

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

## **POR UM PUNHADO DE DÓLARES**

Uma comparação entre o Padrão Dólar-Ouro e o Dólar-Flexível na  
segunda metade do século XX

VITOR DE PAULA MOTTA SANCHEZ  
Matrícula nº 111183325

ORIENTADOR: Prof. Dr. Raphael Padula  
CO-ORIENTADOR: Prof. Dr. Carlos Aguiar de Medeiros

FEVEREIRO 2018

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

## **POR UM PUNHADO DE DÓLARES**

Uma comparação entre o Padrão Dólar-Ouro e o Dólar-Flexível na  
segunda metade do século XX

---

VITOR DE PAULA MOTTA SANCHEZ  
Matrícula nº 111183325

ORIENTADOR: Prof. Dr. Raphael Padula  
CO-ORIENTADOR: Prof. Dr. Carlos Aguiar de Medeiros

FEVEREIRO 2018

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor*

## **AGRADECIMENTOS**

Em primeiro lugar, agradeço a meus pais, Luciana e Roberto a quem tudo devo. Tão importante quanto, sempre foi minha avó, Maria Elisa, palavras nunca farão jus. Em seguida, agradeço a meus orientadores, Carlos Medeiros, que tanto me inspirou e contribuiu para que este trabalho fosse à frente, e Raphael Padula, que em momento de desespero me ofereceu ajuda e foi fundamental para elevar o nível trabalho. Não posso me furtar de agradecer também ao Grupo do Pôquer, que a todo o momento me lembra a importância das amizades e que, a partir dos inúmeros debates sobre política e economia nas esquinas cariocas, estimularam meu desejo de seguir estudando. Também agradeço à Sofia, amiga que me ofereceu apoio e conforto ao longo do desenvolvimento desta monografia.

## **RESUMO**

O trabalho é um estudo sobre padrões monetários internacionais. Propõe-se aqui analisar comparativamente o Padrão Dólar-Ouro e o Padrão Dólar-Flexível e contrapô-los com os eventos ocorridos na segunda metade do século XX. Além de sua criação, consolidação e funcionamento, o trabalho descreve também como ambos os padrões influenciaram as trajetórias de crescimento da economia mundial. Elucida-se também as vantagens auferidas pelo país emissor da moeda chave, no caso os Estados Unidos. Mais ainda, se pretende demonstrar como essa potência hegemônica conseguiu ao longo do período moldar as características da economia mundial de acordo com seus interesses estratégicos e impor-se não só a seus inimigos como também a seus aliados.

# ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	7
<b>CAPÍTULO I – BRETTON WOODS</b> .....	11
1.1 – A GÊNESE DO SISTEMA .....	11
1.2 – AS INSTITUIÇÕES .....	18
1.2.1 – O FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL .....	18
1.2.2 – O BANCO MUNDIAL .....	21
1.2.3 – A OIC, O GATT E A LIBERALIZAÇÃO DO COMÉRCIO.....	23
1.3 – A DINÂMICA DO SISTEMA BRETTON WOODS.....	26
1.3.1 – OS PRIMEIROS ANOS .....	26
1.3.2 – OS CONVITES E A GUERRA FRIA.....	32
1.3.3 – O FIM DO SISTEMA .....	36
<b>CAPÍTULO II – CRISE E TRANSIÇÃO: OS ANOS 70</b> .....	40
2.1 – OS EUROMERCADOS .....	40
2.2 – A ECONOMIA MUNDIAL NOS ANOS 70 .....	42
2.3 – O CHOQUE VOLCKER .....	48
<b>CAPÍTULO III – O PADRÃO DÓLAR-FLEXÍVEL</b> .....	52
3.1 – ENQUADRANDO A ECONOMIA GLOBAL: OS ANOS 80.....	52
3.1.1 – A DIPLOMACIA DO DÓLAR FORTE.....	52
3.1.2 – DO PLAZA AO LOUVRE À WHASHIGTON.....	57
3.2 – A ECONOMIA MUNDIAL NOS ANOS 90.....	62
3.2.1 – OTIMISMO E LIBERALIZAÇÃO.....	62
3.2.2 – DESVALORIZAÇÕES FORÇADAS.....	65
3.2.3 – BREVE NOTA SOBRE OS ESTADOS UNIDOS NOS ANOS 90.....	71
<b>CONCLUSÃO</b> .....	73
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	75

# LÍSTA DE GRÁFICOS E TABELAS

## GRÁFICOS

Gráfico 1.1.....	13
Gráfico 1.2.....	37
Gráfico 2.1.....	49

## TABELAS

Tabela 1.1.....	19
Tabela 1.2.....	22

## Introdução

O trabalho que se segue é uma tentativa de analisar a trajetória da economia mundial. Não obstante, um tema tão complexo como este pode ser abordado de diversas formas e por meio de diferentes óticas. Na extensa literatura sobre o tema, muito se fala da importância das transações internacionais na trajetória de crescimento econômico de todos os países. Em geral, a importância é atribuída ao fato de que países necessitam de bens e capitais que não estão disponíveis domesticamente. Esse fato cria limitações e oportunidades para todos os países da economia capitalista global.

Essas transações são organizadas sob o que se chama de padrões monetários internacionais. Três deles existiram na história recente. O padrão Ouro-Libra, o Padrão Ouro-Dólar, que aqui será intercambiável com o termo Padrão/Sistema Bretton Woods, e o Padrão Dólar-Flexível (Medeiros e Serrano, 1999).

O estudo aqui proposto é analisar comparativamente esses padrões monetários e contrapô-los com a trajetória da economia mundial. Pretende-se assim, analisar as peculiaridades de cada padrão e como estes influenciaram, através da imposição de restrições e da criação de oportunidades, a trajetória de crescimento da economia mundial. Contudo, seria uma tarefa hercúlea fazê-lo de maneira a não cometer omissões imperdoáveis em tão limitado espaço se o estudo fosse realizado sobre os três padrões mencionados acima.

Assim, optou-se por realizar um recorte e contrapor apenas dois desses padrões. Uma opção válida seria estudar o Padrão Ouro-Libra com o Padrão Ouro-Dólar e analisar o processo de mudança da moeda-chave. Entretanto, optou-se por analisar este último com o Padrão Dólar-Flexível. As razões para isso são duas. Em primeiro lugar, segundo Serrano (2004; 2008), o padrão Dólar Flexível estende-se até os tempos atuais. Isso implica em maior acessibilidade de dados e principalmente em permitir a maior compreensão da forma de funcionamento do sistema interestatal capitalista, pelo menos em sua esfera econômica, nos dias atuais. A segunda razão, é que permite avaliar como a potência hegemônica de nossos tempos, os Estados Unidos, opera sua hegemonia no sistema. Espera-se que seja possível demonstrar como a posição de poder desse país permite-o a moldar o sistema de forma que nenhum outro é capaz.



Acredita-se que essa questão da hegemonia em relação aos padrões monetários é relevante, pois se se fala em moeda-chave, ela é, necessariamente, emitida por algum país que possui posição de destaque no sistema internacional. Tal país possui liberdade e autonomia para definição de suas próprias políticas justamente porque está isento, ou praticamente isento, dessas mesmas restrições externas. Mais do que isso, esse país possui capacidade de organizar todo o sistema financeiro internacional de acordo com seus próprios objetivos de acumulação, sendo o controle da moeda-chave, portanto, uma importante fonte de poder. Sobre esse aspecto, Fiori (2014), apesar de trabalhar com uma ideia muito mais abrangente do que a aqui proposta, resume bem a centralidade da moeda nas disputas do sistema interestatal capitalista:

*As grandes potências vencedoras sempre impuseram suas próprias moedas como moedas de referência, tornando-as uma espécie de delimitação de seus territórios econômicos supranacionais. Conforme as barreiras tarifárias tradicionais foram sendo abolidas, a moeda se transformou na grande fronteira que separa e hierarquiza os territórios econômicos das grandes potências. Na luta entre os Estados e as economias nacionais, houve países que conseguiram impor a própria moeda dentro de territórios regionais, mas apenas dois países lograram impor, até hoje, sua moeda em escala internacional: Inglaterra e Estados Unidos. Muitos países que se propuseram a alcançar ou superar as potências anglo-saxônicas tiveram pleno sucesso tecnológico e industrial, mas nenhum conseguiu desafiar ou substituir a moeda e a centralidade do sistema financeiro das duas líderes do sistema interestatal capitalista nos últimos duzentos anos<sup>1</sup>.*

Ademais, a escolha pelos padrões monetários também levou em conta uma característica do padrão Bretton Woods, inexistente nos outros dois, a presença de controles de capitais. Esse ponto é relevante, pois durante esse período as taxas de crescimento da economia capitalista foram as mais elevadas da história. Tanto é assim, que o período é chamado por muitos de “a era de ouro” (Frieden, 2006; Hobsbawn, 1994). Nesse sentido, espera-se também compreender se tais controles foram relevantes para que essas taxas ocorressem e qual foi a mudança no período de formação deste sistema para sua institucionalização.

---

<sup>1</sup> FIORI, José Luís. História, Estratégia e Desenvolvimento: Para uma Geopolítica do Capitalismo. São Paulo, SP: Boitempo, 2014. p. 41.

O que restou a fazer após a escolha dos padrões a serem estudados foi o recorte temporal do trabalho. O momento mais apropriado para iniciar a análise seria a conferência de Bretton Woods, onde os acordos que institucionalizaram o sistema. Contudo, se viu necessário retornar temporalmente para que se pudesse compreender dois fatores fundamentais. O primeiro é a questão sobre quais experiências levaram os formuladores do sistema a tecerem-no nos moldes que o teceram. O segundo refere-se aos debates entre os idealizadores de Bretton Woods, que, como se pretende mostrar, colocou duas ideias distintas sobre como deveriam ser as transações internacionais em confronto. Assim, apesar de se tratar principalmente da segunda metade do século XX, o trabalho olhará também para eventos que ocorreram antes da conferência de Bretton Woods em 1944.

Para a outra ponta do período estudado, a decisão ficou de certa maneira arbitrária. Assim, se decidiu que as crises cambiais que serão analisadas no terceiro capítulo e a lógica liberalizante dos anos noventa formam um conjunto de elementos suficientes para demonstrar como o Padrão Dólar-Flexível já consolidado, coloca os Estados Unidos em situação de vantagem em relação às outras economias. Assim, o fim do século parece um bom momento para encerrar a exposição. De fato, a última crise analisada, a argentina, tem seu desfecho em 2002 quando o governo dá *default* em sua dívida. Então, não se encerra a análise exatamente no fim do século e sim um pouco depois.

O objetivo principal do trabalho é analisar a influência da potência hegemônica na operação dos padrões monetários e na arquitetura de tais padrões e como isso influencia a trajetória da economia mundial. Para alcançar tais objetivos, alguns passos serão tomados. Primeiro, será analisado o padrão Bretton Woods e a economia mundial do pós-guerra. Isso será feito analisando os debates que precederam a formulação do padrão, as instituições que compõem o sistema, passando pelos efeitos da Guerra Fria na economia global e finalmente o colapso do sistema em 1971-3.

O segundo passo a ser adotado será analisar a economia mundial nos anos 70. Como se pretende mostrar, essa década foi bastante turbulenta para os países centrais. Para isso, se fará um estudo sobre os Euromercados, importante instituição na dinâmica da década. Em seguida se estudará como a economia mundial se comportou nesse período com vistas às recessões da primeira metade, do choque do petróleo, dos processos inflacionários no centro e o financiamento, a partir da reciclagem de petrodólares, da periferia. Também será visto como a diplomacia estadunidense com relação à Arábia Saudita contribuiu para a manutenção do dólar como moeda de reserva em uma época de crescente questionamento desse papel

exercido pelo dólar. Por fim, se debruçará sobre o Choque Volcker, que faz a conexão com o passo seguinte.

O último passo consistirá em estudar o Padrão Dólar-Flexível. A análise se dará dividindo esse passo em duas décadas. A de oitenta, onde se pretende demonstrar como os Estados Unidos lograram enquadrar a economia global consolidando o Padrão. E a de 90, onde se verá como operou o novo padrão, já consolidado e suas crises e contradições.

Para se realizar o trabalho, se utilizou o esquema analítico proposto por Medeiros e Serrano (1999) e depois por Serrano, (2002; 2004; 2008). Esse esquema ilumina as vantagens que o emissor da Moeda-Chave possui em relação a outros países em suas contas externas. Esses foram os textos básicos em que se embasou este trabalho, mas o referencial teórico foi mais extenso. Tavares (1985) foi fundamental para o desenvolvimento da parte final do capítulo II e o início do Capítulo III. Helleiner (1994) e Eichengreen (2008) acompanharam toda a confecção do texto, uma vez que se baseou neles para a história monetária do período estudado. Frieden (2006) foi utilizado como referência geral para os acontecimentos históricos do período aqui estudado. Outras bibliografias foram utilizadas em momentos pontuais. Ao se falar de economia japonesa, se valeu de Torres Filho (1997), quando se falou de América Latina, Bértola e Ocampo (2015), ainda que não haja citações, entre outras.

## Capítulo I – Bretton Woods

O objetivo deste capítulo é analisar o sistema Bretton Woods em três aspectos. Em primeiro lugar, busca-se estudar como surgiu o sistema. Nesta primeira parte se discorrerá sobre o período anterior à segunda-guerra mundial, para compreender as experiências que levaram seus idealizadores a desenvolver tal sistema. Também serão analisados os debates travados de ambos os lados do atlântico sobre como o sistema deveria funcionar e os papéis a serem desempenhados pelas instituições ali criadas.

O segundo aspecto a ser analisado serão as instituições criadas na conferência de Bretton Woods. Buscou-se empregar certo grau de detalhamento conferindo uma subseção a cada instituição. Nesse sentido, esta parte se divide em três, O FMI, o Banco Mundial e, finalmente, o GATT.

A terceira e última seção é dedicada a estudar a dinâmica do sistema. Em outras palavras se estuda a trajetória da economia mundial sob o arcabouço desenvolvido em New Hampshire e como se deu seu funcionamento na prática. Para isso, a seção foi dividida em três partes. A primeira retrata os primeiros anos de funcionamento até o retorno a conversibilidade das moedas européias. A segunda se trata dos “convites” ao desenvolvimento/crescimento recebido por algumas nações no contexto da Guerra Fria. Por fim se olha para o fim do sistema, buscando compreender suas causas e como ocorreu.

### 1.1 A Gênese do Sistema

O Sistema de Bretton Woods nasceu no fim da Segunda-Guerra Mundial. Com a volta da normalidade, as relações entre países necessitavam ser retomadas. Muito se debatia, mesmo antes do fim do conflito, sobre como deveria dar-se essa nova ordem, agora sob hegemonia estadunidense (Frieden, 2006). As discussões sobre o novo sistema se basearam, de acordo com Helleiner (1994), na opção por um comércio mais livre em detrimento da livre circulação de capitais. Frieden (2006) afirma que, de fato, a ideia de um comércio mais livre se tornou hegemônica dentro dos Estados Unidos uma vez que o empresariado percebeu que sua produtividade seria tão superior ao terminar a guerra que as barreiras protecionistas, cuja necessidade eles tanto apregoavam, seriam mais um empecilho que uma ajuda.

Era claro para diversos países que o novo sistema monetário deveria ser alterado, uma vez que a experiência do entre guerras mostrou-se absolutamente desastrosa. Após a Primeira Guerra Mundial, os Estados Unidos se tornaram o centro cíclico dinâmico da economia mundial. Como tal, também acabou se tornando a praça financeira principal junto com Londres.

Contudo, diferentemente da experiência britânica do pré-Primeira Guerra, os EUA não assumiram de fato uma postura de liderança nas finanças mundiais. Com os britânicos o sistema experimentou uma estabilidade de mais ou menos 100 anos, período o qual Eric Roll chamou de *Aequilibrium Britannicum* (Moffitt, 1984). Já no período de crise do entre guerras, o sistema se mostrou completamente instável (Serrano & Medeiros, 1999).

De acordo com Frieden (2006), os britânicos operavam como fornecedor de liquidez, com o auxílio de outras nações, toda a vez que alguma espécie de choque negativo ocorria. Já os estadunidenses, adotaram uma postura isolacionista em relação ao seu novo protagonismo no mundo<sup>2</sup>. Os fluxos financeiros iam para os EUA e os mesmos eram responsáveis por volumosos empréstimos e investimentos em diversos países. Ainda assim, os representantes daquele país em fóruns de estadistas nos quais o tema era o sistema financeiro internacional, eram, em geral, executivos de bancos privados (Frieden, 2006).

Medeiros e Serrano (1999) resumem bem os problemas dos anos do entre guerras. Os Estados Unidos, naquele período, possuíam superávit comercial, grandes influxos de capital, barreiras protecionistas e ainda desvalorizaram o dólar. As consequências destas políticas para a economia mundial foram bastante problemáticas. Em seu artigo pioneiro, Prebisch (1949), discorre justamente sobre esse problema. A queda no coeficiente de importações dos Estados Unidos e o grande acúmulo de ouro ao longo do período asfixiaram o Balanço de Pagamentos de outros países, gerando uma necessidade de ajuste muito forte para que esses pudessem obter divisas. Em outras palavras, a liquidez internacional diminuía e a instabilidade aumentava.

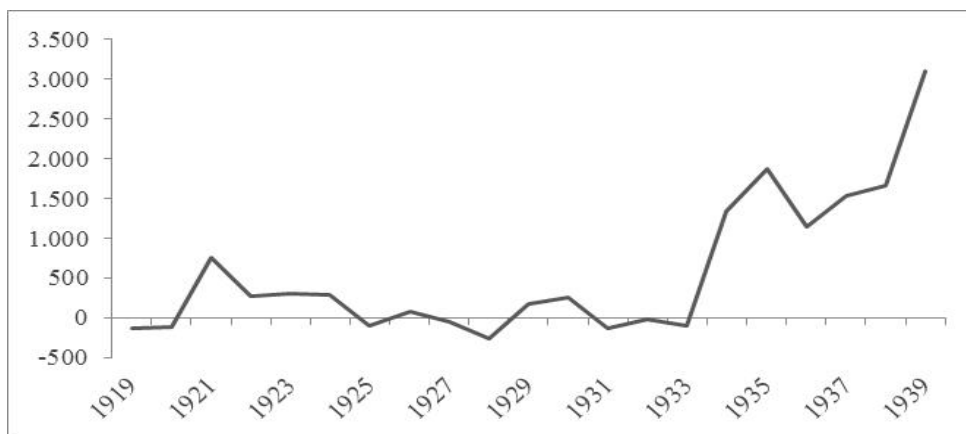
Os dados no gráfico abaixo demonstram o acúmulo de ouro por parte dos EUA. Com exceção de apenas oito anos, as variações foram todas positivas e a partir 1934 mais que compensaram qualquer resultado negativo anterior. A causa para tal explosão em 1934 foi o chamado *Gold Reserve Act* que desvalorizou o dólar em relação ao Ouro em 60% no fim de janeiro daquele ano. A queda em 1936 pode ser atribuída, de acordo com Friedman e

---

<sup>2</sup>Para uma discussão do isolacionismo estadunidense no que tange à geopolítica ver Kissinger, 2012[1994]

Schwartz (1963), a uma combinação de aumento dos encaixes compulsórios exigidos pelo FED com um programa de esterilização promovido pelo Tesouro para evitar a expansão monetária. Para o ano de 1939, os mesmos autores parecem sugerir que o fluxo positivo de ouro está relacionado com o início da Segunda Guerra Mundial.

Gráfico 1.1 - Variação anual do Estoque de Ouro Monetário dos EUA (Milhões de Dólares)



Fonte: Dados do National Bureau of Economic Research. Elaboração Própria

Destarte, o novo sistema deveria ser capaz, na visão de seus idealizadores, de garantir estabilidade para a economia mundial (Frieden, 2006). Assim sendo, para Helleiner (1994), o ponto crucial das discussões eram os controles de capitais. Frieden (2006) argumenta que os dois mais proeminentes negociadores em Bretton Woods, John Maynard Keynes e Harry Dexter White, representantes do tesouro britânico e estadunidense, respectivamente, já previam que governos lançariam mão de controles de capitais de modo a garantir a estabilidade cambial e que tal movimento era não só relevado pelos países centrais, como era também apoiado. Indo mais além, Helleiner (1994), afirma que uma ordem econômica internacional liberal, possui dois aspectos, o comercial e o financeiro, e que ambos não são necessariamente compatíveis.

Confrontados com a escolha entre finanças livres e comércio livre, percebeu-se que as dificuldades políticas de introduzir restrições ao comércio internacional eram significativamente maiores que impor controle às finanças globais (Helleiner, 1994). Ademais, o mesmo autor afirma que o pensamento liberal dominante antes do fim da Segunda Guerra, perdeu hegemonia no governo estadunidense. Com Henry Morgenthau no Departamento do Tesouro, a ideia de atuação estatal para atingir objetivos econômico-estratégicos passou a ser a nova ortodoxia e os financistas de Nova Iorque passaram a ser antagonizados pela administração federal (Helleiner, 1994).

Esse contexto, apresentado até aqui, tornou possível que o debate em Bretton Woods tomasse o caminho que acabou por tomar.

As primeiras propostas escritas pelos dois representantes apresentavam duas razões, de acordo com Helleiner (1994), para o apoio aos controles de capitais. A primeira fazia referência à garantia de autonomia dos países na execução de seus objetivos de um Estado de Bem-Estar Social. White se preocupava com distúrbios causados por movimentos especulativos para ganhos cambiais, elisão fiscal ou proteção contra a inflação nas políticas fiscais e monetárias de um país. Keynes também apontou, ainda segundo Helleiner (1994), os efeitos nocivos de aumento da restrição do balanço de pagamentos que os fluxos de capitais poderiam causar em um país que buscasse seus objetivos através da redução de juros. Se o diferencial de juros fosse grande, um país devedor sofreria fugas de capitais e não seria capaz de executar sua política.

A segunda razão, já apontada aqui, era a descrença de ambos os representantes na compatibilidade entre finanças livres, taxas de câmbio estáveis e comércio liberalizado (Helleiner, 1994). No que tange ao comércio, a incompatibilidade, de acordo com Helleiner, era relacionada a maiores ajustes que as fugas de capital iriam impor em uma baixa do ciclo que levaria, eventualmente, à adoção de políticas protecionistas. No caso da estabilidade cambial, movimentos especulativos aumentariam a demanda por divisa, pressionando assim as reservas de um país, dificultando a manutenção da paridade cambial<sup>3</sup>.

A proposta, portanto, se baseava nos princípios acima. Não obstante, Helleiner (1994) deixa claro, que apesar da significativa importância conferida por Keynes e White no controle de capitais, eles não abominavam os fluxos de capitais de modo geral, apenas aqueles especulativos e que geravam desequilíbrio ao sistema. Os fluxos de Investimento Direto Estrangeiro e fluxos que equilibrariam o sistema (de países superavitários para deficitários) eram fundamentais para a estabilidade das relações econômicas internacionais.

Não obstante, as semelhanças entre as propostas britânica e estadunidense se esgotavam na aceitação por controles de capitais. Os objetivos e visões de ambos os representantes divergiam na própria concepção de como alcançar a prosperidade que tanto se desejava no pós-guerra. Em parte, tais divergências eram frutos das diferenças entre os dois homens-chave do debate. Keynes, um intelectual brilhante que desenvolveu a mais impactante teoria econômica do século XX, possuía uma extensa compreensão da economia internacional

---

<sup>3</sup>Para uma explicação mais aprofundada, ver Cardim de Carvalho et al., 2007

e era um crítico ferrenho do Padrão-Ouro, pois enxergava as limitações impostas por ele à busca pelo pleno. Já White, estava mais para um homem de Estado. Treinado em economia, escreveu sua tese de doutorado sobre as contas externas francesas entre 1880 e 1913, mas logo cedo recebeu uma proposta para trabalhar no Departamento do Tesouro estadunidense, a qual ele prontamente aceitou. Ele mesmo se referiu aos seus estudos em economia como uma forma de se aproximar da política (Steil, 2013).

Assim, havia duas propostas. A proposta britânica de Keynes e a estadunidense de White. Keynes propunha, segundo Cardim (2004), a criação de uma câmara de compensação internacional, onde bancos centrais teriam uma conta e ali se processariam as transações numa nova moeda puramente escritural, a Bancor. Essa inovação garantiria que a oferta de moeda acompanhasse o crescimento das transações internacionais, coisa que no padrão-ouro dependia da maior produção do metal. Além da função de compensação, essa câmara também serviria para ajustar saldos comerciais díspares. Um país que possuísse altas taxas de crescimento (abaixo do pleno emprego) e passasse a incorrer em déficits precisaria que a demanda por suas exportações aumentassem para sanar esse desequilíbrio. A câmara de compensações poderia forçar países superavitários a estimular suas economias e aumentar suas importações, sob a pena de serem-lhes impostas multas.

Já a proposta de White, se resumia a tentar garantir a liberalização do comércio internacional sem entraves graves como os encontrados na década de 30. Para isso, seria criada uma instituição com a função de fiscalizar as condições econômicas dos países membros, objetivando identificar situações em que uma desvalorização cambial era razoável, os chamados desequilíbrios fundamentais. A instituição teria também a função de fornecer crédito aos países membros que estivessem sofrendo com problemas no balanço de pagamentos temporários, como uma fuga de capitais por razões especulativas. Mas diferentemente da proposta de Keynes, tal instituição não contaria com uma moeda própria, ela seria financiada inteiramente pelas moedas de seus membros. Nesse sentido, a oferta de moeda internacional seguiria dependendo das políticas econômicas dos países cujas moedas tivessem aceitação internacional, particularmente o dólar (Cardim, 2004).

Evidentemente, houve intenso debate até a conferência de Bretton Woods em 1944 e as primeiras propostas tiveram que sofrer alterações. De acordo com Helleiner (1994), o maior grupo de oposição às ideias de controle de capitais nos Estados Unidos eram membros do setor financeiro de Nova Iorque.



O autor também destaca o fato de que em outros países centrais, a oposição por parte de financistas também existia. A Inglaterra seria um caso à parte. Objetivando manter sua autonomia dentro do bloco de influência da Libra Esterlina<sup>4</sup>, em particular medidas protecionistas através de controles cambiais, o Banco da Inglaterra e parte da comunidade financeira londrina apoiou a proposta de Keynes de permitir a utilização de tais controles (Helleiner, 1994).

Ainda assim, o autor afirma que fora esse pragmatismo, o Banco da Inglaterra possuía diversos pontos em comum com o setor financeiro privado nova-iorquino. Em primeiro lugar, ele se opunha a criação do Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento e do FMI, acreditando que instituições privadas executariam tal função de forma mais eficiente e com maior eficácia. Em segundo lugar, a instituição fazia parte do grupo que acreditava que as políticas monetárias e fiscais deveriam ser tratadas com austeridade, e a taxa de juros deveria, por sua vez, encontrar-se em um patamar adequado para corrigir desequilíbrios nas contas externas (Helleiner, 1994).

O debate finalmente desembocou em uma conferência em *New Hampshire*, na cidade serrana de Bretton Woods, onde em julho de 1944, durante três semanas, representantes de mais de quarenta países, de acordo com Frieden (2006), se reuniram para assinar um acordo que organizaria o sistema financeiro mundial. Ali, dois tratados foram assinados. O tratado para a criação do Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento, o Banco Mundial, e o tratado para a criação do FMI. Mais do que a criação de duas instituições, os acordos compreenderam todo um arcabouço institucional e as diretrizes para o funcionamento do novo sistema (Moffitt, 1984).

Os acordos finais acabaram por refletir os impactos dos debates (Helleiner, 1994). Por um lado, os Controles de Capitais foram endossados como queriam Keynes e White, por outro, o tom com que o acordo final tratava tais controles eram bem mais brandos que o das propostas preliminares. Ademais, os estadunidenses não tinham intenção de colocá-los em prática (Helleiner, 1994).

O efeito da não adoção de controle de capitais por parte dos Estados Unidos foi o aumento da dificuldade da aplicação de mecanismos de cooperação entre países no controle

---

<sup>4</sup> *Sterling area*, livremente traduzido como Bloco de influência da libra, foi uma criação ao caso resultado da saída da libra do padrão em 1931 que passou a encorajar seus parceiros comerciais a fixar uma paridade de suas moedas com a libra. Se a princípio seus *dominions* e colônias eram os únicos membros, logo outros países periféricos aderiram ao bloco (National Archives ).

desses fluxos de capitais. Não só isso, o próprio tom imposto nos artigos retirava diversas obrigações, como por exemplo, a entrega de ativos para o governo de origem caso requisitado, o que dificultou a institucionalização da cooperação (Helleiner, 1994).

Frieden (2006), afirma que os britânicos, em particular Keynes, frustraram-se com a imposição da hegemonia estadunidense no desenrolar das negociações. Um ponto bastante ilustrativo de tal imposição foi a mudança na alocação de recursos para o financiamento do FMI. Originalmente, Keynes havia proposto algo entorno de 20 bilhões de dólares (Moffitt, 1984). No fim, o acordo previu um total de 8,8 bilhões<sup>5</sup>. Mas o acordo como um todo era muito mais similar à proposta de White que à de Keynes. Sobre isso é curioso, se não irônico, refletir que o homem que mais influência teve no desenvolvimento do sistema que garantiu a centralidade do dólar e a hegemonia econômica dos Estados Unidos era um espião soviético<sup>6</sup>.

Em suma, a criação do sistema monetário de Bretton Woods foi fruto de um intenso debate e disputas entre diferentes grupos de interesse. Em sua forma final, sobressaiu-se o endosso pelo controle de capitais. Ainda assim, o tom do tratado foi muito mais brando do que seus idealizadores pretendiam no início das discussões sobre a nova ordem no começo da década de 40.

As instituições que surgiram da conferência desempenharam um papel central no sistema econômico mundial (Moffitt, 1984). Por essa razão, a próxima subseção será dedicada a esmiudar tais instituições. Além das citadas até aqui, o FMI e o Banco Mundial, analisaremos também o GATT que, de acordo com Frieden (2006) desempenhou um papel significativamente relevante nos objetivos de liberalização comercial.

---

<sup>5</sup> Ao fim do acordo, os 44 países representados na conferência se comprometeram a aportar um valor específico. O valor aportado pela Dinamarca estava na conferência como país observador seria definido depois da aprovação de seu governo. Os US\$ 8,8 bilhões são referentes aos 44 países que enviaram representações. Schedule A: *“\*The quota of Denmark shall be determined by the Fund after the Danish Government has declared its readiness to sign this Agreement but before signature takes place.”*(Informações retiradas da ata final da conferência e Schuler e Bernkopf, 2014)

<sup>6</sup> Acusações nesse sentido foram feitas em 1948 e comprovadas mais tarde por inúmeras comunicações decodificadas pelo chamado *Venona Project*. Uma análise sobre papel de White como espião pode ser encontrado em Steil (2013)

## 1.2 As Instituições

### 1.2.1 O Fundo Monetário Internacional

O tratado para a criação do FMI foi assinado em 22 de julho de 1944. O Artigo primeiro do tratado lista seus propósitos. Em linhas gerais, as suas funções eram promover a cooperação econômica internacional, promover a estabilidade cambial (objetivando a prevenção de guerras cambiais<sup>7</sup>), facilitar a expansão do comércio internacional e, conseqüentemente, a promoção e manutenção de alto nível de emprego e renda<sup>8</sup>, dar confiança aos países membros ao tornar disponíveis os recursos do fundo para o ajustamento das contas externas e, por fim, assessorar o estabelecimento de um sistema de pagamentos multilateral para transações correntes e na eliminação de controles cambiais.

Vale notar que o último ponto acima se refere exclusivamente a transações correntes. Os controles cambiais, como argumentado por Helleiner (1994) e já visto na seção anterior, para transações de conta capital, eram permitidos, devido principalmente à pressão britânica.

A organização do fundo se daria através de cotas. Cada país seria responsável por aportar um valor para o fundo, sendo uma parte mínima em ouro (equivalente ao menor valor entre 25% da cota e 10% de suas reservas de ouro e dólar) e o resto em sua própria moeda. A cota representaria a influência do país no fundo, uma vez que o número de votos de uma nação seria 250 mais um para cada 100 mil dólares em sua cota, ajustado em relação às suas compras e vendas de divisas<sup>9</sup>.

A tabela abaixo, retirada diretamente da ata final da conferência, ilustra o aporte de capital para o fundo por parte de cada país. Pode-se observar que os países centrais, por

---

<sup>7</sup> Guerra cambial é uma hipérbole da expressão *Competitive Devaluation*, definida pelo *Dictionary of Banking and Finance*, da editora Peter Collin, como desvalorização cambial objetivando barateamento dos bens exportáveis de um país, aumentando assim a competitividade de suas exportações.

<sup>8</sup> Artigo I – Dos Propósitos, ii): *To facilitate the expansion and balanced growth of international trade, and to contribute thereby to the promotion and maintenance of high levels of employment and real income and to the development of the productive resources of all members as primary objectives of economic policy.*

<sup>9</sup> Artigo XII – Organization and Management, Seção 5, voting: “(a) *Each member shall have two hundred fifty votes plus one additional vote for each part of its quota equivalent to one hundred thousand United States dollars; (b) Whenever voting is required under Article V, Section 4 or 5, each member shall have the number of votes to which it is entitled under (a) above, adjusted: (i) by the addition of one vote for the equivalent of each four hundred thousand United States dollars of net sales of its currency up to the date when the vote is taken, or (ii) by the subtraction of one vote for the equivalent of each four hundred thousand United States dollars of its net purchases of the currencies of other members up to the date when the vote is taken*”

terem contribuído com valores significativamente mais elevados, acabariam exercendo maior influência nas deliberações da instituição.

Tabela 1.1 - Valor das Cotas dos presentes na conferência de Bretton Woods.

<b>SCHEDULE A</b>			
<b>Quotas</b>			
	(In millions* of United States dollars)		(In millions of United States dollars)
Australia	200	India	400
Belgium	225	Iran	25
Bolivia	10	Iraq	8
Brazil	150	Liberia	. 5
Canada	300	Luxembourg	10
Chile	50	Mexico	90
China	550	Netherlands	275
Colombia	50	New Zealand	50
Costa Rica	5	Nicaragua	2
Cuba	50	Norway	50
Czechoslovakia	125	Panama	. 5
Denmark*	*	Paraguay	2
Dominican Republic	5	Peru	25
Ecuador	5	Philippine Commonwealth	15
Egypt	45	Poland	125
El Salvador	2. 5	Union of South Africa	100
Ethiopia	6	Union of Soviet Socialist Republics	1200
France	450	United Kingdom	1300
Greece	40	United States	2750
Guatemala	5	Uruguay	15
Haiti	5	Venezuela	15
Honduras	2. 5	Yugoslavia	60
Iceland	1		

\*The quota of Denmark shall be determined by the Fund after the Danish Government has declared its readiness to sign this Agreement but before signature takes place.

Fonte: Retirado da ata final da conferência de Bretton Woods

O artigo XIV versou sobre o período de transição. Como já notado, as restrições em conta capital eram permitidas, mas com o intuito de promover um comércio mais livre, as transações correntes não poderiam ser restringidas. Não obstante, reconhece-se nesse artigo um período no qual, devido às perturbações da Guerra, países poderiam lançar mão de tais mecanismos.

Logo na primeira seção do artigo, reconhece-se que não é objetivo do fundo fornecer empréstimos para a reconstrução ou aliviar débitos que tenham surgido com o conflito. Tal função ficaria a cargo do Banco Mundial, que será analisado na seção seguinte. Sem embargo, reconhecendo a situação em que países afetados pela guerra se encontravam, a seção dois autorizava países a utilizar controles cambiais para transações correntes. A mesma seção deixa claro ainda, que países necessitariam ter em mente os propósitos do fundo, de manutenção da estabilidade cambial, e tomar todas as medidas possíveis para que tais restrições, em conta corrente, fossem retiradas assim que fosse possível.

*Members shall, however, have continuous regard in their foreign exchange policies to the purposes of the Fund; and, as soon as conditions permit, they shall take all possible measures to develop such commercial and financial*

*arrangements with other members as will facilitate international payments and the maintenance of exchange stability. In particular, members shall withdraw restrictions maintained or imposed under this Section as soon as they are satisfied that they will be able, in the absence of such restrictions, to settle their balance of payments in a manner which will not unduly encumber their access to the resources of the Fund*<sup>10</sup>.

A seção 4 deste artigo fornece o que seria considerado o período de transição. Em três anos a partir do início das operações do fundo, se iniciaria a confecção de relatórios sobre os membros que estivessem utilizando tais práticas. Em cinco anos a partir do início das operações do fundo, membros deveriam consultar o fundo sobre as condições para a retirada dos controles cambiais. A partir deste período países que mantivessem tais controles sem que o fundo os considerassem necessários, ficariam sujeitos a serem impedidos de utilizar recursos do fundo.

Em suma, o acordo assinado no hotel Mount Washington em julho de 1944, incumbia o fundo de duas atividades-chaves. A primeira era garantir a estabilidade das taxas de câmbio. Isso evitaria desvalorizações competitivas e possíveis perturbações no comércio internacional. A segunda era servir de credor para membros com desequilíbrios no balanço de pagamentos. Fazendo isso, se evitaria que países levantassem barreiras protecionistas de forma a equilibrar suas contas externas.

Portanto, com o acordo, o fundo ganhou uma fisionomia institucional contemplando princípios e objetivos. Não obstante, demoraria até 1º de março de 1947 para que o fundo iniciasse suas operações, e mais ainda até que viesse a funcionar como previa o acordo. A principal razão para isso, vinha do período de transição, onde virtualmente todos os membros, com exceção dos EUA, se valiam de controles cambiais, em particular, taxas múltiplas de câmbio [Yago, K., Asai, Y., Itoh, M. (eds.), 2015].

Contudo, é suficiente, por enquanto, ter em mente apenas a estrutura e os objetivos definidos pelo acordo final de Bretton Woods. A efetiva forma de atuação do fundo e suas mudanças ao longo do período serão tratadas na seção 1.3, que versa sobre o funcionamento do sistema desde o fim da segunda Guerra até os anos 70.

---

<sup>10</sup>Articles of Agreement of the International Monetary Fund, Article XIV, Section 2.

## 1.2.2 O Banco Mundial

O Banco Mundial foi estabelecido juntamente com o FMI na conferência de Bretton Woods. Ali foi denominado Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento, indicativo de seu objetivo primário, financiar a reconstrução da Europa e da Ásia no pós-guerra (Marshall, K., 2008).

A ideia seria a construção de uma organização que serviria de facilitadora para a captação de recursos privados para a execução de projetos necessários para a reconstrução e o desenvolvimento de países membros. Contudo, Marshall (2008) afirma que logo de sua criação a ideia de reconstrução foi rapidamente esvaziada dando lugar a projetos de desenvolvimento.

A principal razão para essa rápida substituição seria, de acordo com a autora, o Plano Marshall que teria tomado o lugar do banco na tarefa de financiar a recuperação europeia. Há, porém, um debate sobre a relevância do Plano para a reconstrução dos países europeus. Enquanto a autora e muitos outros autores argumentam que o plano foi uma estratégia estadunidense de acelerar a reconstrução para evitar um avanço soviético para a Europa, dentro do contexto de uma infante Guerra Fria, Halleiner (1994), cita o trabalho de Alan Milward (1984) para argumentar que o montante enviado pelos EUA à Europa mal serviu para compensar as fugas de capitais disruptivas que cruzavam o Atlântico Norte. Neste sentido, o plano teria sido um substituto do FMI e não do BIRD.

O debate em si não compõe o escopo deste trabalho, mas o Plano Marshall será visto de forma mais detalhada na seção 2.1.3 quando veremos como se deu, de fato, o funcionamento do sistema. O fato é que o Banco Mundial rapidamente se tornou bem menos relevante que seu “irmão”, o FMI, para o sistema.

Marshall (2008) afirma que na reunião, os artigos de criação do Banco Mundial foram significativamente menos discutidos que aqueles do FMI e que sua criação foi bastante consensual entre os participantes. Ainda assim, nos primeiros anos de funcionamento do Banco, a forma harmoniosa como se deu sua criação deu lugar a intensos debates dentro de sua diretoria. As duas principais causas para esses debates, contudo, reforçam o argumento de que o banco seria, para o sistema, um coadjuvante quando comparado ao Fundo. Enquanto os debates no início das operações do FMI se referiam a questões como controles cambiais e ao

período de transição, A diretoria do BIRD debatia em qual cidade estadunidense a sede da instituição seria localizada e a remuneração de seus diretores.

O segundo artigo do documento criador do banco pode ser considerado um segundo exemplo da maior importância do Fundo quanto ao Banco. O artigo trata da participação dos países signatários e deixa claro que a participação como membro é exclusiva de países que façam parte do Fundo Monetário Internacional. Ali também ficou determinado que o capital do Banco fosse igual a 10 bilhões de dólares divididos em ações (*shares*) adquiridas pelos países membros. No acordo final, 9,1 bilhões de dólares seriam aportados com a ratificação do acordo pelos países membros. Os 900 milhões restantes seriam adquiridos por países que desejassem tornarem-se membros no futuro. Assim como ocorreu com o FMI, os EUA foram os maiores financiadores da instituição, colocando um total de 3,175 bilhões de dólares, mais que o dobro do valor comprometido pela Inglaterra, que ficou com o segundo maior número de ações. A tabela abaixo, retirada diretamente do acordo final da conferência mostra os valores com os quais cada país contribuiu.

Tabela 1.2 - Valor das *Shares* dos presentes na conferência de Bretton Woods.

<b>SCHEDULE A</b>			
<b>Subscriptions</b>			
	(millions of dollars)		(millions of dollars)
Australia	200	Iraq	6
Belgium	225	Liberia	. 5
Bolivia	7	Luxembourg	10
Brazil	105	Mexico	65
Canada	325	Netherlands	275
Chile	35	New Zealand	50
China	600	Nicaragua	. 8
Colombia	35	Norway	50
Costa Rica	2	Panama	. 2
Cuba	35	Paraguay	. 8
Czechoslovakia	125	Peru	17. 5
*Denmark		Philippine Commonwealth	15
Dominican Republic	2	Poland	125
Ecuador	3. 2	Union of South Africa	100
Egypt	40	Union of Soviet Socialist Republics	1200
El Salvador	1	United Kingdom	1300
Ethiopia	3	United States	3175
France	450	Uruguay	10. 5
Greece	25	Venezuela	10. 5
Guatemala	2	Yugoslavia	40
Haiti	2		
Honduras	1		
Ireland	1		
India	400		
Iran	24	Total	9100

\*The quota of Denmark shall be determined by the Bank after Denmark accepts membership in accordance with these Articles of Agreement.

Fonte: Retirado da ata final da conferência de Bretton Woods

Em suma, o Banco Mundial foi concebido como um componente altamente relevante para o mundo do pós-guerra. O elevado capital do banco, junto com a credibilidade de seus maiores financiadores seriam os pilares que sustentariam a capacidade da instituição

de levantar fundos e coordenar empréstimos para a reconstrução dos países afetados pela Guerra. Não obstante, em poucos anos sua relevância foi ofuscada e seus objetivos passaram a ser cada vez mais voltados para projetos de desenvolvimento em países de menor renda. Conseqüentemente, o Banco passou a ser um agente secundário na arquitetura do padrão Bretton Woods.

### **1.2.3A OIC, o GATT e a Liberalização do Comércio**

A última instituição apresentada nesta seção será o GATT. Apesar deste tratado não haver surgido na conferência de julho de 1944, ela representa um dos pilares fundamentais da ordem do pós-guerra. Como já mencionado neste capítulo, os idealizadores do sistema objetivavam uma ordem liberal e tendo consciência de que livre mobilidade de capitais especulativos (os fluxos de Investimento Estrangeiro Direto, como visto, eram considerados fundamentais) e livre comércio, não eram necessariamente compatíveis, optaram pelo último.

Dessa forma se propôs a criação de uma instituição que coordenaria a liberalização do comércio de forma multilateral uma vez que se percebeu que tais questões seriam tratadas através de inúmeros acordos bilaterais que sem um mecanismo homogeneizador seriam bastante contraproducentes para os objetivos de livre comércio. Em outras palavras, o objetivo era um fórum normatizador que garantisse a eventual redução total das tarifas de importação e práticas de discriminação. Eichengreen (2008) traz em sua análise outra faceta, mais eurocêntrica, da necessidade de coordenação. Os países europeus, sofrendo com escassez de dólares não seriam capazes de derrubar suas barreiras ao comércio sem piorar suas contas externas a menos que todos os outros países europeus o fizessem simultaneamente.

A realidade é que as primeiras ideias mais concretas para uma organização com essas características surgiram na segunda metade da década de 1910 nos EUA. Tais ideias, no entanto, perderam bastante força na década seguinte com o crescimento de sentimentos protecionistas e, quando aprovada a tarifa Smoot-Hawley no ano de 1930, parecia algo bastante distante da realidade [Narlikar, Daunton e Stern (eds.), 2012].

Contudo, ao longo dos anos quarenta e com todas as perturbações do período, o governo Roosevelt conseguiu ampliar sua autonomia em questões tarifárias do congresso permitindo a volta da ideia de uma organização internacional do comércio. De acordo com



Narlikar, at, al.(op. cit.), ao longo da Guerra, os governos estadunidense e britânico iniciaram discussões, assim como os debates de ordem monetária, sobre um sistema multilateral de comércio. As propostas resultantes das negociações delinearão uma instituição membro das Nações Unidas como o FMI e o Banco Mundial.

*The ITO was thus intended, like the Bretton Woods institutions, to be a UN specialized agency, that is to say, part of the UN system but independent in terms of operational control. Like them, too, it was seen as an essential part of a broad-ranging multilateral, international economic regime that would encompass both trade and payments (Narlikar, Daunton e Stern (eds.), 2012).*

As discussões entre ambos os governos geraram diversas propostas apresentadas sem muitos conflitos entre eles. Contudo, os Estados Unidos desejavam uma rápida volta à conversibilidade em transações em conta corrente e o fim das barreiras protecionistas de países europeus, em particular o sistema de preferência imperial britânico<sup>11</sup>. De fato, algum grau de concessão foi oferecido pelos estadunidenses, mas algumas das demandas da nação insular levaram aos EUA a formar uma coalizão de países para derrubá-las. Tal movimento, no entanto, levou a surgir novas exceções ao livre comércio que acabou levando ao congresso a não ratificar a Carta de Havana [Narlikar, Daunton e Stern (eds.), 2012].

A Carta de Havana foi o documento final assinado para a criação da organização. Como ela acabou por não ser ratificada, se voltou para o documento anterior assinado em Genebra por 23 países em 1947. O Documento era O *General Agreement on tariffs and trade*, conhecido pela sigla GATT. O acordo era apenas um dispositivo provisório que determinaria o ponto de partida das negociações dentro da OIC. Com a decisão da administração Truman de não submeter novamente a carta de Havana à aprovação do congresso em 1950, tais disposições tornaram-se a instituição por meio da qual as questões tarifárias e a regulação do comércio internacional seriam discutidas (Gonçalves e Prado, 1996).

O GATT passou a funcionar a partir de rodadas de negociação em que diversos países se reuniam em uma cidade específica e iniciava-se uma série de discussões referentes à redução tarifária. A primeira, evidentemente, foi a rodada de Genebra, onde o tratado, como já mencionado, foi assinado. De acordo com Frieden (2006), a primeira rodada pode ser

---

<sup>11</sup> Tal sistema era uma articulação tarifária entre o Reino Unido e suas colônias, possessões e outras nações da *Commonwealth* em que produtos provenientes de um desses territórios teriam preferência no mercado britânico e produtos britânicos teriam preferência nesses mesmos territórios (MACE, B.M. Jr. e ADAM, T.R., 1933.).

considerada um marco no caminho da liberalização comercial. Uma vez que ali foi acordado entre os países que o princípio básico para as negociações subsequentes seria o princípio da nação mais favorecida. Assim, não seria possível para um país impor um sistema de tarifas preferências e discriminatórias. Um acordo bilateral, destarte, deveria ser estendido a todos os outros parceiros de um dado país, tornando, na prática, um acordo multilateral e evidentemente mais complexo.

Ademais, na mesma rodada, versando sobre 45 mil tarifas, cem diferentes acordos foram assinados reduzindo-as em 1/3, na média. Isso era, na época, equivalente a aproximadamente metade do comércio mundial. Eichengreen (2008), por sua vez, interpreta o contexto da criação do GATT chamando a atenção para algumas de suas contradições. Em primeiro lugar, a redução de 1/3 nas tarifas foi um movimento unilateral dos EUA, com os outros 22 países fazendo pouquíssimas concessões. Em segundo lugar, o problema da coordenação persistia principalmente porque, em sua visão, mais que um problema tarifário, que era, não obstante, relevante, havia o problema da livre conversão cambial em transações de conta corrente. Essa questão deveria ser tratada em conjunto com o FMI. Todavia, a personalidade jurídica ambígua do GATT dificultava a atuação conjunta das instituições. Além disso, o FMI, sendo uma organização basicamente encarregada de aliviar dificuldades nas contas externas de países membros, não considerava ser seu papel coordenar qualquer ação de concessão recíproca entre países para a retomada da conversibilidade das operações de conta corrente que estivesse fora do escopo dos artigos de sua criação.

Por fim, uma última contradição apontada por Narlikar, *at. al. (op. cit.)*, é a falta de interesse de diversos países subdesenvolvidos em fazer parte do acordo. Tal desinteresse é perfeitamente compreensível uma vez que a maior parte das discussões dentro do GATT se referia basicamente a bens industriais. Como a ascensão do “resto”, na classificação de Amsden (2009), ainda estava por ocorrer e sendo a adesão ao acordo voluntária, o que permitia que eventuais disputas entre membros fossem facilmente ignoradas, esses países receavam que não apenas as questões discutidas eram alheias aos problemas que enfrentavam como também que tal instituição poderia contribuir com a ampliação das assimetrias entre países centrais e periféricos. Por essa razão, os autores argumentam que o número de membros do GATT foi menor do que o potencial que a OIC possuiria.

Ainda assim, apesar de todas essas contradições, o GATT foi uma instituição altamente relevante para a ordem do pós-guerra. O acordo foi uma base sólida para a liberalização comercial e para o funcionamento do sistema Bretton Woods. Na seção seguinte

analisaremos como as instituições aqui apresentadas e se articularam e contribuíram para o funcionamento da economia global sob esse sistema.

### **1.3 A Dinâmica do Sistema Bretton Woods**

#### **1.3.1 – Os primeiros anos**

Logo após o fim do conflito, o mundo se encontrava em uma situação bastante diferente daquela do século XIX. Os EUA agora eram hegemônicos no ocidente e sua influência em termos político-econômicos, especialmente com as novas instituições internacionais, havia crescido exponencialmente. A Europa se encontrava em uma situação bastante delicada uma vez que sua base industrial havia sofrido um forte retrocesso devido à destruição física causada pela guerra. O Japão, tendo capitulado perante os aliados, encontrava-se abatido e em uma situação de crise existencial, além da ocupação de seu território (Hobsbawm, 1994). A China via o movimento revolucionário comunista crescer e sonhar com a tomada do poder, fato que ocorreu em 1949. Em geral, na Ásia e na África a independência passou a pautar o debate político desses países. No Oriente Médio, o nascimento do Estado de Israel acabou por gerar um ambiente de tensão que diversas vezes desembocou em um conflito aberto. Já a América Latina, encontrava-se alinhada política e ideologicamente aos EUA (Long, 2015) ao mesmo tempo em que as idéias desenvolvimentistas passaram a ganhar cada vez mais força na vida intelectual e política da região (Fiori, 2001). Por fim, mas absolutamente central para compreender a dinâmica do sistema nesta época, a União Soviética ascende como uma potência militar e sua disputa com os Estados Unidos determinarão a dinâmica internacional até o começo dos anos 90 (Hobsbawm, 1994).

É importante notar que essa disputa entre as duas grandes potências do pós-guerra é fundamental para entender não só as relações internacionais da época, mas também a evolução da economia mundial na segunda metade do século XX. Em particular, por que não foram as antigas potências europeias, e nem ao menos o Japão, reinseridos como periferia da economia estadunidense, que nesse momento possuía o domínio das finanças internacionais e era o único país com uma estrutura industrial competitiva? Não é objetivo deste trabalho analisar profundamente essa questão, mas pensar na estratégia de contenção da URSS como a razão para que os Estados Unidos não tenham sido mais incisivos na busca pela volta da conversibilidade monetária e, mais ainda, como razão para terem cooperado não só com a

reconstrução, mas também com a industrialização de diversos outros países, contribui muito para a análise aqui proposta.

Por outro lado, olhando para os vinte e cinco anos que se seguiram à Segunda Guerra Mundial como um todo, esses foram tempos de bonança para a economia mundial. O período foi marcado não só por altas taxas de crescimento nos países centrais como pelo auge do processo de industrialização de países periféricos na América Latina e na Ásia, além de ausência de crises significativas (Frieden 2006). A exceção mais clara a esse último ponto foi a crise da libra em 1947, que será esmiudada mais adiante. Contudo, vale adiantar que tal crise serviu mais para reafirmar as virtudes do sistema que para questioná-lo (Helleiner, 1994). Por essas razões, o objetivo dessa seção é explicar como o sistema de Bretton Woods, e em particular a ordem monetária, fez com que esse período áureo da economia global fosse possível.

Como já visto anteriormente, os debates que deram origem ao sistema tinham como premissa que a estabilidade cambial era fundamental, mas não se sobrepunha à autonomia dos Estados em buscar o pleno emprego. Destarte, a ordem monetária se encontrava em um meio termo entre o rígido padrão ouro-libra do pré-Primeira Guerra e o padrão dólar-flexível que surgiu a partir dos anos 80.

Assim, Dólar, que já vinha sendo a principal divisa, consolidou-se como a moeda chave do sistema. Para tanto, o FED se comprometeu a garantir uma paridade de 35 dólares por onça de troy de ouro. Das outras moedas, por sua vez, era esperado que mantivessem alguma paridade com o dólar, mas desvalorizações não eram, como no padrão monetário anterior, vistas como desvios, por parte das autoridades monetárias, dos objetivos “sagrados” de política econômica. Se antes tais objetivos se referiam, principalmente, à estabilidade monetária, agora o foco era o alcance e a manutenção do pleno emprego. Em resumo, as taxas de câmbio eram fixas, porém ajustáveis. Os estadunidenses, contudo, não poderiam desvalorizar o dólar sem que houvesse uma corrida para o ouro, uma vez que todo o sistema se ancorava na crença de que bens e contratos com valores expressos em dólar valeriam uma quantidade de ouro fixa e garantida pela autoridade monetária estadunidense. Por isso os EUA, apesar de emissor da moeda chave, ainda sofria com algum grau de restrição externa, ainda que significativamente menor que outros países (Medeiros e Serrano, 1999).

Não obstante, em um primeiro momento, tal restrição era praticamente inexistente. Os EUA eram a única economia capaz de suprir as necessidades de importação

dos países afetados pelo conflito. Não só isso, como essas economias já não podiam mais competir em escala global com os bens estadunidenses e, por isso, havia espaço para que as economias periféricas passassem a substituir a Europa pelos EUA como fornecedor de bens importados. Isso fez gerar um fluxo positivo na conta corrente que permitia aos EUA manter facilmente a paridade de US\$ 35,00/onça. Essa paridade era a única que deveria ser mantida a qualquer custo, afinal ela era a âncora do sistema. Outras moedas, e, portanto, outras economias, possuíam mais flexibilidade e podiam ter sua paridade alterada. Isso garantia a elas a possibilidade de ajustar o valor de suas moedas de modo a garantir sua competitividade externa e evitar desequilíbrios no balanço de pagamentos, o que por sua vez ajudava no objetivo final, a manutenção e expansão do emprego e da renda.

Segundo, Eichengreen (2008), o exposto acima era um dos três pilares que conformavam os sustentáculos do sistema. Sobre esse primeiro, o autor apresenta algumas ressalvas. A flexibilidade para ajustar a paridade era condicionada à existência de desequilíbrios fundamentais. Nesse sentido, apenas em uma situação de grave crise no balanço de pagamentos uma desvalorização seria factível. Isso gerava duas consequências. A primeira era que a existência de desequilíbrios fundamentais implicava a existência de uma situação de crise. Para evitar uma espécie de profecia autorealizável, as autoridades mantinham constantemente uma retórica de que a paridade corrente era adequada. A segunda consequência era que justamente pela necessidade de haver uma crise grave, desvalorizações cambiais foram, segundo o autor, relativamente raras.

O segundo pilar tratado por Eichengreen (2008) era a existência de um prestador de última instância, o Fundo Monetário Internacional. Como já visto aqui, sua função era prover divisas a países que estivessem sofrendo desequilíbrios devido a fugas de capitais que acabariam por exaurir as reservas de um país. A ideia é que se a paridade de um dado país fosse adequada, mas uma saída em grande quantidade de divisas estivesse colocando-a em risco, o fundo seria capaz de atuar contrabalanceando essa pressão mantendo a estabilidade. Um problema importante apontado pelo autor era que os recursos do fundo não eram suficientes para arcar com uma crise de grandes proporções, particularmente, os problemas na balança de pagamentos que surgiram logo no pós-guerra, como será visto mais a frente. Ademais, o autor aponta que a capacidade de supervisão do fundo às nações foi bastante inócua e a cláusula de moeda escassa (*scarce currency clause*), que garantia a possibilidade de, em caso de uma eventual escassez de uma moeda, práticas comerciais discriminatórias fossem aplicadas contra o país emissor dessa moeda, jamais foi invocada.

Por fim, o último pilar, e o que autor declara como mais relevante para o funcionamento do sistema, foram os controles de capitais. De fato, o próprio autor afirma que eles funcionaram de maneira mais eficaz nos anos 40 e nos anos 50, uma vez que a partir de 1959, iniciou-se, lentamente, a desmontagem de tais controles. Tal afirmação é importante para compreender o desfecho do sistema, já que segundo a analogia proposta pelo autor, a relação entre velocidade dos fluxos de capitais e quantidade de controles não era necessariamente linear. Nas palavras de Eichengreen:

*This was a period when governments intervened extensively in their economies and financial system. Interest rates were capped. The assets in which banks could invest were restricted. Governments regulated financial markets to channel credit toward strategic sectors. The need to obtain import licenses complicated efforts to channel capital transactions through current account. Controls held back the flood because they were not just one rock in a swiftly flowing stream. They were part of the series of levees and locks with which the raging rapids were tamed.*

*[...] With the return to current-account convertibility in 1959, it became easier to over- and under-invoice imports and exports and otherwise channel capital transactions through the current account. (Eichengreen, 2008)*

Logo no início do funcionamento do sistema, a importância dos controles se mostrou primordial. Em 1947, de acordo com Eichengreen (2008), a recuperação europeia impunha uma grande pressão nas contas externas dos países europeus, devido sua imensa necessidade de importação para a recuperação de sua estrutura industrial. Mas de acordo com o autor, a situação na Inglaterra não era tão devastadora quanto no continente. Sua inflação não havia acelerado tanto, a destruição da estrutura física na ilha era consideravelmente menor e na época não era claro que a Libra Esterlina estava sobrevalorizada. Por outro lado, os controles em voga em outros países europeus dificultavam a penetração de bens britânicos nesses mercados e, portanto, a receita com exportações não seriam o suficiente para tornar a libra conversível. Para piorar a situação, as reservas em ouro e ativos estrangeiros eram aproximadamente de apenas um terço dos passivos, o que colocava o país em uma situação bastante delicada.

Apesar do cenário descrito acima, a Libra acabou tornando-se conversível para transações em conta corrente no mesmo ano. Por que, e quais foram suas consequências desse movimento, são questões muito relevantes que serão tratadas a seguir e ajudam a explicar por

que o sistema Bretton Woods foi tão estável a partir de 1950. O porquê é muito bem explicado por Eichengreen (2008), em uma única frase: “*It was an American decision, not a British one.*”.

Em dezembro de 1945, um empréstimo entre os Estados Unidos e a Inglaterra foi negociado, tendo sido finalizado em 15 de julho de 1946<sup>12</sup>, com o intuito de estabilizar a frágil posição da libra, uma vez que os saldos dos britânicos com antigos *dominions* e com as colônias restantes eram bastante negativos, com estes últimos possuindo valores consideráveis em libras devidas pela decadente metrópole. Assim se acordou um valor de 3,75 bilhões de dólares<sup>13</sup> em empréstimo com a obrigação de que, no prazo de um ano, a libra voltaria a ser conversível.

Enquanto Kindleberger (1984) suaviza a influência estadunidense no desenrolar da crise que se seguiu à volta da conversibilidade, afirmando que houve uma confluência de erros também por parte das autoridades britânicas, Eichengreen (2008) afirma, por outro lado, que não havia nada que a Inglaterra pudesse fazer em relação a pressão estadunidense. Portanto, ele parece sugerir que mais uma vez, assim como nas negociações de Bretton Woods, os estadunidenses se valeram de sua posição superior no sistema para garantir ainda mais abertura do comércio internacional, em particular no que se tratava do sistema de preferência imperial. Vale notar que em 1947, o FMI havia acabado de iniciar suas operações e, por tanto, como visto na seção 2.1.2.1, haveria ainda quase cinco anos do período de transição previamente acordado.

Ainda assim, os Ingleses cumpriram sua parte no acordo. Em julho de 1947, a Libra voltou a ser conversível em dólar com algumas poucas exceções de saldos passados. Nas palavras de Eichengreen (2008): “*The six weeks of convertibility were a disaster*”. Capitais saíram das reservas inglesas em uma velocidade assustadora. Em agosto, até mesmo os estadunidenses concordaram que a conversão deveria ser suspensa e assim o foi. Em pouco mais de um mês o empréstimo que levou a essa situação, cujo objetivo era principalmente contribuir com os gastos militares britânicos no exterior<sup>14</sup>, foi todo utilizado na massiva saída de capitais.

Apesar da crise, nem tudo foi tragédia. A saída de capitais foi, de fato, assustadora. A partir desse momento, os Estados Unidos não foram mais tão insistentes no

---

<sup>12</sup> Ver Kindleberger, 1984

<sup>13</sup> Dólares da época

<sup>14</sup> Ver Woods, 1990

que se refere à conversão da libra, aceitaram algum nível de discriminação às suas exportações, e principalmente, catapultou uma ideia proposta pelo general George Marshall em um discurso na universidade de Harvard à aprovação pelo congresso estadunidense. Essa ideia ficou conhecida como Plano Marshall (Eichengreen, 2008; Helleiner, 1994; Milward, 1984).

O plano tinha como objetivo oferecer ajuda à Europa para sua reconstrução e foi iniciado na segunda metade de 1948. Contudo, como mostra Milward (1984), tal ajuda serviu principalmente para contrabalancear as pressões nas contas externas europeias. O total deste pacote de ajuda foi de aproximadamente 13 bilhões de dólares da época (Eichengreen, 2008), para ser dividido entre 17 países. Não foi coincidência, no entanto, que o plano tenha sido criado no início da Guerra Fria, onde a política de segurança estadunidense via como crucial impedir o avanço soviético para Europa, além da necessidade de enfraquecer politicamente partidos localizados mais a esquerda do espectro político.

Antes de seguir com a análise, existem dois pontos que valem a pena destacar. O primeiro, é que a crise de 1947 foi o grande exemplo da importância de dois dos três pilares descritos linhas acima. Se o exposto anteriormente for correto, o que se nota é que por um lado, a crise demonstra os quão fundamentais eram os controles de capitais para a estabilidade do sistema. Por outro, também demonstra que sem a existência de um ente capaz de fornecer liquidez para estabilizar o balanço de pagamentos de países em situação de saída acelerada de divisas, o objetivo de manter um sistema sem perturbações graves que afetassem a retomada do comércio internacional, seria bastante improvável. É certo que originalmente, como pensado pelos criadores do sistema, tal ente deveria ser o FMI, mas como visto e argumentado por Helleiner (1994) e antes dele por Milward (1984), o Plano Marshall acabou desempenhando tal função. O que deriva o segundo ponto a ser destacado. Ao levar em consideração os valores aportados pelo Plano Marshall para Europa, e se considera que mais ainda foi destinado à Ásia nos anos seguintes, percebe-se que nem todos os 8,8 bilhões de dólares acordados em cotas do FMI seriam suficientes para tal operação.

Com a entrada de divisas gerada pela ajuda estadunidense, acreditou-se, de acordo com Eichengreen (2008), que a situação na Europa estaria resolvida. Contudo, no fim de 1948, a economia estadunidense entrou em recessão e a demanda por bens europeus caiu drasticamente. A situação, segundo o autor foi mais difícil para a Inglaterra, que possuía diversos países na área da libra e não reduziram suas importações de bens estadunidenses convertendo seus ativos em libra para dólares o que apesar das restrições, não era impossível.



O resultado foi uma queda nas reservas britânicas que respondeu com aumento das restrições, mas eventualmente apelou para a desvalorização da libra em relação ao dólar em 1949. Longe de ser um caso isolado, diversos países seguiram o movimento e desvalorizaram suas moedas nas semanas seguintes. Os efeitos foram, segundo o autor, quase imediatos. As reservas dos países que optaram pela desvalorização se estabilizaram e o superávit estadunidense foi reduzido. Por tanto, assim como dito sobre a crise de 1947, as desvalorizações de 1949 demonstram a importância fundamental da possibilidade de ajuste nas paridades como solução de crises no balanço de pagamentos.

Após esses dois eventos o sistema se manteve bastante estável. Helleiner (1994) argumenta que a partir daí o que ocorreu foi um lento caminho até a volta da conversibilidade, que ocorreu em dezembro de 1958. Pode parecer inusitado, mas de acordo com o autor, apesar do protagonismo britânico nas duas crises do fim dos anos 1940, foi a própria Inglaterra a maior proponente da volta da conversibilidade nos anos 1950. A razão apontada pelo autor, é que as autoridades britânicas queriam manter a primazia de Londres como praça financeira. Para solucionar a questão da conversibilidade, foi criada a União Europeia de Pagamentos, um organismo regional que buscava alinhar as políticas que levariam o continente europeu à conversibilidade.

A demora à conversão indica, como mostrado por Helleiner (1994) que os europeus foram cuidadosos em relação ao momento de iniciar a derrubada de controles em transações de conta corrente. De fato, apenas quando houve sinais claros de que a competitividade de suas exportações havia aumentado a ponto de fazer frente aos bens estadunidenses e a situação de seu balanço de pagamentos se encontrava mais robusta, a conversibilidade foi adotada.

### **1.3.2 – Os Convites e a Guerra Fria**

De acordo com Eichengreen (2008), no final da década de 40, o temor geral era que a escassez de dólares seria cada vez maior. O diferencial de competitividade tenderia a ser crescente em favor das firmas estadunidenses, e os capitais capazes de se locomover buscariam oportunidades nos Estados Unidos. Mas, como visto, o Plano Marshall foi o primeiro exemplo de grande saída de capital dos Estados Unidos para outros países. Logo em seguida, diversos países asiáticos também receberam ajuda semelhante. Portanto, desta perspectiva, não se pode realmente falar de escassez de dólares.

Não obstante, Medeiros (2008) em seu trabalho sobre dependência financeira na América Latina, afirma que a partir da perspectiva desta região, de fato houve escassez de dólares. Essa afirmação somada com o que já foi visto até aqui permite concluir que havia certa diferença entre países e regiões.

De modo simples, o que se observa no trabalho de Medeiros e Serrano (1999), é que houve um grupo de países cuja restrição externa foi aliviada não só por transferências de divisas, como também por outros meios. Por exemplo, acesso diferenciado ao mercado estadunidense. Os antigos inimigos, Alemanha e Japão, tiveram apoio para reconstruir sua base industrial. No caso do Japão, tal apoio “transbordou” para a região como um todo, não só devido à ajuda semelhante oferecido à Coreia do Sul e a Taiwan, mas porque a economia japonesa logrou, em menos de duas décadas, se converter em um centro dinâmico regional.

Outras Regiões, como a América Latina, não foram agraciadas com tais convites e se viram obrigadas a utilizarem outros mecanismos para manter suas contas externas sob controle. De fato, no caso da América Latina, se tentou negociar, no fim dos anos 50, um pacote de ajuda similar aos que ocorriam na Ásia e na Europa. Long (2015) analisa extensamente a Operação Pan-Americana, uma malograda tentativa de se obter um “Plano Marshall” das Américas. Ideia que foi constantemente rechaçada pelo Governo Eisenhower que insistia que o caminho para o desenvolvimento da região era a atração de Investimento Direto Estrangeiro. No início dos anos 60, uma nova proposta de ajuda a região foi lançada na forma da Aliança para o Progresso em resposta à revolução cubana de 1959. Mas como colocado por Taffet (2007): *“It became simply a way to help friends, hurt enemies, and promote a set of theories about how to best create economic stability. It was not an alliance, and it was not even always about economic progress”*.

Então fica a pergunta, por que Europa e Ásia foram regiões convidadas a desenvolver-se e outras regiões, como a América Latina, não? A resposta se encontra na Guerra Fria e na estratégia estadunidense para com seu novo inimigo. Tal estratégia foi formulada, de acordo com Hobsbawn (1994), por George Kennan, um diplomata de carreira especialista em Rússia que via o problema soviético de uma perspectiva muito mais realista que as recorrentes análises de conflito ideológico, comuns em fins dos anos quarenta e anos cinquenta. Em sua análise, a União Soviética teria herdado os mesmos desígnios em termos de política internacional que a Rússia Czarista. Para ele, a região agia a partir de um imperativo geopolítico expansivo ao sul e a oeste, da mesma maneira que os antigos Czares. De fato, Kennedy (1989) ao estudar a formação da Rússia afirma que o antigo reino

moscovita, por questões de sobrevivência aprendeu logo cedo que sua segurança demandava expansão, a princípio para leste, mas esse ímpeto expansivo continuou muito depois que as terras a leste já haviam sido dominadas.

O que aquele diplomata estadunidense percebeu foi que a União Soviética não tinha interesse em um confronto direto com os Estados Unidos, mas sim em uma expansão pela eurásia. Todavia, essa expansão estava fora das possibilidades de um país, que invadido pelas forças nazistas, estava exaurido da Segunda Guerra e só teria capacidade de garantir os territórios onde suas tropas já estavam estacionadas no fim do conflito. Mas Kennan sabia que eventualmente os soviéticos se recuperariam e estariam prontos para uma nova rodada de anexações, especialmente agora com uma força militar equiparada apenas pelos Estados Unidos. Esse movimento deveria ser, a todo custo, evitado (Hobsbawn, 1994).

Apresentavam-se assim, duas opções. O confronto, opção pouco razoável e absolutamente desnecessária ou, o que foi proposto por Kennan, a contenção da expansão soviética. Contudo, o exposto até aqui dá a impressão de que era uma questão puramente militar. Não é o caso. Como afirma Kennedy (1989), Moscou sabia de suas próprias limitações logo no fim do conflito. Por isso, sua estratégia foi de tentar trazer países da Europa oriental para sua esfera de influência estimulando governos de orientação marxista. Nas palavras do autor:

*Ao suspeitar que Stalin também planejava conseguir o controle da Europa ocidental e meridional quando as circunstâncias fossem propícias e, na verdade, apressar essas circunstâncias, o Ocidente deu apenas um pequeno passo, portanto. Era improvável que isso acontecesse com o uso direto de força militar, embora a crescente pressão russa sobre a Turquia fosse preocupante e levasse Washington a mandar uma força-tarefa naval para o mediterrâneo em 1946; poderia ocorrer, isso sim, graças à habilidade dos agentes de Moscou de se aproveitarem das continuadas deformações econômicas e das rivalidades políticas provocadas pela guerra. A revolta comunista grega foi considerada como um indício disso; as greves apoiadas pelos comunistas na França como outro. As tentativas russas de seduzir a opinião pública alemã também foram suspeitas; e também o era - para quem realmente quisesse preocupar-se com a situação - a força dos comunistas no norte da Itália. [...] é fácil compreender por que na época especialistas em assuntos soviéticos, como George Kennan, foram ouvidos com simpatia*

*quando argumentaram em favor de uma contenção da União Soviética.*  
(Kennedy, 1989, pg. 359)

A questão que restava era como se daria essa contenção. Segundo Kennedy (1989), duas propostas surgiram. Uma era enviar material bélico para países se defenderem de um ataque soviético. A outra, mais a gosto de Kennan, era oferecer ajuda econômica para barrar a ascensão de partidos comunistas. Como visto, essa opção foi a escolhida.

Contudo, essa ajuda no final dos anos 40 era mais focada na Europa. O convite para Ásia surgiu pouco depois, estimulada principalmente pela Guerra da Coréia com foco principal no Japão e o estabelecimento de uma dinâmica regional na Ásia com esse país como centro dinâmico (Medeiros e Serrano, 1999). Por outro lado, a América Latina estava fora da zona de expansão soviética e a possibilidade de ascensão de governos alinhados com a União Soviética era desconsiderada até 1958, quando Nixon, então vice-presidente dos Estados Unidos sofreu um ataque na Venezuela (Long, 2015). Mais ainda, a situação se tornou mais preocupante com a revolução cubana em 1959, que demandou uma resposta para região. Como visto, tal resposta veio na forma da Aliança para o Progresso, mas de uma maneira completamente distinta do convite para Europa e para Ásia.

Do exposto acima, pode-se suspeitar que a escassez de dólares nos anos subsequentes à Segunda Guerra foi uma questão mais política do que econômica. Pereira (2009) argumenta que quando da definição do local em que se encontrariam as instituições de Bretton Woods (FMI e Banco Mundial), o governo estadunidense insistiu que estas se localizassem em Washington para ampliar a influência do tesouro estadunidense nas finanças internacionais. Ademais, sobre o Plano Marshall, o autor afirma:

*Em quatro anos, graças ao plano Marshall, o governo norte-americano teceu uma malha articulada de alianças e instituições no território europeu decisiva para desenhar o mapa geopolítico da Guerra Fria* (Pereira, 2009, pg.66).

Por tanto, pode-se concluir que grande parte da estabilidade alcançada no período teve suas causas mais na geopolítica da Guerra Fria do que na dinâmica econômica global. Não fosse a ameaça Soviética, os pacotes de ajuda realizados pelos E.U.A talvez não existissem e, como visto, as instituições criadas em Bretton Woods não teriam recursos para fazer frente aos problemas ali encontrados. Somado a isso, não fosse a rivalidade entre estadunidenses e soviéticos, haveria consideravelmente mais pressão para que os controles em

conta corrente fosse removidos ainda na primeira metade da década de 50, como demonstrado pela crise da libra de 1947.

### **1.3.3 – O fim do Sistema**

Como visto na seção 2.1, a criação do sistema e suas instituições tinham como objetivo evitar a escassez de divisas que assolou o mundo no entre guerras e impediu o livre comércio e a estabilidade cambial. Ninguém imaginava que os E.U.A encontrariam qualquer dificuldade em garantir a paridade de 35 dólares. Isso porque a possibilidade de déficits persistentes no balanço de pagamentos daquele país eram, na década de 40 bastante remotas (Eichengreen, 2008).

Contudo, o volume das transferências realizadas para outros países na forma de ajuda reduziu significativamente a posição superavitária na conta de capitais dos Estados Unidos. É importante também somar a isso o custo de duas guerras, Coréia e Vietnã. Mais ainda, a ajuda foi utilizada principalmente para a reconstrução da base industrial europeia e japonesa e para industrialização dos países convidados. Eventualmente a produtividade desses países aumentou e eles passaram a competir com as exportações estadunidenses. Por fim, as taxas de lucro eram consideravelmente altas nos países em processo de reconstrução o que atraiu capital e firmas estadunidenses. Nesse sentido, a situação no balanço de pagamentos dos Estados Unidos passou a ser deficitária desde os anos (Medeiros e Serrano, 1999).

Mas enquanto os Estados Unidos mantiveram seu superávit comercial, a paridade do dólar estava razoavelmente garantida. Por outro lado, o mercado de câmbio ficava cada vez mais apreensivo no começo da década de 60. Eichengreen (2008), afirma que diversas formas de controle foram adotadas pelos estadunidenses para garantir que a paridade se mantivesse.

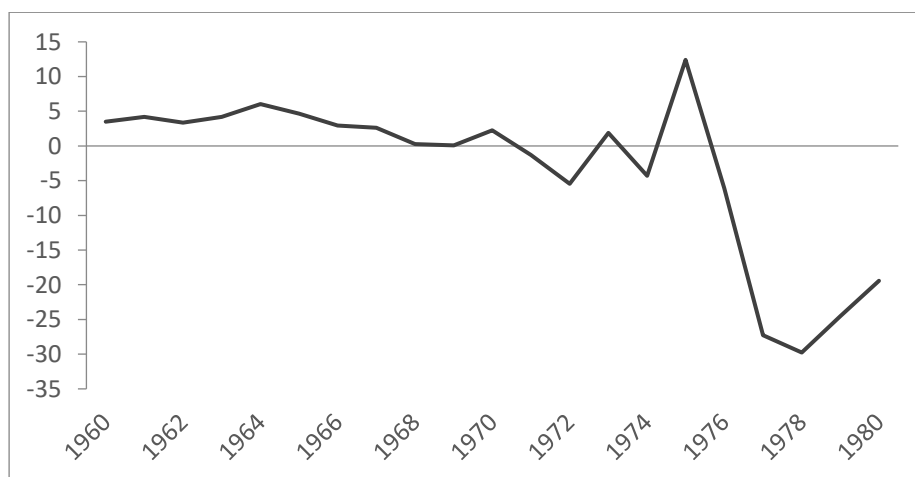
Contudo, com o acirramento da guerra do Vietnã, no fim da década, o balanço de pagamentos estadunidense se deteriorou ainda mais. Se se considera que, além disso, o saldo comercial com a Europa, particularmente com a Alemanha, e com o Japão também eram cada vez mais desfavoráveis aos EUA, percebe-se que o problema era muito maior que um simples desequilíbrio no balanço de pagamentos. A Europa e o Japão, tendo terminado sua reconstrução, lograram ultrapassar os Estados Unidos em termos de competitividade, muito mais nas indústrias de ponta que em outros setores (Bowen e Pelzman, 1984). É fato que os bens estadunidenses ainda eram competitivos em termos de qualidade e custos de produção,

mas a rigidez cambial imposta pelo Padrão Ouro-Dólar fazia com que a balança comercial estadunidense se deteriorasse a cada período Serrano (2004).

Serrano (2004) argumenta que a situação deficitária no balanço de pagamentos era perfeitamente compatível com a manutenção da paridade de 35 dólares/onça, uma vez que a maior parte das saídas de dólares era em conta capital de longo prazo. Essas saídas eram financiadas por entradas de curto prazo em títulos. Assim, não havia ampliação do passivo externo, mantendo as reservas de ouro intactas, pois todo esse circuito era realizado em dólar e não em ouro. O problema da manutenção da paridade começaria a surgir em eventuais déficits crônicos na balança comercial, pois esse movimento levaria a conversão de saldos em dólar de países superavitários em ouro.

De acordo com Medeiros e Serrano (1999) a balança comercial superavitária dos Estados Unidos experimentou uma situação de déficit em 1971, mas desde 1968 já era claro que o superávit estadunidense estava fragilizado, como mostra o gráfico abaixo, que apresenta o saldo comercial estadunidense desde 1960 até 1980.

Gráfico 1.2 - Saldo comercial de bens e serviços dos EUA (em BB de US\$ correntes)



Fonte: Dados provenientes do US Census Bureau. Elaboração Própria

Essa situação no saldo comercial levou o presidente Nixon a um dilema. De acordo com Serreno (2002 e 2004), o dilema consistia em manter o papel do dólar como moeda chave e em aumentar a competitividade das exportações estadunidenses. Dentro do sistema Bretton Woods, esses objetivos não eram compatíveis. Pois, se de um lado o aumento da competitividade implicava em uma desvalorização cambial, que era desejada por Nixon, de outro, mudar a paridade do dólar significaria a perda de confiança nessa moeda e sua

consequente substituição como moeda-chave, o que implicaria na perda da vantagem de poder incorrer em déficits globais no balanço de pagamentos. A única saída seria, então, valer-se de políticas contracionistas para melhorar a situação na balança comercial e manter a centralidade do dólar no sistema.

Mas como argumenta Serrano (2004), essa solução era completamente inaceitável para Nixon. De fato, Frieden (2006) corrobora essa visão. Segundo o autor a carreira de Nixon ficou marcada pela derrota para Kennedy em 1960, e o presidente a atribuía ao aumento nos juros para manter a paridade do dólar que teve efeitos negativos sobre o emprego. O autor retrata bem a reunião antes de a decisão de romper a paridade ser tomada e a vitória dos que na equipe econômica optavam por um aumento na competitividade.

Outro problema enfrentado eram os ataques realizados ao dólar nos mercados financeiros internacionais. Esses mercados serão tratados na primeira seção do capítulo seguinte, mas cabe adiantar que, operando com um alto grau de liberdade, *traders* vinham apostando ao longo de 1971 pesadamente contra a capacidade dos Estados Unidos de manter a paridade com o ouro, e outros bancos centrais passaram a ameaçar a converter seus saldos em dólar para ouro (Eichengreen, 2008).

Assim, Nixon optou por acabar com a conversão de dólares em ouro no dia 15 de agosto de 1971. Em seu discurso à nação o presidente diz:

*The third indispensable element in building the new prosperity is closely related to creating new jobs and halting inflation. We must protect the position of the American dollar as a pillar of monetary stability around the world. In the past 7 years, there has been an average of one international monetary crisis every year. Now who gains from these crises? Not the workingman; not the investor; not the real producers of wealth. The gainers are the international money speculators. Because they thrive on crises, they help to create them. In recent weeks, the speculators have been waging an all-out war on the American dollar. The strength of a nation's currency is based on the strength of that nation's economy--and the American economy is by far the strongest in the world. Accordingly, I have directed the Secretary of the Treasury to take the action necessary to defend the dollar against the speculators. **I have directed Secretary Connally to suspend temporarily the convertibility of the dollar into gold or other reserve assets, except in amounts and conditions determined to be in the interest of***

*monetary stability and in the best interests of the United States.* (NIXON, Richard, 1971)

Com esse discurso, a conversibilidade do Dólar em ouro acabou. Junto com ela, o sistema acordado em New Hampshire também chegava ao fim. Houve mais uma tentativa de salvar o sistema com o *smithsonian agreement*. Em que os Estados Unidos desvalorizariam o dólar em 8% em relação a outras moedas, mas a conversão em ouro não foi retomada. E mesmo assim, em 1973, diversos países optaram por deixar a paridade e permitir que suas moedas flutuassem em relação ao dólar, findando definitivamente o padrão monetário que estava em voga por quase trinta anos.



## Capítulo II – Crise e Transição: Os anos 70

Os anos 70 foram uma época turbulenta. A falta de lastro na moeda chave do sistema era uma novidade para a economia mundial. Além disso, outras moedas importantes passaram a utilizar o regime de câmbio flutuante, que era bastante incomum até então. Alguns autores como Maccallum (1996) e Roberts (2000) se valem dessa mudança de regime para definir todo o período após o fracasso do *smithsonian agreement*.

Contudo, aqui será utilizada uma divisão distinta. Optou-se por separar os anos 70 em um capítulo próprio, pois em termos de padrão, não se pode afirmar que nesta década havia consenso. O padrão Dólar-Flexível só estaria consolidado, de acordo com Tavares (1985), na metade da década seguinte, e muitas opções para substituir o dólar foram discutidas.

Assim, se pretende tratar neste capítulo de três temas que ajudam a compreender o clima da época. Primeiro serão discutidos os Euromercados, que de fato foram criados antes dos anos 70, mas que tiveram papel fundamental para a queda do sistema e influenciaram movimentos especulativos e o financiamento de diversas nações em desenvolvimento. Em seguida, será analisada a evolução da economia internacional na década. Por fim, se tratará do chamado Choque Volcker. Esse evento, segundo Tavares (1985) e Serrano (2004), teve impacto mais forte na primeira metade dos anos 80. Por essa razão, ele será dividido entre o fim deste capítulo e o início do capítulo seguinte.

### **2.1 Os Euromercados**

Como visto no capítulo anterior, a paridade do dólar com o ouro não se sustentou devido às saídas de dólares para o exterior em forma de ajuda, custos de guerra e também da internacionalização de diversas firmas estadunidenses. Sobre esse último fator, é interessante pensar por que ele foi tão importante se é esperado que essas firmas tenderiam a remeter capitais somados a lucros. Em outras palavras, por que tais capitais ficavam “represados” fora dos Estados Unidos?

A explicação envolve duas partes. A primeira refere-se à chamada Regulação Q. Tal regulação, criada na primeira metade dos anos 30, era um limite na taxa de juros que bancos comerciais (nos anos 60 se ampliou o escopo da regulação para outras instituições

financeiras) estadunidenses podiam pagar para depósitos em contas correntes. O objetivo era desestimular pequenos bancos regionais de manter depósitos em bancos maiores em grandes centros financeiros como Nova Iorque. Esperava-se assim, estimular a oferta de crédito local e evitar que bancos maiores utilizassem esses saldos em operações de maior risco (Gilbert, 1986).

De acordo com Gilbert (op. Cit), até os anos 60, a regulação pouco interferia nas operações bancárias, pois o teto imposto era maior do que as taxas praticadas pelo mercado bancário. Contudo, quando a situação mudou, manter depósitos em bancos estadunidenses deixou de ser vantajoso. Hampton (1996, pg: 57), afirma:

*U.S. capital market therefore had a decreasing ability to meet changing international needs which were then met by the new London Euromarkets. Thus, funds had to be raised elsewhere and banks relocated to London. U.S. banks rushed to set up London offices avoiding the FED's regulation at home.*

Tal afirmação leva à segunda parte da explicação, os Euromercados. Essa instituição não foi uma criação da década de 70. Na verdade, Helleiner (1994) afirma que os Euromercados foram criados nos anos 50, por operadores de Londres que desejavam fugir das restrições impostas à Libra. Eles consistiam em mercados onde se operavam com moedas estrangeiras, em sua maioria dólares. Basicamente, os Euromercados seguiram um caminho completamente distinto do mundo de controles de capitais formulado em Bretton Woods. De acordo com o autor, as operações ali realizadas não estavam reguladas por nenhuma espécie de controle imposto pelo FED ou pelo Banco da Inglaterra.

De fato, Tavares (1985) afirma que esse mercado era uma estrutura supranacional que não respondia a nenhuma autoridade monetária, o que atraiu bancos estadunidenses a operarem ali. Isso gerou um mercado de crédito que inicialmente serviu às empresas que operavam no comércio intra-europeu, mas logo em seguida, passaram a agir na arena da especulação de moedas e mais tarde com os chamados Eurobônus (*Eurobonds*) títulos de dívidas em moeda estrangeira em Londres. Ademais, tal mercado de crédito provocou, segundo a autora, uma expansão de meios de pagamento que não mais estava relacionada com o balanço de pagamentos estadunidense.

Nesse contexto, a paridade do dólar passou a ser cada vez mais questionada levando ao que Eichengreen (2008), chamou de “a crise do dólar” que eventualmente

desembocou, no início da década de 70, no discurso realizado pelo presidente Nixon citado no fim do capítulo anterior.

Contudo, fossem os Euromercados apenas o mecanismo que levou ao fim do sistema de Bretton Woods pouco sentido faria em destacá-lo aqui, onde se analisa a transição entre padrões monetários. Contudo, eles formam uma entidade muito mais importante nos anos 70, que deu o tom da década. Foi a partir deste mercado que diversas experiências de crescimento financiado por dívida foram possíveis em países em desenvolvimento (Medeiros e Serrano, 1999; Medeiros, 2008). Não só isso como, também de acordo com Tavares (1985), eles permitiram ondas especulativas com as principais moedas, enfraquecendo o dólar e a libra e fortalecendo o iene e o Marco alemão.

Na seção seguinte, será analisada a evolução histórica da economia mundial na década de 70. Será central para a explicação os Euromercados e seus impactos tanto nos países em desenvolvimento como no câmbio e no balanço de pagamentos dos países centrais.

## **2.2 A economia mundial nos anos 70**

O primeiro efeito da falta de lastro no dólar e dos euromercados foi o aumento de liquidez na economia global. O impacto para os primeiros anos da década foi uma aceleração das taxas de crescimento nos primeiros anos da década. De acordo com Frieden (2006), os governos livres de restrições impostas pelo câmbio fixo do sistema que caíra em 1971, e a mentalidade que existia desde o pós-guerra de busca pelo pleno emprego, levaram a políticas econômicas expansionistas. Consequentemente a produção ampliou-se, mas a base monetária nos países centrais se expandiu de maneira acelerada. Isso fez com que a inflação começasse a aumentar lentamente. Somado a isso, o aumento da produção industrial no centro aumentou a demanda por commodities, levando seus preços a subirem.

O ciclo de alta da economia mundial durou até aproximadamente 1973, quando se experimentou uma reversão da tendência. De fato, neste mesmo ano a economia mundial sofreu um severo choque com a decisão da OPEP de reduzir a produção de petróleo. Todavia, a recessão nos Estados Unidos começou antes mesmo deste choque. A queda na atividade pode ser sentida na queda no consumo devido à redução da renda disponível consequência do aumento inflacionário (Okun, 1975; Zarnowitz e Moore, 1977).

Na Europa, Cox (1982) afirma que a situação foi similar. O aumento da competição industrial gerou em 1970-1971 sinais de queda de atividade. Com o novo mundo pós-Bretton Woods, os governos tiveram maior liberdade de utilizar políticas expansionistas indiscriminadamente, sem se preocupar com a paridade de suas moedas, o que levou a aumentos de gastos públicos e expansão monetária. O efeito foi como esperado uma aceleração da atividade econômica até aproximadamente 1973. Isso gerou um ciclo de expansão também na periferia, uma vez que o aumento da demanda no centro por bens primários levou a um ciclo de alta nas commodities que, somado a movimentos especulativos, se traduziu em inflação mais alta no centro. Segundo o autor, essa alta de preços afetou ainda mais a competitividade industrial devido, por um lado, o enfraquecimento da demanda e, por outro, a compressão das taxas de lucro provocada pelo aumento nos custos.

Não obstante, o enfraquecimento das economias centrais por volta de 1973 foi exponencialmente agravado pelo violento choque nos preços do petróleo provocado pela OPEP. Yergin (1992) afirma que o mercado de petróleo no começo da década de 70 já estava em uma situação até então inédita. A demanda do mundo industrializado pela commodity era a maior até então em tempos de paz. Segundo o autor:

*By 1973, oil had become the lifeblood of the world's industrial economies, and it was being pumped and circulated with very little to spare. Never before in the entire postwar period had the supply-demand equation been so tight, while the relationships between the oil-exporting countries and the oil companies continued to unravel. It was a situation in which any additional pressure could precipitate a crisis—in this case, one of global proportions (Yergin, 1991 pg. 588).*

E foi exatamente isso que ocorreu. Em outubro de 1973 um novo conflito entre israelenses e uma coalizão de países árabes estourou. Em retaliação, a OPEP, cujos membros eram em sua maioria árabes, acordou uma redução na produção levando os preços do barril a quadruplicar em pouco tempo (Frieden, 2006).

Os efeitos foram absolutamente catastróficos para as economias centrais. Segundo Cox (1982), o choque tornou o arrefecimento da economia europeia um tema muito mais complexo de se administrar. Mais do que contribuir com a alta de preços e aumento do desemprego, que nessa época eram concomitantes devido à compressão das margens de lucro, a forma encontrada pela OPEP de manter o preço do barril elevado foi reduzir, de forma coordenada, a produção de petróleo.

Nesse sentido, o impacto não foi apenas no aumento de preços, mas em uma crise de desabastecimento de energia. De acordo com Frieden (2006), filas se formavam em postos nos Estados Unidos, que muitas vezes eram incapazes de suprir seus clientes, O governo alemão foi obrigado a prover suas indústrias com combustível para que pudessem seguir produzindo e em muitos outros países a escassez de petróleo gerou consequências negativas.

Um efeito absolutamente relevante do processo inflacionário dos anos 70 foi o acirramento do conflito distributivo nos países industrializados. De acordo com Serrano (2004), no início da década, diversos esquemas de indexação salarial foram adotados contribuindo ainda mais para compressão das margens de lucro. Isso desencadeou uma disputa entre trabalhadores e empresários que se revelou a crescente polarização política nos países centrais. Um exemplo gritante foi a semana de três dias instituída no Reino Unido, resposta do governo britânico à escassez de energia provocada por uma greve dos trabalhadores do setor de carvão (Wolfe, 1985).

Mas o choque do petróleo teve um efeito oposto na periferia. O aumento dos preços do barril gerou um fluxo de divisas muito maior para os países produtores do que suas necessidades de importação. Esse excesso de divisas acabou sendo direcionado para o mercado de Eurodólares onde eram reciclados em empréstimos para países periféricos, em particular àqueles com ambiciosos projetos de industrialização (Frieden, 2006). De acordo com Medeiros (2008), o processo era facilitado pelas baixas taxas de juros nos EUA desde 1971 e pela possibilidade da formação de consórcios bancários internacionais dividindo o risco do empréstimo.

Esse fluxo de divisas na direção dos países produtores é um aspecto que vale a pena desenvolver. Quando Nixon tomou a decisão de quebrar com a conversibilidade do dólar em ouro, o papel do dólar poderia muito bem ser questionado e a moeda rapidamente substituída por outra. Como será visto adiante, apenas em 1979 o novo padrão dólar-flexível se consolida, mas ao longo da década o dólar logrou manter-se na mesma posição central das décadas anteriores. Uma pergunta que se suscita é: por quê?

Metri (2017) apresenta uma explicação bastante interessante. Segundo o autor, pouco depois da decisão de Nixon de acabar com a conversão, os Estados Unidos negociaram com a Arábia Saudita manter as cotações do petróleo em dólares. Isso teve o efeito de garantir o dólar no centro de inúmeras transações, já que o petróleo está presente em quase todas as cadeias produtivas. Essas negociações foram consolidadas quando o choque ocorreu no fim de

1973 e a OPEP garantiu que suas exportações deveriam ser pagas em dólares, o que impôs aos países importadores a também terem saldos em dólares para pagar pelo barril. Então, se por um lado o choque do petróleo ampliou as pressões inflacionárias nos Estados Unidos, também foi fator fundamental para a manutenção do dólar como moeda-chave. Mais ainda, foi elemento primordial para a expansão dos Euromercados na década.

Frieden (2006) nota ainda que até então, empréstimos internacionais eram provenientes principalmente do Banco Mundial e do Banco Interamericano de Desenvolvimento, agora, os créditos eram principalmente privados alimentados, principalmente pelos petrodólares provenientes do choque. Esse é um aspecto importante para notar o quão o sistema financeiro mundial mudou com o fim do sistema Bretton Woods.

Foi o retorno absolutamente triunfal das *haute finance*, que estavam fora do sistema desde sua concepção em 1944. De fato, de acordo com Helleiner (1994), a nova dinâmica de câmbio flutuante tinha a promessa de resolver desequilíbrios no balanço de pagamentos de forma automática sem a necessidade de impor medidas austeras. Mas a nova realidade de falta de controles de capitais permitia aos operadores a especular em moedas e commodities, causa de grande instabilidade nos anos 70. Segundo o autor:

*Not only did the same problems of trying to retain domestic financial regulatory structures in an open global financial system remain, but also "vicious" circles of disequilibrium afflicted countries pursuing expansionary policies. A vicious circle began when overzealous global financial traders suddenly lost confidence in a country's economic policy, causing an exaggerated depreciation of its currency. This exchange rate "overshooting" exacerbated domestic inflation, leading to further loss of confidence and a self-reinforcing downward spiral that could be stopped only by a tough austerity program designed to restore market confidence (Helleiner, 1994, pg. 123).*

Por essa razão, as políticas nos países centrais começaram a caminhar cada vez mais para austeridade. Em 1976, quando a recuperação já estava começando, Cox (1982) afirma que os europeus passaram a ter políticas monetárias mais restritivas. Na Inglaterra, tal movimento ficou mais claro de acordo com Helleiner (1994). Operadores começaram a especular contra a Libra em represália às políticas de cunho keynesiano do *labour party*. O FMI, como idealizado deveria fornecer crédito em situações de saídas de capital especulativas. Não obstante, os administradores do fundo, de acordo com o autor, não

achavam que o volume do empréstimo seria suficiente para se contrapor à especulação. Por essa razão, foi oferecido crédito condicionado a um pacote de austeridade, que depois de intenso debate, foi abrandado e colocado em prática.

Em 1978, o dólar também começou a sofrer pressões. A política de Carter, desde que havia assumido, era expansionista, e os mercados se mostravam preocupados com a persistente inflação nos Estados Unidos. Mas na época os objetivos de política econômica dos EUA não eram a estabilidade da taxa de câmbio e por isso, pouco havia sido feito até então para estabilizar o dólar. A estratégia adotada para tentar conter a inflação foi, segundo Eichengreen (2008), buscar uma cooperação entre a Alemanha ocidental e o Japão para que estes também estimulassem suas economias e contribuíssem para a manutenção do valor do dólar. Houve resistência, segundo o autor, de ambos os governos em um primeiro momento. Mas o dólar possuía uma vantagem em relação às outras moedas.

Sendo o dólar a moeda chave do sistema, Helleiner (1994) afirma que seu valor impactava o setor exportador de diversos países, inclusive os europeus e o Japão e, mais ainda, os membros da OPEP, cuja economia dependia de suas exportações de petróleo bruto em dólar. Em outras palavras, todo bem e serviço exportável, além de ativos internacionais, tinham seu seu preços definidos em dólar e uma depreciação levaria a redução de preços. Por essa razão, os EUA conseguiram levar a frente suas políticas expansionistas de forma unilateral. As atitudes unilaterais dos EUA tiveram sucesso até 1978. De acordo com o autor:

*In mid-1977, the United States tried, as it had in the early 1970s, to reduce its external deficit by "talkingdown" the dollar in public pronouncements. This "dollar weapon" was particularly effective in prompting Japan to introduce a supplementary expansionist budget in January 1978. Although the West Germans were considerably angered by what they perceived as a U.S. attempt to export its inflation, they too agreed at the 1978 Bonn summit to a modest fiscal expansion.*(Helleiner, 1994 pg. 131)

Mas a estratégia estadunidense não duraria muito. Os europeus iniciaram uma reação na forma do sistema monetário europeu, sucessor da “cobra”, em que os europeus formularam um esquema de indexação de suas moedas umas às outras (na prática, ao marco alemão). Essa reação logrou estabilizar as moedas européias, e deixou aos Estados Unidos poucas opções para estimular sua economia sem pressionar ainda mais a inflação devido à desvalorização. Eram elas, impor controles de capitais ou seguir a via da austeridade. Mais

ainda, os países centrais começaram a questionar fortemente a posição do dólar como moeda-chave e a clamar por uma reforma na arquitetura do sistema (Helleiner,1994). Na periferia, os países da OPEP começaram a discutir a possibilidade de cotar o petróleo por eles produzido em Direitos Especiais de Saque, uma moeda virtual criada pelo FMI no fim dos anos sessenta. Esses países, possuidores de grandes reservas internacionais também começaram a propor uma diversificação de suas reservas para outras moedas que não o dólar. Em outras palavras, começaram a questionar a capacidade dos Estados Unidos em manter o valor do dólar (Metri, 2017).

Não obstante, os EUA não aceitariam perder sua hegemonia monetária considerando as vantagens que a moeda chave fornece a seu emissor. Medeiros e Serrano (1999) argumentam que o emissor da moeda hegemônica é capaz financiar seus déficits no balanço de pagamentos sem se preocupar com desvalorizações uma vez que tais déficits são automaticamente financiados no momento da transação. Isso livra tal país do problema da restrição externa que afeta a todos os demais. Mais ainda, quando a moeda chave possuía lastro no ouro, havia a possibilidade de que déficits persistentes na balança comercial levariam a uma fuga ao ouro forçando a desvalorização. Entretanto, no fim dos anos 70, como visto, o dólar não mais estava lastreado. Portanto, não havia mais nenhuma restrição aparente a menos que, em conjunto, outros países parassem de aceitar dólares como reserva.

Serrano (2002) aprofunda a explicação do privilégio obtido pelos Estados Unidos. De acordo com o autor, os estadunidenses tinham a capacidade de controlar a oferta de dólares através do FED. Sendo o dólar a moeda utilizada na grande maioria das transações internacionais ele possuía o controle da oferta internacional de liquidez. Desta maneira, ele se converteu no banco central do mundo sendo capaz de definir as taxa de juros ao redor planeta. Outra maneira de observar a vantagem, é que déficits nas contas externas estadunidenses, se olhado de forma que haja apenas dois agentes, os Estados Unidos e o resto do mundo, significaria um superávit em favor do resto mundo, o que por sua vez se traduz em ampliação de suas reservas. Mas bancos centrais raramente mantêm reservas em espécie, em geral, eles as convertem em títulos de curto prazo, baixo risco e alta liquidez, na prática, títulos do tesouro estadunidense. Por essa razão, o autor fala de um privilégio exorbitante auferido pelos Estados Unidos.

Entretanto, como visto, nos anos 70 uma nova fonte de fornecimento de liquidez em dólares estava disponível. Os créditos provenientes dos Euromercados eram outra forma de criação de meios de pagamentos em dólar no mercado internacional. Cada vez mais



poderosos e atuando fora do controle das autoridades financeiras internacionais, tais mercados acabavam reduzindo a capacidade do federal reserve de preservar a autonomia da política econômica estadunidense, reduzindo a capacidade dos EUA de beneficiar-se plenamente da posição de destaque do dólar (Serrano, 2002).

Objetivando a manutenção do dólar na posição dominante, os Estados Unidos precisavam buscar um meio de não só enquadrar, na terminologia utilizada por Tavares (1985), outras nações a seguirem os caminhos que garantissem a autonomia estadunidense, como também retomar o controle da crescente oferta de moeda no circuito *offshore* dos Euromercados. E com a nomeação de Paul Volcker para a presidência do Federal Reserve ocorreria tal enquadramento com profundas conseqüências para a economia mundial na década seguinte.

### **2.3 O choque Volcker**

A estratégia de Carter de garantir cooperação da Alemanha e do Japão para evitar uma desvalorização do dólar, esmoreceu em 1979. Na reunião anual do FMI e do Banco Mundial em Belgrado no mesmo ano, tanto a Alemanha quanto o Japão haviam mencionado seus esforços no ano anterior para a estabilização das taxas de câmbio e clamado pela continuidade da cooperação<sup>15</sup>. Contudo, Helleiner (1994) afirma que ambos os países já não estavam mais dispostos a uma depreciação do marco e do iene para a manutenção do dólar.

Domesticamente, Carter se preocupava cada vez mais com os efeitos políticos da inflação. A população se mostrava cada vez mais insatisfeita com a alta nos preços e uma mudança na equipe econômica era necessária (Biven, 2002). A situação se agravou com um novo choque do petróleo, dessa vez provocado pela revolução iraniana e que se manteve na década seguinte com a guerra Irã-Iraque (Graefe, 2013).

O presidente então passou alguns dias em Camp David pensando em como se daria essa mudança. O secretário do tesouro havia saído do governo e a solução encontrada foi transferir William Miller da presidência do FED para o tesouro. Mas era necessário então, encontrar um nome para o FED (Biven, 2002).

---

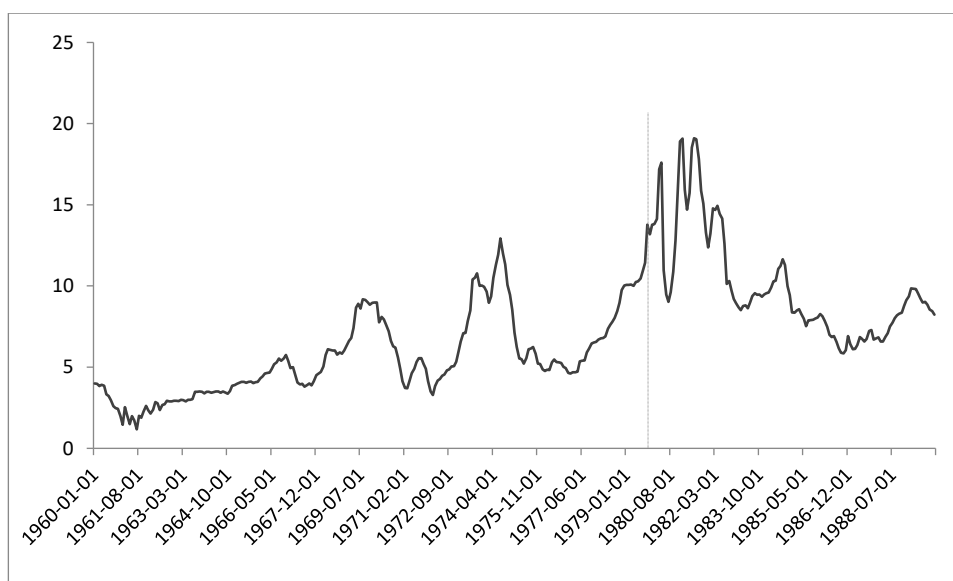
<sup>15</sup> Ver 1979 Annual Meetings of the Boards of Governors Summary Proceedings

Optou-se então por escolher Paul Volcker para a vaga. A decisão de indicá-lo foi baseada no fato de que Volcker era ao mesmo tempo bem relacionado com mercado financeiro, tendo trabalhado na banca privada e também como presidente do FED de Nova Iorque, e com autoridades financeiras internacionais, devido sua experiência como subsecretário de assuntos monetários do tesouro (Belvin, 2002). Esperava-se que sua indicação acalmaria os mercados e aliviaria as pressões ao dólar (Helleiner, 1994).

Aprovado pelo congresso por unanimidade<sup>16</sup>, Volcker liderou o FED, que começou a elevar a taxa de juros para combater a inflação. Mas de acordo com Lindsey, et.al (2005), depois de sua participação na já mencionada reunião do FMI, Volcker decidiu colocar a frente seu projeto de alterar radicalmente a política monetária estadunidense. No dia 06 de outubro, quatro dias após sua volta de Belgrado, uma reunião de emergência do *Federal Open Market Comitee* (FOMC) foi convocada e se decidiu por uma mudança na operacionalização da política monetária. A partir de então, o FED não mais buscava uma meta pré-determinada da taxa básica de juros. A Estratégia agora era controlar a base monetária deixar a taxa de juros flutuar no mercado aberto.

Os efeitos dessa mudança foram bastante significativos. De acordo com Frieden (2006), As taxas de juros nos Estados Unidos subiram de aproximadamente 10% para 20% nos primeiros anos da década seguinte.

Gráfico 2.1 - Taxa Básica de Juros dos EUA em %



Fonte: Dados provenientes do Federal Reserve Bank of St. Louis. Elaboração Própria

<sup>16</sup> O Globo, Caderno de Economia, 03 de Agosto de 1979.

O gráfico acima demonstra o movimento da taxa básica de juros dos EUA, a *fed funds rate*, de janeiro de 1960 até janeiro de 1990. A linha vertical corta o gráfico no dia primeiro de outubro de 1979. Pode-se observar uma alta a novos patamares. Mas a nova forma de operar a política monetária também trouxe, como se pode observar no gráfico, aumento da volatilidade nas taxas de juros.

Esse aumento foi, de acordo com Frieden (2006), ainda maior considerando as taxas de juros reais. A inflação alta dos anos 70 fazia a taxa real estar bastante próxima de zero, mas a mudança na orientação da política monetária reduziu a inflação de maneira avassaladora. Isso levou a uma taxa real próxima de 15% ao ano. Se o resultado dessa decisão acabou com a inflação, também jogou a economia estadunidense em duas recessões consecutivas e enfraqueceu ainda mais a classe trabalhadora que viu sua parcela na renda se reduzir (Serrano, 2004).

Se o sistema de controles de capitais estivesse em funcionamento como nos anos 50 e 60, a elevação de juros em tal grau teria um efeito recessivo nos EUA, mas aumentaria a competitividade de outros países que poderiam ajustar suas taxas de câmbio sem maiores impactos em suas reservas. Mas no fim dos anos 70, os mercados financeiros internacionais possuíam, como visto, muito mais liberdade, e buscavam uma maior taxa de retorno. Isso se traduziu, de acordo com Frieden (2006), na necessidade de outros países centrais em também elevarem suas taxas de juros para atenuar a saída de capitais em direção aos Estados Unidos.

Foi esse movimento de ajuste no mesmo sentido da política estadunidense que Tavares (1985) tinha em mente quando falou de enquadramento de outras nações e da retomada do controle das finanças internacionais. Em suas palavras:

*[...] levaram à beira da bancarrota países devedores e forçaram os demais países a um ajuste recessivo, sincronizado com a política americana.*

*Por outro lado, manter uma política monetária dura e forçar uma sobrevalorização do dólar pelo FED retomou na prática o controle de seus próprios bancos e do resto do sistema bancário privado internacional e articulou em seu proveito os interesses do rebanho disperso. [...]*

*[...] o preço desta “estabilidade” tem sido a submissão dos demais países à diplomacia do dólar e o ajustamento progressivo de suas políticas*

*econômicas ao desiderato do “equilíbrio global do sistema”*. (Tavares, 1985 [1997], pgs. 34 35)

Portanto, os anos 70 se encerram com uma reviravolta na política estadunidense. A nova diplomacia do dólar ditaria a tônica da primeira metade da década seguinte e contribuiria com a consolidação do padrão Dólar-Flexível. A partir dos anos 80, o mundo passaria por uma liberalização cada vez maior das relações econômicas internacionais e a recorrentes períodos de instabilidade.

## Capítulo III – O Dólar-Flexível

Este capítulo foca na análise do padrão Dólar-Flexível. Para isso, se verá os acontecimentos ao longo das décadas de 80 e 90. A partir disso, o capítulo será dividido em duas seções. Na primeira tentar-se-á observar como os Estados Unidos foram capazes de enquadrar seus aliados e parceiros, além da periferia. Para isso, a seção se divide em duas subseções. A primeira trata de aproximadamente 1980 até 1985, época da chamada diplomacia do dólar forte. A segunda, dos últimos anos da década de 80 com forte ênfase nos acordos do Plaza e do Louvre e no Plano Brady.

Já a segunda seção tratará especificamente dos anos 1990. E um primeiro momento se tentará analisar a abertura comercial e financeira que o mundo experimentou, com foco na integração e abertura dos mercados financeiros globais. Logo em seguida se verá a adoção generalizada de Regimes de câmbio fixo. Serão vistas algumas crises pelas quais o mundo passou nesses anos. Serão elas: A crise da Libra/Europa de 1992, do México de 1994, da Ásia de 1997, da Rússia de 1998, do Brasil de 1999 e finalmente, da Argentina em 2001. Finalmente se fará uma breve análise sobre a economia estadunidense nos anos noventa com o objetivo de contrapor sua trajetória com a do resto do mundo.

### **3.1 Enquadrando a Economia Global: Os Anos 80**

#### **3.1.1 A Diplomacia do Dólar Forte**

Os cinco anos seguintes ao choque, descrito no capítulo anterior, consolidaram um novo padrão monetário totalmente inédito. Um dólar sem lastro, o que há quase dez anos já não era novidade, de aceitação internacional e o controle por parte das autoridades monetárias estadunidenses do mercado monetário não só doméstico como também *offshore*. Um padrão baseado no Dólar sem qualquer restrição às políticas estadunidenses, provendo, assim, flexibilidade à moeda-chave (Medeiros e Serrano, 1999).

Mas a flexibilidade fornecida pelo choque não estava totalmente garantida. A maior ameaça à estratégia de Volcker de controlar a base monetária vinha, principalmente dos Euromercados que não tinham seus movimentos cerceados pelas regras do FED. De acordo com Helleiner (1994), o volume de recursos que nos Euromercados circulavam era significativo o bastante para criar uma situação de disparidade entre as taxas de juros

praticadas por bancos no mercado doméstico e *offshore*. Haveria então, segundo o autor, três opções.

A primeira seria ampliar os controles de capitais de maneira coordenada com outros países. Essa opção em particular seria a institucionalização de encaixes compulsórios em operações bancárias internacionais, que caso feito de maneira unilateral só teria o efeito de realocar recursos em bancos de outros países. Mas as tentativas de realizar tais controles através da cooperação foram impossibilitadas pela oposição das autoridades monetárias suíças e britânicas, além da impossibilidade de apoio por parte de *bundesbank*, que não possuía mandato legal na Alemanha para redigir tal regra.

A segunda opção seria um aumento ainda maior na *fed funds rate* objetivando enxugar a liquidez internacional. Mas as taxas de juros estadunidenses já batiam níveis recordes e temia-se os efeitos de uma política que ampliaria ainda mais a recessão (Helleiner, 1994). O terceiro caminho seria desregulamentar operações internacionais de bancos localizados nos EUA. Isso seria admitir que as finanças internacionais estavam muito além da capacidade de controle do FED, mas por outro lado garantiria que outros governos fossem mais abertos às propostas de cooperação estadunidense e colocaria os Euromercados mais próximos da vigilância do FED, ainda que a capacidade de controle deste fosse muito inferior nas operações internacionais que nas domésticas (Helleiner, 1994).

Através dos *International Banking Facilities*, uma portaria aprovada pelo congresso em 1981 que permitia bancos realizarem operações internacionais livres de algumas regulamentações, particularmente a *Regulation Q*, e lhes garantia algumas exonerações tributárias<sup>17</sup>, o *Federal Reserve* optou pela terceira opção. Isso levou a um movimento global a caminho da liberalização financeira, pois outros países estariam sob o risco de ver suas operações no Euromercado irem para os Estados Unidos. (Helleiner, 1994).

Assim, com a alta nos juros, com o fluxo de capitais na direção dos Estados Unidos e o novo controle por parte do FED dos Euromercados, os Estados Unidos consolidam de vez o dólar como moeda chave do sistema. Sob o risco de ficarem sem liquidez os países centrais passam a seguir a política monetária contracionista dos EUA. Esse movimento fez com que os países centrais jogassem também suas economias na recessão e mais significativo, se inicia um processo de alinhamento ideológico nos países

---

<sup>17</sup> Ver Chrystal, 1984 e Key e Terrell, 1988.

centrais com a nova lógica ortodoxa proveniente principalmente dos EUA e da Inglaterra. (Tavares, 1985)

De acordo com Frieden (2006), pouco a pouco os europeus e japoneses foram transitando para ortodoxia. De fato, o autor afirma que até a chegada de Volcker ao *Federal Reserve* apenas na Inglaterra a ortodoxia liberal ganhava força, movimento que ocorria desde 1976 como efeito da recessão de anos anteriores. No resto do mundo desenvolvido o pensamento Keynesiano ainda era hegemônico. Mas com os primeiros impactos da diplomacia do dólar forte, governos social-democratas e socialistas na Europa passaram a ter uma inclinação cada vez mais ortodoxa, adotando altas taxas de juros para manter a estabilidade do Sistema Monetário Europeu (SME).

Já na periferia, particularmente na América Latina, os efeitos foram muito mais devastadores do que a recessão no centro. O choque de juros enxugou a liquidez internacional e elevou significativamente o custo da dívida que estes países carregavam. Como visto, apesar de baixos nos anos 70, os juros que incorriam sobre a dívida da região eram reajustáveis. Quando eles subiram em 79, a quantidade de divisas necessárias para pagar os encargos consumia uma parcela cada vez maior das receitas de exportação, chegando até a aproximadamente 50% (Frieden, 2006). Por essa razão, a região precisava de empréstimos cada vez maiores para cumprir com suas obrigações, ampliando exponencialmente uma dívida externa com juros elevadíssimos. O resultado foi um pedido de moratória do México em 1982, que levou a uma crise que se alastrou pelos outros países da região. Os credores se assustaram com o *default* mexicano e acabaram por cortar abruptamente as linhas de crédito para o resto da América Latina. (Frieden, 2006). Para piorar ainda mais uma situação que já era delicada, a valorização do dólar somada à recessão nos países centrais reduziu drasticamente os preços das *commodities* fragilizando ainda mais as contas externas da periferia (Medeiros e Serrano, 1999).

O efeito da falta de financiamento à região foi o abandono forçado do projeto de industrialização que desde os anos 30 era a norma para a América Latina. Em termos macroeconômicos a região entrou em uma severa espiral inflacionária e uma bruta redução na sua parcela da renda mundial. Essa situação só iria reverter-se no fim da década com a securitização e reestruturação da dívida latino-americana, por isso, os anos 80 são conhecidos como a década perdida na região. (Frieden, 2006)

Se na periferia os impactos do Choque Volcker foram devastadores, pior ainda foram as consequências no mundo Socialista. Não porque a crise foi mais severa, ou teve

impactos mais acentuados no bem estar da população (com exceção da Polônia e da Hungria, que enfrentaram uma situação similar a da América Latina), mas porque de acordo com Hobsbawn (1994), o tecido social dos países socialistas era mais vulnerável a mudanças do que o ocidente. Segundo o autor, os problemas nos países começaram nos anos 70 a partir da mesma crise que levou o ocidente a recessão. Uma exceção teria sido a União Soviética que era exportadora de petróleo e por tanto se beneficiou dos aumentos no preço da *Commodity*. O autor argumenta que o velho socialismo dos anos 30, isolado do capitalismo ocidental, não mais existia. Esses países, com sistemas políticos engessados, possuíam menos flexibilidade para levar a frente mudanças na estrutura produtiva. Isso criou a necessidade de se integrar mais com a economia internacional.

Esse aumento de integração colocou esses países em uma trajetória, no que tange às suas contas externa mais próxima do mundo ocidental. Quando os juros subiram nos Estados Unidos, Polônia e Hungria se viram sem capacidade de financiamento que os Euromercados lhes haviam proporcionado e entraram em severa crise, a União Soviética viu o valor de suas exportações desabarem com a queda do preço do petróleo a partir de 1980 e suas necessidades de importação ainda mais caras dado a inelasticidade de bens industriais e a alta do dólar. Esse cenário contribuiu para discussões sobre reformas e acabou tornando os anos 80, a década final do socialismo. Uma exceção foi o caso chinês, que em 1979 adotou uma estratégia de modernização com Deng Xioaping, secretário geral do partido comunista chinês. (Hobsbawn, 1994)

Por outro lado, a recessão nos Estados Unidos durou até 1982, quando lentamente começou-se a reduzir as taxas de juros de seu patamar recorde. Mas a principal mudança no ano de 1982 foi mudança na condução de sua política fiscal. Os anos 80 foi a época da chamada *Reaganomics*, uma guinada ideológica que englobava corte em gastos sociais, redução da carga tributária, principalmente para os níveis mais altos de renda, no que ficou conhecido como *trickle down economics*, e um aumento em gastos militares (Tavares, 1985). O resultado dessa tríade foi o surgimento de um crônico déficit orçamentário, mas que logrou fazer a economia estadunidense voltar a crescer enquanto o resto do mundo ainda enfrentava a recessão. Além desse Keynesianismo militar, a valorização violenta do dólar e a retomada do crescimento implicaram em déficits comerciais cada vez maiores ao longo da década.

Essa situação descrita acima é possibilitada justamente pelas características do novo padrão monetário baseado exclusivamente no dólar (Serrano, 2004). Para compreender essa afirmação é preciso ter em mente a realidade criada após a quebra da conversão do dólar em ouro, que é: A partir de 1971, tudo é dólar. Mais ainda, dólar inconvertível. E mais ainda,



a partir de 1979, tudo é dólar inconvertível e sem questionamentos. Isso significa que a moeda de reserva, os saldos comerciais, os saldos em conta corrente e, principalmente, que passivos externos são todos em dólar.

Então, os Estados Unidos emitem a moeda que todos os países, inclusive eles próprios, necessitam para cobrir suas transações internacionais. Sendo assim, o circuito internacional se dá da seguinte forma: os EUA mantêm déficits em conta corrente com o resto do mundo, o resto do mundo experimenta uma ampliação de suas reservas e rapidamente as converte em ativos de alta liquidez denominados em dólar (no mais das vezes *treasury bills*). Isso ocorre por que Bancos Centrais não guardam em suas reservas dólares em espécie e sim ativos de alta liquidez e baixo risco. Assim, tais déficits são automaticamente financiados com entradas de curto prazo. Na conta de capitais ocorre a mesma coisa, assim como já ocorria desde Bretton Woods, saídas de capital de longo prazo, como investimentos direto estrangeiro, são financiados automaticamente com entradas de curto prazo (Medeiros e Serrano, 1999).

Mas na primeira metade dos anos 80, Tavares (1985), percebe algo a mais. As altas taxas de juros praticadas pelos EUA permitiram o financiamento de dois componentes essenciais da nova estratégia estadunidense. O primeiro foi a absorção de poupança externa para atender as necessidades do déficit fiscal incorrido pelo tesouro daquele país. Como visto, o aumento deste déficit era causado principalmente por gastos militares. Esse aumento no orçamento militar levava em consideração a criação do que ficou informalmente conhecido como “Guerra nas Estrelas” do presidente Reagan, que objetivava levar a Guerra Fria para o espaço. De acordo com Medeiros (2004), tal programa ajudou a aumentar o poder estadunidense através do refinamento da tecnologia aeroespacial, em particular de aeronaves *stealth*, dos EUA.

O Segundo componente da estratégia estadunidense foi a modernização de sua indústria. Isso foi obtido através de crédito de curto prazo, devido à impossibilidade de financiar-se através do mercado de capitais num ambiente de altas taxas de juros, de bancos estadunidenses que emprestaram ao nascente *silicon valley*. Além disso, a modernização do parque industrial pode contar também com a importação de máquinas a preços baixos, dado a valorização do dólar e a empréstimos provenientes principalmente do Japão e da Alemanha. (Tavares, 1985)

Com o exposto nos parágrafos, pode-se concluir que a Diplomacia do Dólar Forte teve como efeito o realinhamento dos aliados abaixo dos objetivos estratégicos e de política

econômica dos Estados Unidos. Também ampliou a assimetria com que os EUA conseguem lidar com suas transações internacionais, uma vez consolidado o padrão Dólar-Flexível. Por fim, a valorização forçada do dólar através de uma política monetária bastante restritiva permitiu aos Estados Unidos ampliar seu poder bélico e a retomar sua hegemonia industrial através da modernização de setores de alta tecnologia.

### **3.1.2 Do Plaza ao Louvre à Washington**

Em 1984, como visto, a inflação nos Estados Unidos já havia arrefecido e o país voltara a crescer graças a seu Keynesianismo de Guerra. Mas a sobrevalorização do dólar começava a causar problemas políticos (Eichengreen, 2008). O novo padrão monetário é, de acordo com Serrano (2008), mal compreendido por grande parte dos analistas e não seria exagero supor que também o é para diversos congressistas estadunidenses. Nesse sentido, Eichengreen (2008) relata que o déficit comercial no qual incorria a economia dos EUA era um tema debatido com frequência na mídia e entre homens públicos. No caso destes últimos o tema era ainda mais importante, pois junto com as cifras negativas vinham as pressões, por parte de exportadores, para que algo fosse feito.

Como visto, a valorização da moeda foi causada pelo impacto das altas taxas de juros praticadas pelos Estados Unidos a partir de 1979. Mas o gráfico 3.1 mostra que as taxas de juros começaram a ser reduzidas em 1982 (ainda que o FED tenha continuado sua prática de buscar uma meta para a oferta de moeda e não para os juros até 1993<sup>18</sup>) e o diferencial de juros com outros países do G7 começaram a cair em 1983 como mostra Eichengreen (2008). O câmbio, por sua vez, seguiu valorizado até 1985, segundo o autor. Uma consequência desse descasamento entre a taxa de juros e o câmbio foi estimular debates dentro do congresso sobre a imposição de barreiras a importação, o que seria uma completa reversão da postura estadunidense em voga desde o pós-guerra, mas benéfico a setores exportadores.

Esses debates no congresso eram um risco à plataforma de Reagan, que concorria, em 1984, à reeleição, e, principalmente, aos outros países centrais que tinham nos Estados Unidos o mais lucrativo mercado para suas exportações. Como então acomodar as pressões dos setores exportadores estadunidenses, sem desviar a política econômica do caminho traçado por Reagan? A solução encontrada foi, através da cooperação de outros países, valorizar outras moedas em relação ao dólar. Diferentemente das tentativas frustradas dos anos 70 no campo da cooperação econômica, os aliados estavam mais dispostos, com os

---

<sup>18</sup> Ver matéria de Greenhouse, The New York Times, 1993.

riscos apresentados pelo congresso estadunidense, a entrar em acordo com os Estados Unidos. Foi então que em 1985, em uma reunião no Hotel Plaza em Nova Iorque, se decidiu que Europa e Japão interviriam no mercado cambial para valorizar suas moedas possibilitando assim o que Serrano (2004) chamou de *soft landing* do dólar.

Esse acordo inaugurou uma mudança de rumo na política cambial estadunidense. Até então as autoridades monetárias deixavam o câmbio flutuar livre de intervenções. A aceitação por parte das outras economias industrializadas de desvalorizar o dólar possibilitou uma postura intervencionista no mercado cambial por parte do tesouro estadunidense (Hanning e Destler, 1988).

O plano funcionou perfeitamente e, de acordo com Feldstein (1994), o dólar desvalorizou-se 36% entre 1985 e o primeiro trimestre de 1987 e o déficit em conta corrente estadunidense começou a reduzir-se rapidamente. E isso sem a necessidade dos Estados Unidos desacelerarem sua economia, que crescia agora a taxas maiores que seus parceiros da OCDE, ou reduzir seu déficit fiscal. Para os EUA, portanto, o Acordo do Plaza foi um sucesso.

Mas tais acordos tiveram um impacto muito diferente para a economia japonesa como os anos 90 iriam mostrar. O processo de valorização do iene foi planejado para ser gradual e controlado, mas o que aconteceu foi diferente. Logo no início dos anos 80, os Estados Unidos acreditavam que uma maior liberalização financeira do mercado de capitais japonês levaria a uma valorização do iene, o que por um lado contribuiria para o problema dos déficits estadunidenses e por outro, ajudaria ao governo japonês a exportar os dólares provenientes de seus saldos comerciais sem afetar a política econômica doméstica (Torres Filho, 1997). Mas como mostra Eichengreen (2008), o efeito foi distinto. A liberalização ampliou o fluxo de capitais japoneses para os Estados Unidos, dando forma à estratégia de cooperação que se materializou no Hotel Plaza em 1985. Esse episódio fez com que formuladores de política japoneses e estadunidenses acreditassem que a desvalorização do dólar só poderia ser controlada e estabilizada em um nível adequado, através da cooperação.

Contudo, o dólar seguiu em queda em relação ao iene mesmo depois do patamar que se considerava desejável. Esse movimento reduziu significativamente a competitividade japonesa tendo duas consequências para a economia japonesa. A primeira, segundo Torres Filho (1997), foi a resposta do Banco Central Japonês em reduzir os juros levando a uma política monetária altamente expansiva. Em suas palavras:

*No Japão a valorização do iene provocou uma redução na taxa de crescimento da economia, e na taxa de lucro dos setores exportadores. Diante deste cenário, o governo decidiu mudar sua política monetária tornando-a profundamente expansionista. O Banco do Japão (BoJ) iniciou em janeiro de 1986 a redução da taxa de redesconto que estava em 5% até que alcançasse 3% em novembro e, finalmente, 2,5% em fevereiro do ano seguinte, o menor valor registrado até então. (Torres Filho, 1997, pp. 392)*

Esse processo acabou levando a economia japonesa de volta ao crescimento, mas também criou uma onda especulativa que gerou duas bolhas, uma no mercado de ações e outra no mercado imobiliário (Torres Filho, 1997). Essa bolha, seguiu até o fim da década e quando estourou, levou a economia do Japão a uma dinâmica de baixo crescimento. A segunda consequência teve um caráter mais regional. Como argumenta Medeiros (1997), a excessiva valorização do iene levou a um espraiamento da economia japonesa para o sudeste asiático. De acordo com o autor, o Acordo do Plaza teria levado a um deslocamento industrial japonês para outros países da região que se beneficiaram de Investimentos Estrangeiro Direto. Com isso, esses países lograram uma inserção diferenciada, enquanto países periféricos, na economia internacional evitando as dificuldades pelas quais passava a América Latina.

A desvalorização excessiva do dólar não foi percebida apenas pelo Japão. Helleiner (1994) argumenta que em 1987 as autoridades estadunidenses começaram a temer que uma fuga do dólar pudesse ocorrer causando um *hard-landing* da moeda. Isso levou a uma nova reunião em fevereiro desse ano para definir como se daria a estabilização do dólar. Dessa reunião, realizada em Paris, surgiu um novo acordo de cooperação, chamado de Acordo do Louvre. Nele se acertou que o Japão passaria a valer-se de políticas expansionistas, o que, como visto, de fato ocorreu. Além disso, a Alemanha Ocidental concordou em cortar alguns impostos para tentar ampliar a taxa de crescimento, e os Estados Unidos, subiriam sua taxa de juros (Eichengreen, 2008).

Contudo, à parte da coordenação em termos de políticas domésticas, o impulso para estabilizar o dólar viria, novamente, da intervenção no mercado cambial. De fato, Feldstein (1994) argumenta que foi o Japão que arcou com os custos de estabilizar a moeda estadunidense. Segundo o autor, os japoneses compraram aproximadamente 100 bilhões de dólares em ativos também denominados em dólar. O autor afirma também, que na visão dos formuladores de política japoneses, arriscar perder uma parcela desse montante com a

valorização cambial seria menos custoso que uma grande perda de competitividade traria em termos de seguro desemprego e receitas fiscais.

Por um lado, esse acordo foi razoavelmente bem sucedido. Eichengreen (2008) diz que o dólar se manteve estável até a metade de 1988. Mas a partir da segunda metade de 1989, ele retomou sua trajetória de queda. Por outro lado, esse acordo foi uma das causas de um profundo choque no mercado de capitais estadunidense. Segundo Helleiner (1994):

*In mid-October, stock markets around the world collapsed. The immediate catalyst for the collapse was a very public disagreement over the optimal course of global adjustment between the West German finance minister and the U.S. Treasury Department secretary. The publication of an unexpectedly high U.S. trade deficit figure also contributed to the collapse. It began in Tokyo and rapidly spread around the world, demonstrating the new interconnectedness of global securities markets. The stock market crash also eroded confidence in other international financial markets, as evidenced by the considerable retreat from the Euromarket and other cross-border investment positions. (Helleiner, 1994).*

É certo que esse *crash* permanece um enigma. Em um artigo de jornal, Robert Shiller<sup>19</sup> argumentou que a causa desse choque era menos importante que seu mecanismo de atuação, pois foi ele quem ampliou os impactos do que deveria ter sido apenas uma correção de expectativas. Na verdade, o que foi consenso foi que o acúmulo de ordens de venda pelos novos sistemas de *trading* automáticos, que ainda se mostravam defeituosos, levou a uma queda nos preços das ações.

Essa crise não teve efeitos mais graves devido a injeções de liquidez nos principais mercados por parte de suas respectivas autoridades monetárias, evitando assim quebra de instituições financeiras. Por outro lado, ela demonstrou a nova realidade de mercados internacionais desregulados e altamente integrados: crises passaram a ser, desde então, globais (Helleiner, 1994).

Por tanto, a liquidez internacional começou a voltar com brevidade do *crash* de 87 e a redução nos juros estadunidenses a valores muito abaixo daqueles dos primeiros anos da década. Era hora, portanto, de resolver o problema da crise Latino-Americana. A solução seria similar as encontradas para resolver os outros percalços que a economia estadunidense

---

<sup>19</sup> Ver Lewis, 2010.

teve ao longo dos anos 80. Era ela, enquadrar a região num novo consenso, no caso, o de Washington.

Consenso de Washington é um termo informal, cunhado pelo economista britânico John Williamson, para designar um conjunto de ideias de caráter liberalizante e ortodoxo, que se tornou receituário para a retomada do crescimento na periferia. O pontapé inicial para esse conjunto de recomendações já havia começado muito antes, mas em 1989 uma reunião realizada em Washington com representantes do governo estadunidense, do FMI, do Banco Mundial e do Banco Interamericano de Desenvolvimento, tinha como objetivo analisar as reformas praticadas até então na América Latina. O que marcou a reunião não foi o surgimento de novas ideias, mas a sistematização e consolidação de velhas recomendações esparsas em diversas fontes que foram aceitas praticamente sem divergências de opiniões. (Batista, 1994).

A questão era que havia forte oposição política na região para a implementação de tais recomendações. Em particular no Brasil. Em 1982, quando ocorre o estouro da crise da dívida, os Estados Unidos haviam confiado ao FMI a supervisão das políticas contracionistas exigidas em contra partida de empréstimos que aliviariam a situação da região. O problema era que os efeitos das políticas contracionistas não aliviaram o balanço de pagamentos da região. De acordo com Batista (1994) a contração das importações não foi capaz de solucionar o problema de falta de divisas, pois as exportações da região não encontravam mercado nos países centrais que, como visto, entraram em recessão na primeira metade da década de 80. O principal beneficiário da situação descrita foi o próprio FMI, que, de acordo com o autor, encontrou um novo sentido para sua existência.

Sobre isso, vale à pena realizar uma breve nota. Cardim (2004) afirma que o FMI é incapaz de exercer qualquer pressão em países credores, pois esses não necessitam de recursos da instituição. Ademais, o FMI deveria supervisionar as paridades das moedas, todavia, tais paridades não mais existiam. A única função do FMI passou a ser recomendações de políticas para países devedores. Isso fica bem claro quando se pensa que o FMI foi totalmente excluído dos acordos do Plaza e do Louvre (Eichengreen, 2008).

Então, com o objetivo de solucionar o problema de dívida e finalmente enquadrar a região dentro das recomendações do Consenso de Washington, dois planos foram sugeridos. O Primeiro foi o Plano Baker, proposto pelo então secretário de tesouro estadunidense James Baker. Este plano acabou não indo para frente, mas logrou inserir o Banco Mundial junto com

o FMI no processo de administração da dívida da região. O segundo plano foi o bem sucedido Plano Brady, proposto pelo sucessor de Baker, Nicholas Brady. (Batista, 1994)

Esse plano consistiu na possibilidade de países devedores terem parte significativa de sua dívida perdoada. A adesão ao plano era “voluntária”. Se o país quisesse se engajar deveria promover diversas reformas liberalizantes e reformular sua política macroeconômica de modo a ter como objetivo principal a estabilidade. Diversos países da América Latina aderiram ao plano ainda em 1989 e uma grande parte no começo da década seguinte (Vásquez, 1996). A pergunta que fica é, poderiam países que enfrentaram problemas gravíssimos de falta de liquidez ao longo da década se dar ao luxo de negar o perdão de parte de seus débitos? O fato de a maioria dos países Latino-americanos terem rapidamente negociado a reestruturação de suas dívidas sob as regras do Plano Brady parece sugerir que não.

De fato, em termos de redução de dívida o plano foi um sucesso. De 30% a 35% dos débitos foram perdoados. A securitização das dívidas da região permitiu também, depois de quase 10 anos, que os países voltassem a ter acesso ao mercado de capitais internacional. (Vásquez, 1996)

Assim, o mundo entra nos anos 90 alinhado ideologicamente com os Estados Unidos, que agora crescem a taxas superiores a outros países da OCDE. As estratégias adotadas pelos estadunidenses conseguiram assim enquadrar todos os aliados e ainda enfraquecer terminalmente a União Soviética. O antigo inimigo, entra na nova década derrotado com a queda do muro de Berlim em 1989, para logo em 1991 ser extinto. Portanto, tendo consolidado o Padrão Dólar-Flexível e retomado sua incontestável hegemonia, os Estados Unidos assistirá na década seguinte os frutos do que logrou nos anos 80.

## **3.2 A economia nos anos 90**

### **3.2.1 Otimismo e liberalização**

Os eventos que precederam a década de 90 consolidaram, como visto, o padrão Dólar-Flexível. Com as outras economias devidamente enquadradas, o mundo experimentaria uma nova fase de mudanças, sob a liderança inquestionável dos Estados Unidos. Essa foi também uma década em que se acreditava, pelo menos nos primeiros anos, que findaria com todos os males que assolaram a humanidade até então. O fim da história foi o que

anunciaram<sup>20</sup>. De fato, o grande “vilão” do ocidente, a União Soviética, havia sido derrotado, as turbulências dos anos 70 pareciam agora distantes e a periferia do sistema vinha se estabilizando. Stiglitz (2003) resume esse otimismo da seguinte maneira:

*IN THE ROARING NINETIES, growth soared to levels not seen in a generation. Newspaper articles and experts proclaimed that there was a New Economy, that recessions were a thing of the past and that globalization was going to bring prosperity to the whole world.*

A partir da perspectiva da economia estadunidense, esse otimismo fazia sentido. Suas taxas de crescimento eram as mais elevadas do G7, seu déficit em conta corrente vinha se reduzindo, devido à desvalorização do dólar iniciada em 1985, e ainda por cima, sua inflação seguia baixa, não sofrendo pressões como consequência do dólar desvalorizado (Serrano, 2004). Outras regiões também encontravam razões para otimismo. A América Latina voltou a ter acesso aos mercados internacionais e suas economias vinham se estabilizando, a Ásia se beneficiava do deslocamento industrial japonês e a Europa, intensificava seus esforços de integração.

Por trás desse cenário, no entanto, encontravam-se as tendências concretas que os anos 90 impuseram. O alinhamento ideológico que havia se iniciado na década anterior evoluiu para a crença na integração e liberalização dos mercados. Isso se deu tanto na esfera comercial quanto na financeira. A tônica dos anos 90 era ampliar a liberalização do comércio e dos mercados financeiros internacionais. Quanto a esse último, é importante notar que isso significou o fim dos poucos controles de capitais ainda em voga. (Frieden, 2006)

No campo do comércio houve dois movimentos. O primeiro seguiu o sentido de ampliar a globalização. O GATT, que organizava as relações comerciais desde 1947, dava lugar à OMC, uma nova organização que tem como meta a redução de todas as barreiras ao livre comércio e teve sua primeira rodada de negociações no Uruguai em 1994. Por outro lado, houve uma forte tendência de regionalização através da criação de blocos econômicos em que seus membros acordavam na derrubada de barreiras para transações intra-bloco e acordavam uma tarifa comum para transações fora do bloco. O mais significativo desses blocos foi a União Européia que possuía um alto grau de integração e teve seu acordo firmado em 1992 na cidade holandesa de Maastricht. Outros também bastante relevantes foram o Mercosul, na América do Sul e o Nafta, na América do Norte (Frieden, 2006).

---

<sup>20</sup> Ver Fukuyama, 1992



Segundo Medeiros e Serrano (1999), esse processo de liberalização comercial esteve fortemente associado à estratégia estadunidense de ampliação de mercado para seus bens e serviços. Considerando o processo de desvalorização do dólar que, como visto, vinha ocorrendo desde 1989, os bens estadunidenses de fato se encontravam bastante competitivos.

Já no campo financeiro, o mundo assistia a um aumento da liberalização dos mercados financeiros domésticos, na periferia, nos moldes do que havia ocorrido no centro na década anterior. De acordo com Frieden (2006), esse processo levou esses países a terem acesso a grandes fluxos de capitais. Todavia, diferentemente do ocorrido nos anos 70 com os Euromercados, o acesso a esses fluxos não era restrito a um pequeno grupo de países de renda média e umas centenas de bancos privados. Nos anos 90, um grupo maior de países foi embalado e reetiquetado como mercados emergentes e passou a ter acesso a financiamento externo através da colocação de títulos de dívida no mercado internacional. Nas palavras do autor:

*O mundo dos financiamentos livres da década de 1990 se distanciava tremendamente daquele de 1970, quando alguns poucos países menos desenvolvidos em melhor situação e algumas economias planificadas negociavam grandes empréstimos com um pequeno grupo de bancos internacionais gigantescos. Os novos governos e corporações das economias de transição e em desenvolvimento mergulharam diretamente no turbilhão do sistema financeiro internacional. Fundos mútuos, trustes de investimentos e bancos dos países ricos colocaram pequenos investidores e fundos de pensão de sindicatos - qualquer um, mesmo com economias modestas - em contato direto com as ações e títulos da dívida de Bancoc a Budapeste e Buenos Aires, de Seul a São Petersburgo e São Paulo. Uma legião de países da América Latina e do Leste Asiático, promovidos de pobres a menos desenvolvidos, depois a países em desenvolvimento e recentemente industrializados, eram agora simples mercados emergentes, com o mesmo apelo que teria um novo produto. O mesmo se podia dizer das economias planificadas, que passaram a economias de transição e depois novamente a emergentes. (Frieden, 2006, pp. 411)*

Mas essa periferia remasterizada como mercado emergente se viu tendo que adotar um conjunto de políticas condizentes com o Consenso de Washington para que fosse possível se beneficiar dos fluxos de capitais que essa nova integração financeira fornecia. Uma delas, bastante relevante para os acontecimentos da segunda metade dos anos 90 foi a

implantação de regimes de câmbio fixo. É importante destacar quatro grupos de países que adotaram, por razões distintas, mas com o mesmo objetivo, os regimes de câmbio fixo. O primeiro foram os europeus dentro do esquema do SME, o segundo, países da Ásia, o terceiro, os Latino-Americanos e, por fim, os do antigo bloco socialista na Europa.

Os Europeus deveriam manter sua moeda fixada, ainda que com bandas de diferentes amplitudes para cada país, ao Marco alemão para que o Sistema Monetário Europeu pudesse vigorar. Mas o Marco, como demonstrado em ambos os acordos entre autoridades do G7 na década anterior deveria manter-se em um patamar específico para evitar a perda de competitividade alemã. Os asiáticos perceberam que mantendo seu câmbio fixo eliminariam o risco cambial para investidores internacionais e poderiam atrair mais capitais. Os Latino-americanos sofreram com a instabilidade da década anterior e optaram por âncoras cambiais para acabar com a inflação (Miranda, 1997). Os Russos, com problemas semelhantes à América Latina após o fim da União Soviética, adotaram também taxas de câmbio fixas em 1995 (Walter, 2009).

Em termos práticos, essas taxas fixas eram sempre em relação ao dólar. Mesmo nos casos em que a referência era uma cesta de moedas, o dólar era quase sempre a moeda com maior peso. Nos poucos casos em que isso não ocorria, na Ásia principalmente, a moeda de maior peso era o iene, que como visto deveria se ajustar constantemente ao dólar (Miranda, 1997). Nesse sentido, até o fim da primeira metade da década, era clara a hegemonia da moeda estadunidense. Todas as economias de uma forma ou de outra, precificavam suas próprias moedas em dólar. Isso resultou no fato de que os Estados Unidos não mais precisariam se ajustar à economia mundial, Ela que deve se ajustar aos Estados Unidos.

### **3.2.2 As Desvalorizações Forçadas**

Esse era, então, o pano de fundo dos anos 90. Economias cada vez mais abertas e em baixo crescimento, câmbio fixo, falta de controle de capitais e um mercado financeiro global cada vez mais integrado. Seria a partir dessas características que diversas crises viriam a ocorrer e acabariam com o otimismo do início da década.

A primeira delas ocorreu em 1992. O Muro de Berlim havia caído em 1989, mas por mais simbólico que tenha sido, unificar a Alemanha exigia muito mais que isso. O custo fiscal desta empreitada seria bastante significativo e colocaria as finanças alemãs em uma situação deficitária. O volume de transferências para a Alemanha oriental seria enorme e

pressões inflacionárias certamente ocorreriam. Mas essa situação poderia ser atenuada se o processo de integração fosse gradual, e o plano original era justamente esse. Primeiro seria feito um esforço para homogeneizar ambas as regiões e por último, o Marco Alemão seria estendido para a parte oriental. Mas de acordo com Zatlín (2011), por razões políticas o chanceler alemão, Helmut Kohl decidiu em 1990 acelerar esse processo e anunciou a união monetária com a Alemanha oriental no mesmo ano. O Bundesbank, para evitar o aumento da inflação, subiu os juros, afetando assim o Mecanismo Cambial Europeu.

Os outros países da Europa deveriam, pelo mecanismo supracitado, subir suas taxas de juros, acompanhando o movimento alemão para que as taxas de câmbio se mantivessem as mesmas. Frieden (2006) argumenta que esse movimento jogou os europeus na recessão e em 1992 operadores começaram a formar posições vendidas em relação a diversas moedas européias acreditando que os governos não manteriam a paridade. Esse ataque especulativo acabou levando em novembro daquele ano a uma desvalorização da Libra e da Lira italiana, e no ano seguinte, outros europeus também o fizeram. O ataque à Libra, em particular, lançou para a fama o nome de George Soros dono de um fundo de investimentos que, nessa jogada, em um mês faturou 1,5 bilhão de dólares<sup>21</sup>. Soros acabaria sendo a personificação da nova e feroz realidade dos mercados financeiros internacionais nos anos 90, sendo inclusive acusado pelo primeiro ministro da Malásia como o orquestrador da crise asiática de 97, que será vista mais à frente<sup>22</sup>.

Tendo embolsado seus gordos lucros, as atenções das altas finanças se voltariam para outra presa. Dessa vez o alvo seria o México. Na onda da lógica de liberalização comercial o México havia firmado em 1993, junto com Estados Unidos e Canadá, um acordo para a formação do NAFTA, um bloco comercial que acabava com as tarifas entre esses países. Junto com isso, o governo optou por manter o câmbio fixo em relação ao dólar. Mas o ano de 1994 foi bastante conturbado. Haveria eleições presidenciais e dois assassinatos ocorreram. (Frieden, 2006)

Por sete décadas o Partido Revolucionário Institucional conseguiu colocar seus candidatos na presidência da república, e o governo em 1994 estava comprometido a manter a paridade cambial. Mas o candidato do partido, que liderava nas pesquisas foi assassinado. Poucos meses depois, o secretário geral do partido também foi assassinado em um caso que parece ter saído da cabeça de um roteirista de cinema (O irmão do então presidente mexicano

---

<sup>21</sup> Schaefer, 2015.

<sup>22</sup> Ver Gargan, 1997

acabou acusado e eventualmente preso como mentor do crime<sup>23</sup>). Somado a isso tudo, um movimento revolucionário pegou em armas no sul do país tornando a situação consideravelmente mais complicada.

Os investidores então começaram a vender suas posições em pesos, fugindo para o dólar, quando o novo governo, também do PRI, assumiu. Uma vez mais os especuladores forçaram a desvalorização de uma moeda. Mas dessa vez o efeito foi pior que na Europa dois anos antes. O estoque de dívida (que era detida tanto pelo setor privado quanto pelo governo), denominada em dólar era bastante elevado, e ,quando o custo em pesos aumentou com a desvalorização, diversas firmas foram à falência. Isso reverberou em uma crise bancária e uma recessão, que se alastrou por toda a América Latina. A situação só melhorou quando os credores e o FMI fizeram empréstimos emergenciais (Frieden, 2006). É interessante notar que o FMI, justamente para fornecer crédito contra movimentos especulativos, só veio a atuar após a desvalorização.

Em 1997, outra crise bastante similar ocorreu. Dessa vez na Ásia. O Leste asiático (Coreia do Sul, Tailândia, Indonésia, Filipinas e Malásia, principalmente) até então era uma região com altas taxas crescimento e instigava admiração de diversos analistas e do público em geral. De fato, a crise pela qual passou foi inesperada e talvez seja o mais claro exemplo do que se deseja demonstrar nesta seção, que a falta de controles de capitais torna muito mais difícil a administração de um câmbio fixo. Nas palavras de Radelet e Sachs (1998):

*The East Asian crisis is remarkable in several ways. The crisis hit the most rapidly growing economies in the world, and prompted the largest financial bailouts in history. It is the sharpest financial crisis to hit the developing world since the 1982 debt crisis. It is the least anticipated financial crisis in years. Few observers gave much chance a year ago that East Asian growth would suddenly collapse. [...] At least much attention, if not more, should be focused on the international financial system. The crisis is a testament to shortcomings of the international financial markets and their vulnerability to sudden reversals of market confidence. (Radelet e Sachs, 1998, pp. 1-2)*

Até o colapso em 1997, a região era receptora de grandes influxos de capital, principalmente de crédito bancário para o setor privado bancário e não bancário. Tais empréstimos aumentaram, de acordo com Radelet e Sachs (1998) mais de 30% do fim de 1995

---

<sup>23</sup> Em 2005 um tribunal reverteu a prisão. Ver El País, 14/06/2005.

até a metade de 1997. Mais ainda, diversos indicadores macroeconômicos enevoaram as análises sobre o aumento do risco que esses países apresentavam. Por exemplo, segundo os autores, esses países apresentavam altas taxas de crescimento, baixa inflação, superávit fiscal, aumento das reservas cambiais e suas dívidas externas permaneciam em níveis adequados em relação ao PIB. Em outras palavras, esses países eram a representação prática das recomendações que diversas agências faziam sobre como manter uma macroeconomia bem administrada. O que diversos analistas não foram capazes de enxergar, foram os efeitos na conta corrente de câmbios sobrevalorizados.

Os créditos externos estimularam principalmente os setores não exportadores, que por sua vez ampliaram o coeficiente de importações, como é comum em economias com altas taxas de crescimento. Já os setores exportadores, se viam tendo que enfrentar uma situação cambial desfavorável, que começou a reduzir o crescimento das exportações desses países e a ampliar o déficit em conta corrente. O efeito disso foi que o coeficiente de crédito de curto prazo sobre reservas, começou a aumentar dando indicativos de que a fragilidade financeira desses países vinha aumentando. (Redelet e Sachs, 1998)

A crise começou a ficar iminente logo no começo de 1997, quando algumas empresas tailandesas e coreanas declararam falência. Na coreia, os créditos eram principalmente para firmas privadas mas vinham de bancos locais a partir de capital estrangeiro, o que colocou o sistema financeiro coreano sob estresse. Na Tailândia o mercado imobiliário desacelerou e o governo realizou empréstimos para suas instituições financeiras que haviam emprestado grandes montantes a empresas que estavam em situação cada vez mais fragilizada. Como resultado, investidores começaram a vender Bahts no mercado futuro. Tentando manter a paridade, o governo tailandês entrou na ponta oposta com suas reservas o que reduziu a parcela utilizável delas consideravelmente. Mas o que marcou o começo da crise foi a fuga generalizada para o dólar quando o governo tailandês retirou suas garantias de uma instituição financeira o que levou-a a falência e gerou pesadas perdas a credores internacionais. (Redelet e Sachs, 1998)

A partir daí o impacto se alastrou para o resto da região (Incluindo Hong Kong e Taiwan). Quando se caracterizou a situação macroeconômica do leste asiático, linhas acima, se utilizou um certo grau de generalização. Alguns países possuíam um déficit em conta corrente maior, outros menores. Alguns tinham níveis de crédito de curto prazo maiores em relação às suas reservas, outros menores, etc. Nada disso importou. A lógica das finanças internacionais foi: são todos emergentes e estão todos na Ásia. Assim, o que começou na

Tailândia se alastrou por toda a região. Na tentativa de se manter a paridade, as taxas de juros subiram, interditando o mercado doméstico de crédito. Como resultado da crise, diversas firmas foram a falência, graves recessões se alastraram e as moedas da região foram desvalorizadas. (Redelet e Sachs, 1998; Frieden, 2006)

No ano seguinte uma crise similar ocorreu na Rússia. Ao fim da União Soviética, a Rússia emerge novamente como um país independente mas com sérios problemas de instabilidade em 1992-1993. Em 1995, foi possível uma estabilização cambial que colocou o câmbio fixo dentro de limites pré-determinados. De acordo com Treisman (2006), no ano da crise asiática já havia se notado que talvez o Rublo estivesse sobrevalorizado. De fato, os autores afirmam que a taxa real de câmbio russa se manteve próxima de onde estava em 1995, mas os preços do petróleo e de outras commodities exportadas pela Rússia haviam caído, pressionando a balança de pagamentos Russa.

Não obstante, o governo russo se recusou a desvalorizar o Rublo. Treisman (2006) argumenta que o governo sofria dois tipos de pressões. Uma era do sistema bancário que estavam altamente exposto a uma desvalorização cambial. A segunda do FMI, que insistia que a paridade era adequada. A razão para a fragilidade dos bancos russos era que meses antes da crise estourar, o governo tomou algumas medidas recomendadas pelo FMI. A primeira foi abolir a obrigatoriedade dos bancos em cobrir suas operações cambiais. A segunda foi flexibilizar as regras de repatriação de capital no mercado de títulos, que facilitou a saída de capitais. Assim, o governo russo defendeu a paridade até agosto de 1998, quando declarou que a Rússia estava em *default*.

As pressões contra o rublo começaram a se acumular no começo de 1998. As saídas de capital se tornaram constantes. Em março, o presidente Yeltsin demitiu todo seu gabinete, assustando ainda mais os investidores internacionais. O Banco central interviu no mercado cambial depletando ainda mais suas reservas e subindo os juros, que chegaram a 150%. Mas apesar de seus esforços, o país não conseguiu um empréstimo junto ao FMI para fazer frente à parcela da dívida que deveria ser paga em setembro de 1998. Assim, em agosto o governo deixou a moeda flutuar e declarou moratória. Uma vez mais, os mercados internacionais forçaram uma desvalorização às custas da atividade econômica (Chiodo e Owyang, 2002).

Mais duas crises cambiais similares ocorreram, dessa vez na América Latina. A primeira delas foi no Brasil em 1999. Contudo, Gonçalves (1999) argumenta que a

desvalorização do real deveria ter ocorrido em 1998, mas por conta da eleição o governo teria “represado” a crise que se materializou em janeiro de 1999 após a reeleição do então presidente. Para manter a paridade, o banco central valeu-se de uma elevada taxa de juros que logo após a eleição foi revertida. Somado a isso, o governo levou ao congresso uma proposta de criar uma contribuição à seguridade social para servidores públicos que foi rejeitada. Esses dois eventos, aumentaram a desconfiança do mercado quanto a capacidade do banco central em manter a paridade. Contudo, de acordo com o autor, a principal razão foi a situação dos indicadores macroeconômicos. O deficit no balanço de pagamentos e o deficit fiscal, principalmente. Assim, em janeiro de 1999, Real começou a flutuar e em aproximadamente três meses o dólar passou de aproximadamente 1,20 para 2,20 reais.

A segunda, e ultima crise que será vista aqui, ocorreu na Argentina. Ela começou, segundo Blustein (2005), em 1998 e foi até 2002, o ano em que a paridade com o dólar acabou. A partir de 1998 as contradições da economia argentina começaram a se acumular e em fins de 2001 a crise chegou em seu momento mais tenso. O que diferencia o caso argentino é que talvez ele seja o mais claro exemplo de como os países emergentes são vulneráveis as fluxos de capitais internacionais. Blustein (2005), resume a forma como a argentina era vista no começo da década com a seguinte frase: “...*a poster child for the Washington Consensus...*”.

Nesse sentido, o país recebeu grandes fluxos de capitais ao longo da década por seguir a cartilha desenvolvida em 89. Uma atitude que marcou o país em 1992, foi a *Ley de Convertibilidad del Austral*. O que essa lei fez foi, em linha com a guinada ortodoxa do governo Menem, colocar o austral em paridade de 10.000:1 com o dólar, e depois com a nova moeda, o peso. Além da paridade, a lei determinou que o peso seria totalmente conversível em dólares, tanto para transações internacionais quanto doméstica. Na prática, dolarizou a economia argentina. Isso reduziu a inflação e atraiu uma quantidade significativa de capital ao longo dos anos 90, até aproximadamente 1998. Nesse período, a dívida publica argentina vinha crescendo alimentada por esses capitais. (Blustein, 2005)

Mas quando em 1999, o Brasil desvaloriza sua moeda, a competitividade argentina dentro do mercosul cai e com ela, suas exportações. Somado a isso, os preços das commodities argentinas também cai no mercado internacional. Esses choques jogam a economia argentina em recessão e ampliam seu deficit fiscal, assustando os mercados. (Blustein, op. cit.)

Mas a crise se condensou ao longo de 2001. Numa tentativa de manter a paridade, o governo persegue uma meta de zerar o déficit orçamentário e instiga diversas manifestações ao longo do país. Além disso, com o objetivo de manter suas reservas cambiais o governo recorreu três vezes ao FMI, entre dezembro de 2000 e dezembro de 2001. Mas em novembro de 2001, os fundos provenientes do segundo empréstimo do FMI foram totalmente utilizados para pagar as saídas de capital que ocorreram entre setembro e novembro. Em dezembro, o governo se viu forçado a fazer o que ficou conhecido como *corralito*, um conjunto de restrições e controles de capitais, que suscitaram protestos massivos em Buenos Aires. Dias depois, o FMI recusou o terceiro empréstimo ao país, que sem saída decretou *default* no fim do mês e deixou o peso flutuar, que rapidamente se desvalorizou. (Blustein, 2005)

Os casos brevemente apresentados aqui são, de fato, muito similares. A ideia foi demonstrar como a completa falta de controles de capital afetou economias que aceitaram as recomendações vindas de Washington. Apesar de não estudado neste trabalho, há uma semelhança inconfundível com os ciclos da época do padrão Libra-Ouro mas em uma velocidade superior devido aos avanços tecnológicos nas telecomunicações (ver Medeiros e Serrano, 1999; Serrano, 2002; Frieden, 2006; Medeiros, 2008). O que resta agora, para finalizar a exposição é uma breve análise sobre a economia dos Estados Unidos nos anos 90.

### **3.3 Breve nota sobre os Estados Unidos nos anos 90**

Como visto, a partir da segunda metade dos anos 80, o dólar começou a se depreciar em relação a outras moedas. Essa redução foi possível justamente por que os Estados Unidos passaram a valer-se de uma política monetária mais expansionista. Por essa razão a economia estadunidenses cresceu a taxas relativamente elevadas quando comparadas com outros países desenvolvidos. Por outro lado a desvalorização do dólar não teve, de acordo com Serrano (2004) impactos inflacionários significativos devido ao fato de que desde o governo Reagan, os salários passaram a ser mais flexíveis para baixo.

Essa expansão monetária nos Estados Unidos seguiu até 1994, quando Serrano (2004) afirma que os EUA começaram a subir sua taxa de juros, mantendo um diferencial positivo com outras moedas. Se por um lado Medeiros (2008) argumenta que essa subida de juros contribuiu para as crises da segunda metade da década, em particular para a América Latina, por outro Serrano (2004), argumenta que essa subida nos juros criou uma alta, que durou até 2001, no mercado de capitais estadunidense. Nesse sentido, se pode observar que a



economia estaunidense, em crescimento e com um mercado de ações eufórico, talvez tenha cumprido com as expectativas otimistas dos anos 90.

Entranto, também é importante observar que a conta corrente estadunidense experimentou déficits constantes ao longo de toda a década (Serrano, 2004). Mas diferentemente das economias europeias, russa, latino-americana, e asiáticas, não sofreu com nenhum problema de fuga de capitais, muito pelo contrário. Ao comparar o desempenho da economia estadunidense nos anos 90 com o resto do mundo, encontra-se fortes indícios que o argumento que os Estados Unidos se livrou de qualquer tipo de restrição externa e possui uma posição privilegiada em relação as outras economias está correto.

## Conclusão

O exposto nos capítulos anteriores permite sacar diversas conclusões acerca das relações entre os padrões monetários internacionais analisados, a trajetória da economia mundial e a forma como os Estados Unidos operaram sua hegemonia ao longo do período. É muito claro que os estadunidenses se valeram as sua posição como hegemon para forjar os caminhos da economia e principalmente para perseguir seus próprios interesses.

Em primeiro lugar, o resultado do debate entre Keynes e White, com a proposta estadunidense tendo saído claramente vitoriosa, foi um primeiro indício de que as relações econômicas do pós-guerra seriam determinadas pelos objetivos estratégicos dos Estados Unidos. Inúmeras vezes ao longo da exposição acima, esse desígnio de fazer valer seu posicionamento foi gritante. O primeiro caso foi a pressão pela volta da conversibilidade na Europa em fins dos anos 40, que desembocou na crise da libra. Outros exemplos foram a quebra unilateral da conversibilidade e o choque de juros no fim dos anos setenta. Ambos os eventos foram significativamente impactantes para economia mundial e foram capazes de desfazer tendências estruturais e criar novas, sem muito espaço para contestação.

Mas se algumas de suas políticas tiveram impactos negativos, sua estratégia de contenção da União Soviética também estimulou crescimento acelerado na Europa e na Ásia, contribuindo para a era de ouro do capitalismo. No entanto, é importante recordar que essa ajuda, uma vez afastado o risco de partidos simpáticos à URSS subirem ao poder e uma vez que bens estrangeiros passaram a disputar mercados com bens estadunidenses, reverteu-se em competição e na busca pelo enquadramento de seus aliados nos anos oitenta. Foi, inclusive, dessa competição que os Estados Unidos reformularam o padrão monetário e lograram ampliar as já existentes vantagens de ser a moeda chave. Enquanto no sistema Bretton Woods, os EUA estavam presos à paridade com o ouro, no Padrão Dólar-Flexível, eles se viram livres de qualquer restrição externa, reafirmando de vez a hegemonia do dólar. Nos anos noventa, inclusive impuseram essa hegemonia em toda a periferia através de seu enquadramento sob o Consenso de Washington.

Mas essa imposição do fim dos anos setenta, não era necessária quando o Padrão Ouro-Dólar foi formulado. Ali o objetivo era simplesmente manter os canais do comércio internacional abertos e estáveis. Por essa razão, em 1944 eles optaram por controles cambiais e paridades fixas, mas ajustáveis, com uma instituição que fornecesse capital para estabilizar

possíveis desequilíbrios no balanço de pagamentos de outras nações. Quando essa arquitetura foi formulada, os Estados Unidos não tinham razão para uma postura mais rígida, pois sua competitividade era tão superior a de outros países que o mais vantajoso era manter a economia mundial estável para que suas exportações não sofressem reveses.

Como visto, a formulação desse sistema e o fluxo de capitais estadunidenses, permitiu não só a estabilidade das transações internacionais como também que governos de outros países buscassem políticas de pleno emprego que acabaram por reduzir o diferencial de competitividade entre os países centrais. Quando isso se traduziu em aumento da fragilidade na situação da conta corrente estadunidense, a única restrição externa que aflige o emissor da moeda-chave começou também a se fazer presente. Somado a isso volta das finanças internacionais na forma dos Euromercados, deixou os Estados Unidos em uma encruzilhada. Se as pressões para desvalorizar o dólar prevalecessem, havia o risco de os Estados Unidos perderem a vantagem de não ter restrições globais na balança de pagamentos, caso isso estimulasse uma fuga do dólar ao ouro e ele não mais fosse moeda de reserva. Por outro lado, manter a paridade à custa de um ajuste recessivo seria limitar a autonomia dos EUA e isso se mostrou inaceitável.

A solução encontrada foi acabar com a paridade (e efetivamente com o sistema) e deixar o dólar flutuar. A precificação do petróleo em dólar ajudou a manter o dólar como moeda de reserva. Isso efetivamente livrou os Estados Unidos de sua restrição na conta corrente e permitiu que esse país incorresse em déficits tanto na conta de capitais quanto na conta corrente. Não obstante, foi só na década seguinte, depois de uma forte valorização da moeda estadunidense que o novo padrão se consolida e livra a moeda estadunidense de qualquer questionamento sobre capacidade de servir como reserva. O novo padrão, no entanto, forçou que outros países passassem a ter que se ajustar em relação ao dólar. Nos anos 90, junto com as novas pressões das finanças internacionais em um mundo sem controles de capitais, essa necessidade fica clara com as crises cambiais que atingiram a economia de diversos países.

Em suma, a economia no Padrão Bretton Woods se mostrou muito mais estável, ainda que tenham sido necessários grandes fluxos de capitais provenientes dos Estados Unidos, devido às instituições ali criadas. No Padrão Dólar-Flexível os EUA passam a estar em uma situação muito mais confortável e livre de restrições externas, enquanto o resto da economia mundial enfrenta instabilidade e taxas de crescimento menores ao longo das três últimas décadas do século XX.

## Referências Bibliográficas

- AMSDEN, Alice. **A Ascensão do “Resto”**. São Paulo, SP: UNESP, 2009.
- ARRIGHI, Giovanni. **O Longo Século XX: Dinheiro, Poder e as Origens de Nosso Tempo**. Rio de Janeiro, RJ: Contraponto, 1996 [1994].
- BATISTA, Paulo Nogueira. **O Consenso de Washington: A Visão Neoliberal dos Problemas Latino-americanos**. In: SOBRINHO, Barbosa Lima. **Em Defesa do Interesse Nacional: Desinformação e Alienação do Patrimônio Público**. São Paulo, SP: Paz e Terra, 1994.
- BÉRTOLA, Luis e OCAMPO, José Antônio. **O Desenvolvimento Econômico da América Latina desde a Independência**. Rio de Janeiro, RJ: Elsevier – Campus, 2015.
- BHERING, Gustavo; SERRANO, Franklin. **A Restrição Externa e a “Lei de Thirlwall” com Endividamento Externo**. Encontro Nacional de Economia ANPEC, v. 42, 2014.
- BIVEN, W. Carl. **Jimmy Carter’s Economy: Policy in an Age of Limits**. Chapel Hill, NC: The University of North Carolina Press, 2002.
- BLUSTEIN, Paul. **And the Money Kept Rolling in (and Out): Wall Street, the IMF and Bankrupting of Argentina**. New York, NY: PublicAffairs, 2005.
- BOWEN, Harry P. e PELZMAN, Joseph. **US Export Competitiveness: 1962-1977**. Applied Economics, Vol. 16 N°3, 1984.
- CARDIM DE CARVALHO, Fernando. **Bretton Woods aos 60 Anos**. Novos Estudos, N° 70, novembro/2004, pp. 51-63.
- CARDIM DE CARVALHO, Fernando, et al. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**, 2ª ed. Rio de Janeiro, RJ: Elsevier – Campus, 2007.
- CHIODO, Abbigail J.; OWYANG, Michael T. **A case study of a currency crisis: The Russian default of 1998**. The Federal Reserve Bank of St. Louis Review, nov/dez 2002.
- CHRYSTAL, K. Alec. **International Banking Facilities**. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, abril/1984. Disponível em: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/1984/04/01/international-banking-facilities>, Acesso em: 20/01/2018.
- COX, Andrew. **The World Recession and European Political and Economic Responses**. In: COX, Andrew (ed.). **Politics, Policy and the European Recession**. Londres, LDN: Macmillan, 1982.
- EL PAÍS. **Raúl Salinas Sale de Prisión tras Pagar una fianza Millonaria**. El País, México, 14 de junho de 2005, Internacional. Disponível em:

<[https://elpais.com/internacional/2005/06/14/actualidad/1118700005\\_850215.html](https://elpais.com/internacional/2005/06/14/actualidad/1118700005_850215.html)>, acesso em: 02/02/2018.

EICHENGREEN, Barry. **Globalizing Capital: a History of the International Monetary System 2ªed.** Princeton, NJ: Princeton University Press, 2008.

FELDSTEIN, Martin. **American Economic Policy in the 1980's: A Personal View.** In: FELDSTEIN, Martin (ed.). **American Economic Policy in the 1980's.** Chicago, IL: National Bureau of Economic Research, 1994.

FIORI, José Luís. **Estados, Moedas e Desenvolvimento.** In: FIORI, José Luís (org.). **Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações.** Petrópolis, RJ: Vozes, 1999.

FIORI, José Luís. **Sistema Mundial: Império e Pauperização: Para Retomar o Pensamento Crítico Latino-Americano.** In: FIORI, José Luís e MEDEIROS, C.A. (orgs.). **Polarização Mundial e Crescimento.** Petrópolis, RJ: Vozes, 2001.

FIORI, José Luís. **História, Estratégia e Desenvolvimento: Para uma Geopolítica do Capitalismo.** São Paulo, SP: Boitempo, 2014.

FRIEDEN, Jeffry A. **Capitalismo Global: História Econômica e Política do Século XX.** Rio de Janeiro, RJ: Jorge Zahar Editor, 2006.

FRIEDMAN, M. e SCHWARTZ, A. J. **A Monetary History of the United States: 1867 – 1960.** Princeton, NJ: Princeton University Press, 1963.

FUKUYAMA, Francis. **The End of History and The Last Man.** New York, NY: Macmillan, 1992.

GARAGAN, Edward A. **Premier of Malaysia Spars with Currency Dealer.** The New York Times, Nova Iorque, NY, 22 de setembro de 1997, World. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/1997/09/22/world/premier-of-malaysia-spars-with-currency-dealer.html>> , Acesso em: 04/02/2018.

GEORGE, A.L. e BENNETT, A. **Case Studies and Theory Development in the Social Sciences.** Cambridge, MA: MIT Press, 2005.

GILBERT, R. Alton. **Requiem for Regulation Q: What It Did and Why It Passed Away.** Economic Research Federal Reserve Bank of ST. Louis, 1986. Disponível em: <<https://research.stlouisfed.org/publications/review/1986/02/01/requiem-for-regulation-q-what-it-did-and-why-it-passed-away/>>. Acesso em: 02/01/2018.

GONÇALVES, Reinaldo. **Maxidesvalorização, Vulnerabilidade Externa e a Crise Brasileira.** Indicadores Econômicos FEE, Vol.. 27, Nº. 1, 1999.

GONÇALVES, Reinaldo e PRADO, Luiz Carlos Delorme. **GATT, OMC e a Economia Política do Sistema Mundial de Comércio.** Contexto Internacional, vol. 18, Nº 1, pp. 45-63, 1996.

GRAEFE, Laurel. **Oil Shock of 1978-79**. Federal Reserve, 2013. Disponível em: [https://www.federalreservehistory.org/essays/oil\\_shock\\_of\\_1978\\_79](https://www.federalreservehistory.org/essays/oil_shock_of_1978_79)>. Acesso em: 13/01/2018.

GREENHOUSE, Steven. **Fed Abandons Policy Tied to Money Supply**. The New York Times, Nova Iorque, NY, 23 de julho de 1993. Business. Disponível em: <http://www.nytimes.com/1993/07/23/business/fed-abandons-policy-tied-to-money-supply.html> > acesso em: 27/01/2018.

HELLEINER, Eric. **States and the Reemergence of Global Finance: from Bretton Woods to the 1990s**. Ithaca, NY: Cornell University Press, 1994.

HEMPTON, Mark. **The Offshore Interface: Tax Havens in the Global Economy**. New York, NY: ST. Martin's Press, 1996.

HENNING, C. Randall e DESTLER, I. M. **From Neglect to Activism: American Politics and the 1985 Plaza Accord**. Journal of Public Policy, Vol. 8, Nº 3, jul-dez/1988.

HOBBSAWM, Eric. **A Era dos Extremos: O Breve Século XX**. São Paulo, SP: Companhia das Letras, 1994.

KENNEDY, Paul. **Ascensão e Queda das Grandes Potências: Transformações Econômicas e Conflito Militar de 1500 a 2000**. Rio de Janeiro, RJ: Campus, 1989.

KEY, Sydney J. e TERRELL, Henry S. **International Banking Facilities**. International Finance Discussion Papers, setembro/1988. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1988/333/default.htm>> . Acesso em: 20/01/2018.

KINDLEBERGER, Charles P. **A Financial History of Western Europe**. London, LDN: George Allen & Unwin, 1984.

KISSINGER, Henry. **Diplomacia**. Rio de Janeiro, RJ: Saraiva, 2012 [1994].

LEACOCK, Ruth. **Requiem for Revolution: The United States and Brazil. 1961 – 1969**. Kent, OH: The Kent State University Press, 1990.

LINDSEY, David E., ORPHANIDES, Athanasios e RASCHE, Robert H. **The Reform of October 1979: How it happened and Why**. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Volume 87, Nº 2, março/abril 2005.

LONG, Tom. **Latin America Confronts the United States: Asymmetry and Influence**. New York, NY: Cambridge University Press, 2015.

MACE, B.M. Jr. e ADAM, T.R. **Imperial Preference in the British Empire**. The annals of the American Academy of Political and Social Science, Vol. 168, issue 1, pp. 226-234, julho de 1933.

- MARSHALL, Katherine. **The World Bank: from Reconstruction to Development to Equity**. Abingdon: Routledge, 2008.
- MCCALLUM, Bennett T. **International Monetary Economics**. New York, NY: Oxford University Press, 1996.
- MEDEIROS, C. A. **O Desenvolvimento Tecnológico Americano no Pós-Guerra como um Empreendimento Militar**. In: FIORI, José Luis (Org.). **O Poder Americano**. Petrópolis, RJ: Vozes, 2004.
- MEDEIROS, C. A. **Financial Dependency and Growth Cycles in Latin America Countries**. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 31, issue 1, pp. 79-99, Fall, 2008.
- MEDEIROS, C. A. e SERRANO, F. **Padrões Monetários Internacionais e Crescimento**. In: FIORI, José Luís (Org.). **Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações**. Petrópolis, RJ: Vozes, 1999.
- METRI, Maurício. **A Diplomacia Monetária dos Estados Unidos nos Anos Setenta**. *Tempo do Mundo – IPEA*, Volume 3, Nº 1, janeiro/2017.
- MILWARD, Alan. **The Reconstruction of Western Europe: 1945 - 1951**. Londres, LDN: Methuen, 1984.
- MIRANDA, J. C. R. **Dinâmica Financeira e Política Macroeconômica**. In: TAVARES, M. C. e FIORI, José Luís. **Poder e Dinheiro: Uma Economia Política da Globalização**. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.
- MOFFITT, Michael. **O Dinheiro do Mundo: De Bretton Woods à Beira da Insolvência**. Rio de Janeiro, RJ: Paz e Terra, 1984.
- THE NATIONAL ARCHIVES. **The Sterling Area and stabilization**. Disponível em: <http://www.nationalarchives.gov.uk/cabinetpapers/themes/sterling-area-stabilisation.htm>. acesso em: 13/07/2017.
- NIXON, Richard. **Address to the Nation Outlining a New Economic Policy: “The Challenge of Peace**. 1971. Disponível em: <http://www.presidency.ucsb.edu/ws/?pid=3115>, acesso em: 11/12/2017.
- O GLOBO. **Senado Aprova Nomeações de Volcker e de Miller**. O Globo, Rio de Janeiro, RJ, 03 de Agosto de 1979. *Economia*, pg. 22.
- OKUN, Arthur M. **A Postmortem of the 1974 Recession**. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1975 Nº 1. Disponível em: <https://www.brookings.edu/bpea-articles/a-postmortem-of-the-1974-recession/>, acesso em: 07/01/2018.

PEREIRA, João Márcio Mendes. **O Banco Mundial como Ator Político, Intelectual e Financeiro (1944-2008)**. Tese de Doutorado, Departamento de História da Universidade Federal Fluminense, 2009.

PETER COLLIN PUBLISHING. **Dictionary of Banking and Finance 3ª ed.**. Londres, LDN: Bloomsbury Publishing, 2003.

PREBISCH, Raúl. **O Desenvolvimento Econômico Latino-Americano e Alguns de seus Principais Problemas**. In: BIELSCHOWSKY, R. (Org.), **Cinquenta Anos de Pensamento na CEPAL**. Rio de Janeiro, RJ: Record/CEPAL, 2000.

REDELET, Steven e SACHS, Jeffrey. **The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects**. Brookings Paper, Vol. 28, Nº. 1, 1998.

RICHARDSON, G., KOMAI, A., GOU, M. **Gold Reserve Act of 1934**. 2013. Disponível em: < [https://www.federalreservehistory.org/essays/gold\\_reserve\\_act](https://www.federalreservehistory.org/essays/gold_reserve_act)>, acesso em: 14/06/2017.

ROBERTS, Richard. **Por Dentro das Finanças Internacionais: Guia Prático dos Mercados e Instituições Financeiras**. Rio de Janeiro, RJ: Jorge Zahar Ed., 2000.

SCHAEFER, Steve. **Forbes Flashback: How George Soros Broke The British Pound And Why Hedge Funds Probably Can't Crack The Euro**. Forbes, 7 de julho de 2015. Disponível em: <<https://www.forbes.com/sites/steveschaefer/2015/07/07/forbes-flashback-george-soros-british-pound-euro-ecb/#48acee0f6131>>, acesso em: 02/02/2018.

SCHILLER, Robert. **Curso Intensivo: A Grande Lição da Segunda-Feira Negra – Não Corra Assustado**. In: Lewis, Michael. **Pânico: A História da Insanidade Financeira Moderna**. Rio de Janeiro, RJ: Elsevier, 2010. (O capítulo é a reprodução de um artigo escrito por Shiller publicado no Washington Post em 10 de abril de 1988).

SCHULER, K. e BERNKOPF, M. **Who Was at Bretton Woods?**. Nova Iorque, NY: Center for Financial Stability, 2014. Disponível em: <[http://www.centerforfinancialstability.org/bw/Who\\_Was\\_at\\_Bretton\\_Woods.pdf](http://www.centerforfinancialstability.org/bw/Who_Was_at_Bretton_Woods.pdf)>, acesso em: 16/01/2017.

SENNÁ, José Júlio. **Política Monetária: Ideias, Experiências e Evolução**. Rio de Janeiro, RJ: Editora FGV, 2010.

SERRANO, Franklin. **Do Ouro Imóvel ao Dólar Flexível**. Economia e Sociedade, Vol. 11, Nº 2, pp. 237-253, 2002.

SERRANO, Franklin. **Relações de Poder e a Política Macroeconômica Americana, de Bretton Woods ao Padrão Dólar-Flexível**. In: FIORI, José Luís (Org.). **O Poder Americano**. Petrópolis, RJ: Vozes, 2004.



SERRANO, Franklin. **A Economia Americana, o Padrão Dólar Flexível, e a Expansão mundial dos anos 2000.** In: FIORI, José Luís, MEDEIROS, C. A. e SERRANO, Franklin. **O Mito do Colapso do Poder Americano.** Rio de Janeiro, RJ: Record, 2008.

STEIL, Benn. **The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and The Making of a New World.** Princeton, NJ: Princeton University Press, 2013.

STIGLITZ, Joseph E. **The Roaring Nineties: A new History of the World's Most Prosperous Decade.** New York, NY: W.W. Norton & Company, 2003.

TAFFET, Jaffrey F. **Foreign Aid as Foreign Policy: The Alliance for Progress in Latin America.** New York, NY: Routledge, 2007.

TAVARES, M. C. **A Retomada da Hegemonia Norte-Americana.** In: TAVARES, M. C. e FIORI, José Luís (Orgs.). **Poder e Dinheiro: Uma Economia Política da Globalização.** Petrópolis, RJ: Vozes, 1997. (Artigo originalmente publicado em 1985)

TORRES FILHO, E.T. **A Crise da Economia Japonesa nos anos 90 e a Retomada da Hegemonia Americana.** In: TAVARES, M. C. e FIORI, José Luís (Orgs.). **Poder e Dinheiro: Uma Economia Política da Globalização.** Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.

TREISMAN, Daniel. **Ruble Politics: Exchange Rate Management in 1990's Russia.** In: COLTON, Timothy J. e HOLMES, Stephen (eds.). **The State After Communism: Governance in the New Russia.** Lanham, MD: Rowman and Littlefield, 2006.

UNITED NATIONS MONETARY AND FINANCIAL CONFERENCE, 1944, Bretton Woods, NH. **Final Act and Related Documents.** Washington, DC: US Department of State (Printed by United States Government Printing Office), 1944. Disponível em: [https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/eccles/036\\_17\\_0004.pdf](https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/eccles/036_17_0004.pdf) Acesso em: 16/01/2017.

VÁSQUEZ, Ian. **The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crisis.** Cato Journal, Vol. 16, Nº 2, fall/1996.

WLATER, Stefan. **The Task of Macroeconomic Policy in Generating Trust in Russia's Development.** In: NYSTEN-HAARALA, Soili (ed.). **The Changing Governance of Renewable Natural Resources in Northwest Russia.** Furnham: Ashgate, 2009.

WOLFE, Joel D. **Corporatism and Union Democracy: The British Miners and Income Policy, 1973-74.** Comparative Politics vol. 17 Nº 4, Julho 1985 pp.421 – 436.

WOODS, Randall Bennet. **A Changing of the Guard: Anglo-American Relations, 1941-1946.** The University of North Carolina Press, 1990.

WORLD BANK. **1979 Annual Meetings of the Boards of Governors: Summary Proceedings.** Washington, DC: World Bank, 1979. Disponível em:

<<http://documents.worldbank.org/curated/en/159341468177566157/1979-annual-meetings-of-the-Boards-of-Governors-summary-proceedings>> Acesso em: 11/01/2018

YAGO, K., ASAI, Y. e ITOH, M. (eds.). **History of the IMF: Organization, Policy and Market**. Tóquio: Springer, 2015.

YERGIN, Daniel. **The Prize: The Epic Quest for Oil, Money and Power**. New York, NY: Simon & Schuster, 1991.

ZARNOWITZ, Victor e MOORE, Geoffrey H. **The Recession and Recovery of 1973-1976**. Explorations in Economic Research, vol. 4 Nº 4, 1977.

ZATLIN, Jonathan R. **Rethinking Reunification: German Monetary Union and European Integration**. In: CALDWELL, Peter C. e SHANDLEY, Robert R. **German Unification: Expectations and Outcomes**. New York, NY: Palgrave-Macmillan, 2011.