

História e reforma do sistema monetário internacional¹

Barry Eichengreen

"História é como chamamos os erros de nossos antecessores; reforma é como chamamos os nossos."

Henry Wallich

Introdução

A história do sistema monetário internacional não nos fornece uma receita simples de reforma. Desde o século XIX, o sistema desenvolveu-se irregularmente em decorrência de mudanças nas condições externas e em sua própria dinâmica interna. Para Schwartz (1993), não existe um modelo simples que possa apreender todas as características essenciais das diversas fases dos arranjos monetários internacionais.

Entretanto, de uma perspectiva histórica, pode-se observar, nos arranjos monetários internacionais bem-sucedidos, certos atributos comuns. Todos eles compartilham três características: capacidade de ajustamento de preços relativos, adesão de todos os participantes a regras monetárias robustas e habilidade para conter pressões de mercado. Na ausência de uma ou mais destas características, os arranjos monetários internacionais tornam-se frágeis e deficientes.

Este trabalho é organizado em torno destes três desideratos. A primeira seção explica o significado destas três condições para a estabilidade monetária internacional. A segunda utiliza-as como base para analisar o funcionamento das diferentes organizações monetárias internacionais. A conclusão são reflexões sobre a reforma monetária internacional.

1. Pré-requisitos para estabilidade monetária internacional

Qual o significado de um sistema monetário internacional satisfatório, bem-sucedido ou viável? Para responder esta questão não se deve comparar falhas observadas no regime em vigor com alternativas idealizadas (Kenen, 1988). Em tempos de flutuação (de divisas), há uma tendência a associar um regime monetário internacional tranqüilo com estabilidade das taxas de câmbio. E quando as taxas de câmbio são fixas, há uma tendência análoga a comparar as falhas deste sistema com alternativas idealizadas: modelos de taxas flutuantes administradas.

(1) Artigo apresentado no Seminário "Os Desafios à Reorganização do Sistema Monetário Internacional", São Paulo, ago. de 1994. Promoção FUNAG/CEBRAP. Traduzido do inglês por Regina Meyer Branski.

Essas tendências refletem uma simples realidade: os dois regimes têm vantagens. As taxas fixas evitam as rupturas causadas pela volatilidade da taxa de câmbio e restringem decisões erráticas dos formuladores da política econômica. As taxas flexíveis ampliam o leque de iniciativas de política econômica para compensar eventuais desequilíbrios. Sendo assim, um sistema monetário internacional satisfatório incorpora tanto as vantagens das taxas fixas quanto das flexíveis.

É possível identificar três características em todos os arranjos monetários internacionais que combinaram tais vantagens. Elas são: capacidade de efetuar ajustes de preços relativos, aderência à regras monetárias robustas pelos participantes e habilidade para conter pressões de mercado (Eichengreen e Wyplosz, 1993). Um sistema que realiza ajustes de preços relativos deve ser capaz de acomodar choques. Ou o sistema cambial outorga tal capacidade, ou então um substituto adequado o realiza.

Um sistema com esta característica incorpora a principal vantagem das taxas de câmbio flexíveis. Regras monetárias robustas e habilidade para conter pressões de mercado são formas de limitação da volatilidade cambial, a um custo aceitável. Por estas razões, um sistema com esses três atributos incorpora as principais vantagens do câmbio fixo e do flutuante.

1.1. Capacidade de efetuar ajustes de preços relativos

Os distúrbios mais difíceis para que qualquer economia se acomode requerem mudanças significativas num grande número de preços - dos bens domésticos e estrangeiros, dos bens comercializáveis e não-comercializáveis ou do trabalho e das *commodities*. Quando acontecimentos externos reduzem a demanda por exportações de um país, torna-se necessária uma queda nos preços relativos dos bens exportáveis, por exemplo, dos EUA, para sustentar sua demanda e evitar o surgimento de desemprego e problemas no balanço de pagamentos. Se as variações na taxa de câmbio não são permitidas, pode-se recorrer ao ajustamento por meio de várias categorias de salários e preços. Mas, se o ajuste de alguns salários e preços se dá lentamente, podem ocorrer perdas de rendimento e dificuldades no balanço de pagamentos. As variações nas taxas de câmbio podem, a princípio, evitar estas perdas porque alteram imediatamente muitos preços. Este é o argumento "horário de verão" para defesa de taxas ajustáveis.

Quando as taxas são flexíveis, variações na taxa de câmbio alteram diretamente os preços relativos.² Sob um sistema de taxas realmente fixas (à medida que isto seja possível), o peso de todo o ajustamento cai sobre cada um

(2) Se, realmente, os preços relativos movimentam-se, numa direção desejável, é uma questão controversa.

dos preços expressos em moeda nacional. Quando as taxas são fixas mas ajustáveis, os choques mais fracos são absorvidos por meio de ajustamentos nos preços internos, enquanto os excepcionais podem provocar variações na taxa de câmbio anteriormente fixada.

Desta perspectiva, um sistema monetário internacional satisfatório exige que as taxas de câmbio variem quando os preços em moeda doméstica e os custos forem imperfeitamente flexíveis. Quando os preços são rígidos para baixo, uma queda na demanda produzirá desemprego, ao invés de deflação. Neste caso, será valiosa uma variação na taxa de câmbio que possibilite a adoção, pelas autoridades, de políticas compensatórias de administração da demanda. Uma implicação é que, quando distúrbios requerem ajustes frequentes e amplos nos preços relativos de uma economia, taxas de câmbio flexíveis tornam-se evidentemente mais vantajosas. Sob taxas de câmbio flexíveis torna-se mais óbvio o emprego do câmbio para facilitar ajustamentos às perturbações ocorridas. Mas, o mesmo é verdadeiro para todos os sistemas de taxas de câmbio fixas que vigoraram nos últimos cem anos. Todos possuíam cláusulas de escape permitindo que taxas de câmbio fixas variassem na ocorrência de choques excepcionais.³ Mesmo sob o padrão ouro clássico, como veremos, havia cláusulas que suspendiam a conversibilidade temporariamente e permitiam a depreciação da taxa de câmbio na ocorrência de choques excepcionais.

A teoria das cláusulas de escape ressalta que taxas "fixas" podem variar sem enfraquecer o compromisso das autoridades com a estabilidade da taxa de câmbio. Isto se as variações decorrerem de choques excepcionais e não se originarem de ações das próprias autoridades. Em tais condições, o custo de manutenção da estabilidade cambial será relativamente baixo. Não ocorrendo choque excepcional que justifique uma depreciação permanente, os participantes do mercado, observando a fragilidade da moeda, antecipam a intervenção do banco central para sustentar a paridade. Os agentes de mercado adquirirão previamente a moeda em questão, fortalecendo sua paridade e tornando desnecessária a intervenção do banco central. Em consequência, os custos da estabilização cambial serão minimizados para o governo.⁴ Portanto, teoricamente, uma cláusula de escape que permitisse variações da taxa de câmbio na ocorrência de choques excepcionais, não impediria os países de beneficiarem-se da estabilidade da taxa de câmbio.

(3) Outra denominação para um regime político com cláusula de escape é "regra contingente". Sobre teoria das cláusulas de escape ver Grossman e Van Huyck (1988); De Kock e Grilli (1989); Flood e Isard (1989) e Giovannini (1993).

(4) Este fenômeno é conhecido na literatura mais antiga como "especulação estabilizante" (Nurkse, 1944) e atualmente como *target-zone honeymoon* (Krugman, 1991). Na prática, todo sistema de taxa de câmbio fixa delimita uma banda estreita em que a taxa pode flutuar sem necessidade de uma intervenção oficial. (Giovannini, 1989). Esta *target-zone honeymoon* existe ainda na ocorrência de realinhamentos na prevalência de certas condições adicionais (Rose e Svensson, 1991).

1.2. Regras monetárias robustas

Contudo, se as contingências que geram variações excepcionais da taxa de câmbio não são facilmente observáveis, nem ocorrem autonomamente, pode faltar credibilidade em relação à cláusula de escape.⁵ O mercado desmentirá o veredicto do banco central de que os movimentos da taxa de câmbio serão temporários e reversíveis. As autoridades serão postas sob suspeição de manipular a taxa de câmbio por meio de regras contingenciais. Conseqüentemente, o movimento da taxa em direção ao limite da banda pode não elidir a estabilização especulativa. No limite, este problema tornaria a cláusula de escape e a estabilidade da taxa de câmbio incompatíveis, exigindo que as autoridades optassem entre elas.⁶ Portanto, o problema de informações privadas leva à opção por um sistema híbrido que combine as vantagens das taxas fixas e das flexíveis.

A solução para o governo é ter uma reputação de defensor da paridade estabelecida para a sua moeda. Os agentes do mercado podem não ser capazes de distinguir se, realmente, um distúrbio excepcional, justificando variações cambiais, ocorreu. Entretanto, se o governo tiver reputação de defensor da paridade cambial, induzirá os operadores de câmbio a apostar na sustentação da paridade sempre que ela se enfraqueça. Por exemplo, o mercado pode não ter conhecimento de todas as informações que o governo holandês dispõe quando decide alterar ou manter a paridade florim-marco. Mas a reputação adquirida ao longo dos anos pelo Banco Central Holandês, de manter uma paridade fixa entre sua moeda e a alemã, é suficiente para induzir uma especulação estabilizadora pelos operadores de câmbio. A existência da cláusula de escape (isto é, a possibilidade do governo holandês de modificar a paridade florim-marco) compatibiliza-se, neste caso, com estabilidade da taxa de câmbio.

Esta reputação (conhecida como "credibilidade" da política doméstica) é adquirida ao longo do tempo. As autoridades devem buscar uma política consistente (no exemplo acima, vinculando a taxa de câmbio do florim ao marco) frente à maioria dos choques excepcionais. Isto é o que se entende por uma regra monetária robusta.

(5) Este é o problema de informações privadas (Canzoneri, 1985).

(6) Esta é uma implicação do modelo desenvolvido por Obstfeld (1992).

1.3. Capacidade de conter pressões de mercado

Adquirir reputação para perseguir regras monetárias robustas pode ser custoso e demorado. Enquanto as autoridades buscam obter credibilidade para seu compromisso de defesa da taxa de câmbio, a economia pode ficar sujeita a taxas de juros elevadas por um longo período. Tais taxas podem ter efeitos negativos sobre o nível de investimento, o mercado imobiliário, os custos do serviço da dívida pública e a estabilidade dos bancos comerciais.⁷ Qualquer um desses efeitos pode minar os esforços para adquirir reputação de mantenedor de regras monetárias sólidas.

Por exemplo, se o coeficiente de participação da dívida pública na renda nacional for alto, taxas de juros elevadas podem aumentar o custo do serviço da dívida. Neste caso, os operadores de câmbio terão razão para acreditar que as autoridades abandonarão a política de restrição monetária diante dos insustentáveis encargos da dívida. Se o sistema bancário for frágil, os operadores podem supor que o governo será forçado a alterar sua política numa direção mais favorável, prevenindo um colapso bancário. Se as taxas elevadas deprimirem o mercado imobiliário, os operadores poderão acreditar que as autoridades monetárias sofrerão pressões políticas para alterá-las em direção a um regime mais permissivo. O mesmo argumento aplica-se, naturalmente, caso a restrição monetária deprima o nível de atividade econômica. Portanto, nem sempre é possível que um governo construa unilateralmente uma reputação de adesão à regras monetárias robustas.⁸

Em tais circunstâncias, para manter a estabilidade da taxa de câmbio será necessário apoio externo. Países que já adquiriram uma reputação de adesão a regras monetárias robustas podem intervir a favor dos países cujas taxas de câmbio estão sob pressão, protegendo-as a um custo aceitável. No curto prazo (isto é, enquanto o país está tentando adquirir reputação), o auxílio externo diminui, para níveis toleráveis, o custo da estabilização. No longo prazo, a cooperação internacional serve como seguro: cada país paga um "prêmio de seguro", como contribuição ao suporte coletivo, às demais moedas; e, quando sua própria moeda mostra sinais de instabilidade, recebe auxílio de seus vizinhos.

Idealmente, os processos são supervisionados por uma "companhia de seguros", como o Fundo Monetário Internacional (FMI) ou o Comitê Monetário da União Européia. Para minimizar os problemas de risco moral que a provisão de seguro normalmente cria, estas instituições se utilizam de cláusulas de

(7) Os efeitos desestabilizadores das políticas de taxa de juros por meio destes quatro canais são analisados no contexto da crise do Mecanismo Cambial Europeu (ERM) em 1992 por Goldstein *et al.* (1993); Eichengreen e Wyplosz (1993).

(8) Obstfeld (1994); Ozkan e Sutherland (1994); Bensaid e Jeanne (1994), entre outros, construíram modelos a partir destas possibilidades. O fato desta proliferação de modelos ter se seguido à crise do SME de 1992-93 não é mera coincidência.

condicionalidade e de outros dispositivos. Como veremos, a cooperação para a defesa da taxa de câmbio de um determinado país caracterizou todos os arranjos monetários internacionais bem-sucedidos. Seja organizada via acordos *ad hoc* entre os bancos centrais e governos utilizando-se dos instrumentos de organizações internacionais como o BIS ou o FMI, seja, ainda, por meio de provisões de linhas de crédito automático como os Financiamentos de Curtíssimo Prazo do Sistema Monetário Europeu (SME).

Outra forma de conter as pressões de mercado é a imposição de restrições administrativas aos movimentos de capital. O controle do capital restringe a quantidade dos fundos que podem ser transferidos legal e lucrativamente entre moedas a curto prazo.⁹ Os controles não precisam ser explícitos. E mesmo que possam malograr, por determinado lapso de tempo, podem prevenir o esgotamento das reservas e a modificação da paridade cambial. Mesmo que protejam o câmbio somente por poucos dias, podem proporcionar uma pausa importante para a organização de um realinhamento ordenado e, portanto, para a sobrevivência do sistema. Utilizou-se o controle de capital para conter pressões de mercado em vários arranjos monetários internacionais bem-sucedidos (Giovannini, 1989).

Obviamente, nem todas as pressões de mercado podem ser contidas. Países que persistem em políticas monetária e fiscal inconsistentes com a taxa de câmbio fixada poderão ser obrigados a alterá-la. Nem o controle de capital, nem o auxílio externo podem adiar indefinidamente a necessidade de ajustamentos. Estas medidas fornecem apenas o tempo necessário para a realização de um ajuste ordenado e para evitar que pressões de mercado, desvinculadas dos *fundamentals*, acabem ocasionando crises autocumpridas do balanço de pagamentos.

1.4. Recapitulação

Três condições são necessárias para a sobrevivência de um sistema monetário internacional num mundo conturbado. Mesmo que as taxas de câmbio sejam, normalmente, estáveis, devem haver graus de liberdade para alterá-las em resposta a distúrbios que requeiram ajustes de preços relativos demasiadamente profundos para serem efetuados por mercados descentralizados. Para dar credibilidade às taxas vigentes na ausência de distúrbios excepcionais, devem-se adotar regras monetárias robustas. Finalmente, devem-se dispor de mecanismos capazes de conter pressões de mercado no caso de incerteza quanto às regras de política econômica que serão adotadas pelas autoridades. Controles de capital e auxílio externo são opções disponíveis.

(9) Isto é formalmente analisado em Wyplosz (1986). Com o capital sob controle, um ataque especulativo tem dimensão temporalmente limitada desde que haja volume suficiente de reservas (possivelmente acrescido por empréstimos externos), capaz de sustentar um regime de taxas fixas.

2. Implicações para operacionalização dos arranjos monetários internacionais

Analisarei agora a história dos arranjos monetários internacionais à luz dos conceitos desenvolvidos na seção 1.

2.1. O padrão ouro clássico

O padrão ouro é, geralmente, considerado o epítome de um sistema monetário internacional estável. Entre 1880 e 1913, as nações industriais líderes mantiveram fixo o preço de suas moedas em termos de ouro. Por meio de arbitragens no mercado do ouro, essas políticas estabilizavam as taxas de câmbio. Enquanto se mantivesse a conversibilidade externa e não se colocasse obstáculo às remessas de ouro, as taxas de câmbio variavam no interior dos *gold points* (bandas em torno da relação entre preço doméstico e externo do ouro, definida pelos custos de remessa e de seguro).¹⁰

Superficialmente, o padrão ouro do pré-guerra não parece ter satisfeito a qualquer um dos pré-requisitos acima identificados para o funcionamento estável de um sistema monetário internacional. As taxas de câmbio mantiveram-se estáveis por extensos períodos sem o recurso de controles de capital ou de auxílios externos. Os salários não eram perfeitamente flexíveis: os mercados de trabalho estruturados limitavam a flexibilidade dos salários ao longo do tempo, mesmo antes que o sindicalismo houvesse se espalhado ou se consolidasse o crescimento das grandes corporações com departamentos de pessoal. Comparações da flexibilidade dos salários, na Inglaterra, nos períodos pré e entreguerras, não provêem evidências de um declínio secular da flexibilidade do mercado de trabalho (Hatton, 1988). Mesmo nos EUA, onde os estudos iniciais sugeriam uma inércia crescente dos salários nominais, pesquisas posteriores, a partir de dados micro e macroeconômicos, têm questionado tal hipótese.¹¹

Pesquisas recentes tentam responder como o padrão ouro funcionou tão bem no pré-guerra. Uma linha ressalta a existência e o papel das cláusulas de

(10) No padrão ouro, as taxas de câmbio fluuavam dentro de intervalos de variação, cujos limites eram definidos pelos *gold points*. Além dos custos pecuniários, havia o custo de oportunidade dos fundos empregados em arbitragens, já que os investimentos em ouro não rendiam juros enquanto o metal estava em trânsito.

(11) Estão incluídos entre os trabalhos pioneiros mais importantes, os de Cagan (1956); Sachs (1980). Para exemplos de estudos revisionistas ver Carter e Sutch (1990); Allen (1992). Um estudo recente (Obstfeld, 1992) concluiu que "os preços nominais na maioria dos países industriais revelam sintomas de rigidez mesmo durante o padrão ouro. A inflexibilidade dos preços nominais parece ter crescido após a Segunda Grande Guerra, embora as evidências não sejam esmagadoras." Hanes (1993) tenta conciliar a divergência, sugerindo que ocorreu, de fato, um declínio na flexibilidade dos salários, mas anterior ao período coberto pela maioria dos estudos históricos (isto é, nos anos 1880) e, portanto, muito antes da vigência do padrão ouro.

escape durante o padrão ouro.¹² Na ocorrência de distúrbios excepcionais, os países poderiam suspender a conversibilidade temporariamente sem afetar sua credibilidade. Um exemplo típico de distúrbio excepcional é a guerra: a Inglaterra suspendeu a conversibilidade durante as guerras francesas, sem afetar a credibilidade de seu compromisso com o padrão ouro. Da mesma forma, os EUA durante e após a guerra civil. A cláusula de escape poderia, também, ser evocada na ocorrência de distúrbios eminentemente financeiros, como o fez o Banco da Inglaterra, em 1847 e 1857. O caráter temporário da suspensão era crítico em relação à operação deste mecanismo; as autoridades sempre se comprometeram com a restauração da paridade após a crise. Esta temporariedade restringia a fuga de capitais, que poderia ser induzida por expectativas recorrentes de depreciações. A natureza excepcional das crises e temporária da suspensão, foram assinaladas pela "renúncia emergencial" contida no Ato Bancário de 1844.

Contrariamente à Europa, os países latino-americanos suspendiam a conversibilidade e permitiam a depreciação de suas taxas de câmbio sempre que se interrompia a oferta de capitais estrangeiros ou a demanda por suas exportações. Entretanto, diferentemente do que ocorria nos países europeus, a credibilidade não se mantinha intacta. Tal diferença explica-se pela solidez do regime monetário e pela capacidade de conter pressões de mercado. Na Europa o padrão ouro estava alicerçado na prioridade atribuída à manutenção da conversibilidade (Eichengreen, 1992; Bordo e Kydland, 1992). Nos países centrais do sistema (Inglaterra, França e Alemanha) não pairavam dúvidas - exceto em circunstâncias excepcionais - quanto ao compromisso das autoridades com a defesa das reservas de ouro dos bancos centrais e com a manutenção da conversibilidade da moeda. Isto constituía o epítome de regras monetárias robustas.

A credibilidade era, também, reforçada pela pouca compreensão das conexões entre política monetária e a economia. Enquanto não apareceu uma teoria bem articulada sobre a relação entre a política dos bancos centrais e a economia, os observadores dificilmente chegavam a um consenso sobre os possíveis efeitos das altas taxas de juros sobre o nível de emprego. O compromisso dos governos com a conversibilidade tornava-se, ainda, mais crível devido ao fato dos desempregados não poderem manifestar suas objeções: o direito ao voto era limitado aos proprietários. Os partidos trabalhistas ainda estavam em formação. E representavam a facção masculina da classe trabalhadora, pois as mulheres sequer tinham direito a voto. Quando o banco central elevava as taxas de juros, os trabalhadores jogados no desemprego tinham poucas oportunidades de contestar e, menos ainda, de trocar os governantes e os dirigentes do banco central de seus cargos. Os emprestadores externos

(12) Ver Giovannini (1993). O modelo de Bordo e Kydland (1992) também compartilha desta opinião.

consideravam a adesão ao padrão ouro um sinal de probidade financeira, condicionando a ela o acesso dos países em desenvolvimento aos mercados internacionais de capital.¹³ Por estas razões, um acontecimento que afetasse negativamente o balanço de pagamentos não enfraquecia a taxa de câmbio a ponto de induzir aumentos excessivos da taxa de juros. Ao contrário, o enfraquecimento da taxa de câmbio era compensado pelo ingresso de capital motivado pelas expectativas de que as autoridades tomariam as medidas necessárias à sua estabilização. Este fato limitava as virtuais conseqüências de tais medidas.

As forças econômicas e políticas que operavam a favor da credibilidade do compromisso de conversibilidade eram mais poderosas no coração europeu do sistema. Nos Estados Unidos, ao contrário, os débitos agrícolas e os interesses da mineração da prata formavam uma poderosa coalizão de oposição à deflação e a favor de modificações no padrão monetário que permitissem a cunhagem da prata. Tais grupos também existiam na Europa, mas nos EUA tinham maior poder de barganha devido à existência do sufrágio universal masculino. Na América Latina, como nos EUA, a depreciação foi bem recebida pelos proprietários de terra com débitos hipotecários fixos e pelos exportadores desejosos de melhorar suas posições competitivas. Como nos EUA, os dois grupos eram, freqüentemente, um único e os mesmos. E suas posições eram compartilhadas pelos mineradores favoráveis à cunhagem da prata.

Por tais razões, regras monetárias robustas não tinham um apoio político esmagador, e a credibilidade do compromisso das autoridades com a taxa de câmbio vigente era questionável. Os países latino-americanos foram forçados, inúmeras vezes, a abandonar o padrão ouro nas décadas finais do século XIX. Esteve próximo de acontecer, também, na corrida presidencial dos EUA, em 1896, quando William Jennings Bryan fez da taxa de câmbio o ponto central do debate.¹⁴ Portanto, da mesma forma que regras monetárias robustas e cláusulas de escape bem definidas facilitaram o funcionamento do padrão ouro clássico no centro europeu, a ausência delas provocou a falência do regime na periferia.

O padrão ouro também precisava de meios para conter as pressões de mercado. Essas pressões poderiam ser intensas: antes de 1914, o volume dos fluxos internacionais de capital de longo e de curto prazos atingiu níveis elevadíssimos.¹⁵ Os países não desenvolveram controles de capital que os isolassem das pressões especulativas. Ao contrário, eles utilizavam o assim chamado *gold devices* para ampliar a banda de flutuação de suas taxas de câmbio bilaterais. A banda flutuante sob o padrão ouro era determinada pelos *gold points*

(13) Fishlow (1989) faz analogia com uma restrição externa moderna: as condicionalidades do FMI.

(14) Detalhes desta campanha eleitoral e de suas implicações para o padrão ouro americano podem ser encontrados em Eichengreen (1993a). Giovannini (1993) mostra, comparando a taxa cambial americana à alemã e à francesa, que o fluxo de capital com objetivos estabilizadores foi menor nos EUA.

(15) Para esta discussão, Bloomfield (1963a,b) é a referência clássica.

(cunha criada para arbitragens no mercado de ouro, correspondente aos custos de transporte e de seguro).

Medidas objetivando a ampliação da banda diminuían as pressões sobre as autoridades no sentido de elevar as taxas de juros em circunstâncias em que os fluxos de capital pudessem enfraquecer a taxa de câmbio. Os bancos centrais deveriam elevar os preços de compra e de venda das barras de ouro ou trocar por notas somente moedas metálicas já em uso.¹⁶ Eles poderiam desencorajar a exportação de ouro restringindo a conversão unicamente à matriz do banco central. Como o Banco da França, alguns poderiam resgatar legalmente suas moedas-papel por meio de moedas de ouro e de prata, cujos valores de face eram maiores que o valor de mercado. Esta era uma prática equivalente à desvalorização cambial.

Outra forma de conter as pressões de mercado era a cooperação internacional entre bancos centrais e governos. A cooperação era rara, mas ocorria no momento exato do ataque contra as principais taxas de câmbio do sistema. Os bancos centrais descontavam títulos a favor do país afetado ou emprestavam ouro para suas autoridades monetárias. O episódio mais famoso foi a crise, em 1890, do Baring, quando o Banco da Inglaterra viu-se defrontado com a insolvência do principal banco britânico - Baring Brothers - decorrente do não pagamento de empréstimos tomados pelo governo da Argentina. O Banco da Inglaterra tomou emprestadas 3 milhões de libras em ouro do Banco da França e obteve do governo russo a garantia de 1,5 milhões de libras em moedas de ouro.¹⁷

Em 1895, um consórcio de bancos europeus apoiado pelos seus respectivos governos, forneceu os empréstimos necessários a manter os EUA no padrão ouro. Em 1898, o Reichsbank e bancos comerciais alemães foram assistidos pelos Bancos da Inglaterra e da França. Em 1906 e 1907, o Banco da Inglaterra obteve novamente o apoio do Banco da França e, também, do Reichsbank. O Banco Estatal Russo embarcava ouro para Berlim para reabastecer as reservas do Reichsbank. Em 1909 e 1910, o Banco da França voltou a descontar títulos ingleses garantindo a disponibilidade de ouro em Londres. Também os menores países da Europa, como Bélgica, Noruega e Suécia, tomavam emprestadas reservas dos bancos centrais e governos estrangeiros.

Sendo assim, a estabilidade do padrão ouro clássico observada no centro da Europa é decorrente da existência dos pré-requisitos necessários para um sistema monetário internacional viável. A ausência dos pré-requisitos e a conseqüente instabilidade do padrão ouro na periferia serve como contra-exemplo.

(16) Para maiores detalhes ver Morgenstern (1959: 441).

(17) Houve precedentes. Em 1839, o Banco da França emprestou ouro ao Banco da Inglaterra com a intermediação do mesmo Baring Brothers. O Banco da Inglaterra retribuiu o favor em 1847. O Swedish Risksbank tomou emprestado vários milhões de coroas do Danish National Bank em 1882, sem que se caracterizassem crises intensas.

2.2. Arranjos no entreguerras

Os arranjos monetários internacionais no entreguerras notabilizam-se pelo fraco desempenho. A experiência com taxas flutuantes, nos anos 20, criou uma aversão à flutuação cambial que protelou esta experiência por meio século. Este mau resultado é explicado pela ausência de regras monetárias robustas. As forças que permitiram sua existência, até 1914, foram enfraquecidas com a Primeira Grande Guerra. Os bancos centrais, subordinados ao ministro das Finanças e Orçamento, tiveram sua independência limitada. Os sufrágios universais masculinos, o crescimento dos partidos trabalhistas e a importância atribuída às relações entre política monetária e desemprego politizaram as decisões dos banqueiros centrais. Os anos seguintes à guerra foram completamente dominados por disputas entre políticas econômicas, que só por acidente eram consistentes com as políticas monetárias. Enquanto os bancos centrais estavam a serviço dos governos, as influências políticas em decisões a respeito de quais taxas deveriam ser elevadas ou quais programas de gastos deveriam ser cortados acabavam repercutindo nas autoridades monetárias, que eram forçadas a criar moeda e crédito para conciliar demandas incompatíveis, a despeito de suas conseqüências sobre o câmbio.

Eventualmente, estas experiências desastrosas produziam suas próprias soluções. O caos financeiro quebrava resistências ao comprometimento fiscal e a inflação alta enfraquecia a oposição à independência do banco central. Na segunda metade dos anos 20, o padrão ouro foi restabelecido. Por razões previsíveis, entretanto, foi mais fraco que no pré-guerra. As políticas monetárias eram ainda influenciadas politicamente, principalmente enquanto a taxa de desemprego permanecesse a níveis de dois dígitos. Os bancos centrais que elevassem as taxas de juros em defesa de suas taxas de câmbio eram pressionados pelas possíveis conseqüências sobre o emprego. Assim, por razões políticas, não era factível a adoção de regras monetárias robustas, dificultando o recurso às cláusulas de escape e produzindo um sistema de câmbio fixo rígido e frágil.

Também era mais difícil conter as pressões de mercado. O suporte internacional a taxas de câmbio fracas revelou as dificuldades de se conciliar restrições às políticas domésticas, controvérsias políticas internacionais e estruturas conceituais incompatíveis (Eichengreen, 1992). A prevenção dos grupos de interesse contra ajustamentos cooperativos das políticas econômicas que pudessem prejudicá-los, as disputas internacionais quanto às dívidas de guerra e reparações e a adoção de estruturas conceituais concorrentes em diferentes países impediram que os formuladores de política econômica chegassem a um entendimento comum quanto aos problemas econômicos e a uma solução conjunta.

A flutuação administrada dos anos 30 não satisfazia a quaisquer pré-requisitos necessários para que o sistema monetário internacional funcionasse de forma tranqüila. Os governos modificavam constantemente as regras de política econômica, deixando dúvidas sobre o grau de comprometimento com as taxas de câmbio vigentes. O capital especulativo movimentava-se de forma desestabilizadora. E a cooperação para restringir as pressões de mercado não era significativa. O Acordo Tripartite de 1936 foi a primeira tentativa de viabilizar um sistema monetário internacional, mas um progresso real neste sentido só ocorreria após a Segunda Guerra Mundial.

2.3. O Sistema de Bretton Woods

A conferência de Bretton Woods foi uma tentativa clara de restabelecer as precondições para a viabilidade de um sistema monetário internacional. O Acordo criou uma cláusula de escape para garantir ajuste de preços relativos. Embora se exigisse dos signatários a declaração do valor da paridade de suas moedas,¹⁸ permitia-se alterações de paridade na ocorrência de um "desequilíbrio fundamental". Discordâncias entre negociadores americanos e ingleses impediram maior precisão dos critérios de recurso à cláusula de escape pelos países em desequilíbrio. No caso de desvalorização de suas moedas, os países deveriam obter, primeiramente, a concordância do FMI. Caso não houvesse, poderiam ter acesso aos recursos do Fundo bloqueado. Buscava-se, com isso, a garantia de que os distúrbios indutores de variações cambiais tivessem sido de origem externa, e não ocasionados pelas próprias autoridades.¹⁹ Na prática, entretanto, nem sempre os países obtinham a autorização do FMI previamente à desvalorização de suas moedas. A única variação da taxa de câmbio não autorizada pelo FMI foi a da França, em 1948.

Os fracassos desses procedimentos, que asseguravam aos mercados que variações de paridade somente ocorreriam em resposta a choques externos excepcionais e autônomos, não provocados por escolha de política econômica doméstica, deixaram os países inseguros quanto à utilização da cláusula de escape. Temiam que seu uso minasse a credibilidade de suas políticas monetárias.²⁰ Sendo assim, foram raras as variações nas taxas de câmbio realizadas pelos países industrializados, durante os anos do Bretton Woods.

(18) Definido em termos do conteúdo-ouro do dólar americano, em 1/7/1944, e com margem máxima de variação de 1%.

(19) Em análise semelhante, Dominguez (1993) enfatiza as regras de monitoramento e instrução do FMI.

(20) Argumentavam que a desvalorização da libra unilateralmente, em 1949, teve um efeito danoso sobre a credibilidade.

A relutância em recorrer a variações da taxa de câmbio não garantiu que os fluxos de capital tivessem sempre um caráter estabilizante. Isto refletia a limitada robustez das regras políticas vigentes. É claro que esta afirmação é relativa: a solidez das regras monetárias prevalecentes era menor se comparada à era do padrão ouro, quando o compromisso dos bancos centrais com a estabilidade da taxa de câmbio superava qualquer outro objetivo e isolava-o das pressões políticas. Ao contrário, depois da Segunda Guerra, os formuladores da política monetária estavam divididos entre o desejo de estabilizar a taxa de câmbio e os preços, de um lado, e de reduzir o desemprego e restringir os ciclos dos negócios por meio do ativismo da política econômica, conforme proposto por Keynes, por outro. Entretanto, ao mesmo tempo, a estabilidade da política monetária - a robustez das regras monetária vigentes - era superior, se comparada tanto ao período imediatamente anterior (anos 20 e 30) quanto aos anos seguintes ao colapso do Sistema Bretton Woods. Pesquisa recente sobre a era de Bretton Woods sugere que eram pouco comuns mudanças erráticas na política monetária, especialmente após o restabelecimento da conversibilidade da conta corrente, no final de 1958.²¹ Portanto, o sucesso do Sistema de Bretton Woods deveu-se, em parte, à limitada mas importante solidez das políticas monetárias nacionais.

Por que as regras monetárias eram relativamente robustas no apogeu de Bretton Woods? À exceção dos EUA e do Reino Unido, a revolução keynesiana ainda exercia fraca influência sobre os países. Foram raras as experiências de utilização da política monetária para manipular produção e emprego. Os governos não sentiam necessidade de utilizar políticas fiscais e monetárias discricionárias enquanto suas economias cresciam rapidamente. Nestas circunstâncias, os eleitores não se preocupavam com os custos do desalinhamento das moedas. Os governantes, isolados politicamente, aumentavam a credibilidade dos seus compromissos com taxas fixas. Além disso, relutavam em manipular a política monetária e desestabilizar as taxas de câmbio diante das lembranças das desvantagens ocasionadas pela volatilidade cambial, na primeira metade dos anos 20, e pelas desvalorizações competitivas (de "empobrecimento do vizinho") dos anos 30.

As medidas para conter as pressões de mercado talvez tenham sido as mudanças mais importantes introduzidas pelo Acordo de Bretton Woods. O FMI foi criado para defender as moedas em situações de fragilidade. Em caso de dificuldade com o balanço de pagamentos, os países poderiam recorrer, sem restrições, à *tranche* inicial de suas quotas no FMI e tomar empréstimos

(21) Bordo (1993); Eichenbaum e Evans (1993), concluem que a magnitude dos choques de políticas monetárias durante os anos de Bretton Woods foi mais fraca que nos períodos vizinhos. Eichengreen (1993b), utilizando outra metodologia para investigar estimativas dos distúrbios de demanda agregada - em que a política monetária tem um papel relevante - conclui que tais distúrbios foram menores entre 1959-70 que nos períodos adjacentes. Mostra, também, que distúrbios inflacionários de política monetária eram menos persistentes neste período do que após 1971.

adicionais sujeitos a condicionalidades. Nos anos 50, foram introduzidos os *standby*, que davam assistência financeira aos países previamente à ocorrência de dificuldades. Tais acordos não forneciam o apoio necessário para defender uma moeda indefinidamente, mas eram fonte de munição adicional para países que sofriam de ataques especulativos.

Os países industrializados apoiavam-se, também, mutuamente. Em 1961, os bancos centrais assinaram o Acordo de Basileia pelo qual cada país se comprometia a defender as demais moedas e a participar de empréstimos recíprocos. O *pool* do ouro, em Londres, tinha como objetivo impedir o esgotamento das reservas (de ouro) dos EUA. Em 1962, os países industrializados realizaram *swaps* para fornecer linhas de crédito adicionais. Seguiu-se, ainda, o Acordo Geral para Empréstimos, os Direitos Especiais de Saque e outros dispositivos de ampliação dos recursos disponíveis para bancos centrais com problemas. Vale repetir que este não era um apoio ilimitado; tampouco a soma de todos estes recursos era suficiente para conter pressões especulativas dos mercados financeiros com posições baixistas. Mas poderiam ser instrumentos importantes em situações específicas.²²

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.

Outra medida importante para conter as pressões de mercado foi a manutenção dos controles de capital. Foram mantidos, pela maioria dos países, vários tipos de controles sobre os movimentos do capital financeiro, durante a vigência do Bretton Woods. Como o custo da burla era elevado, os governantes ganhavam tempo para ajustar suas políticas numa direção estabilizadora, antes que a taxa de câmbio entrasse em colapso, ou para ajustá-la ordenadamente.²³

Tradicionalmente, a literatura sobre o declínio e a falência de Bretton Woods ressalta as falhas estruturais do Sistema.²⁴ Outra visão atribui seu colapso aos conceitos desenvolvidos na seção 1. No final dos anos 60, quando a estabilidade política e a defesa do preço de US\$ 35 para a onça de ouro foram subordinados aos objetivos da Guerra do Vietnã, observou-se um declínio na robustez das regras monetárias nos EUA. O mesmo verificou-se na Europa, pelo

(22) Um exemplo é a concessão de crédito multilateral, em março de 1964, que evitou a desvalorização da lira italiana.

(23) Além disso, antes de 1959, a maioria dos países controlava transações correntes em moeda estrangeira e a conta capital. Foram exceções os EUA, Canadá e uns poucos países da América Latina. No auge do Sistema de Bretton Woods, as taxas de câmbio eram controladas na Europa pela União de Pagamentos Européia (EPU), que se constituiu fonte adicional de monitoramento (Conselho Administrativo do EPU) e de apoio externo (linhas de crédito do EPU). Portanto, como já discutido, a existência dos pré-requisitos necessários para viabilizar um sistema monetário internacional pode explicar o sucesso do EPU. Para maiores detalhes ver Triffin (1957); Eichengreen (1993c).

(24) Uma revisão da literatura sobre o colapso de Bretton Woods pode ser vista em Garber (1993).

crescente modismo do keynesianismo. A suscetibilidade britânica às políticas de *stop-go*, culminando com a crise da libra em 1967, simbolizou a hesitação - que tomou conta dos formuladores de política macroeconômica - entre priorizar objetivos econômicos domésticos ou internacionais, em detrimento de uma linha política consistente a longo prazo. Conjuntamente à perda de robustez das regras domésticas de política monetária, ocorreu um aumento (previsível) da rigidez do sistema de taxas de câmbio. Incapacitados para invocar regras contingenciais, os governantes tentavam dar credibilidade à seus compromissos com a taxa de câmbio vigente, resistindo a todas as pressões para alterá-las. A limitação da cláusula de escape tornou os ajustes de preços relativos mais complexos. A cooperação internacional foi prejudicada pelas críticas do presidente da França, Charles De Gaulle, ao privilégio exorbitante dos EUA, e por seus temores quanto à estabilidade do dólar.²⁵ Ao mesmo tempo, as defesas unilaterais que os países poderiam construir para conter pressões de mercado enfraqueceram-se pela crescente porosidade dos controles de capital.²⁶ Sendo assim, era previsível o colapso do Sistema de Bretton Woods de taxas de câmbio fixas, porém ajustáveis.

2.4. Arranjos pós-Bretton Woods

O gestão monetária internacional, após o colapso de Bretton Woods, oscilou entre esforços unilaterais de estabilização da taxa de câmbio e tentativas de cooperação *ad hoc*, como os Acordos do Louvre e do Plaza. Somente na Europa ocorreram esforços mais sistemáticos.

Três iniciativas pós-Bretton Woods são significativas no que tange ao esclarecimento dos pré-requisitos necessários à estabilidade monetária internacional. A primeira é a tentativa malsucedida de estabilização da taxa de câmbio dos países europeus nos anos finais do Sistema de Bretton Woods. Em 1972, os membros da Comunidade Econômica Européia estabeleceram a "serpente no túnel", que mantinha as taxas de câmbio dentro de margens (de flutuação) mais estreitas que as requeridas pelo Acordo Smithsoniano. Criou-se o Acesso ao Financiamento de Curtíssimo Prazo (VSTF) para auxiliar os países membros a superar déficits temporários de balanço de pagamentos.

Após o colapso do "túnel smithsoniano", em 1973, manteve-se a serpente, mas não com êxito total. Alguns países a abandonaram temporariamente, outros de forma permanente. Somente a Alemanha e seus pequenos vizinhos do norte europeu aderiram fielmente ao sistema. Gross e Thygesen (1992) apresentam duas

(25) Diante deste quadro, a dissolução do *pool* do ouro, em 1968, não surpreendeu.

(26) Obstfeld (1993) analisa variações ao longo do tempo nas divergências decorrentes da cobertura da paridade de juros (uma medida padrão da extensão do controle de capital e das respectivas barreiras para a integração dos mercados de capital internacionais). Conclui que "no geral, os resultados confirmam que, no período de Bretton Woods, a mobilidade de capital foi crescente, embora ainda imperfeita."

explicações para o fracasso desta iniciativa. A primeira está nas políticas fiscal e monetária excessivamente expansionistas. A quadruplicação do preço do petróleo no último trimestre de 1973, e as recessões que se seguiram, induziram os governos a adotar políticas anticíclicas com conseqüências inflacionárias. No início de 1976, a inflação na Itália e no Reino Unido superou os 20% e expulsou-os da serpente.

Na maioria dos países da serpente, as taxas de inflação eram inferiores (de 10 a 14%) e ainda menores no país âncora, a Alemanha. Em 1975, a França adotou políticas fiscais mais expansionistas, reagindo a uma profunda depressão, e jogou o franco, pela segunda vez, para fora da serpente. Gros e Thygesen, também, atribuem o fracasso à coordenação inadequada de políticas entre países devido ao temor dos governos de comprometer os objetivos econômicos domésticos ou de delegar autoridade adequada ao Comitê dos Diretores de Bancos Centrais ou ao Fundo Europeu de Cooperação Monetária. Na linguagem da seção 1, a adesão a regras monetárias robustas era inadequada e a cooperação internacional, insuficiente para conter as pressões de mercado.

Uma segunda iniciativa notável pós-Bretton Woods foram os Acordos do Plaza e do Louvre, assinados pelos ministros das finanças do Grupo dos Cinco, em meados dos anos 80. As paridades das moedas dos três principais países industrializados - o dólar, o marco e o iene - flutuaram livremente na primeira metade dos anos 80. Entre meados de 1980 até meados de 1985, a taxa de câmbio comercial do dólar frente a outras divisas valorizou-se quase 90%, e a mesma tendência observou-se, também, para a taxa de câmbio real americana. Tal comportamento acabou despertando pressões protecionistas do Congresso dos EUA. Em setembro de 1985, no Hotel Plaza, em Nova Iorque, os países do G-5 concordaram em ajustar suas políticas monetária e fiscal para depreciar o dólar. Em fevereiro de 1987, dando-se por satisfeitos, negociaram, no Louvre, um acordo de estabilização cambial desenhado para manter as moedas dentro de bandas estreitas de flutuação.

As compras oficiais de dólares, nos meses seguintes ao Acordo do Louvre, foram maiores que todas as realizadas desde o colapso do Sistema de Bretton Woods. Estancou-se, temporariamente, a depreciação do dólar, que foi mantido dentro de sua banda de 2,5%. Entretanto, o acordo não abrangeu um compromisso dominante com metas para taxas de câmbio, nem se obteve a cooperação necessária para um acordo de estabilização cambial duradouro. Os Estados Unidos não tomaram nenhuma providência para coibir sua brecha crescente em contas correntes, que estava enfraquecendo a confiança no dólar. Em outubro de 1987, o Bundesbank elevou sua taxa de juros básica, reagindo a uma leve indicação de inflação doméstica e levantando dúvidas quanto ao compromisso com a estabilização do dólar. A administração Reagan foi rápida na crítica ao banco central alemão. O mercado americano de ações quebrou na

segunda-feira seguinte, obrigando o Federal Reserve (FED) a reduzir as taxas de juros e a criar disponibilidade de crédito para o mercado, a despeito das implicações para a taxa de câmbio. A Alemanha e o Japão recusaram-se a continuar apoiando o dólar, exigindo que os EUA tomassem providências para reduzir seu déficit orçamentário. Deste modo, o fim do Acordo do Louvre decorreu de uma cooperação internacional inadequada e da hesitação em adotar regras monetárias sólidas que priorizassem a estabilidade da taxa de câmbio.

A única iniciativa importante de reforma internacional é o SME. Os pré-requisitos necessários à viabilização de um sistema monetário internacional, ressaltados neste trabalho, explicam o fortalecimento do SME pós-1979 e suas turbulências e desafios recentes. O SME, a princípio, continha cláusulas para acomodar perturbações e conter pressões de mercado. Permitia que as moedas dos países membros do Mecanismo Cambial Europeu (ERM) variassem no interior de uma banda,²⁷ que poderia ser alterada na ocorrência de desequilíbrios persistentes. Da criação do SME até janeiro de 1987 ocorreram onze realinhamentos. Entretanto, não se pode assegurar que os governantes recorressem a realinhamentos somente devido a choques exógenos. Muitos países dificilmente adotavam regras monetárias sólidas. Típicos eram os realinhamentos induzidos por inflações persistentes, e não por choques externos. Todavia, a exigência imposta pelo SME, de concordância dos parceiros para alterações na paridade cambial de um país, evitou abusos significativos.

Os dispositivos utilizados para conter as pressões de mercado são responsáveis não só pela sobrevivência mas, também, pela prosperidade do SME. Destacou-se, entre eles, o Sistema de Financiamento de Curtíssimo Prazo, permitindo a países com moedas fragilizadas tomar empréstimos de seus parceiros com moedas mais fortes, para defender suas taxas de câmbio. De acordo com a ata de fundação do SME, quando uma taxa de câmbio bilateral afasta-se o máximo permitido de sua paridade central, requisita-se a intervenção dos bancos centrais dos dois países envolvidos (no Acordo Basileia-Nyborg, em 1987, permitiram-se intervenções intramarginais).

Outra característica conspícua do SME foi a manutenção de várias formas de controle de capitais que vão desde impostos sobre a detenção de ativos em moedas estrangeiras a restrições à capacidade de empréstimos bancários ao exterior. Em conjunto com o realinhamento e o Acesso a Financiamentos de Curtíssimo Prazo, eles constituem a quadratura do círculo. A certeza de que, no final das contas, os países com moeda fraca poderiam realinhar suas paridades, assegurou os parceiros de moeda forte de que a obrigatoriedade de intervenções seria limitada. Os controles de capital, ainda que com porosidade, proviam o

(27) Normalmente de 2,5%, mas, para alguns recém-ingressados, permitia, temporariamente, uma banda mais larga de 6%.

isolamento necessário para administrar os realinhamentos e garantir a sobrevivência do sistema.

A mudança do equilíbrio entre estes elementos no período precedente à crise do SME, em setembro de 1992, coloca a operação do sistema como questão. A adesão à regras monetárias robustas era maior do que o habitual, embora ainda longe do ideal, quando a tensão aumentava. O recurso à cláusula de escape era menor. Entre fevereiro de 1987 até a crise de setembro de 1992, nenhum realinhamento foi feito. Esta mudança na estratégia foi um corolário da remoção dos controles de capital, pelo Ato Europeu Único, que visava criar um Mercado Europeu Único. Esta remoção dificultou realinhamentos ordenados. Com a crescente rigidez do sistema de taxas de câmbio, os países com moedas fortes, como a Alemanha, temiam que o realinhamento por parte dos países de moedas fracas não limitassem as intervenções obrigatórias a um nível aceitável. Além deste, elas ameaçariam a estabilidade dos preços domésticos, o que era inaceitável. Simultaneamente ao crescimento de pressões sobre o balanço de pagamentos, os meios tradicionais para seu controle eram enfraquecidos ou removidos. Em tal contexto, os acontecimentos de 1992 culminaram com uma crise que expulsou duas moedas do SME e minou a confiança no Sistema.

3. Implicações para a reforma monetária internacional

A dificuldade de satisfazer os pré-requisitos para a estabilidade monetária internacional deve-se à estruturação crescente dos mercados de trabalho, à politização das políticas econômicas e à ampliação dos desafios para conter pressões de mercado. Os acontecimentos recentes na Europa mostraram os problemas criados por estes fatores para taxas de câmbio fixas (e ajustáveis). Na ausência do instrumento cambial, a rigidez dos mercados europeus de trabalho dificultou o ajustamento aos choques. A independência limitada dos bancos centrais tornou-os mais suscetíveis a pressões políticas e deixou dúvidas quanto ao compromisso com regras monetária robustas.²⁸ Os controles efetivos do capital são limitados pelo crescimento das transações financeiras internacionais que excedem US\$ 1 trilhão ao dia.

Uma solução para este problema seria aprender a conviver com taxas de câmbio flutuantes. Nesta conclusão, examino a possibilidade de alternativas a nível global.

(28) Este problema foi amenizado, na Europa, por medidas de apoio à independência do banco central, associadas ao Estágio II do processo de unificação monetária do Tratado de Maastricht. Mas a independência dos principais bancos centrais europeus, por exemplo os do Reino Unido e da França, permanecem incompletas.

3.1. Moeda mundial única

A primeira opção é tornar as taxas de câmbio verdadeiramente inflexíveis e não-ajustáveis; ou seja, irrevogavelmente fixas, como no interior dos EUA, do Canadá e de outras federações, criando uma moeda mundial única (Cooper, 1990; Bergsten, 1993). A unificação monetária elimina a flutuação cambial por meio da abolição das próprias taxas de câmbio. A Europa vem trilhando este caminho. Mas uma lição extraída do processo de Maastricht é que solidariedade política e convergência econômica são pré-requisitos para a unificação monetária. A Europa tem trilhado este caminho por quase meio século, como pode ser confirmado por qualquer pessoa que conheça a história da CEE. Mas não é realista esperar que os principais países industriais movam-se em direção à unificação política durante nossa existência.

3.2. Câmaras de conversão

Uma câmara de conversão é idealizada expressamente para minimizar as incertezas quanto ao compromisso das autoridades em defender a paridade fixada para a moeda. Os estatutos da câmara impedem que as autoridades emitam moeda, exceto quando adquiram reservas em divisas suficientes para permitir a conversão a uma taxa fixa. Para cada moeda doméstica adicional emitida, a câmara deve adquirir um dólar adicional de reserva, por exemplo. A credibilidade seria completa e os especuladores não teriam razões para testar a determinação das autoridades monetárias.

Ou teriam? A melhor maneira de responder esta questão é observar a operação de uma câmara de conversão específica como a da Estônia. Seu estatuto divide o Banco da Estônia em dois departamentos, um emissor e outro para assuntos bancários, e atribui ao primeiro a função de fixar a taxa de câmbio em relação ao marco e de emitir moeda somente quando adquirir reservas em marco.²⁹ Mas, embora o Banco da Estônia seja independente do governo, nada garante que o Parlamento não modifique a lei. Ainda que, correntemente, o banco central não tenha poder discricionário sobre o câmbio, existe a possibilidade da lei vir a ser alterada algum dia. Ela pode ser revogada ou modificada pelo Parlamento em decorrência de mudanças econômicas ou nas condições políticas. Lainela e Sutela (1993) defendem que os homens públicos da Estônia consideram sua câmara de

(29) Pela lei aprovada pelo Parlamento da Estônia, em maio de 1992, a moeda (o *kroon*) deve ter uma contrapartida em ouro e divisas. O Banco da Estônia só pode alterar a quantidade de títulos e moedas em circulação mediante um aumento das reservas em ouro e moedas estrangeiras. O Banco pode converter *kroons* em marcos para a maioria das transações em conta corrente. A cotação é de 1 marco para 8 *kroons*, podendo flutuar, para cima ou para baixo, 3%. Ver Hanke, Jonung e Schuler (1993).

conversão como um acordo transitório que deverá ser abandonado num futuro próximo.

O resultado é que o estatuto da câmara de compensação não outorga ao sistema capacidade total de isolamento contra ataques especulativos. Em caso de eventual ataque, o abandono de taxas fixas de câmbio exigiria um ato parlamentar para alterar a paridade. Tal exigência possivelmente exigiria do Banco da Estônia a defesa de taxas de juros elevadas por um período mais longo do que se ele fosse autorizado a modificar unilateralmente a paridade cambial vigente. Neste caso, as pressões políticas contra taxas de juros elevadas concentrariam-se no Parlamento. Afora os significativos custos políticos envolvidos na alteração estatutária para permitir variações na taxa de câmbio, nada mais isolaria o Parlamento de pressões por mudanças. O conhecimento de que poderia chegar um momento em que o estatuto da câmara fosse modificado incentivaria tentativas de ataques especulativos.

3.3. Bandas cambiais

Segundo a proposta original de Williamson (1985), de um sistema de bandas cambiais para os países industrializados, os participantes anunciariam previamente as bandas para suas taxas de câmbio reais efetivas, especificando uma paridade central (fixa) com 10% de margem para cada lado.³⁰ A existência de diferenciais nacionais de inflação implica a redefinição da paridade central da taxa de câmbio nominal e de sua banda correspondente. Os governantes administrariam suas taxas de câmbio nominais mantendo-as nos limites das bandas por meio de intervenções no mercado cambial e da política monetária. Realinhamentos periódicos das taxas, antes que estas atingissem os limites da banda, evitariam ataques especulativos. Neste sentido, a proposta equivaleria a um sistema de *crawling pegs* (limitado por bandas) em que os ritmos das variações cambiais seriam dados pelos diferenciais de inflações nacionais. O sistema poderia, ainda, ter alguns pequenos "para-choques" que permitissem à taxa central extrapolar a banda em circunstâncias excepcionais.

Já que o SME revelou-se problemático no início dos anos 90, devem-se considerar as diferenças entre as duas propostas. Igualmente à proposta de Williamson, o SME determina uma taxa central e bandas de flutuação para cada moeda participante *vis-à-vis* uma cesta de outras moedas européias. Permite que governantes e bancos centrais realinhem, periodicamente, suas taxas centrais. Intervenham para manter as moedas dentro de suas bandas. E determina

(30) A proposta é generalizada em Williamson e Miller (1987). Posteriormente, propuseram-se alternativas para determinar a taxa central bilateralmente contra uma moeda referência, por exemplo, o dólar americano.

intervenções sempre que os limites sejam atingidos. A proposta de Williamson difere da do SME na amplitude das bandas (a banda proposta por Williamson está entre os 2,25% do SME pré-1993 e os 15% que passaram a vigorar desde então). Difere, ainda, na exigência de que as bandas sejam alteradas antes que seus limites sejam atingidos, caso a fragilidade cambial reflita problemas de competitividade. É, por fim, diferente, devido à possibilidade de suspensão das intervenções, se comprovado que a fragilidade da moeda decorre de processos especulativos, não refletindo, assim, dificuldades competitivas da economia.

Estas características são, por várias razões, atrativas. A exigência de alteração das bandas, antes que seus limites sejam atingidos, evitaria que se acumulassem problemas de competitividade à medida que o limite inferior da banda estivesse próximo, brindando os especuladores com apostas unidirecionadas e, portanto, sugerindo-os o ataque. A possibilidade de extrapolar diante de um ataque não induzido pelos *fundamentals*, colocaria a depreciação do câmbio como alternativa à elevação das taxas de juros domésticas, garantindo a sobrevivência do sistema. Uma vez ficasse claro, para os especuladores, que as autoridades não reagiriam aos ataques alterando as políticas determinantes da evolução dos *fundamentals*, a taxa de câmbio voltaria a mover-se no interior das bandas.

A questão é se este sistema seria significativamente diferente de um sistema de taxas flutuantes. A vantagem de metas para as bandas é o "bias no interior da banda", ou seja, a confiança no compromisso de defesa das metas reduz a variabilidade da taxa de câmbio associada a determinados *fundamentals*, possibilitando, assim, uma "lua-de-mel" para as bandas cambiais. Isto reduziria a necessidade de intervenções de política monetária para estabilizar a taxa de câmbio. É, portanto, abrandado o *tradeoff* entre estabilidade da taxa de câmbio e autonomia da política monetária interna.

A proposta de Williamson induz maior estabilidade no interior das bandas cambiais? Se as bandas são alteradas tão logo aumente o diferencial entre as taxas de juros doméstica e externa, não há razão para o mercado supor que a banda será defendida e que não ocorrerá nenhum bias (na banda). Na realidade, esta é a circunstância em que a "lua-de-mel" das bandas cambiais pode se transformar em divórcio, como postulam Bertola e Caballero (1991):³¹ aceleração inflacionária que eleve as expectativas de realinhamento cambial poderá aumentar volatilidade da taxa de câmbio no interior da banda associada a certos *fundamentals*. Regras de intervenção de política monetária mais complicadas podem resultar numa dinâmica mais complexa. De qualquer forma, o comportamento da taxa de câmbio

(31) Aqui, "a aceleração da inflação" está no sentido de qualquer ocorrência que enfraquecesse a competitividade de um país. A permissão para extrapolar os limites da banda, mesmo na ausência de inflação, motiva os especuladores a estratégias de ataque.

num sistema de bandas cambiais não é, necessariamente, superior ao de flutuação administrada que existiria em sua ausência.

Por outro lado, se os formuladores de política econômica resistirem a pressões para alterar as bandas, permitindo que seus limites sejam atingidos e intervindo somente para impedir que sejam extrapolados, estariam sujeitos ao tipo de crise que inviabilizou as bandas estreitas do SME em 1993. Para gerar um "bias no interior da banda", teriam que elevar as taxas de juros como instrumento de defesa dos limites da banda. Num ambiente de liquidez de mercado virtualmente ilimitada, e de ausência de controle de capital, a exigência de taxas de juros crescentes pode ser impraticável, como no verão europeu de 1993.³² A defesa da banda pode somente produzir crises, e não "lua-de-mel".

3.4. O imposto Tobin

A opção final é tributar as transações em moedas estrangeiras para obtenção de alguns dos efeitos do controle de capitais.³³ Isto aumentaria a capacidade dos formuladores de política de conter pressões de mercado, permitindo-lhes repelir ataques auto-realizados e dando-lhes o tempo necessário para organizar os realinhamentos.

Esta proposta tem duas limitações óbvias. Embora aumente a capacidade das autoridades de conter pressões de mercado, não lhes fornece outros dois pré-requisitos para a estabilização monetária internacional: capacidade de efetuar ajustamento dos preços relativos e compromisso com regras monetárias robustas. Outro problema é que esta política deveria ser implementada globalmente. A tributação deveria ser aplicada a todos as jurisdições e a taxa impositiva deveria ser igual em todos os mercados. Se fosse imposta unilateralmente por algum país, o mercado cambial se protegeria da regulamentação fiscal. Se a tributação fosse aplicada somente pela França, por exemplo, os bancos franceses enviariam francos para suas filiais, que os venderiam como divisas livre de tributo.

Portanto, a política deveria ser universal. Um órgão multilateral com capacidade de sanção, tal como o BIS ou o FMI, deveria ser responsabilizado pela sua implementação e coordenação. O FMI ou o BIS seriam autorizados a influenciar a definição da taxa tributo comum. Estas organizações imporiam sanções sobre os países que não cumprissem as medidas. Isto não ocorrerá da

(32) Estas pressões ficam evidentes nas adaptações realizadas por alguns países que utilizam o sistema de bandas-alvo. O Chile, por exemplo, vinha mantendo uma banda cambial contra o dólar desde 1985. Com o progresso da liberalização financeira, foi forçado a ampliar a banda de 4 para 6, 10 e, em janeiro de 1992, 20%. A Finlândia, Noruega e a Suécia foram obrigadas a abandonar em 1992 metas unilaterais para suas respectivas bandas cambiais.

(33) A proposta original é de 1978. Foi discutida e atualizada em Eichengreen, Tobin e Wyplosz (1994).

noite para o dia. A questão é se, num prazo intermediário, é mais ou menos realista que as demais opções.

Conclusão

Portanto, no curto prazo, o mundo não terá outra escolha que não a de conviver com taxas de câmbio flutuantes. A consecução de reformas monetárias internacionais é um desejo a ser realizado somente a médio-prazo.

Barry Eichengreen é professor da
Universidade da Califórnia - Berkeley - EUA.

Referências bibliográficas

- ALLEN, S. Changes in the cyclical sensitivity of wages in the United States, 1891-1987. *American Economic Review*, Nashville, v. 82, p. 122-40, 1992.
- BENSAID, B., JEANNE, O. *The instability of fixed exchange rate systems when raising the nominal interest rate is costly*. Paris: École Nationale des Ponts et Chaussées, 1994. (manuscript)
- BERGSTEN, C. The rationale for a rosy view: what a global economy will look like. *The Economist*, London, n.7828, p. 57-9, sept. 1993.
- BERTOLA, G., CABALLERO, R.J. *Target zones and realignments*. 1991. (CEPR discussion paper, n. 398)
- BLOOMFIELD, A.I. *Short-term capital movements under the pre-1914 gold standard*. Princeton: International Finance Section. Department of Economics, 1963a. (Princeton Studies in International Finance, n. 11)
- _____. *Patterns of fluctuation in international investment before 1914*. Princeton: International Finance Section. Department of Economics, 1963b. (Princeton Studies in International Finance, n. 21)
- BORDO, M. D. The Bretton Woods International Monetary System: an historical overview. In: _____, EICHENGREEN, B., eds. *A retrospective on the Bretton Woods System*. Chicago: Univ. of Chicago Press, 1993. p. 3-108.
- _____, KYDLAND, F. The gold standard as a rule. In: *EXPLORATIONS in economic history*. 1992. (in the press)
- CAGAN, P. Changes in the recession behavior of wholesale prices in the 1920s and post-world war II. In: *EXPLORATIONS in economic research*. 1975. v. 2, p. 54-104.
- CANZONERI, M. Monetary policy games and the role of private information. *American Economic Review*, Nashville, v. 75, p. 1056-70, 1985.
- CARTER, S., SUTCH, R. The labour market in the 1890s: evidence from Connecticut manufacturing. In: AERTS, E., EICHENGREEN, B., eds. *Unemployment and underemployment in historical perspective*. Leuven: Leuven Univ. Press, 1990. p. 15-24.

- COOPER, R. What future for the international monetary system? In: SUZUKI, Y., MIYAKE, J., OKABE, M., eds. *The evolution of the international monetary system: how can efficiency and stability be attained?* Tokyo: Univ. of Tokyo Press, 1990. p. 277-300.
- DAM, K. *The rules of the game*. Chicago: Univ. of Chicago Press, 1982.
- DE KOCK, G., GRILLI, V. *Endogenous exchange rate regime switches*. New York: NBER, 1989. (NBER Working paper, n. 3066)
- DOMINGUEZ, K. M. The role of international organizations in the Bretton Woods System. In: BORDO, M., EICHENGREEN, B., eds. *A retrospective on the Bretton Woods System*. Chicago: Univ. of Chicago Press, 1993. p. 357-404.
- EICHENBAUM, M., EVANS, C. *Some empirical evidence on the effects of monetary policy shocks on exchange rates*. New York: NBER, 1993. (NBER Working paper, n. 4271)
- EICHENGREEN, B. *Golden fetters: the gold standard and the great depression 1919-1939*. New York: Oxford Univ. Press, 1992.
- _____ The endogeneity of exchange rate regimes. In: KENEN, P.B., ed. *Understanding interdependence*. Princeton: Princeton Univ. Press, 1993a. (in the press)
- _____ Epilogue: three perspectives on the Bretton Woods System. In: BORDO, M., EICHENGREEN, B., eds. *A retrospective on the Bretton Woods System*. Chicago: Univ. of Chicago Press, 1993b. p. 621-58.
- _____ A payments mechanism for the former Soviet Union: is the EPU a relevant precedent? *Economic Policy*, New York, v. 17, p. 310-53, 1993c.
- _____ *International monetary arrangements for the 21st century*. Washington: Brookings Institution, 1994. (in the press)
- _____, TOBIN, J., WYPLOSZ, C. Two cases for sand in the wheels of international finance. *Economic Journal*, Cambridge, Mass., v. 105, n. 428, p. 162-72, jan. 1994.
- _____, WYPLOSZ, C. *The unstable EMS*. Washington: Brookings Institution, 1993. p. 51-143. (Brookings papers on economic activity, n. 1)
- FISHLOW, A. Conditionality and willingness to pay: some parallels from the 1890s. In: EICHENGREEN, B., LINDERT, P. H., eds. *The international debt crisis in historical perspective*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989. p. 86-105.
- FLOOD, R., ISARD, P. *Monetary policy strategies*. Washington: International Monetary Fund, 1989. p. 612-32. (IMF Staff papers, n. 36)
- GARBER, P. The collapse of the Bretton Woods fixed exchange rate system. In: BORDO, M., EICHENGREEN, B., eds. *A retrospective on the Bretton Woods System*. Chicago: Univ. of Chicago Press, 1993. p. 461-94.
- GIOVANNINI, A. How do fixed exchange rate systems work: the gold standard, Bretton Woods and the EMS. In: MILLER, M., EICHENGREEN, B., PORTES, R., eds. *Blueprints for exchange rate management*. New York: Academic Press, 1989. p. 13-42.
- _____ Bretton Woods and its precursors: rules versus discretion in the history of international monetary regimes. In: BORDO, M., EICHENGREEN, B., eds. *A retrospective on the Bretton Woods System*. Chicago: Univ. of Chicago Press, 1993. p. 109-54.
- GOLDSTEIN, M. et al. *International capital markets, part I: exchange rate management and international capital flows*. Washington: International Monetary Fund, 1993.

- GROS, D., THYGESEN, N. *European monetary integration*. London: MacMillan, 1992.
- GROSSMAN, H., VAN HUYCK, J. Sovereign debt as a contingent claim: excusable default, repudiation and reputation. *American Economic Review*, Nashville, v. 78, p. 1088-97, 1988.
- HANES, C. The development of nominal wage rigidity in the late 19th century. *American Economic Review*, Nashville, v. 83, p. 732-56, 1993.
- HANKE, S.H., JONUNG, L., SCHULER, K. *Monetary reform for a free Estonia*.. Stockholm: SNS Norlag, 1993.
- HARROD, R. *The pound sterling*. Princeton: International Finance Section. Department of Economics, 1952. (Princeton Essays in International Finance, n. 13).
- HATTON, T.J. Institutional change and wage rigidity in the U.K., 1880-1985. *Oxford Review of Economic Policy*, Oxford, v. 4, n. 1, p. 74-86, 1988.
- KENEN, B. *Managing exchange rates*. London: Royal Institute of International Affairs, 1988.
- KRUGMAN, P. Target zones and exchange rate dynamics. *Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, Mass., n. 426, p. 669-82, 1991.
- _____ *Has the adjustment process worked?* Washington: Institute for International Economics, 1992.
- LAINELA, S.; SUTELA, P. *Escaping from the ruble zone: Estonia and Latvia compared*. Bank of Finland, 1993. (manuscript).
- MORGENSTERN, O. *International financial transactions and business cycles*. Princeton: Princeton Univ. Press, 1959.
- NURKSE, R. *International currency experience*. Geneva: League of Nations, 1944.
- OBSTFELD, M. *Destabilizing effects of exchange rate escape clauses*. 1992. (NBER Working paper, n. 3606)
- _____ The adjustment mechanism. In: BORDO, M.D., EICHENGREEN, B., eds. *A retrospective on the Bretton Woods System*. Chicago: Univ. Of Chicago Press, 1993. p.201-68.
- _____ *The logic of currency crises*, New York: NBER, 1994. (NBER Working paper, n. 4640)
- OZKAN, F. G., SUTHERLAND. A. *A model of the ERM crisis*. s.l. Univ. of York, 1993. (manuscript)
- ROSE, A. K., SVENSSON, L.E.O. *Expected and predicted realignments: the FF/DM exchange rate during the EMS*. Stockholm: Institute of International Economic Studies, 1991. (Seminar paper, n. 485)
- SACHS, J., The changing cyclical behavior of wages and prices, 1890-1976. *American Economic Review*, Nashville, v. 70, p. 78-90, 1980.
- SCHWARTZ, A., Comment on Giovannini. In: BORDO, M.D., EICHENGREEN, B., eds. *A retrospective on the Bretton Woods System*. Chicago: Univ. of Chicago Press, 1993. p. 157-60.
- TOBIN, J. A proposal for international monetary reform. *Eastern Economic Journal*, v. 4, p. 153-9, 1978.
- TRIFFIN, R. *Europe and the money muddle*. New Haven: Yale Univ. Press, 1957.
- WILLIAMSON, J., *The exchange rate system*. Washington: Institute for International Economics, 1985. (Policy Analyses in International Economics, n. 5).

_____, MILLER, M. *Targets and indicators: a blueprint for the international coordination of economic policy*. Washington: Institute for International Economics, 1987. (Policy Analyses in International Economics, n. 22)

WYPLOSZ, C. Capital controls and balance of payments crises. *Journal of International Money and Finance*, v. 5, p. 167-80, 1986.

Resumo

Este artigo objetiva mostrar como os regimes monetários internacionais bem-sucedidos possuem atributos comuns: capacidade de ajustamento de preços relativos, adesão de seus participantes a regras monetárias robustas e habilidade para conter pressões de mercado.

Abstract

This paper aims to highlight three common characteristics of all satisfactory international monetary arrangements: the capacity to effect relative price adjustments, adherence by the participants to robust monetary rules, and the ability to contain market pressures.