização do dólar — em 10% em relação às principais moedas européias e em maior percentual frente ao iene —, porém sem assegurar aos mercados que o desequilíbrio fundamental tinha sido eliminado. A fuga das posições em dólares ganhou novo alento e, desta vez, a Alemanha e seus parceiros na CEE deixaram, em conjunto, que suas moedas flutuassem para níveis mais elevados. O sistema monetário internacional estabelecido em Bretton Woods deixara de existir.

AS LIÇÕES DE BRETTON WOODS

Em 1941, John Maynard Keynes, no enunciado que serve de epígrafe a este capítulo, rejeitou a noção de que haveria um mecanismo automático de ajuste no balanço de pagamentos, qualificando a idéia como “uma fantasia

doutrinária”. Esta não foi a primeira vez em que ele enxergou o futuro com notável presciência. Não resta quase nenhuma dúvida sobre a existência de um mecanismo desse tipo no passado. No cenário do padrão ouro anterior à guerra, quando um país registrava um déficit externo, o mecanismo do fluxo de moedas metálicas — segundo o qual déficits faziam diminuir os estoques de dinheiro e crédito, reprimindo a demanda por importações e restaurando automaticamente o equilíbrio nas contas externas — entrava em funcionamento. A queda na demanda por importações, naturalmente, não era resultado de saídas de ouro em larga escala, mas uma consequência de taxas de redesconto mais elevadas e de outras medidas políticas restritivas. Keynes estava certo em dizer que isto dificilmente poderia ser qualificado como “laissez-faire”; o mecanismo dependia de gerenciamento por parte de bancos centrais e era função de condições políticas.

Quando a conversibilidade em conta corrente foi restabelecida no final de 1958, a idéia de que tal mecanismo ainda existia era, com efeito, uma fantasia. Mudanças na conjuntura política tornaram difícil para os bancos centrais e governos eliminar déficits nos pagamentos através de apertos nas condições financeiras. A alternativa desenvolvida na década de 50 — ajustamentos na velocidade com que os controles eram abrandados — tinha sido sempre considerada como temporária. Ela era viciada pelo restabelecimento da conversibilidade nas contas correntes e pela expansão dos euromercados e outras inovações financeiras que tornavam cada vez mais difícil aplicar controles de capital.

Com isso, restaram apenas os ajustes de paridade como recurso para anular um desequilíbrio. E o Acordo de Bretton Woods procurara desestimular esses ajustes. Os Artigos do Acordo desencorajavam ajustes antecipatórios. Eles obrigavam os governos a desmentir que estariam contemplando promover mudanças na paridade e a ficar em posição embaraçosa caso fossem obrigados a uma desvalorização. Na medida em que a mobilidade internacional do capital se intensificou ao longo da década de 60, o conflito se aguçou. Os governos que os mercados julgavam estar contemplando uma desvalorização de suas moedas as expunham a ataques especulativos. Sinais de uma disposição para promover uma desvalorização geravam expectativas de que as autoridades poderiam repetir a desvalorização, tendo em vista a manifesta relutância das mesmas em adotar políticas deflacionárias. Isso resultou em uma recusa absoluta a promover desvalorizações. A inadequação dos mecanismos de ajuste disponíveis e a enorme dificuldade de operar um sistema de câmbio fixo em face de capitais de extrema mobilidade é a primeira lição de Bretton Woods.

O fato de que esse sistema, apesar de tudo, funcionasse, é prova da cooperação internacional que atuava a seu favor. Essa é a segunda lição de Bretton Woods. Diferentemente do que ocorreu no final do século XIX, quando a ajuda externa era limitada a circunstâncias nas quais a estabilidade do sistema era ameaçada, a cooperação entre governos e bancos centrais era contínua. Ela se dava no contexto de uma aliança na qual os Estados Unidos, a Europa ocidental e o Japão eram parceiros na Guerra Fria. Outros países davam apoio ao dólar e, portanto, ao Sistema de Bretton Woods, em troca de os Estados Unidos arcarem com uma parcela desproporcional dos gastos com defesa. Uma terceira lição de Bretton Woods é, portanto, que a cooperação em apoio a um sistema de taxas cambiais fixas será mais ampla quando for parte de uma teia de mútuas vantagens políticas e econômicas.

Mas havia limites para a Europa e o Japão. Os gastos militares norte-americanos no Sudeste Asiático lhes eram menos palatáveis do que os compromissos em relação à OTAN. Na medida em que o apoio ao dólar passou a colocar em risco a estabilidade dos preços e outros objetivos econômicos domésticos, a Alemanha e outros países industrializados mostraram-se cada vez mais reticentes. No século XIX, a cooperação internacional era viável — e a necessidade de cooperação era limitada — porque não havia razão para duvidar do compromisso fundamental dos governos para com a defesa de suas paridades com o ouro. Não havia dúvidas de que, em última instância, os governos e bancos centrais tomariam as medidas necessárias para implementar ajustes, o que reduzia a necessidade de ajuda externa. No cenário de Bretton Woods, em contraste, havia motivos para duvidar de que esses ajustes ocorreriam. A cooperação, embora ampla, batia de frente contra limites inarredáveis. A inevitabilidade de tais limites em um ambiente politizado é a quarta lição de Bretton Woods.