

# O Sistema de Bretton Woods e a Dinâmica do Sistema Monetário Internacional Contemporâneo

Giuliano Contento de Oliveira  
Graduado e Mestre em Economia - PUC/SP  
Doutorando em Economia - IE/Unicamp  
Geraldo Maia  
Doutorando em Economia - IE/Unicamp  
Jefferson Mariano  
Doutorando em Economia - IE/Unicamp

*In Washington Lord Halifax Once whispered to Lord Keynes:  
"It's true they have the money bags But we have all the brains." J. M. Keynes<sup>1</sup>*

## 1 Introdução

Uma análise retrospectiva do Sistema Monetário Internacional posterior à 2ª Guerra Mundial mostra que os acordos de Bretton Woods permitiram a estruturação de um arranjo institucional que, a despeito de pender muito mais para as proposições norte-americanas, viabilizou uma fase de grande prosperidade do capitalismo.

A substituição do padrão dólar-ouro pelo padrão dólar-flexível a partir do início dos anos 1970, contudo, concorreu no sentido de potencializar a instabilidade imanente a uma economia monetária de produção, exercendo efeitos negativos sobre a dinâmica econômica. Donde a emergência da Ásia na condição de região econômica afluyente tem se mostrado insuficiente para viabilizar a estruturação de um arranjo monetário internacional capaz de evitar oscilações cambiais e monetárias bruscas e inesperadas e, ao cabo, dar curso a uma nova fase de prosperidade do capitalismo.

Deste modo, o artigo discute o sistema de Bretton Woods e a dinâmica do Sistema Monetário Internacional depois do abandono do padrão dólar-ouro. Sustenta-se que o colapso do sistema de Bretton Woods legitimou a estruturação de um padrão de riqueza subjugado ao plano das finanças, ao invés da produção e do emprego.

O artigo está dividido em três itens, além desta introdução e da conclusão. No primeiro item, são discutidos os antecedentes de Bretton Woods. No segundo, analisa-se o sistema de Bretton Woods à luz do debate travado entre Keynes e White. Finalmente, no último item discorre-se sobre a dinâmica do Sistema Monetário Internacional após o colapso do Sistema de Bretton Woods.

## 2 Antecedentes de Bretton Woods

A construção do sistema Bretton Woods ocorreu tendo como cenário uma série de acontecimentos ocorridos principalmente ao longo do período entre guerras.

---

<sup>1</sup> Citado por Gardner (1980) *apud* Boughton (2002, p.3).

GARDNER, R. N. **Sterling-dollar diplomacy in currency perspective**: the origins and the prospects of our international economic order. New York: Columbia University Press, 1980.

A série de conflitos surgidos como desdobramento da crise dos anos 1930 e o estabelecimento de uma nova hegemonia mundial condicionaram a construção de um novo arranjo institucional do Sistema Monetário Internacional. As nações vitoriosas da segunda guerra procuraram reunir esforços no sentido do estabelecimento dessa nova ordem. A Inglaterra há muito havia perdido seu papel hegemônico no âmbito das finanças e também observava a paulatina redução de sua participação na produção global. Os Estados Unidos, por seu turno, saíam da primeira guerra mundial em uma posição mais confortável que os países Europeus, com o dólar passando a ocupar espaços que outrora pertencia a Libra.

No entanto, o esforço da Inglaterra em retornar ao padrão ouro e manter a libra valorizada frente ao dólar apenas acentuou a sua derrocada, deixando claro que o estabelecimento de uma nova ordem só seria possível com a moeda americana assumindo o papel de referência mundial.

Cabe observar que o padrão ouro teve sua interrupção durante a primeira guerra mundial em função da necessidade dos países beligerantes realizarem gastos militares baseados em emissão monetária. Ao término da primeira guerra ocorreu uma tendência de retorno ao sistema. Contudo, durante o período da depressão vários países abandonaram o padrão-ouro em razão da necessidade de utilizar políticas macroeconômicas expansionistas destinadas a restabelecer o nível de atividade econômica.

Os Estados Unidos abandonaram o padrão-ouro em 1933, restabelecendo o regime em 1934. Em termos gerais, o sistema consistiu no estabelecimento de taxas de câmbio fixas em relação ao dólar norte-americano, cotado a US\$ 35,00 por onça de ouro.

Durante a vigência do padrão ouro os países integrantes do sistema utilizavam as taxas de redesconto e as operações de mercado aberto como instrumentos para promover a defesa da moeda e a manutenção da paridade com o ouro. De acordo com Eichengreen (2000, p.27): *“Através da manipulação de sua taxa de redesconto, o banco central podia aumentar ou reduzir a disponibilidade de crédito para restaurar o equilíbrio do balanço de pagamentos sem que fosse necessário realizar transferências em ouro.”*

O autor destaca ainda que nos países situados no centro do sistema (Inglaterra, França e Alemanha), as autoridades não poupavam esforços no sentido de defesa das reservas de ouro de seus bancos centrais, bem como garantir a conversibilidade da moeda.

Também, deve-se observar o caráter excepcional do arranjo institucional existente durante a fase do padrão-ouro. Ao longo de sua vigência, as nações integrantes do sistema priorizaram a manutenção da paridade do câmbio a qualquer custo. Nesta perspectiva, os governos optaram por deflação e desemprego ao invés do ajustamento mediante desvalorização cambial.

A emergência de trabalhadores na vida política dos países após a ocorrência da 1ª Guerra, mais a expansão comunista na URSS, fez com que já não fosse mais possível manter os interesses dos trabalhadores fora da agenda política. Como já destacado, após o término da primeira guerra mundial já havia ocorrido uma interrupção no padrão-ouro em função das restrições de natureza econômica,

impostas pela guerra. No entanto, ao longo dos anos vinte, paulatinamente os países foram promovendo o retorno ao padrão ouro (Estados Unidos em 1919, Inglaterra em 1925 e a França em 1928).

No entanto, a defesa do câmbio deixou de ser uma convenção pétrea, pois, nos termos de Mazzucchelli (2006, p.41), *“na segunda metade dos anos vinte não era mais evidente que a desvalorização da moeda fosse um fenômeno temporário.”*

Outro aspecto que sinaliza a nova ordem estabelecida refere-se ao movimento de capitais. Durante o período em que prevaleceu o padrão-ouro, a manutenção do sistema teve como premissa a forte cooperação entre os países membros, de tal modo que na existência de possíveis ataques contra moeda de um determinado país, os demais integrantes do sistema promoviam medidas corretivas que possibilitavam a estabilidade das moedas em relação ao ouro.

Após a 2ª Guerra Mundial, com o acirramento dos conflitos comerciais e a conseqüente utilização de desvalorizações cambiais e manipulação das taxas de redesconto como instrumento de política econômica e defesa do nível de atividade econômica, o sistema de cooperação deixa de operar na escala requerida para a operação do sistema. Assim, o movimento de capitais passa a assumir outra natureza e, além disso, moedas importantes do sistema passam a sofrer ataques especulativos.

Diante desse cenário, passou a existir um vácuo no tocante ao estabelecimento de regras relativas ao câmbio e ao comércio internacional.

Se durante a vigência do padrão ouro prevaleceu uma lógica de cooperação entre as nações, após a 1ª Guerra Mundial e, especialmente, depois da Grande Depressão, observa-se o acirramento das disputas entre as nações no âmbito do comércio internacional. Desse modo ocorre um deslocamento da defesa do câmbio a qualquer custo para a luta em torno da recuperação e manutenção da atividade econômica.

O abalo do sistema de cooperação internacional lançou as bases para os ataques especulativos sobre as moedas, processo que se deu de forma menos intensa nos países que abandonaram rapidamente o padrão-ouro. O esforço da Inglaterra de retornar ao padrão-ouro sob uma taxa de câmbio valorizada precipitou os efeitos disruptivos causados pelas tensões decorrentes do abandono do sistema de cooperação internacional. Não menos importante, a crise pela qual atravessou a França, última economia a permanecer no padrão-ouro, também contribuiu para a desagregação do regime.

### **3 O Sistema de Bretton Woods**

O padrão monetário internacional caótico que prevaleceu no período entreguerras condicionou a estruturação de um arranjo monetário internacional coordenado.

Os elementos essenciais que operaram na construção de um padrão monetário internacional menos instável e, por isso, subserviente ao desenvolvimento do comércio entre as nações e menos vulneráveis às turbulências financeiras foram: 1) as oscilações abruptas e inesperadas das taxas de câmbio na primeira metade da década de 1920, na esteira do abandono do padrão-ouro (ou ouro-libra) por diversos países; 2) a tentativa frustrada de reinstaurar o padrão-ouro sob condições desfavoráveis, o que potenciou os efeitos da Grande Depressão e retardou, sob diferentes intensidades, o processo de recuperação das economias

européias; e 3) a substituição do padrão-ouro pelo regime de flutuação cambial, que por ser administrado e, não raro, acompanhado de controle de capitais, de um lado minimizava os efeitos negativos ocasionados pela não fixação da taxa de câmbio, mas de outro estimulava ações não-coordenadas de política econômica ao nível global (sistema de desvalorizações competitivas), condição que reprimia o comércio internacional (EINCHENGREEN, 2000; BELLUZZO, 2004).

O interregno entre a 1ª e a 2ª Guerra Mundial foi marcado por flutuações cambiais abruptas, em grande parte decorrente do excesso de emissão monetária, desvalorizações competitivas e aumento do uso de políticas protecionistas, consolidando um sistema monetário instável e não-cooperativo. A tentativa frustrada de reconstituir o padrão-ouro<sup>2</sup>, ademais, potencializou este “estado da arte”, condição que tornou patente a estruturação de um novo conjunto de disposições, normas, políticas e instituições para orientar as transações monetárias internacionais (SOLOMON, 1979; MOFFITT, 1984).

Este desarranjo monetário, ao mesmo tempo, refletiu e contribuiu para a criação de um capitalismo desregulado que gerou impactos destrutivos sem precedentes, condicionando a estruturação de aventuras totalitárias que em seu âmago buscavam se opor às imposições do mercado<sup>3</sup>. As forças antifascistas que emergiram da Segunda Guerra permitiu a estruturação de forças sociais que detinham uma visão cosmopolita e progressista em relação ao papel dos Estados Unidos, levando este país a exercer uma hegemonia benigna (BELLUZZO, 1998). É nesta linha de entendimento que deve ser concebida a construção de um padrão monetário subserviente aos interesses da produção e do emprego, capaz de impor limites à mão-invisível do mercado, dos interesses privados<sup>4</sup>. Por isso Belluzzo (1995, p.12) apropriadamente afirma que:

Para evitar a repetição do desastre era necessário, antes de tudo, constituir uma ordem econômica internacional capaz de alentar o desenvolvimento, sem obstáculos, do comércio entre as nações, dentro de regras monetárias que garantissem a confiança na moeda-reserva, o ajustamento não-deflacionário do balanço de pagamentos e o abastecimento de liquidez requeridos pelas transações em expansão. Tratava-se, portanto, de erigir um ambiente econômico internacional destinado a propiciar um amplo raio de manobra para as políticas nacionais de desenvolvimento, industrialização e progresso social.

Eichengreen (2000) mostra, adicionalmente, que as condições políticas, sociais e econômicas altamente distintas daquelas observadas antes da 1ª Guerra Mundial impediam a acomodação dos

<sup>2</sup> Somente o dólar manteve convertibilidade com o ouro, entre as moedas importantes. Com o fim dos empréstimos americanos para a reconstrução da Europa, a Inglaterra e diversos países da região abandonaram a convertibilidade, dada a pressão pela apreciação decorrente do diferencial de inflação interna e externa (americana), que implicaria perda de ouro sob manutenção da convertibilidade à taxa nominal prefixada. Estruturou-se, assim, um regime cambial de flutuação limpa. Não menos importante, conforme assinalado por Eichengreen (2000, p.75), o avanço do sindicalismo e a conseqüente burocratização do mercado de trabalho, os salários não mais respondiam aos movimentos sinalizadores de mercado com a mesma rapidez do passado, o que problematizava a manutenção da convertibilidade.

<sup>3</sup> Sobre uma análise do contexto político e econômico na Alemanha que antecedeu a chegada de Hitler ao poder, ver Mazzucchelli (2006, p.107-46). Sobre uma análise profunda das conseqüências do laissez-faire e da conseqüente necessidade de controle sobre o mercado, ver Polanyi (1980).

<sup>4</sup> Conforme salienta Scammell (1975), contudo, além da estruturação de um sistema monetário internacional subserviente aos interesses da produção e do emprego. À luz deste objetivo geral, o novo arranjo deveria: 1) restabelecer o sistema de pagamentos mundial; 2) estabelecer e administrar o equilíbrio de pagamentos em âmbito global; 3) prover condições para o crescimento econômico continuado; e 4) viabilizar uma estrutura de comércio mundial estável.

constrangimentos provocados pela defesa implacável do regime de convertibilidade do padrão-ouro<sup>5</sup>, donde a desarticulação do sistema monetário do período entreguerras mostrou a necessidade de se estruturar um padrão monetário internacional capaz de suportar: 1) as tensões entre objetivos conflitantes de política econômica; 2) a mobilidade internacional dos capitais, não mais disciplinada pela manutenção da convertibilidade; e 3) o deslocamento do centro hegemônico mundial, da Inglaterra para os Estados Unidos. De acordo com Carvalho (2004, p.51):

Tratava-se de criar regras e instituições formais de ordenação de um sistema monetário internacional capaz de superar as enormes limitações que os sistemas então conhecidos, o padrão-ouro e o sistema de desvalorizações cambiais competitivas, haviam imposto não apenas ao comércio internacional, mas também à própria operação das economias domésticas.

Foi neste contexto que em julho de 1944, representantes da Aliança das Nações Unidas se reuniram em Bretton Woods para estruturar um novo padrão monetário internacional<sup>6</sup>. As negociações, contudo, ocorreram antes, entre 1942-1944. O lado britânico, representando os devedores, foi liderado por J. M. Keynes, e o lado americano, representando os credores, por H. D. White. Sucintamente, o Plano Keynes propunha a criação de uma Câmara de Compensações Internacionais (International Clearing Union, ICU), um tipo de Banco Central dos bancos centrais, que de posse de um grande volume de recursos<sup>7</sup> e centralizando o sistema de pagamentos em âmbito global, teria a função de corrigir os desequilíbrios dos balanços de pagamentos dos países de forma ordenada, contemplando credores e devedores<sup>8</sup>. Neste sentido, a Clearing Union cumpriria o papel de “*international lender of last resort*”. Intentava-se, com isso, suprimir o ajuste concebido como automático e deflacionário<sup>9</sup> do balanço de

<sup>5</sup> O avanço da cidadania, o sufrágio universal, o espírito de solidariedade gerado pelo contexto da Guerra e o crescimento dos partidos trabalhistas parlamentares se colocaram enquanto fortes barreiras para a sustentação de um padrão monetário norteado por regras, especialmente por conta das contrapartidas altamente negativas sobre a renda e o emprego. Este novo contexto atribuiu novos contornos à dinâmica dos preços e salários, que se tornaram inflexíveis à baixa. Como o ajuste deflacionário do padrão-ouro requeria preços e salários flexíveis, tornou-se impossível operar o padrão-ouro a partir da arquitetura monetária internacional vigente no período anterior à 1ª G.M. (EINCHEGREEN, 2000).

Vale destacar que este entendimento é fortemente contestado por Serrano (2002), que sustenta no período do padrão-ouro-libra, incluindo o período entreguerras, havia excessiva flexibilidade de preços e salários à baixa. Logo, o fim do padrão ouro-libra não teria decorrido do motivo sugerido por Eichengreen (2000), cuja análise é considerada por Serrano (2002, p.242) de “monetarismo primário”. No entendimento do autor, foram as conseqüências geopolíticas da 1ª G.M. que explicam o colapso do padrão ouro-libra.

<sup>6</sup> Para uma minuciosa análise do Sistema de Bretton Woods, seus condicionantes políticos e econômicos, ver Bordo and Eichengreen (1993).

<sup>7</sup> Keynes propunha que o valor do fundo correspondesse a 75% da soma do comércio mundial anterior à guerra, o que correspondia a US\$ 38 bilhões, onde os países poderiam sacar entre 25% e 50% de suas respectivas quotas. O acordo estabeleceu, contudo, um valor de US\$ 8,8 bilhões, bem mais próximo da proposta de White, de US\$ 5 bilhões. Neste sentido, o Fundo nunca dispôs dos meios para cumprir o papel de “*international lender of last resort*” (BOUGHTON, 2002).

<sup>8</sup> Este sistema implicava obrigações para os países superavitários, que seriam condicionados a valorizar as suas moedas de sorte a aumentar as importações e reduzir as exportações (JAYAWARDENA, 1995).

<sup>9</sup> Um déficit na balança comercial, ao implicar redução da quantidade de moeda, faz os preços caírem, produzindo alteração nos preços relativos. Com a redução dos preços, de um lado os produtos do país deficitário ficavam mais atrativos, aumentando as exportações, e de outro os produtos importados ficavam mais caros, ambos os movimentos contribuindo para o reequilíbrio da balança comercial. Logo, os países deficitários inevitavelmente deveriam passar pelo “ajuste deflacionário”. Alternativamente à abordagem quantitativa, Keynes concebia o ajuste deflacionário enquanto proveniente de uma reação dos bancos centrais ante a fuga de ouro, que consistia na execução de políticas econômicas contractionistas que operavam no sentido de reduzir a demanda por produtos importados e aumentar as exportações. Nada havia, portanto, de “laissez-faire” no ajustamento do balanço de pagamentos sob o padrão-ouro.

pagamentos, no caso dos países deficitários<sup>10</sup>, conforme sugerido pela escola quantitativista à lá Hume e Ricardo, a partir da introdução de “mecanismos corretores globais”<sup>11</sup>.

Para isto, seria criado um dinheiro-mundial, o bancor, convertível em ouro sob uma paridade fixa, porém reajustável, que serviria para a liquidação das posições entre os bancos centrais (BORDO, 1993). As transações internacionais seriam realizadas em moedas nacionais, que guardariam paridades fixas com o bancor, que não teria existência física (moeda escritural), donde o saldo final do balanço de pagamentos dos países seria liquidado mediante redução ou aumento das contas dos Bancos Centrais junto à ICU. Logo, inexistiria uma moeda tangível internacional passível de ser entesourada. Conseqüentemente, dois constrangimentos impostos pelo padrão-ouro seriam suprimidos, a saber: 1) os impactos causados pela rigidez da oferta monetária sobre o crescimento econômico, pois a oferta de ouro era exógena ao crescimento da produção; e 2) a assimetria do processo de ajustamento externo das economias, face a possibilidade de criação de bancor pela ICU quando necessário, condição que permitiria o crescimento da renda dos países superavitários (aumento das exportações dos deficitários) ante a elasticidade da oferta de bancor. Logo, o comércio internacional não seria obstaculizado pela insuficiência de liquidez (CARVALHO, 2004). Segundo Belluzzo (2004, p.226):

O Plano Keynes visava sobretudo eliminar o papel perturbador exercido pelo ouro enquanto último ativo de reserva do sistema, instrumento universal da preferência pela liquidez. Buscava, portanto, uma distribuição mais equitativa do ajustamento dos desequilíbrios de balanço de pagamento entre deficitários e superavitários. Isto significava, na verdade [...], facilitar o crédito aos países deficitários e penalizar os países superavitários.

O Plano Keynes rejeitava, então, a estruturação de um padrão monetário internacional pautado em moedas nacionais, pois a hierarquia das moedas concorreria na direção de alçar uma delas à condição de moeda internacional, tornando as políticas econômicas nacionais subordinadas ao manejo dos instrumentos de política econômica do país emissor da moeda central, reserva de valor do sistema. Outra peça fundamental para a viabilidade do plano correspondia ao controle sobre os fluxos internacionais de capitais, que teria a função de reprimir as oscilações cambiais. Propunha-se, ademais, a possibilidade de reajuste da taxa de câmbio e adoção de restrições cambiais de sorte a evitar que o equilíbrio externo comprometesse as condições internas.

O Plano White, por outro lado, propunha o restabelecimento do ouro como instrumento de reserva internacional. Sugeriu, ademais, um regime de paridades cambiais fixas, como Keynes, porém reajustáveis apenas sob condições excepcionais e depois de aprovadas por um Fundo de Estabilização. Este, por seu turno, substituiria a idéia da “International Clearing Union”<sup>12</sup>, e seria responsável pelo exame e pela

<sup>10</sup> A retórica também envolvia os países superavitários, que por conta do ajuste deflacionário de um outro país, era obrigado a importar desemprego, uma vez que os preços dos produtos importados caíam significativamente.

<sup>11</sup> Para que isto se tornasse possível, de acordo com Keynes seria necessário: 1) criar uma moeda internacional e suplantá-la a oferta limitada de dólar e ouro; 2) estabelecer limites generosos de saque para os países deficitários; 3) imprimir automaticidade nas decisões de empréstimo. Evidentemente, D. H. White se contrapôs a estas condições (BOUGHTON, 2002).

<sup>12</sup> Neste âmbito, mostra-se oportuno destacar que enquanto a proposta de Keynes acerca da Clearing Union comportava a introdução de uma moeda internacional e um mecanismo de compensação multilateral, a proposta de White não contemplava nenhuma destas condições (MIKSELL, 1996).

orientação das políticas econômicas dos países membros, de um lado, e pelo fornecimento de fundos<sup>13</sup> para a viabilização de ajustes de desequilíbrios temporários no balanço de pagamentos, de outro. Tratava-se de um Fundo com uma quantidade definida de recursos, bem menor do que a prevista no Plano Keynes, donde a impossibilidade de criação de moeda mediante decisão autônoma e de influenciar os países superavitários eliminava qualquer possibilidade de ajuste expansivo do balanço de pagamentos<sup>14</sup>.

Além do Fundo de Estabilização, o Plano White propunha a criação de um Banco Internacional, que também contribuiria no processo de fornecimento de liquidez ao comércio entre os países-membros, além de tornar mais flexíveis os ajustamentos de balanço de pagamentos<sup>15</sup>. Em relação ao câmbio, as taxas poderiam oscilar num espaço de apenas 1%, podendo ser reajustadas em 10% desde que aprovadas pelo FMI. Torna claro, deste modo, que a proposta de White enfatizava a estabilidade da taxa de câmbio, atribuindo pouca atenção ao sistema de pagamentos internacional (BORDO, 1993). O Plano, ademais, admitia apenas a possibilidade de controle ocasional sobre os fluxos de capitais, diferentemente do Plano Keynes, que por seu turno concebía este instrumento como essencial para a estabilidade do sistema monetário internacional.

Cumprir assinalar, desde logo, que o princípio da convertibilidade pressupunha equilíbrio do balanço de pagamentos e igualdade entre as moedas. Como os EUA eram o único país superavitário, além de sozinho responder por cerca de 2/3 das reservas mundiais de ouro, os EUA seriam os únicos capazes de sustentar o regime de convertibilidade. Logo, o dólar inevitavelmente passaria a desempenhar a função de moeda central do sistema, institucionalizando o padrão ouro-dólar e, ao cabo, consolidando a hegemonia financeira norte-americana no âmbito monetário internacional. Conforme sustentado por Baer et al. (1995), esta parece ter sido a principal função dos acordos de Bretton Woods<sup>16</sup>, em contraposição ao sugerido pelo Plano Keynes. Nos termos de Baer et al. (1995, p.80):

O acordo de Bretton Woods, portanto, foi importante como procedimento de institucionalização da hegemonia dos EUA no campo monetário internacional, e o aspecto-chave neste sentido foi a definição do ouro como ativo de reserva. A partir da aceitação do dólar como referencial internacional, a gestão monetário-financeira mundial, de fato, passa a estar sujeita aos ditames da política norte-americana.

Estabelecidos estes parâmetros, cumpre assinalar que ao invés de consensual e equilibrado, os acordos de Bretton Woods penderam muito mais para as proposições norte-americanas, dos credores, refletindo o deslocamento do centro hegemônico mundial e as assimetrias de poder entre os Estados Unidos e a Inglaterra. O consenso em relação a estruturação de um padrão monetário internacional capaz de conter as oscilações cambiais e desenvolver o comércio internacional obscurecia, do lado inglês, o

<sup>13</sup> O fundo seria composto por moedas de todos os países associados, em proporção da importância de cada moeda nas transações internacionais. Logo, os Estados Unidos seriam (e passaram a ser) os maiores quotistas, que lhes davam o maior número de votos na instituição, gozando de grande poder de influência. Os países deficitários, quando da necessidade, comprariam as moedas necessárias para a liquidação dos saldos, e em contrapartida promoveriam os ajustamentos domésticos necessários para a resolução da situação.

<sup>14</sup> Para Mikesell (1996, p.21), neste âmbito é que se achava a principal diferença entre a proposta de H. D. White e a de J. M. Keynes. De acordo com o autor, "A major difference between Keynes's ICU proposal and

<sup>15</sup> Idéias que não foram bem recebidas pelo establishment americano, conforme assinalado por Belluzzo (1995, p.13).

<sup>16</sup> Moffit (1984, p.16) na mesma direção afirma que: "A missão de Bretton Woods era, em grande parte, a de criar um ambiente internacional propício à emergência dos Estados Unidos no papel de motor da recuperação mundial."

objetivo suplementar de construir um padrão monetário capaz de permitir o empenho de políticas econômicas de pleno emprego, livre dos constrangimentos impostos pelo padrão-ouro. Pode-se dizer, neste sentido, que esta era a principal fonte de desarmonia entre os Planos. É nesta perspectiva que Carvalho (2004, p.56) considera que:

[...] tanto Estados Unidos quanto Inglaterra se preocupavam com o retorno às condições de operação da economia internacional vigentes no pré-guerra, ainda que por razões diferentes. À Inglaterra preocupava o eventual retorno ao padrão-ouro, e aos Estados Unidos a volta ao câmbio livre [...]. Ingleses buscavam um arranjo que lhes desse liberdade para adotar políticas que permitissem alcançar e sustentar o pleno emprego. Americanos pretendiam regimes cambiais organizados, que permitissem a expansão do comércio internacional e tornassem ilegal o recurso a controles administrativos contra suas exportações. [sic]

Dos acordos de Bretton Woods decorreu um sistema baseado em taxas fixas de câmbio, porém reajustáveis. As taxas de câmbio poderiam flutuar num faixa de apenas 1%, donde o seu rompimento requereria a aprovação do Fundo Monetário Internacional (FMI) – que assim como o Banco Mundial<sup>17</sup>, nunca teve o poder de regulação aos desejados até mesmo por White (EINCHEGREEN, 2000; BELLUZZO, 1995). O FMI<sup>18</sup>, por seu turno, também cumpriria a função de fornecer recursos para países que temporariamente apresentassem dificuldades na manutenção da paridade de suas moedas ante o dólar, alçado à condição de moeda internacional. Neste âmbito, mais uma vez acabou prevalecendo a posição de White, que limitava os Direitos Especiais de Saque<sup>19</sup> a um nível muito menor do sugerido por Keynes, além de reduzir drasticamente as obrigações dos EUA no processo de ajustamento externo das demais economias.

Estruturou-se, assim, um padrão “dólar-ouro”, com a onça *troy* fixada em US\$ 35 e com os demais países estabelecendo a paridade de suas moedas em relação ao dólar, que passou a cumprir a função de moeda internacional. De acordo com Eatwell (1987, p.919), “*Thus the dollar became the key currency of the system, and most foreign exchange reserves came to be held in the form of dollars.*”. Disto decorre que o Sistema de Bretton Woods pendeu muito mais para as propostas americanas<sup>20</sup>. No entendimento de Boughton (2002, p.3), “*Where the two plans differed, the final outcome was dominated*

<sup>17</sup> Ao Banco Mundial cumpriria o papel de atuar no processo de reconstrução da Europa, de sorte a garantir a ordem do sistema monetário internacional. O Banco exerceria, contudo, uma função apenas secundária. Sobre o assunto, ver Baer et al. (1995) e Lichtensztejn e Baer (1987).

<sup>18</sup> Sob uma análise crítica, Lichtensztejn e Baer (1987, p.34) teceram as seguintes considerações sobre o FMI e o Banco Mundial: “[...] o sistema monetário internacional se reorganizou em Bretton Woods baseado no poder econômico, financeiro e político dos Estados Unidos, estendendo internacionalmente a hegemonia de sua moeda e de suas políticas. Neste sentido, pode-se afirmar que o FMI e o Banco Mundial – mais que reguladores do sistema de relações internacionais – foram inicialmente forjados como instrumentos dessa dominação norte-americana. A grande diferença do passado inglês é que essa hegemonia conseguiu legitimar-se em instituições e mecanismos multilaterais que se definiram, se proclamaram e até hoje se projetam como de cooperação mundial.”

<sup>19</sup> Os Direitos Especiais de Saque constituíam um tipo de reserva alternativa ao ouro, sem existência física, que poderiam ser utilizados para saldar os déficits dos balanços de pagamentos nas transações realizadas entre os bancos centrais e o FMI. Os DES não tinham existência física, e dentro de certos limites poderiam ser obtidos junto ao FMI mediante a troca pelas moedas nacionais. Inicialmente com os valores fixados em termos de ouro e de dólar, o valor dos DES passaram a ser fixado com base numa cesta de dezesseis países da Europa Ocidental (SANDRONI, 2001).

<sup>20</sup> Scandiucci Filho (2000, p.145) parece contestar, contudo, esta interpretação, ao afirmar que “[...] o espírito da proposta de White convergia com as idéias de Keynes. Ambos tentavam conciliar um sistema multilateral de pagamentos com mecanismos que garantissem autonomia às políticas domésticas.”. Mais do que defender as políticas domésticas, no entanto, a proposta americana buscava estabelecer, como de fato ocorreu, a supremacia dos EUA no sistema monetário internacional, mediante o poder de emissão da moeda-chave, conforme assinalado por Baer et al. (1995).



*by the White Plan, not that of Keynes.*”. Mas se por um lado, em alusão à epígrafe colocada neste item, os “interesses dos endinheirados” acabaram vencendo os “interesses dos detentores da razão”, por outro seria ingênuo conceber algumas das propostas de Keynes descoladas da defesa da condição imperial exercida pela Inglaterra até o início do século XX sob a égide do padrão ouro-libra<sup>21</sup> (BOUGHTON, 2002).

Os acordos de Bretton Woods formataram um arranjo monetário internacional interdependente, uma vez que a manutenção de paridades cambiais fixas somente era possível mediante o controle dos fluxos de capitais. Por meio da cláusula de escassez de divisas, ademais, os países que buscavam obter vantagens do sistema mediante alterações competitivas da taxa de câmbio e flexibilização das imposições sobre os controles de capitais seriam desencorajados pelo FMI. Contudo, conforme observa Eichengreen (2000, p.132), o sistema não funcionou de forma tão harmoniosa, pois mudanças na paridade nos países centrais se mostraram raras, os recursos do FMI se tornaram insuficientes e a cláusula da escassez de divisas, mecanismo de punição aos países que colocavam em risco o sistema, nunca fora aplicada. Na interpretação deste autor, apenas os controles de capitais se aproximaram da concepção original do Sistema.

Mas dado que os controles sobre os fluxos internacionais de capitais não se mostravam suficientes para garantir o ajustamento intertemporal das contas externas dos países deficitários, de um lado, e que a taxa de câmbio poderia ser reajustada apenas sob condição de crise, que os países buscavam evitar, de outro, continuou inexistindo um mecanismo de ajuste alternativo ao deflacionário, especialmente depois de 1959, quando a restauração da conversibilidade das contas correntes impediu os controles de câmbio.

Diante das pequenas quotas e diretos de saque dos países deficitários, num contexto de elevados saldos negativos dos países sob processo de reconstrução, as demandas por dólares foram atendidas pela ajuda intergovernamental dos Estados Unidos aos países da Europa, no âmbito do Plano Marshall, no interregno 1948-51. Esta iniciativa, contudo, foi parcialmente neutralizada pela recessão americana no período 1948-49, que afetou negativamente as exportações da Europa para os Estados Unidos.

Neste contexto, não obstante o aporte de divisas proporcionado pelo Plano Marshall, no segundo semestre de 1949, sob impulso da medida tomada pela Grã-Bretanha, as moedas européias sofreram uma desvalorização média de 30%. Além disso, foram prorrogados os controles sobre os produtos importados. Estas iniciativas, conjugadas ao fim da recessão americana e ao início da Guerra da Coréia<sup>22</sup> em 1950, permitiram a recomposição das reservas internacionais dos países da Europa. A contrapartida deste processo consistiu na redução substantiva do superávit em transações correntes do balanço de pagamentos dos Estados Unidos (EINCHEGREEN, 2000).

---

<sup>21</sup> De acordo com Boughton (2002, p.14): “*Keynes’s resistance to multilateralism was grounded in the need to preserve Britain’s special status through its central role in the Empire and its bilateral relationship with the United States.*”

<sup>22</sup> Exceção feita a Alemanha, que foi prejudicada pela Guerra da Coréia em função da deterioração nos termos de troca do país, ante o aumento dos preços das matérias-primas importadas.

Um balanço retrospectivo evidencia claramente, pois, a subestimação da quantidade de divisas necessária ao processo de reconstrução da Europa pelos EUA, bem como a superestimação deste país em relação aos efeitos que o comércio internacional exerceria sobre a Europa. Contudo, os aportes do Plano Marshall sobre a disponibilidade de divisas se mostravam insuficientes para a superação da condição de escassez de dólares por parte das economias européias, o que tornava dificultosa a reinstituição do sistema de convertibilidade no prazo estipulado pelos acordos de Bretton Woods. Esta condição resultou na criação da Unidade Européia de Pagamentos, que buscava contribuir para a superação das restrições externas dos países da região mediante a estruturação de um fundo de empréstimos para a cobertura do balanço de pagamentos. Com isso, buscava-se coordenar o processo de liberalização comercial, inicialmente levada a cabo entre os países da região, e de reinstituição da convertibilidade de suas moedas. Eichengreen (2000, p.149) assinala que a criação da UEP significou a assunção do sistema monetário internacional assimétrico estruturado no pós-guerra. Nas palavras do autor: *“Os países europeus, ao conceber uma instituição para defender políticas discriminatórias, admitiram o que não havia sido dito em Bretton Woods: que o regime monetário internacional do pós-guerra era um sistema assimétrico no qual os Estados Unidos e o dólar desempenhavam papéis excepcionais.”*

Diante da escassez de divisas, os países da Europa se mostraram altamente reticentes em relação à supressão das barreiras sobre as importações provenientes da área do dólar, que se converteu enquanto principal instrumento de ajuste do balanço de pagamentos, em substituição ao manejo da taxa de juros. Neste contexto, a restauração da convertibilidade da conta-corrente era vista com reticência, considerando o desajustamento suplementar sobre as contas externas que estas iniciativas poderiam gerar. Este posicionamento foi intensificado com a tentativa fracassada de convertibilidade empenhada pela Grã-Bretanha em 1947, cinco anos antes do término do prazo estipulado pelos acordos de Bretton Woods – contrapartida do empréstimo americano ao país realizado no ano anterior, de US\$ 3,75 bilhões –, que durou apenas seis semanas e implicou uma queda abrupta das reservas em ouro do país. A crise da libra evidenciou, assim, a fragilidade das economias da Europa.

De certo modo, a criação da UEP fragilizou as duas instituições de Bretton Woods, FMI e Banco Mundial, já desgastadas pelas insuficientes iniciativas que buscassem contribuir para a escassez de divisas dos países europeus, que envolviam cifras muito tímidas ante a magnitude das demandas dos países membros. Apenas após a recomposição das reservas internacionais, com o equilíbrio externo se tornando menos dependente de ações comerciais extraordinárias que buscavam aumentar as exportações e reprimir as importações, o que no caso francês exigiu inclusive a execução de um programa de austeridade fiscal além da desvalorização cambial, é que os países europeus reinstituíram a convertibilidade da conta-corrente, no último dia de 1958, passando a vigorar em 1959. Doravante, o dólar passou a desempenhar com plenitude a sua condição de moeda central do sistema, uma vez que os demais países passaram a complementar crescentemente as suas reservas internacionais com a moeda americana.

A dependência do sistema em relação ao dólar para atender as suas necessidades de liquidez pontenciou a condição hegemônica dos Estados Unidos no cenário econômico mundial. A condição de emissores da moeda central selou a condição de potência econômica mundial dos Estados Unidos a despeito do “paradoxo de Triffin”<sup>23</sup>, haja vista a completa autonomia deste país em relação ao equilíbrio interno, pois o externo passou a estar garantido num horizonte intertemporal, situação que viria a persistir mesmo depois do abandono da convertibilidade. Este processo, pois, aprofundou as assimetrias do sistema monetário internacional, em completo desacordo com o Plano Keynes.

Restabelecida a convertibilidade, a imposição de restrições suplementares sobre as importações se tornou mais dificultosa, inclusive por conta do compromisso de reconstrução das relações comerciais admitido nos acordos de Bretton Woods. O principal mecanismo de ajuste admitido pelo Sistema passou, então, a ser a desvalorização cambial. Contudo, a necessidade de aprovação prévia do FMI, bem como os efeitos desta iniciativa sobre os fluxos internacionais de capitais, reprimia o expediente da desvalorização enquanto mecanismo de ajustamento do Sistema. Neste sentido, mesmo desvalorizações pequenas, que poderiam ser realizadas sem a aprovação do Fundo, eram evitadas, ante os seus potenciais efeitos instabilizadores. Os controles sobre os fluxos de capitais, por outro lado, a despeito de freqüentemente utilizados, eram suficientes apenas enquanto instrumento temporário de ajustamento, notadamente sob contexto de desenvolvimento do mercado de euromoedas e expansão das companhias multinacionais.

Com todas estas fragilidades, qual foi a principal razão pela qual o Sistema de Bretton Woods sobreviveu por até o início dos anos 1970? No entendimento de Einchengreen (2000, p.168), a sobrevivência do Sistema decorreu da cooperação internacional entre governos e bancos centrais, especialmente mediante o oferecimento de suporte internacional coordenado às moedas fundamentais. Esta cooperação, de certo modo externa ao acordo, acabou cumprindo o papel de mecanismo de ajuste do Sistema. Ela permitiu a estruturação de uma rede capaz de sustentar os acordos, que impediu o fim precoce da convertibilidade, especialmente em 1961, quando o preço do dólar fora dos Estados Unidos tinha superado US\$ 35 a onça troy de ouro e os países europeus, mediante a criação do “Gold Pool”, comprometeram-se a não converter seus dólares em ouro e, ademais, a vender ouro de suas reservas, de modo a sustentar a convertibilidade.

Isso explicaria porque o abalo da rede de cooperação internacional coincidiu com o colapso do Sistema de Bretton Woods. A reação norte-americana de não realizar ajustes necessários e suplementares

---

<sup>23</sup> De acordo com Robert Triffin, à medida que o acúmulo de saldos em dólar no exterior fosse colocando em risco a convertibilidade em ouro, a credibilidade do padrão-ouro seria colocada em xeque. O mundo precisava de dólares, que se tornavam disponíveis quando do Estados Unidos emitiam moeda para saldar seus déficits externos. Mas se por um lado a expansão de dólares, potenciada pelo circuito *offshore* do euromercado, era necessária para o crescimento do comércio internacional por outro enfraquecia a confiança na própria moeda americana, no sistema de convertibilidade. Já no início dos anos 1960, o passivo externo norte-americano superava as reservas de ouro do país, o que evidenciava a fragilidade do sistema de convertibilidade. O dilema consistia no seguinte: por um lado, a ocorrência de déficits persistentes, necessários para a expansão do comércio internacional, colocavam em risco o regime de convertibilidade; por outro, a inexistência de déficits provocaria o não provimento de liquidez para a expansão do comércio mundial. Logo, o padrão ouro-dólar estaria fadado a entrar em colapso. De fato, conforme advertido por Triffin, no início dos 1970 a fragilidade referida veio à tona e o dólar foi desvalorizado e a convertibilidade abandonada, a despeito a introdução dos Direitos Especiais de Saque. (CARVALHO, 2004; SERRANO, 2002; EINCHEGREEN, 2000).

para defender o preço do ouro em dólares, o que exigia inclusive a reduzir o papel do dólar como moeda de reserva, implicou a fragilização das relações com os demais parceiros, que teriam que se desfazer de uma fração cada vez maior de ouro para sustentar o preço de US\$ 35 a onça troy. Tal desacordo levou a França a abandonar o “Golden Pool” em junho de 1967, obrigando os Estados Unidos a elevarem a quota de participação. No mais, a desvalorização da libra em novembro de 1967 arrematou o cenário de insustentabilidade do Sistema, pois aumentou a desconfiança dos agentes em relação à convertibilidade do dólar em ouro a US\$ 35. Para não acabar com as reservas em ouro, o Federal Reserve System (Fed) permitiu a prática de preços maiores do metal nas negociações privadas, o que fez o preço do ouro superar a barreira dos US\$ 40 nas transações entre particulares, movimento que ensejou a compra de ouro pelos demais bancos centrais ao preço oficial, de US\$ 35 a onça troy, e ao cabo suprimiu a principal âncora do Sistema Monetário Internacional de Bretton Woods, a saber, a cooperação internacional (EINCHEGREEN, 2000).

Como explica Eichengreen (1995), três condições são necessárias para a sobrevivência de um sistema monetário internacional, a saber: 1) certo grau de liberdade para a realização de mudanças na taxa de câmbio, de sorte a viabilizar ajustes de preços relativos indispensáveis; 2) regras monetárias ótimas, que mediante a construção de reputação pela autoridade monetária sejam capazes de atribuir credibilidade às decisões de política econômica, não afetando os níveis de taxa de câmbio desejados pelo Banco Central; e 3) capacidade de conter pressões de mercado, de modo a não comprometer a credibilidade da autoridade monetária. Nesta perspectiva, embora o Sistema de Bretton Woods não dispusesse, na prática, da primeira condição e parcialmente da segunda<sup>24</sup>, a terceira condição, viabilizada pela cooperação internacional, conferia sobrevida ao arranjo monetário de Bretton Woods. Nas palavras do autor (1995, p.66): *“Portanto, a ampliação da cooperação internacional, em termos de apoio à taxa de câmbio, diferenciou Bretton Woods dos arranjos monetários internacionais anteriores. E grande parte da sustentação das principais paridades do sistema foi realizada fora dos canais do FMI.”*

Em relação ao colapso do Sistema, Eichengreen (1995; 2000) o atribui à inobservância das condições necessárias para a sobrevivência de um sistema monetário internacional. De um lado, a Guerra do Vietnã, da parte americana, e a crise da libra em 1967, da parte inglesa, motivaram a priorização de objetivos econômicos domésticos, o que implicou perda da robustez das regras monetárias (condição 2); de outro, as contestações encabeçadas por Charles De Gaulle em relação ao privilégio americano de poder emitir a moeda internacional, prejudicou a cooperação internacional (condição 3).

---

<sup>24</sup> Isto porque, conforme assinala o autor, além do compromisso com a defesa da paridade cambial e da convertibilidade, no período posterior à 2ª G.M. os formuladores da política monetária também tinham os olhos voltados para o chamado lado real da economia. Esta condição atribuía *trade-offs* quanto aos objetivos de política econômica a serem alcançados, tornando as regras monetárias não tão ótimas quanto às preexistentes no período anterior à 1ª G.M. Contudo, como a revolução keynesiana ainda exercia fraca influência sobre os países, com exceção dos Estados Unidos e do Reino Unido – daí a referida parcialidade –, as regras monetárias se mostravam relativamente ótimas no auge de Bretton Woods.

Triffin (1972), por seu turno, atribui o colapso do sistema de Bretton Woods aos efeitos da expansão do dólar no mercado internacional<sup>25</sup>, que se por um lado permitia o crescimento do comércio global, por outro abalava o regime de convertibilidade. Serrano (2002), contudo, contesta a tese de Triffin (1972), alegando que esta supõe nula a velocidade de circulação do ouro. Para Serrano (2002), os fluxos brutos internacionais de capitais faziam com que a velocidade de circulação do ouro pudesse crescer sem limites. Ou seja, como os empréstimos americanos de longo prazo retornavam aos Estados Unidos sob a forma de empréstimos de curto prazo, não ocorria alteração do volume de reservas em ouro e a velocidade de circulação do ouro superava a unidade.

Com efeito, o Sistema de Bretton Woods não teria entrado em colapso por conta dos problemas relacionados ao paradoxo de Triffin, mas sim pela necessidade de realinhamento cambial do dólar diante da necessidade de recomposição da competitividade da economia americana, abalada por conta do avanço das economias européias e da economia japonesa. Como a simples desvalorização do dólar poderia gerar uma fuga para o ouro, colocando em risco a sua condição de moeda internacional e, ao cabo, impondo a restrição de balanço de pagamentos à economia americana, esta opção era refutada pelo país. A criação e proliferação do uso de uma moeda internacional, mediante a introdução dos direitos especiais de saque, teria o mesmo efeito. Logo, nesta linha de interpretação, os Estados Unidos buscaram desvalorizar o dólar sem romper com a sua centralidade no plano internacional. Serrano (2002, p.249), em alusão ao “dilema de Triffin”, chamou este paradoxo de “dilema de Nixon”. A solução encontrada foi o abandono da convertibilidade em 1971, que deu suporte ao realinhamento do dólar logo depois.

Todavia, uma crítica que pode ser feita à interpretação de Serrano (2002). A velocidade de circulação do ouro, mesmo admitindo-a superior a zero, apenas atribuiria garantia ao regime de convertibilidade quando da existência de credibilidade do público quanto à possibilidade de conversão de dólar em ouro. Com efeito, mesmo que a velocidade de circulação do ouro suportasse a velocidade de circulação do dólar e o elevado multiplicador monetário desta moeda, diante do crescimento excepcional do circuito *offshore* do eurodólar<sup>26</sup>, a simples dificuldade potencial e crescente de conversão física do dólar em ouro concorreria no sentido de afetar a principal âncora do regime, a saber, a credibilidade dos agentes ante a garantia da conversibilidade.

Nestes termos, ao invés de contraditórias, as teses de Triffin (1972), Eichengreen (2000) e Serrano (2002) poderiam ser complementares para a explicação do colapso do Sistema de Bretton Woods. A velocidade de circulação do ouro, mais a cooperação internacional estruturada para sustentar o regime, atribuiu sobrevida ao Sistema, ante a inobservância de todas as condições para a sua sobrevivência, condição que lhe conferia um caráter intrinsecamente autofágico. A expansão do multiplicador monetário do dólar decorrente do desenvolvimento do circuito *offshore* do eurodólar, que também concorreu no sentido de problematizar ainda mais os controles sobre os fluxos internacionais de capitais, mais a

---

<sup>25</sup> Isto porque se a paridade cambial é rígida, como no caso do padrão dólar-ouro, o país que emite a moeda central se torna condicionado a garantir a liquidez internacional e prover a oferta agregada de moeda (AGLIETTA, 1995).

<sup>26</sup> Sobre o circuito *offshore* do mercado de eurodólares, ver Ferreira e Freitas (1990).

expansão monetária americana utilizada para financiar o déficit de seu balanço de pagamentos, afetou a credibilidade do público em relação ao regime de convertibilidade, especialmente diante das contestações encabeçadas pela França sobre o papel hegemônico dos Estados Unidos na ordem monetária internacional então prevalecente. Isso, assomado à necessidade de os Estados Unidos realizarem um realinhamento cambial sem comprometer a centralidade do dólar em âmbito internacional, acabou tornando o colapso do Sistema de Bretton Woods inevitável.

Mas independentemente das causas do colapso, para os propósitos deste artigo importa destacar que em agosto de 1971 o governo norte-americano suspendeu a troca do dólar em ouro à paridade de US\$ 35 a onça troy, além de empreender restrições sobre as importações. No bojo da Conferência Smithsonian, em Washington, as restrições foram eliminadas e o dólar sofreu desvalorização de 8%, com as faixas de flutuação das moedas aumentadas para 2,25%, ante 1% então prevalecente. Apesar do aumento das exportações americanas, o paradoxo de Triffin permanecia, aumentando as dúvidas acerca da manutenção da convertibilidade. O ataque contra a libra em 1972 levou a Grã-Bretanha a extrapolar a banda de flutuação prevista na Conferência, provocando um movimento em cadeia em direção ao regime de câmbio flutuante. No ano seguinte, o dólar sofreu uma nova desvalorização, agora de 10%, que se mostrou insuficiente para conter as pressões sobre a convertibilidade (EINCHEGREEN, 2000).

Com isso, o padrão dólar-ouro erigido nos acordos de Bretton Woods, que apesar de seus problemas ofereceu previsibilidade às decisões capitalistas e, ao cabo, permitiu resultados econômicos altamente favoráveis<sup>27</sup>, cedeu lugar ao padrão dólar-flexível. A flutuação do dólar, mais a sua completa inconvertibilidade, atribuiu total autonomia à política econômica americana, suprimindo por completo os constrangimentos impostos pelo padrão-ouro, a saber: 1) impossibilidade de se incorrer em déficits persistentes do balanço de pagamentos, visto que isto implicaria a perda de reservas em ouro; e 2) de realizar realinhamentos cambiais a qualquer tempo, o que poderia provocar uma fuga para o metal. Eliminou-se, pois, a restrição externa, mesmo sob apreciação do dólar frente as outras moedas, e minimizaram-se os impactos inflacionários provocados pelas depreciações desejadas pelo Fed, uma vez que os bens *tradeables* dos demais países passaram a ter os preços fixados em dólar. De acordo com Serrano (2002, p.251):

A liberdade para fazer flutuar o dólar é assim uma das vantagens do padrão dólar flexível, que permite que os Estados Unidos não tenham que perder competitividade real em nome da manutenção de sua preeminência financeira e monetária.

A outra vantagem para os Estados Unidos da ausência de conversibilidade em ouro é a eliminação pura e simples da sua restrição externa.

Sob uma perspectiva sistêmica, contudo, o padrão dólar-flexível amplificou a assimetria e a hierarquia do sistema monetário internacional, estabelecendo um padrão sistêmico de riqueza subjugado ao mundo das finanças e cada vez menos sintonizado com o plano da produção e do trabalho,

<sup>27</sup> Na afirmação taxativa de Bordo (1993, p.27), “*The Bretton Woods regime exhibited the best overall macro performance of any regime.*”

especialmente a partir do sepultamento definitivo do Sistema de Bretton Woods, ocorrido quando da regeneração do dólar mediante o choque monetário de 1979.

#### 4 “Bretton Woods II” e a dinâmica do Sistema Monetário Internacional

A versão de Dooley *et al.* (2003) para o sistema monetário internacional baseia-se na idéia de continuidade do sistema de Bretton Woods. Trata-se de uma proposição simples, porém arrojada, que a despeito da ruptura do padrão ouro-dólar em 1971-73, implica que “o sistema global que evoluiu e cresceu desde o advento de Bretton Woods tem mantido uma única estrutura dinâmica”.<sup>28</sup> Em outras palavras, a idéia de um sistema Bretton Woods revivido, como proposto no título do trabalho dos autores, significa que a metamorfose de um sistema monetário internacional fundado em uma moeda-mercadoria (padrão ouro-dólar) para um sistema referenciado a uma moeda fiduciária (padrão monetário atual) não trouxe qualquer alteração fundamental no mecanismo de funcionamento do sistema de Bretton Woods, que apenas teria se “reciclado”.

Que estrutura do sistema monetário internacional é essa, que permanece inalterada ao longo do tempo? Trata-se, segundo esses autores, de um sistema Centro-Periferia, no qual o Centro, além de emitir a moeda-reserva internacional, caracteriza-se pela ausência de controle nos mercados de bens e de capital. A Periferia, por sua vez, distingue-se pelo controle dos fluxos de comércio e de capital, tendo em vista uma estratégia de desenvolvimento “para fora”, ou seja, baseada no câmbio depreciado, na expansão das exportações e na acumulação de reservas internacionais.

Conforme discutido, no período pós-II Guerra prevaleceu o arranjo de Bretton Woods I (BW-1), em que o Centro se fez representar pelos EUA, e a Periferia, pela Europa e Japão, ambos com economias em recuperação da destruição causada pela Guerra. Mais recentemente, depois de um intervalo de aproximadamente duas décadas em que o sistema Bretton Woods teria de certa maneira “hibernado”,<sup>29</sup> a emergência da Ásia como região econômica afluyente, com base na mesma estratégia de desenvolvimento de Europa e Japão no pós-II Guerra, o teria feito ressurgir. Nas palavras de Dooley *et al.* (2003, p.3):

É o sucesso expressivo desse último grupo [Ásia] que hoje trouxe a estrutura do sistema monetário internacional novamente à sua forma essencial da era Bretton Woods. [...] Agora a periferia da Ásia atingiu um peso similar [ao da Europa e Japão dos anos 1950]: a dinâmica do sistema monetário internacional, acumulação de reservas, fluxos de capital líquidos, e movimentos de taxas de câmbio, são orientados pelo desenvolvimento desses países periféricos. [Tradução dos autores]

Nesta perspectiva, mais do que uma ruptura, ou mera alternância entre regimes de câmbio predominantemente fixos ou flutuantes, as mudanças ocorridas no sistema monetário internacional expressam na realidade a sucessão em que diferentes regiões periféricas se inserem no mesmo sistema, qual seja, o sistema de Bretton Woods. De acordo com Dooley *et al.* (2003, p.4):

Nossa resposta para esse quebra-cabeça é que o sistema não mudou, mas os objetivos para importantes blocos de países dentro do sistema alteraram-se ao longo do tempo. Taxas de câmbio

<sup>28</sup> Dooley *et al.* (2003, p. 2).

<sup>29</sup> “Mas na nossa opinião o sistema de taxas de câmbio livremente flutuantes e mercados de capital abertos foi ele mesmo apenas uma transição *durante a qual não havia nenhuma periferia importante*. Para ser mais preciso, não havia nenhuma periferia para a qual uma estratégia de desenvolvimento baseada no crescimento liderado pelas exportações era o objetivo dominante de política econômica”. DOOLEY *et al.* (2003, p. 3) Itálicos originais. Tradução própria.

fixas e mercados financeiros controlados funcionam por vinte anos e os países que seguem essa estratégia de desenvolvimento se tornam uma periferia importante. Essas políticas de desenvolvimento são, então, superadas por mercados financeiros abertos, e isso, por sua vez, requer taxas de câmbio flutuantes. O sistema Bretton Woods não evoluiu, ele apenas ocasionalmente reincorpora uma periferia.

Como resultado do ressurgimento do sistema Bretton Woods com sua nova periferia, a asiática (BW-2), existem atualmente no mundo três zonas econômicas e monetárias principais, em termos funcionais: uma região de conta-de-comércio, a Ásia; um país central, os EUA; e uma região de conta-de-capital, Europa, Canadá e América Latina (DOOLEY *et al.*, 2003).<sup>30</sup> Para a região de conta-de-comércio, interessa exportar para os EUA, o país central, como estratégia de crescimento. Os superávits em transações correntes são aplicados em títulos do Tesouro dos EUA, de vez que o perfil risco/retorno dessas aplicações está subordinado à manutenção da paridade entre a moeda periférica e a moeda central. A região de conta-de-capital, por seu lado, deixa flutuar suas moedas em relação à do país central. Isso significa que os governos desses países preferem não interferir no funcionamento do mercado internacional de capital. O país central, por fim, atua como emissor da moeda internacional e intermediário do sistema, por meio de seu setor financeiro, emprestando a longo prazo e tomando recursos a curto prazo.<sup>31</sup>

Além disso, embora não menos importante, em oposição à região de conta-de-comércio, o Centro incorre em déficits comerciais - mas não necessariamente em déficits em transações correntes, pois as rendas líquidas de investimentos no exterior podem mais do que compensá-los.<sup>32</sup> Isso quer dizer que os déficits/superávits externos do Centro/Periferia (região de conta-de-comércio) expressam a dupla faceta de um mesmo fenômeno, qual seja: o crescimento global resulta do crescimento via expansão das exportações, na Periferia, e do crescimento via ampliação do endividamento, no Centro.

Outro importante aspecto da interpretação de Dooley *et al.* (2003) diz respeito à sustentabilidade do arranjo de Bretton Woods. Mesmo com a desmonetização do ouro e a flutuação do dólar, num quadro de déficits em transações correntes em escala crescente pelo país central, esses autores defendem que BW-2 é estável e sustentável. E, mais uma vez, isso se relaciona ao tipo de relação Centro-Periferia característico do sistema Bretton Woods. Como a fonte de crescimento da Periferia são os superávits

<sup>30</sup> Ver Dooley *et al.* (2003, p. 5).

<sup>31</sup> Explicando melhor: a estratégia de desenvolvimento periférico repousa também na utilização do Centro como intermediário financeiro. Por meio desse relacionamento, o Centro empresta capital de longo prazo à Periferia (empréstimos de longo prazo e investimento direto), dela recebendo em troca capital de curto prazo (aplicações em ativos financeiros de curto prazo). Nesse circuito, o sistema financeiro dos EUA exerce a função de banco comercial do mundo, emprestando a longo e tomando a curto prazo. É essa a tese de Kindleberger para o mecanismo de provisão da liquidez internacional pelos EUA. Não haveria, portanto, como calculara Triffin, ganho de senhoriagem internacional significativo pelo FED, de vez que as reservas internacionais dos países superavitários, aplicadas em títulos do Tesouro estadunidense, não são mantidas na forma de aplicações em dólar (*cash*). Para essa discussão, ver SERRANO (2002, p. 248)), que vai além desses autores e defende que os EUA não funcionavam, na verdade, como banco comercial do mundo, mas, sim, como banco central do mundo, ao controlar a emissão da moeda internacional.

<sup>32</sup> No padrão moeda-mercadoria, a ocorrência de déficits em transações correntes pelo Centro significa o acúmulo de direitos de não-residentes (passivo externo), o que, no limite, pode levar à desconfiança dos países superavitários quanto ao compromisso do país-emissor com a manutenção da paridade da sua moeda em relação ao ativo monetário internacional que lhe serve de lastro (o ouro, no caso). SERRANO (2002, p. 250-2) propõe que a ruptura de Bretton Woods, refletida na desmonetização do ouro e na flutuação do dólar, livrou os EUA desse “compromisso”, ou seja, eliminou sua restrição externa. Daí sua proposição de um padrão-dólar flexível para o atual sistema monetário internacional.



comerciais possibilitados pela manutenção de taxa de câmbio depreciada contra a moeda central, qualquer tendência à depreciação da moeda central (apreciação da moeda periférica) é contrarrestada pela atuação da Autoridade monetária da Periferia, via acumulação de reservas, na forma de ativos denominados na moeda central, notadamente títulos do Tesouro dos EUA. Com isso, não apenas mantém-se a paridade cambial Centro-Periferia, como também uma baixa taxa de juro no país central. E, não importa quão baixa a taxa de juro no Centro, sempre será do interesse da Autoridade monetária da Periferia a aquisição de títulos públicos do país central, já que somente assim fecha-se o “círculo virtuoso” de estabilidade e crescimento de BW-2.

Toda a estratégia de desenvolvimento periférico pode ser resumida, assim, na idéia de subordinar a “maximização” do valor das reservas internacionais à reconstrução da infra-estrutura econômica e à edificação de um estoque de capital doméstico competitivo em nível internacional. Uma vez atingido esse estágio do processo de desenvolvimento, que se faz acompanhar da acumulação de reservas internacionais em montante capaz de lastrear as relações econômicas internacionais, a Periferia credencia-se a flexibilizar sua política cambial, passando do regime de câmbio fixo ao flutuante. Simultaneamente, decreta-se a conversibilidade da moeda periférica.

O ensaio de Dooley *et al.* (2003) suscitou uma série de críticas. Entre elas, destacam-se as de Eichengreen (2004), que ajudam a delimitar as principais diferenças entre BW-1 e BW-2, diferenças essas que, na visão do autor, fariam da proposição de Dooley *et al.* (2003) uma caracterização basicamente inapropriada da estrutura do sistema monetário internacional atual.<sup>33</sup> Entre as principais diferenças, está o fato de BW-2 subestimar as mudanças dramáticas que o mundo sofreu nas últimas décadas. Em primeiro lugar, os membros da Periferia atual são mais numerosos e heterogêneos que os do imediato pós-II Guerra. Isso faz com que a defesa do interesse coletivo seja um processo mais difuso e complexo atualmente. Em segundo lugar, a existência do euro diminui a atratividade (ou, pelo menos, a exclusividade) dos ativos denominados em dólar como forma principal (ou única) de aplicação das reservas internacionais. Em BW-1, não havia qualquer outra moeda-reserva internacional que pudesse rivalizar com o dólar – nem sequer a libra esterlina. Em terceiro lugar, a atratividade do dólar como moeda-reserva depende da percepção dos demais países sobre o rigor do compromisso dos EUA com a manutenção do seu valor, ou seja, com a preservação do valor dos ativos internacionais denominados em dólar. De acordo com Eichengreen (2004, p.6):

Em Bretton Woods [W-1] havia ao menos um compromisso putativo de manutenção da convertibilidade em ouro do dólar a um preço fixo. Agora, em contraste, as intenções dos formuladores de política dos EUA são mais obscuras. As perspectivas de manutenção do valor do dólar em relação a outras moedas são também mais dúbias do que o foram nos anos 1960, na medida em que os déficits externos dos EUA hoje refletem a baixa taxa de poupança do país, o que não constitui bom presságio para a futura sustentabilidade de sua dívida aos níveis de preços correntes. Em contraste, as saídas de capital dos EUA nos anos 1960 refletiam altas taxas de poupança, o que tinha implicações mais favoráveis para a sustentabilidade da dívida.

---

<sup>33</sup> Ver Eichengreen (2004, p. 5-7).

Em quarto lugar, a remoção dos controles de capital torna mais difícil circunscrever o âmbito das transações financeiras privadas, o que resulta em maior pressão sobre as taxas de câmbio e requer maior esforço dos bancos centrais em operações de intervenção. Em quinto lugar, Eichengreen (2004) destaca a liberalização dos mercados financeiros domésticos, o que faz com que a manutenção de altas taxas de câmbio e de poupança não sejam mais suficientes para garantir que novos investimentos serão feitos no setor de comercializáveis (*tradables*). Finalmente, o autor enfatiza o conhecimento que os países asiáticos têm dos riscos do atual quadro de BW-2. Segundo Eichengreen (2004, p.6):

O último ponto é que os formuladores de política asiáticos não ignoram essa história. Eles entendem que o mundo mudou de muitas maneiras que diminuem a atratividade das desvalorizações sistemáticas como forma de promover o crescimento patrocinado pelas exportações. Isso torna menos provável que eles repetirão cegamente as políticas do passado. [Tradução dos autores]

Todas essas diferentes circunstâncias fazem com que Eichengreen (2004) desconfie da duração e até mesmo da existência de BW-2. Nas palavras do autor (2004, p.7):

Essa leitura alternativa da história e circunstâncias correntes tem implicações muito diferentes para o processo de ajustamento global. Isso sugere que mesmo que exista hoje algo vagamente semelhante ao sistema Bretton Woods, não terá vida longa neste mundo. [Tradução dos autores]

Decorre, pois, que o arranjo monetário internacional do imediato pós-Guerra, que sob liderança americana permitiu a reconstrução industrial da Europa e do Japão, a industrialização periférica e o desenvolvimento de economias nacionais autônomas, conforme apontado por Belluzzo (1995), ao invés de ser suplantado por um arranjo monetário internacional nos moldes de Bretton Woods, foi substituído a partir de meados dos anos 1970 por um “*international laissez-faire system*”, utilizando a designação de Corden (1983)<sup>34</sup> *apud* Eatwell (1987).

Sob taxas de câmbio flexíveis e livre mobilidade de capitais, o “*international laissez-faire system*” tem sustentado um padrão de acumulação sob dominância do capital portador de juros, ao invés do capital produtivo-industrial<sup>35</sup> (BRAGA, 1997; BELLUZZO e TAVARES, 2002; CHESNAIS, 2005). Por isso, de acordo com Belluzzo (2004, p.B2): “*Entre as utopias monetárias e as arengas em prol do equilíbrio e da ‘frugalidade’ dos economistas e quejandos, o realismo fantástico do poder e do dinheiro impõe suas razões à custa da ampliação dos desequilíbrios globais.*”

## 5 Conclusão

O sistema de Bretton Woods ofereceu previsibilidade às decisões capitalistas e, ao cabo, permitiu a obtenção de resultados econômicos altamente favoráveis. Tratou-se, assim, de um arranjo monetário internacional que sob liderança americana permitiu a reconstrução industrial da Europa e do Japão, a industrialização periférica e o desenvolvimento de economias nacionais autônomas, sem o qual dificilmente a fase dourada do capitalismo teria existido.

<sup>34</sup> CORDEN, W. N. The logic of the international monetary non-system. In: MACHLUP, F. et al. (ed.). **Reflections on a troubled world economy**. London: Macmillan, 1983.

<sup>35</sup> Isto porque o pressuposto necessário para os Estados Unidos exercerem a sua hegemonia já estavam colocados, a saber: um regime multilateral e multinacional de livre comércio e finanças. Sobre a construção deste regime sob Bretton Woods à luz da proposta de H. D. White, ver Boughton (2006; 2002).

A flutuação do dólar, mais a sua completa inconvertibilidade, atribuiu total autonomia à política econômica americana, suprimindo por completo os constrangimentos impostos pelo padrão-ouro aos Estados Unidos. A substituição do sistema de Bretton Woods pelo “*international laissez-faire system*”, ademais, amplificou a assimetria e a hierarquia do sistema monetário internacional, estabelecendo um padrão sistêmico de riqueza subjugado ao mundo das finanças, ao invés da produção e do emprego.

É neste sentido que a idéia de ressurgimento do sistema Bretton Woods (BW-2), baseado no esquema Centro-Periferia, onde o Centro emite a moeda internacional e funciona como intermediário financeiro (banco comercial) do mundo e a Periferia atua como região exportadora de produtos manufaturados que acumula superávits nas transações correntes com o Centro, mostra-se inadequada para captar as transformações e a dinâmica do Sistema Monetário Internacional contemporâneo.

Muito embora o esquema BW-2 tenha o mérito de relacionar analiticamente a estrutura do sistema monetário internacional e as políticas (estratégias) de desenvolvimento, a proposição de que o sistema Bretton Woods possui uma única estrutura dinâmica que se renova ao longo do tempo é uma descrição basicamente imprecisa ou incorreta do sistema monetário internacional que resultou da dissolução do padrão ouro-dólar (BW-1). Mais especificamente, BW-2 não traz qualquer reflexão sobre as particularidades do atual padrão monetário fiduciário e, além disso, parece perder de vista, ou simplesmente negligenciar, o que significou a retomada da hegemonia norte-americana no final dos anos 1970, com o choque de taxa de juro promovido pelo FED, para a conformação desse novo padrão monetário internacional.<sup>36</sup>

Em suma, BW-2, como todo esquema analítico simplificado e generalizante, possui grande apelo cognitivo. Não obstante, ao desconsiderar fatos históricos relevantes que se constituem em verdadeiros momentos de ruptura, revela-se instrumento ineficaz para apreender o que há de novo nas relações econômicas e financeiras internacionais.

## **Bibliografia**

AGLIETTA, M. O sistema monetário internacional: em busca de novos princípios. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.4, p.127-50, jun.1995.

BAER, Mônica et al. Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.4, p.79-126, jun.1995.

BELLUZZO, Luiz G. de Mello. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.4, p.11-20, jun.1995.

\_\_\_\_\_. Fim de século. **São Paulo em Perspectiva**, São Paulo, p.22-23, v.12. n.2, 1998.

\_\_\_\_\_. Utopias monetárias e a realidade do dólar. **Folha de São Paulo**, p.B2, 19/12/2004.

\_\_\_\_\_. O dólar e os desequilíbrios globais. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.25, n.3, p.224-32, jul./set. 2005.

<sup>36</sup> Para a retomada da hegemonia norte-americana, ver TAVARES (1997) e TAVARES & MERLIN (1997).

BELLUZZO, L. G. de M.; TAVARES, M. C. Desenvolvimento no Brasil: relembrando um velho tema. In: BIELSCHOWSKY, R.; MUSSI, C. (orgs.). **Políticas para a retomada do crescimento**: reflexões de economistas brasileiros. Brasília: IPEA, 2002. p.151.

BOUGHTON, James M. American in the shadows: Harry Dexter White and the design of the international monetary Fund. **IMF Working Paper**, Washington, n.06/6, January 2006.

\_\_\_\_\_. Why White, not Keynes? inventing the postwar international monetary system. **IMF Working Paper**, Washington, n.02/52, March 2002.

BORDO, M. D. The Bretton Woods international monetary system: a historical overview. In: BORDO, M. D.; EINHENGREEN, B. (ed.). **A retrospective on the Bretton Woods System**: lessons for international monetary reform. Chicago and London: The University Chicago Press, 1993. p.3-108.

BRAGA, José Carlos de Souza. Financeirização global: o padrão sistêmico da riqueza do capitalismo. In: FIORI, J. L.; TAVARES, M. C. (orgs.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. São Paulo: Vozes, 1997. p.195-242.

CARVALHO, Fernando C. de. Bretton woods aos 60 anos. **Novos Estudos Cebrap**, São Paulo, n.70, p.51-63, Nov.2004.

CHESNAIS, F. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. (org.). **A finança mundializada**: raízes sociais e políticas, consequências. São Paulo: Boitempo, 2005. p.35-67.

DOOLEY, M.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. An essay on the revived Bretton Woods system, **NBER Working Papers**, n. 9971, set 2003.

EATWELL, J. et al. (ed.). **The new palgrave**: a dictionary of economics. Vol.2. New York: The Stockton Press, 1987. p.919-20.

EICHENGREEN, B. Global imbalances and the lessons of Bretton Woods, **NBER Working Papers**, n. 10497, mai 2004.

\_\_\_\_\_. **A globalização do capital**: uma história do sistema monetário internacional. São Paulo: Editora 34, 2000.

\_\_\_\_\_. História e reforma do sistema monetário internacional. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.4, p.53-78, Jun.1995.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal; FREITAS, Maria C. P. de. Mercado internacional de crédito e inovações financeiras nos anos 70 e 80. In: FAGNANI, Eduardo (ed.). **Estudos de economia do setor público**. São Paulo: Iesp/Fundap, 1990.

JAYAWARDENA, Lal. The keynesian vision and the developing countries. In: HAQ, M. Ul. Et al. (ed.). **The UN and the Bretton Woods Institutions**: new challenges for the twenty-first century. New York: Macmillan, 1995. p.49-59.

KRUGMAN, P. R & OBSTFELD, M. **Economia Internacional**. São Paulo: Makron Books, 2001.

LICHTENSZTEJN, Samuel; BAER, Mônica. **Fundo monetário internacional e banco mundial**: estratégias e políticas do poder financeiro. São Paulo: Editora Brasiliense, 1987.

MAZZUCHELLI, F. **Anos de chumbo**: notas sobre a economia internacional no entre-guerras. Mimeografado. 2006.

MIKSELL, R. F. Some issues in the Bretton Woods debates. In: KIRSHNER, Orin (editor). **The Bretton Woods – GAAT system**: retrospect and prospect after fifty years. New York; M.E. Sharpe, 1996. p.19-29.

MOFFIT, M. **O dinheiro do mundo**: de Bretton Woods à beira da insolvência. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1984. p.13-39.

POLANYI, Karl. **A grande transformação**: as origens de nossa época. Rio de Janeiro: Campus, 1980. Tradução de Fanny Wrobel.

SCAMMELL, W. M. **International monetary policy**: Bretton Woods and after. New York: The Macmillan Press LTD, 1975.

SCANDIUCCI FILLHO, J. G. **Hegemonia, estados e mercado nos arranjos de Bretton Woods**. 2000. 244 f. Tese (Doutorado em Economia)–Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2000. p.87-156.

SERRANO, F. Do ouro imóvel ao dólar flexível. **Economia e Sociedade**, Campinas, v.11, n.2, p.237-53, jul./dez. 2002.

TAVARES, M. C. A Retomada da Hegemonia Norte-Americana. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (org.). **Poder e Dinheiro**: uma Economia Política da Globalização. Petrópolis, Vozes, 1997, p.27-53.

TAVARES, M. C.; MELIN, L. E. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (org.). **Poder e Dinheiro**: uma Economia Política da Globalização. Petrópolis, Vozes, 1997, p.55-86.