

## 6. CONCLUSÃO

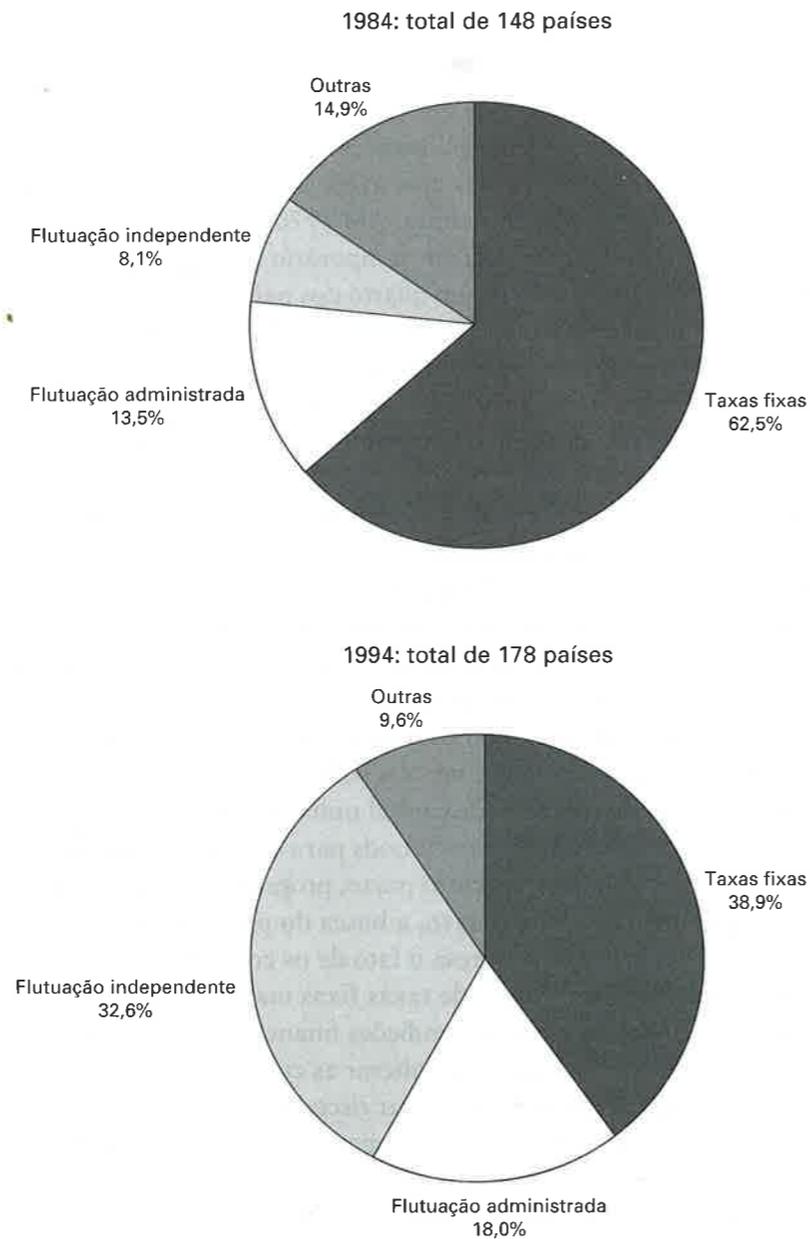
O quarto de século que se seguiu ao desmoronamento do Sistema Bretton Woods de taxas de câmbio fixas mas ajustáveis assistiu a um movimento incessante em direção a moedas flutuantes. Até 1970 não se falou em câmbio flutuante, exceto como um expediente temporário em circunstâncias extraordinárias. Mas em 1984 cerca de um quarto dos países membros do FMI já tinham adotado taxas flutuantes. No final de 1994 a proporção dos países que operavam sistemas com taxas administradas e de flutuação independente tinha crescido para mais de 50% (ver gráfico 6.1). Os países que continuam mantendo o sistema de câmbio fixo geralmente o fazem dentro de bandas cada vez mais largas.

Essa tendência para taxas de câmbio mais flexíveis que caracterizou o pós-guerra é uma conseqüência direta da crescente mobilidade internacional do capital. Após a Segunda Guerra Mundial os mercados de capital internacionais se acalmaram. A lembrança da crise internacional da dívida na década de 30 e o fato de não terem sido ainda solucionados os problemas de inadimplência envolvendo emissões de títulos de dívida externa desestimulavam os investidores a voltar seus olhos para o exterior. Aqueles que poderiam tê-lo feito foram contidos por controles sobre fluxos internacionais de capital. A manutenção de controles de capital tinha sido autorizada nos Artigos de Acordo negociados em Bretton Woods para conciliar a estabilidade do câmbio com outros objetivos: no curto prazo, programas conjuntos de reconstrução no pós-guerra; a longo prazo, a busca do pleno emprego.

Assim, não deveria causar surpresa o fato de os controles serem essenciais para o Sistema Bretton Woods, de taxas fixas mas ajustáveis. Os controles afrouxavam o vínculo entre as condições financeiras internas e externas; davam aos governos liberdade para alterar as condições financeiras internas na busca de outros objetivos sem criar riscos imediatos para a estabilidade do câmbio. Os controles não eram impermeáveis a ponto de dispensar os ajustes no câmbio quando as condições internas e externas divergissem, mas proporcionavam a folga necessária para promover realinhamentos periódicos controlados e asseguravam a sobrevivência do sistema.

Os controles sobre os movimentos do capital eram também considera-

Gráfico 6.1  
Políticas de câmbio, 1984 e 1994  
(porcentagem do total mundial)



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

dos necessários para a reconstrução do comércio internacional. Se movimentos voláteis de capital desestabilizassem as moedas, os governos as defenderiam elevando as tarifas e reduzindo as quotas de importação. Se determinados países desvalorizassem suas moedas, seus vizinhos retaliariam reajustando suas próprias tarifas e quotas. A lição aprendida na década de 30 foi que a instabilidade monetária era incompatível com um sistema multilateral de livre comércio internacional. Na mesma medida em que a recuperação do comércio era necessária para a restauração da prosperidade e do crescimento globais, também o eram a estabilidade das moedas e, conseqüentemente, os limites aos fluxos de capital.

Mas a combinação de livre comércio e restrições financeiras não era dinamicamente estável. Depois da restauração da conversibilidade dos balanços de pagamentos, no final da década de 50, os governos descobriram como era difícil verificar que uma determinada compra de divisas estrangeiras tinha sido realizada para fins relacionados ao comércio, e não com objetivos de especulação monetária. E na medida em que as transações internacionais foram sendo liberalizadas tornou-se impossível manter os mercados internos rigorosamente regulados. Quando os mercados financeiros entraram na lista dos que estavam tendo seus controles retirados, abriram-se novos canais através dos quais o capital podia fluir, e a exequibilidade de controlar os movimentos internacionais de capital diminuiu na mesma medida.

Como conseqüência, cresceram as pressões sobre o Sistema de Bretton Woods de taxas atreladas mas ajustáveis. Os governos não podiam considerar a desvalorização sem provocar um maremoto desestabilizador nos fluxos de capital. Ajustes de paridade durante o período da conversibilidade no balanço de pagamentos foram poucos e espaçados. Sabendo que os países deficitários hesitariam em promover ajustes, os países superavitários, receosos da magnitude do custo, relutavam em oferecer ajuda. E a liberdade dos governos para praticar políticas macroeconômicas independentes era limitada pelo aumento da mobilidade do capital. Tão logo surgissem dúvidas sobre a disposição desses países em sacrificar outros objetivos no altar do câmbio, a defesa da moeda poderia exigir aumentos nas taxas de juro e outros penosos ajustes nas políticas econômicas que seriam insuportáveis em termos de desgaste político. As vítimas seriam a confiança na estabilidade da moeda e, em última análise, a própria estabilidade.

A mesma dinâmica instável é evidente na evolução do Sistema Monetário Europeu, construído pelos membros da Comunidade Européia depois do colapso de Bretton Woods. A estabilidade do câmbio era considerada necessária para o perfeito funcionamento da união aduaneira européia e para a

criação de um mercado europeu verdadeiramente integrado. Para dar suporte à estabilidade do câmbio entre os países europeus, os controles de capital foram mantidos quando o SME foi instituído. Os controles davam autonomia à política interna e uma folga para a organização de realinhamentos. Mas, novamente, a combinação de livre comércio e restrições financeiras não era dinamicamente estável. A liberalização de outras transações entre países europeus, que era, em última análise, a razão de ser da Comunidade Européia, solapou a eficácia dos controles, eles mesmos incompatíveis com o objetivo da construção de um mercado europeu único. Quando eles deixaram de existir, no início da década de 90, o resultado foi um SME rígido e frágil. Então, a recessão de 1992-93 venceu essas contradições. Os negociantes de moedas sabiam que num ambiente de alto desemprego os governos tinham uma capacidade política limitada para elevar as taxas de juros e adotar as outras políticas de austeridade necessárias para a defesa de suas âncoras cambiais. Quando vieram os ataques, os governos foram forçados a abandonar o SME de banda estreita e passar para um sistema mais flexível, de bandas largas e câmbio flutuante.

A conclusão óbvia é que a tendência para um câmbio mais flexível é uma consequência inevitável da maior mobilidade do capital internacional. É importante, portanto, lembrar períodos históricos anteriores, como o do padrão ouro clássico, quando a alta mobilidade do capital internacional não impediu a manutenção de um câmbio estável. Antes da Primeira Guerra Mundial, na maioria dos países não havia dúvidas quanto à prioridade da ancoragem ao padrão ouro. Havia uma consciência muito pequena de que a política dos bancos centrais poderia ser dirigida para alvos como o desemprego. E o impacto dessa consciência sobre as políticas era pequeno, tendo em vista os limitados direitos de cidadania, a fraqueza dos sindicatos e a ausência de representantes de partidos trabalhistas nos parlamentos. Não havendo dúvida sobre a disposição e a capacidade dos governos de defender suas âncoras cambiais, o capital fluía em direções estabilizadoras ao reagir a choques. Os trabalhadores e as empresas levaram os salários a se ajustar porque sabiam haver poucas perspectivas de uma mudança na taxa de câmbio para suprimir as consequências dos custos dos desequilíbrios. Juntos, esses fatores atuaram como um círculo virtuoso que emprestava credibilidade ao compromisso para com o câmbio fixo.

A credibilidade desse compromisso eliminava a necessidade de recorrer aos controles de capital para proteger os governos das pressões dos mercados capazes de produzir uma crise. As autoridades podiam dar os passos necessários para defender a moeda sem sofrer graves consequências políticas. Por

estarem cientes desse fato, os mercados já se inclinavam menos a atacar a moeda. Em certo sentido, limites à extensão da democracia substituíram os limites ao grau de mobilidade do capital como fonte de proteção. Com a ampliação do direito de voto e a queda da eficácia dos controles, essa proteção desapareceu, tornando mais cara e difícil a manutenção do câmbio fixo.

Não seria correto dizer que essa tendência foi inteiramente imprevista. Como mencionado na introdução, Karl Polanyi, entre outros, escrevendo mais de meio século atrás, expôs como o funcionamento do sistema de câmbio fixo tinha sido complicado pela politização do ambiente das políticas econômicas.<sup>1</sup> Polanyi viu a disseminação do sufrágio universal e do fortalecimento da representatividade democrática como uma reação contra a tirania das forças de mercado que o padrão ouro havia ajudado a impor. A consequente politização do ambiente da condução de políticas econômicas, reconheceu ele, havia destruído a viabilidade do próprio padrão ouro.

Assim, depois da Segunda Guerra Mundial, a criação de um sistema de flexibilidade administrada em que os controles de capital conciliavam o desejo de estabilidade do câmbio com a busca de outros objetivos não deve ter surpreendido Polanyi. E nem a politização do ambiente de política econômica. O que, presumivelmente, o surpreendeu foi o vigor com que a ressurgência das forças de mercado comprometeu a eficácia dos controles de capital e como essas forças anularam os esforços dos governos para administrar suas moedas. É compreensível que nem ele, nem John Maynard Keynes, Harry Dexter White e os outros arquitetos do sistema monetário internacional do pós-guerra, trabalhando no período que se seguiu à Grande Depressão, tenha avaliado plenamente o vigor do mercado ou previsto em que medida os mercados frustrariam os esforços de apertar o controle da atividade econômica e, no caso das taxas de câmbio, de usar os controles de capital como base para a administração das políticas.

Uma consequência da inesperada capacidade de recuperação do mercado foi, portanto, a adoção de taxas de câmbio mais flexíveis ocorrida após 1971. Para as grandes economias como a dos Estados Unidos e do Japão essa é uma condição suportável. As economias relativamente grandes e relativamente fechadas são capazes de perseguir os objetivos internos necessários num mundo polanyiano sem sofrer dificuldades intoleráveis resultantes de oscilações cambiais. Assim, há boas razões para pensar que as moedas desses países continuarão a flutuar umas em relação às outras. Para a maioria das econo-

<sup>1</sup> Polanyi (1944), pp. 133-4, 227-9 e *passim*.

mias menores e mais abertas, porém, os custos da flutuação são difíceis de suportar. Embora os constrangimentos políticos internos impeçam a manutenção bem-sucedida de âncoras cambiais unilaterais, exceto em circunstâncias excepcionais, mudanças súbitas no câmbio impõem custos quase insuportáveis e se constituem em obstáculos para alcançar objetivos econômicos domésticos. Quando países menores são fustigados pela turbulência do mercado cambial, eles tendem a estabelecer acordos de cooperação que amarrem suas moedas à de um vizinho maior. Esse desejo já é evidente na Europa, através do esforço de formação de uma união monetária centrada na República Federal da Alemanha. É possível imaginar que, com o tempo, tendências semelhantes surgirão no hemisfério ocidental e na Ásia, e que os Estados Unidos e o Japão estarão no centro dos seus respectivos blocos monetários. Mas uma conclusão feliz para esta história continua a ser, na melhor das hipóteses, uma perspectiva distante.