

## O Acordo de Bretton Woods e a evidência histórica. O sistema financeiro internacional no pós-guerra\*

*The Bretton Woods Agreement and historical evidence.  
The post-war international financial system*

SAMUEL KILSZTAJN\*\*

---

RESUMO: O Acordo de Bretton Woods refletiu a hegemonia dos Estados Unidos no pós-guerra e o dólar estava vinculado à commodity que historicamente representou o dinheiro internacional – o ouro. No entanto, os demais países desenvolvidos não puderam permitir a conversibilidade da moeda até 1958 e em 1960 a crise do dólar já era evidente. Da “escassez do dólar” à crise do dólar, Bretton Woods foi, na verdade, apenas uma miragem. O aspecto mais significativo da crise do dólar foi certamente o desenvolvimento do mercado Euromoney. Na atualidade, com o “padrão ouro”, por um lado, e projetos de moeda artificial, por outro, o sistema monetário internacional está evoluindo para um sistema oligopolar.

PALAVRAS-CHAVE: História econômica; sistema financeiro internacional; Bretton Woods.

ABSTRACT: The Bretton Woods Agreement reflected the United States' hegemony in the postwar period and the dollar was linked to the commodity that has historically represented international money – gold. Nevertheless, the other developed countries could not allow currency convertibility until 1958 and in 1960 the dollar crisis was already evident. From the “dollar shortage” to the dollar crisis, Bretton Woods was in fact only a mirage. The most significant aspect of the dollar crisis was certainly the development of the Euromoney market. At the present time, with the “gold standard”, on one hand, and projects for an artificial currency, on the other, the international monetary system is evolving toward an oligopolar system.

KEYWORDS: Economic history; international financial system; Bretton Woods.

JEL Classification: N20; N10.

---

\* Artigo derivado da pesquisa em pós-doutoramento junto à New School for Social Research – Nova York, financiada pelo Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico – CNPq. O autor agradece os comentários e sugestões de Francisco Eduardo Pires de Souza, Gerald Epstein, Joan Dassin e Robert Triffin.

\*\* Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC. São Paulo/SP, Brasil.

A instabilidade monetária e financeira tem constituído um dos tópicos mais polémicos da economia internacional. A volatilidade nas taxas de câmbio, o incontável fluxo de capitais, as dívidas externas e as elevadas taxas reais de juros são alguns dos aspectos perversos da crise do dinheiro universal e do sistema financeiro internacional.

Este artigo apresenta uma breve história do sistema financeiro internacional, a partir do Acordo de Bretton Woods de 1944. Argumenta que a convertibilidade entre as moedas com o padrão dólar-ouro, prevista em Bretton Woods, existiu somente durante o curto período de 1958 e 1960.

O Acordo de Bretton Woods refletia a hegemonia dos Estados Unidos no pós-guerra. Oficialmente, no papel de reserva internacional, o dólar foi vinculado à mercadoria que historicamente tem representado o dinheiro universal – o ouro. As demais moedas deveriam se alinhar ao dólar, tornando-se convertíveis a taxas de câmbio relativamente fixas. Mas, na realidade, do *dollar shortage* à crise do dólar, Bretton Woods foi sempre uma miragem.

De 1944 até o início dos anos 50, a escassez de dólares manifestava-se em superávits nas contas-correntes norte-americanas e na demanda internacional de dólares para a constituição de reservas. O quadro do pós-guerra, evidentemente, sequer comportava a livre convertibilidade das moedas dos principais países industrializados. A convertibilidade das moedas foi alcançada somente em 1958 mas, a partir de 1960, o dólar já deixava de ser *de facto* convertível em ouro. A crise do dólar, resultado do fluxo de capitais dos Estados Unidos para o resto do mundo, agravou-se depois de 1971 com a inconvertibilidade declarada do dólar e os déficits em contas-correntes e na balança comercial norte-americana.

O desdobramento mais significativo da crise do dólar foi certamente o desenvolvimento do mercado de euromoedas. Na década de 70, o sistema financeiro foi afetado pela excessiva expansão da liquidez internacional, taxas reais de juros negativas, inflação, desvalorização do dólar e dois choques de petróleo. Em 1979, Volcker decretou a “nova supremacia” do dólar e, no início dos anos 80, os Estados Unidos enfrentaram a sua maior crise econômica do pós-guerra. Elevadas taxas reais de juros e a forte queda nos preços das *commodities* adicionalmente detonaram as crises das dívidas externas.

Presentemente, entre o “padrão-ouro” histórico e os projetos de uma moeda artificial, a economia internacional convive concretamente com um sistema monetário oligopolar.

## DA RECONSTRUÇÃO DO PÓS-GUERRA À CRISE DO DÓLAR (1945-60)

A supremacia econômica dos Estados Unidos no pós-guerra garantia um superávit estrutural na sua balança comercial e mesmo em contas-correntes, a despeito dos gastos militares e da reconstrução das economias destruídas pela guerra (Plano Marshall). Como Triffin salientou “nosso [dos Estados Unidos] superávit de US\$ 11,6 bilhões em mercadorias e serviços em 1947, sozinho, era aproximada-

mente igual ao total de reservas em ouro e dólares dos demais países no final do mesmo ano (US\$ 12,2 bilhões)”.<sup>1</sup>

“...em vez de acumular superávits na forma de reservas em ouro, nós financiamos maciçamente os demais países através de doações e empréstimos governamentais. Os principais motivos para tal medida eram certamente mais políticos que econômicos ...”<sup>2</sup>

Algumas definições se fazem necessárias. O balanço em contas-correntes é igual ao movimento de capitais e à variação nas reservas ( $CC = K + vR$ ). Isso significa, em primeira instância, que o superávit norte-americano em comércio, serviços, despesas militares e transferências tinha que ser contrabalançado por um fluxo de capitais dos Estados Unidos para o resto do mundo.

Além disso, conforme o Acordo de Bretton Woods, a moeda norte-americana tornara-se a moeda universal e a liquidez internacional ficara vinculada ao dólar. Nos primeiros anos do pós-guerra, os demais países desenvolvidos e suas respectivas moedas enfrentavam alta instabilidade. E, mantendo a moeda norte-americana como reserva internacional, os demais países, na prática, acabavam por fornecer crédito para os Estados Unidos (as reservas internacionais em dólares são passivos dos Estados Unidos).

Dadas as circunstâncias históricas e institucionais do pós-guerra, o fluxo de capitais norte-americanos ( $K$ ) tinha que ser suficiente para cobrir tanto o superávit em contas-correntes ( $CC$ ), quanto a demanda internacional por dólares ( $-vR$ , o acréscimo das reservas internacionais em dólares corresponde ao acréscimo das reservas americanas).

A compreensão acurada dos conceitos de balanço de pagamentos é essencial para uma análise rigorosa do sistema monetário e financeiro internacional. Qualquer discrepância entre conta de capitais e contas-correntes está relacionada com a variação nas reservas. As reservas de um país, por sua vez, têm componentes ativos e passivos. Os ativos são formados por ouro, moedas estrangeiras, DES (direitos especiais de saque, um “coquetel” de moedas fortes) e reservas no FMI. Os passivos são constituídos pela moeda e outros ativos financeiros do país em questão mantidos pelas agências internacionais e pelos bancos centrais e governos de outros países.

As reservas ativas em moedas estrangeiras podem ser (e usualmente, em sua maior parte, o são) passivos de bancos privados de outros países. As reservas ativas são reservas internacionais das autoridades monetárias. As reservas passivas de um determinado país são ativos que as autoridades monetárias de outros países mantêm contra os agentes governamentais e privados do país em questão. São reservas

---

<sup>1</sup> R. Triffin. *The World Money Maze*, Yale University Press, 1966, p. 26 (nota de rodapé n. 10).

<sup>2</sup> Id. *ibid.*, p. 25-6.

passivas porque são ativos de autoridades monetárias estrangeiras, e não porque são passivos da autoridade monetária do país.<sup>3</sup>

O Acordo de Bretton Woods de 1944 não sobreviveu à história. O dólar, no pós-guerra, era realmente convertível em ouro, mas, até 1958, os demais países desenvolvidos não efetivaram a prevista convertibilidade de suas moedas.

Com a reconstrução do pós-guerra e as altas taxas de crescimento das economias europeia e japonesa, a acumulação de capital em escala internacional acabou por atrair capitais norte-americanos. Em 1958, quando os países desenvolvidos se tornaram adequadamente estruturados para assumir a convertibilidade de suas moedas, surgiram dois problemas. Primeiro, a convertibilidade das moedas passou a limitar o papel exclusivo do dólar como moeda de reserva internacional. Qualquer uma das moedas convertíveis poderia ser utilizada como reserva. Segundo, a convertibilidade tornou mais atrativas para os capitais norte-americanos as vigorosas economias dos demais países industrializados.

Iniciou-se uma tendência para a saída de capitais dos Estados Unidos e uma retração do dólar em seu papel de reserva internacional. A tendência pode ser pensada como um fluxo excessivo de capital em comparação com o superávit americano em contas-correntes e com a demanda internacional por reservas em dólares – o limite definitivo do período de *short dollars*. . . e o começo da crise do dólar.

A partir de 1958, com taxas de câmbio estáveis e moedas convertíveis de acordo com a prescrição de Bretton Woods, os bancos centrais dos países desenvolvidos encontraram-se inicialmente compelidos a absorver, como reservas, o excesso de capitais norte-americanos em relação ao superávit em contas correntes dos Estados Unidos.

Esta situação trouxe à tona o que foi chamado de “Triffin Dilemma”. Epstein resume o dilema da seguinte forma: “O economista de Yale, Robert Triffin, identificou a debilidade fundamental do sistema monetário baseado no dólar – na verdade, de qualquer sistema monetário internacional baseado numa moeda nacional: os Estados Unidos tinham que incorrer em déficits no balanço de pagamentos para prover a liquidez internacional. Mas, quanto maior e mais prolongado o déficit americano, menor confiança os outros teriam de que Washington continuaria a converter dólares em ouro a uma taxa fixa. Como resultado, teríamos eventualmente pânico no sistema monetário”.<sup>4</sup>

Entretanto, depois de 1958, o problema não era a necessidade de liquidez internacional, nem a necessidade de déficits norte-americanos. Ao contrário, o fluxo de capitais norte-americanos, atraídos pelas altas taxas de crescimento dos demais países desenvolvidos, estava sendo responsável por indesejáveis déficits no balanço de pagamentos dos Estados Unidos. E estes déficits tinham que ser incorporados como também indesejáveis reservas em dólares pelos bancos centrais estrangeiros.

---

<sup>3</sup> Triffin, em seus comentários, destacou a relevância desta questão aparentemente semântica, mas de suma importância para o entendimento dos fluxos financeiros internacionais.

<sup>4</sup> G. Epstein. “The Tripie Debt Crisis”, *World Policy Journal*, Nova York, Fall, 1985, p. 628.

Tanto os déficits no balanço de pagamentos norte-americano, quanto as reservas em dólares eram indesejáveis.

Quando as autoridades monetárias dos países industrializados apresentaram a moeda norte-americana para convertê-la em ouro ao preço oficial de US\$ 35 a onça, o Acordo de Bretton Woods vacilou. As reservas em ouro dos Estados Unidos caíram de 653 milhões de onças, em fins de 1957, para 509 milhões, em 1960. O sistema, que em 1958 apenas começava a funcionar, conforme o Acordo de Bretton Woods de 1944, já estava falindo em 1960.

Segundo Triffin, “se os bancos centrais tivessem reagido ao problema do dólar como fizeram com a libra esterlina em 1931, teria sido em 1960, ou logo em seguida, que a convertibilidade do dólar teria que ter sido suspensa. O dólar sobreviveu mais de dez anos como moeda dominante somente graças a sua crescente inconvertibilidade *de facto*, inconvertibilidade que todos julgavam de próprio interesse não forçar os Estados Unidos a declararem *de jure*”.<sup>5</sup>

O Acordo de Bretton Woods de fato nunca foi efetivo. Nem antes, nem depois de 1971, quando Nixon cancelou oficialmente a convertibilidade do dólar em ouro. Até 1958, quando o dólar era convertível a US\$ 35 a onça, as outras moedas não eram convertíveis. Quando se tornaram convertíveis, os Estados Unidos perderam mais de 20% de suas reservas em ouro e o dólar teria sido declarado inconvertível, não fosse o arranjo que aparentemente reteve a crise do dólar. Aparentemente, porque a crise do dólar, latente, encontraria outras formas de manifestação.

Ironicamente, Bretton Woods só teria sido seguido à risca se o sistema trabalhasse com déficits no balanço de pagamentos norte-americano, exatamente iguais à demanda de dólares para alimentar a liquidez internacional. Historicamente, o período de *short dollars* foi seguido por um período de redução nas reservas norte-americanas em ouro e um abarrotamento de dólares nas reservas das autoridades monetárias dos demais países.

## DA CRISE DO DÓLAR AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE EUROMOEDAS (1961-70)

Os Estados Unidos apresentaram superávits na balança comercial e em contas-correntes durante toda a década de 60.<sup>6</sup> Entretanto, apesar de medidas

---

<sup>5</sup> R. Triffin. “International Monetary Collapse and Reconstruction”, *Journal of International Economics*, v. 2, n. 4, set. 1972, p. 377; ver também R. Triffin. *Our International Monetary System*, Nova York, Random House, 1968.

<sup>6</sup> A relativa deterioração no balanço de bens de consumo estava sendo contrabalançada por superávits em bens de produção. Ver F. L. Block. *The Origins of International Economic Disorder*, Berkeley, University of California Press, 1977, cap. 6.

governamentais,<sup>7</sup> a saída de capitais dos Estados Unidos de 1961 a 1967 sempre foi maior que o superávit norte-americano em contas-correntes, implicando contínuas transações compensatórias por parte das autoridades monetárias dos Estados Unidos e demais países desenvolvidos.

Até 1967, os bancos centrais dos países industrializados acumularam reservas em dólares para absorver o fluxo de capitais que deixava os Estados Unidos. Os passivos externos norte-americanos em poder das autoridades monetárias estrangeiras, que representavam US\$ 3 bilhões no final de 1949 e US\$ 11 bilhões em 1960, passaram a US\$ 18 bilhões em 1967.

As autoridades monetárias norte-americanas, por sua vez, que já haviam perdido 144 milhões de onças de ouro entre fins de 1957 e 1960, reduziram suas reservas em ouro de 509 milhões de onças em 1960 para 345 milhões em 1967 (53% do nível de 1957).

Os Estados Unidos, que tinham perdido US\$ 8 bilhões em reservas entre o final de 1957 e 1960 (US\$ 5 bilhões em ouro e US\$ 3 bilhões em passivos para autoridades monetárias externas), perderam mais US\$ 12 bilhões de reservas entre fins de 1960 e 1967 (US\$ 6 bilhões em ouro e US\$ 7 bilhões em passivos, menos US\$ 1 bilhão em outros ativos). Para efeito de comparação, basta lembrar que o total de reservas ativas americanas em 1967 era de US\$ 15 bilhões.

Do ponto de vista do sistema monetário e financeiro internacional, mais importante que o decréscimo das reservas em ouro dos Estados Unidos e o crescimento dos passivos externos oficiais norte-americanos foi o desenvolvimento do mercado de eurodólares. Refletindo a crise do dólar, a acumulação de passivos externos norte-americanos por parte dos bancos centrais dos demais países desenvolvidos contribuiu para a institucionalização do mercado de euromoedas.

A partir do final dos anos 50, os bancos norte-americanos, seguindo a trajetória do capital produtivo, emigraram para os países industrializados. Quando os Estados Unidos adotaram medidas para limitar o fluxo de capitais para o exterior, os bancos norte-americanos desenvolveram suas atividades em outros países.

Os bancos centrais dos países desenvolvidos começaram então a depositar no mercado de euromoedas os dólares originalmente acumulados para absorver o déficit no balanço de pagamentos norte-americano. Os passivos externos dos Estados Unidos em poder das autoridades monetárias estrangeiras estavam sendo transferidos para os bancos privados.

Os bancos privados recebiam depósitos dos bancos centrais e os reciclavam no mercado de euromoedas, que trabalhava independentemente das autoridades monetárias. Desenvolvido, o mercado de euromoedas começou então a minar a política monetária dos Estados Unidos e dos demais países industrializados.

A crise do dólar nos anos 60 manifestava-se no desenvolvimento do mercado

---

<sup>7</sup> Ver A. Glyn, A. Hugues, A. - Lipietz, A. Singh. *The Rise and Fall of the Golden Age: An Historical Analysis of Post War Capitalism in the Developed Market Economies*, mimeo, 1986, Part III (C).2, pp. 102-5.

de euromoedas. A liquidez internacional expandiu-se e países do Terceiro Mundo, inclusive o Brasil, ganharam empréstimos e reservas.

O final da década de 60 foi particularmente instável. Após dois anos (1968-69) em que a saída contínua de capitais deu lugar à entrada de capitais externos nos Estados Unidos (reflexo da transferência dos depósitos dos bancos centrais para os bancos privados – o mercado de euromoedas), as autoridades monetárias dos países industrializados desativaram seus depósitos em eurodólares. Em 1970, então, o fluxo de capitais que deixou os Estados Unidos bateu o recorde de US\$ 13 bilhões.

Os bancos centrais, que vinham diminuindo suas reservas em dólares norte-americanos, compraram US\$ 8 bilhões em passivos norte-americanos em um só ano (1970). Os Estados Unidos, nesse mesmo ano, tiveram de vender US\$ 1 bilhão em ouro adquirido em 1969. O Federal Reserve também vendeu em 1969 e 1970 os US\$ 3 bilhões em moedas estrangeiras adquiridos em 1967 e 1968.

Uma vez desenvolvido, o mercado de euromoedas ganhara poder e autonomia. Com os fluxos financeiros especulativos e o comportamento oscilatório das autoridades monetárias dos Estados Unidos e demais países industrializados (que refletiam a pressão contra a moeda norte-americana), a instabilidade monetária do início dos anos 60 assumia a forma de crise aberta. O pronunciamento de Nixon em 15 de agosto de 1971, que cancelou a convertibilidade do dólar à taxa fixa de US\$ 35 a onça, oficializou a crise da moeda norte-americana.

No final de 1971, os passivos externos norte-americanos em poder dos bancos e outros agentes privados somavam US\$ 15 bilhões. O passivo (bruto) do mercado de eurodólares na mesma data já totalizava US\$ 114 bilhões. Consequentemente, o fluxo de capitais entre os Estados Unidos e o resto do mundo, embora representando movimentos geográficos, já poderia dar-se internamente à área do dólar, entre dólares americanos e eurodólares.

De acordo com Wallich, “como os bancos mantêm somente limitada posição em moedas estrangeiras, empréstimos e depósitos externos de bancos nos Estados Unidos são quase que exclusivamente em dólares. O fluxo internacional é um fluxo para fora e para dentro da área geográfica norte-americana, mas não para fora e para dentro da área do dólar. Esta área inclui, evidentemente, o mercado do ‘euro’ dólar, em qualquer continente ou ilha em que aconteça aparecer. Transações bancárias registradas como transações em balanços de pagamentos, desta forma, não implicam necessariamente transações entre moedas. Elas podem se dar inteiramente dentro da área do dólar sem afetar a taxa de câmbio do dólar”.<sup>8</sup>

Mas, por outro lado, transações internas a um país entre eurodólares e outras moedas podem afetar a taxa de câmbio do dólar independentemente do balanço de pagamentos dos Estados Unidos.

---

<sup>8</sup> H. Wallich. “Capital Movements – The Tail That Wags the Dog”, *The International Monetary System: Forty Years after Bretton Woods*. The Federal Reserve Bank of Boston. Conference Series n. 28, 1984, p. 182.

## O CIRCUITO FINANCEIRO INTERNACIONAL (1971-78)

Em 1971 os Estados Unidos registraram seu primeiro déficit na balança comercial do pós-guerra. Excluindo 1973 e 1975, os Estados Unidos vêm registrando déficits comerciais até o presente. As contas-correntes apresentaram déficits em 1971-72, superávits entre 1973 e 1976 e déficits em 1977-78.

No período anterior a 1971, as contas-correntes norte-americanas eram superavitárias, mas o fluxo de capitais para o Exterior excedia sempre o superávit em contas-correntes, e os Estados Unidos perdiam reservas. Neste novo período, a perda de reservas tem origem tanto nos déficits em contas correntes como no fluxo de capitais para o exterior.

As exportações norte-americanas, que equivaliam a 4% do PIB em todo o período do pós-guerra até 1972, elevaram-se a 7% do PIB em 1974.

As importações, de 3% do PIB no pós-guerra, alcançaram 4% em 1968 e 8% do PIB em 1977. O superavit de 1% do PIB transformou-se, então, no déficit equivalente.

As importações norte-americanas mantiveram-se sempre na faixa dos 20% do total das importações dos países industrializados. Mas as exportações, em percentagem do total das exportações dos países industrializados, foram caindo do nível de 25-33%, nos anos 50, para 20-25% nos anos 60 e 17-19% no período 1971-78. Os Estados Unidos sustentaram sua participação no total das importações dos países industrializados, mas não foram capazes de manter sua cota no total exportado.

Os déficits comerciais entre 1971-78 foram em parte contrabalançados por superávits na conta de serviços. A renda dos capitais norte-americanos no exterior contribuía para a posição das contas-correntes dos Estados Unidos. O superávit na conta de serviços era de aproximadamente US\$ 15 bilhões anuais entre 1973 e 1976, e mais de US\$ 20 bilhões por ano em 1977 e 1978, quando a balança comercial registrou déficits superiores a US\$ 30 bilhões.

A saída de capitais, incluindo erros e omissões (fluxo de capitais sem registro), alcançou US\$ 29 bilhões em 1971, e os Estados Unidos perderam US\$ 30 bilhões de reservas. O déficit em contas-correntes de US\$ 1 bilhão em 1971 é insignificante, se comparado ao fluxo de capitais para o exterior na ordem de US\$ 29 bilhões.

O dólar tornara-se formalmente inconvertível em 1971. As perdas de reservas norte-americanas, conseqüentemente, equivaliam essencialmente ao crescimento dos passivos externos oficiais dos Estados Unidos: US\$ 25 bilhões no final de 1970 e US\$ 165 bilhões em 1978.

As reservas ativas dos Estados Unidos em fins de 1978 registravam US\$ 19 bilhões, dos quais US\$ 12 bilhões em ouro. Contudo, as reservas em ouro são contabilizadas abaixo do valor de mercado. Ao preço de mercado, os US\$ 12 bilhões de reservas norte-americanas em ouro eram equivalentes a US\$ 62 bilhões.

A relação reservas ativas/passivas, considerando-se o valor contabilizado pelo Federal Reserve caiu de 56% no final de 1970 para 12% em 1978. Pelo valor de

mercado do ouro, de 59% para 42%. O preço de mercado do ouro é tão problemático quanto o valor contábil estipulado pelo Federal Reserve. Mas ambos devem ser considerados na análise do sistema monetário internacional. O decréscimo das reservas líquidas norte-americanas elevou o valor de mercado do ouro que acabou contrabalançando o crescimento dos passivos externos oficiais norte-americanos (desvalorizando o passivo em relação ao ouro).

O movimento de capitais dos Estados Unidos para o exterior e o consequente crescimento dos passivos externos oficiais norte-americanos implicavam a desvalorização do dólar, enquanto a iminência da desvalorização do dólar alimentava a saída de capitais norte-americanos e a acumulação de dólares em poder das autoridades monetárias estrangeiras e assim por diante. Além disso, o mercado de euromonedas estava utilizando os dólares norte-americanos para desenvolver eurodólares e ampliar a liquidez internacional. O total de reservas internacionais ativas (exceto o ouro), que representavam 15% das importações mundiais em 1969, atingiu 31% em 1972.

O sistema de taxas de câmbio flutuantes entrara definitivamente em vigor em 1973. Quando o mercado de euromonedas começou a usar os petrodólares, a taxa real de juros tornou-se negativa, assim permanecendo até o segundo choque do petróleo. Mas a desordem monetária é anterior à crise do petróleo e talvez possa até explicá-la.

Triffin argumenta que “a explosão dos preços do petróleo foi em parte resultado de uma inflação já em curso, e não causa da inflação. As exportações e importações mundiais, medidas em dólares, estavam crescendo a uma taxa anual de 30% no período de outubro de 1972 a setembro de 1973. Este crescimento não estava de forma alguma desvinculado do crescimento das reservas internacionais que haviam dobrado em três anos, resultado, no mínimo, da procrastinação americana na negociação da reforma do sistema monetário internacional”.<sup>9</sup>

O sistema financeiro teve papel preponderante no desdobramento da crise do petróleo. O mercado de euromonedas sustentou a crise do petróleo ao reciclar os petrodólares, prestando-se a financiar países importadores de petróleo. As reservas internacionais em moedas estrangeiras, que somavam US\$ 29 bilhões no final de 1967 e US\$ 45 bilhões em 1970, subiram para US\$ 292 bilhões em 1978. O mercado de euromonedas cresceu de US\$ 110 bilhões no final de 1970 para US\$ 946 bilhões em 1978.

O circuito financeiro internacional desenvolveu-se anteriormente à crise do petróleo. Com taxas reais de juros negativas, o circuito financeiro, que já tinha atingido diversos países do Terceiro Mundo, alimentou a dívida externa desses países e mesmo de países do Leste Europeu, independentemente da conta petróleo. Um banco belga, operando em Londres, captava depósitos árabes em moeda norte-

---

<sup>9</sup> R. Triffin. “Gold and The Dollar Crisis: Yesterday and Tomorrow”, *Essays in International Finance*, n. 132, dez. 1978, p. 10.

-americana, que eram emprestados no mercado de euromoedas a países latino-americanos, que aumentavam suas reservas em eurodólares, que eram reciclados nas Bahamas ...

## A “NOVA SUPREMACIA” E A RECORRENTE CRISE DO DÓLAR (1979- )

O aspecto mais importante do sistema financeiro internacional é certamente sua recorrente crise monetária. A elevada taxa real de juros e as crises das dívidas foram derivadas da crise do dólar, e o problema monetário encontra-se ainda na base da questão financeira.

Na década de 60, a crise do dólar evidenciava-se na perda de ouro por parte das autoridades monetárias americanas, na acumulação de indesejáveis dólares em reserva de autoridades monetárias estrangeiras e no desenvolvimento do mercado de euromoedas. Depois de 1971 e 1973 (com as taxas de câmbio flutuantes), o sistema monetário internacional caracterizou-se por extrema volatilidade.

Grosso modo, o dólar desvalorizou-se durante toda a década de 70 (exceção feita a 1975), valorizou-se entre 1980 e fevereiro de 1985 e desvalorizou-se entre 1985 e 1987, atingindo um nível inferior a 1980. No final de 1979, o DES (Direitos Especiais de Saques), cotado em dólares, valia 32% mais que em 1971. De 1979 a 1984, o dólar valorizou-se 34%, em relação ao DES, e, entre o final de 1984 e 87, o DES elevou-se 45%.

Mas o DES não é um bom parâmetro para medir as flutuações do dólar, principalmente porque inclui a moeda norte-americana (com elevada ponderação). De 1970 ao final da década, em relação ao dólar, o ouro subiu 1.495% (1980), o franco suíço 173% (1979), o marco 111 % (1979), o yen 84% (1978) e o franco francês 37% (1973). A libra, com flutuações, acabou a década (1980) com a mesma taxa de câmbio de 1970, e a lira italiana desvalorizou-se 23% (1979).

Até o final de 1984, o dólar valorizou-se 141 % em relação à lira italiana (de 1979), 139% em relação ao franco francês (de 1979), 106% em relação à libra (de 1980), 82% em relação ao marco (de 1979), 64% em relação ao franco suíço (de 1979) e 29% em relação ao yen (de 1978). Entre o final de 1984 e 1987, o dólar desvalorizou-se novamente e a libra subiu 60%, a lira italiana 65%, o franco francês 90%. As demais moedas atingiram 100% de valorização em relação ao dólar.<sup>10</sup>

Os Estados Unidos não foram capazes de manter o padrão dólar-ouro depois da reconstrução do pós-guerra, quando os demais países industrializados tornaram

---

<sup>10</sup> Uma análise das taxas de câmbio reais ou efetivas (nominais ou reais) não ajudará a explicar a variação no valor das moedas, que não está diretamente vinculada à inflação, nem à variação da produtividade e dos salários. As taxas efetivas são calculadas através da ponderação do fluxo comercial; não refletem, portanto, o movimento de capitais.

convertíveis suas moedas. O problema básico passou a ser como conciliar as taxas de câmbio fixas com a mobilidade internacional do capital.

O vazio criado pela crise do dólar estimulou a mobilidade financeira do capital e exacerbou as transações especulativas internacionais.<sup>11</sup> Além disso, o sistema financeiro internacional desenvolveu o mercado de euromoedas, e o eurodólar passou a mover-se em confronto com a política monetária norte-americana.

O crescimento da liquidez internacional trouxe taxas reais de juros negativas, mas taxas negativas não apresentam necessariamente problemas para os bancos privados. Os lucros dos bancos são resultado da magnitude de seus empréstimos e da diferença entre as taxas de captação e empréstimos. Taxas reais de juros negativas podem não afetar os bancos que realizam lucros com taxas reais positivas ou negativas, dependendo do *spread* e da magnitude dos empréstimos.

O problema monetário acaba sempre no âmbito das operações das autoridades monetárias e em suas políticas. A especulação contra as moedas desagua nos bancos centrais. E o mercado de eurodólar no final de 1979, com um passivo bruto de US\$ 896 bilhões, já representava 50% do total de dólares norte-americanos em moeda (US\$ 107 bilhões), depósitos à vista (US\$ 290 bilhões), depósitos de poupança e a prazo (US\$ 1.070 bilhões) e instrumentos do mercado monetário (US\$ 293 bilhões).

Em 1979, quando Volcker decretou a “nova supremacia” do dólar, o sistema monetário e financeiro internacional foi posto de cabeça para baixo. Submetido a “tratamento de choque”, o dólar, que estava em processo de desvalorização acelerada, começou a valorizar-se. E os Estados Unidos mergulharam em sua maior crise econômica do pós-guerra.

A crise dos Estados Unidos transformou-se, então, numa crise econômica internacional. Elevadas taxas reais de juros e a queda nos preços das *commodities*, por sua vez, detonaram a crise das dívidas. O dólar continuou a valorizar-se e a inflação começou a ceder.

A partir de 1982, a administração Reagan passou a incorrer em déficits públicos e a economia norte-americana foi reaquecida. A recuperação norte-americana em 1983, o dólar forte e as altas taxas reais de juros acabaram por provocar uma entrada maciça de capitais nos Estados Unidos e um aumento brutal dos déficits na balança comercial e em contas-correntes. A contínua escalada do dólar, contudo, indicava que os déficits em contas-correntes estavam sobrefinanciados pela corrida de capitais ao mercado norte-americano. “. . . a demanda do resto do mundo por dólares excedia a necessidade de financiamento das contas-correntes norte-americanas.”<sup>12</sup> Mas os déficits em contas-correntes acumulavam-se, e os Estados Unidos transformaram-se num devedor líquido internacional.<sup>13</sup>

<sup>11</sup> Ver M. Moffitt. *The World's Money*, Nova York, Simon and Schuster, 1983.

<sup>12</sup> H. Wallich. Op. cit., p. 180.

<sup>13</sup> Ver R. Triffin. *Exchange Rates and the Dollar*, Strategic Planning Conference, Nova York, dez. 1985 (mimeo).

No período 1980-85, apesar da valorização do dólar, as importações norte-americanas permaneceram estáveis a 9% do PIB. A parcela das importações dos Estados Unidos no total das importações dos países industrializados, entretanto, cresceu de 19% em 1980 para 27% em 1985. As exportações caíram de 8% do PIB de 1980 para 5% do PIB de 1985, enquanto a cota entre os países industrializados permaneceu relativamente estável a 18%.

A elevação relativa das importações norte-americanas entre os países industrializados e o decréscimo da relação exportações/PIB dos Estados Unidos, nesse período, estão certamente vinculados ao baixo nível de atividade das economias industrializadas em relação à recuperação norte-americana pós-83 e ao “ajustamento” dos países endividados do Terceiro Mundo.

Com o histórico “padrão-ouro”, de um lado, e projetos para uma moeda artificial, de outro, o sistema monetário internacional está sujeito a alto grau de instabilidade. Com as taxas de juros flutuantes, o dólar, em relação às demais moedas fortes, desvalorizou-se durante a década de 70, valorizou-se na primeira metade dos anos 80 (até atingir seu nível anterior à declaração de sua inconvertibilidade) e desvalorizou-se entre 1985 e 1987 (para alguém do patamar de 1980). O sintomático é que essas oscilações têm ocorrido em períodos cada vez mais curtos, de dez para cinco e de cinco para três anos.

Apesar de estarmos longe de um padrão-ouro, o ouro a preços de mercado representa ainda 50% do total das reservas internacionais dos países industrializados. Não tem sido fácil para os economistas entenderem como o sistema monetário tem sobrevivido com tamanha instabilidade, e não é fácil imaginar uma solução. Kindleberger, acreditando que uma nova moeda nacional substituirá o dólar como centro do sistema monetário internacional, sugere uma zebra.

“Já é tarde, mas muito cedo, tendo-se em vista os próximos trinta ou cinquenta anos, para designar uma moeda nacional sucessora do dólar como centro de um sistema com taxas fixas de câmbio. O yen? O marco alemão? Talvez o marco alemão em sua roupagem europeia como ECU? Embora haja tempo para mudanças drásticas o europessimismo e a preocupação germânica com problemas domésticos, preferencialmente a questões internacionais, afastam neste momento as chances da ECU e do marco alemão. O Japão também perdeu sua ambição de líder mundial nos últimos cinquenta anos, embora alguns enxerguem sinais de ressurgência. Seu estilo de decisões por consenso, além disso, atrapalha a pronta liderança necessária no gerenciamento das crises na economia mundial. Talvez uma zebra? Como um tiro no escuro, posso sugerir este hoje problemático gigante, mas efervescente e dinâmico Brasil e seu cruzeiro?”<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> C. P. Kindleberger. “The Dollar Yesterday, Today and Tomorrow”, *Banca Nazionale del Lavoro* (Quarterly Review), Roma, dez. 1985, p. 308.

Não há solução lógica para a questão do dinheiro universal. Todo acordo é idealizado e reflete a articulação da economia internacional em períodos historicamente determinados. E a instabilidade é inerente à dinâmica capitalista. As taxas de câmbio flutuantes esgotaram-se historicamente e crescem as pressões para um novo “Bretton Woods”.<sup>15</sup> Enquanto isso, o sistema monetário internacional está evoluindo para um sistema oligopolar,<sup>16</sup> com ênfase na coordenação das políticas monetárias e macroeconômicas entre os Estados Unidos, a Alemanha e o Japão.



---

<sup>15</sup> Ver os artigos publicados em “The Federal Reserve Bank of Boston” *The International Monetary System: Forty Years after Bretton Woods*, Conference Series n. 28, 1984.

<sup>16</sup> R. Triffin, “The International Accounts of the United States and their impact upon the Rest of the World”, *Banca Nazionale del Lavoro* (Quarterly Review), Roma, mar. 1985, p. 22.