

# Do ouro imóvel ao dólar flexível

---

*Franklin Serrano*<sup>1</sup>

## **Resumo**

Neste trabalho, discutimos algumas características peculiares da balança de pagamentos do país que emite a moeda-chave em diferentes padrões monetários internacionais a partir de uma perspectiva sraffiana, na qual a taxa monetária de juros do país central é vista como uma variável independente, determinada institucionalmente. Esta análise breve e esquemática das teorias e experiências dos padrões monetários internacionais nos permitirá atingir o objetivo principal deste trabalho que é o de apresentar uma caracterização simples, porém suficientemente precisa, do atual padrão monetário internacional, que chamamos de “padrão dólar flexível”.

**Palavras-chave:** Finanças internacionais; Sistema monetário internacional; Padrão dólar flexível; Taxas de juros exógena.

## **Abstract**

In this paper we discuss some essential features of the balance of payments position of the country which issues the key currency in different international monetary standards. The analysis is made from a Sraffian standpoint, where the monetary rate of interest of the central country is seen as an independent policy variable, institutionally determined. This brief and schematic analysis of the theories and experiences of the international monetary standards shall allow us to reach the prime aim of this work, which is that of providing a simple but sufficiently precise characterization of the current international monetary standard, that we shall call the “floating dollar standard”.

**Key words:** International monetary system; Floating dollar standard; Exogenous rate of interest.  
**JEL** B51, F42, E58.

## **Introdução**

Neste trabalho, discutimos algumas características peculiares da balança de pagamentos do país que emite a moeda-chave em diferentes padrões monetários internacionais a partir de uma perspectiva sraffiana, na qual a taxa monetária de juros do país central é vista como uma variável independente, determinada institucionalmente (Pivetti, 1991, 2001; Serrano, 1993, 2002). Na seção 1, discutiremos preliminarmente o problema da balança de pagamentos do país central em abstrato, num esquema simples no qual vale um padrão monetário internacional referido ao ouro. Nas seções seguintes, aplicaremos os resultados de nosso esquema à evolução histórica do sistema monetário internacional, aproveitando para criticar algumas hipóteses curiosamente “monetaristas”

---

(1) Professor adjunto do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE-UFRJ). O autor agradece o apoio financeiro do CNPq, a Carlos Medeiros por inúmeras discussões sobre o tema e a um parecerista anônimo desta revista pelos comentários e críticas.

nacionais ou globais que estão por trás de análises consagradas sobre esse tema. Criticaremos tanto a idéia de que o padrão ouro-libra era regulado por movimentos internacionais de ouro quanto a de que o ritmo de crescimento da economia mundial dependia do crescimento da disponibilidade de ouro (seção 2), assim como o conhecido “dilema de Triffin” no que diz respeito ao padrão ouro-dólar (seção 3). Esta análise breve e esquemática das teorias e experiências dos padrões monetários internacionais anteriores nos permitirá, por contraste, que ao final (seção 4) possamos atingir o objetivo principal deste trabalho, que é o de apresentar uma caracterização simples, porém suficientemente precisa, do atual padrão monetário internacional, que chamamos de “padrão dólar flexível” (ver Medeiros & Serrano, 1999).

## 1 O ajustamento sem movimentos de ouro

Nossa hipótese central é a seguinte: o país que emite a moeda-chave num padrão referido ao ouro de fato pode fechar o saldo de sua balança de pagamentos em sua própria moeda nacional. Isso permite que esse país tenha déficits globais da balança de pagamentos de praticamente qualquer tamanho.

No entanto, isso não quer dizer que esse país não tenha que se preocupar com a sua posição externa. Existem duas coisas que o país não pode deixar que ocorram: a) déficits de conta corrente crônicos; e b) é necessário que o preço oficial do ouro em relação à moeda local (a paridade) seja fixo em termos nominais pelo máximo de tempo possível (em outras palavras, o país central não pode tomar a iniciativa de desvalorizar sua moeda).

Numa economia fechada, o Estado não corre risco de default em relação à sua dívida interna, pois ela **sempre** pode ser paga em moeda de sua própria emissão. Além disso, o fato de o Estado ser o devedor de risco zero lhe dá o poder de determinar **exogenamente** a taxa de juros básica da moeda que emite.<sup>2</sup>

Analogamente, num sistema referido ao ouro, a economia do país central que emite a moeda de aceitação internacional e respeita as duas condições citadas acima (ou seja: a) evitar déficit de conta corrente; e b) manter a paridade nominal) tem risco “soberano” de default zero sobre sua dívida externa, pois pode **sempre**

---

(2) Esta visão da taxa de juros determinada exogenamente pelas autoridades monetárias segue a abordagem raffiana (ver Pivetti, 1991, 2001 e Serrano, 2002). Note que essa exogeneidade da taxa de juros não requer nenhuma hipótese restritiva sobre a “oferta” ou sobre a “demanda” por moeda, nem sobre o tipo de política seguida pelos bancos centrais. Nessa visão, a moeda bancária (e por consequência o M1) é vista como evidentemente endógena (pois bancos não podem ser obrigados a emprestar), mas ao mesmo tempo a base monetária pode ser parcialmente exógena por motivos fiscais ou de saldo de balanço de pagamentos (o chamado “multiplicador” monetário é, nessa visão, uma mera razão ex post entre os dois agregados acima). Nos anos recentes, felizmente, mais e mais autores pós-keynesianos têm abandonado a teoria da taxa de juros baseada na oferta e demanda por moeda e se aproximado da visão acima, seja via argumentos “horizontalistas” (endogenistas), seja mais diretamente com a redescoberta recente (ver Wray, 1999) da abordagem “chartalista” de Knapp, que enfatizava o caráter estatal da moeda.

pagá-la em sua própria moeda. Esse risco zero, por sua vez, também faz com que a taxa de juros determinada **exogenamente** pelas autoridades monetárias desse país determine a taxa de juros básica da economia internacional.

Vejamos como operaria um sistema desse tipo. Começemos pela questão do déficit global da balança de pagamentos. Podemos escrever a balança de pagamentos do país central da seguinte forma. O saldo global da BP do país central será definido como igual à variação líquida do estoque de ouro desse país (VO) somada à variação dos ativos externos de curto prazo (VACP) (Kindleberger, 1987).<sup>3</sup> Assim iremos usar a seguinte equação da balança de pagamentos desse país:

$$VO + VACP = X - M + RLX - VALP$$

onde  $X - M$  é a balança comercial (note que estamos incluindo os serviços não-fatores dentro da balança comercial),  $RLX$  é o saldo dos serviços de fatores, e  $VALP$  é o saldo dos fluxos de capital de longo prazo (tanto empréstimos quanto IDE).

Vamos supor que o país central tenha um déficit crônico na conta de mercadorias, mas que é plenamente compensado pelo saldo positivo tanto de serviços não-fatores quanto na conta de serviços de fatores. Nesse caso, o saldo em conta corrente ( $X - M + RLX$ ) será zero ou positivo. O importante é que não haja déficits persistentes em conta corrente para que o país central não perca ouro. Vamos supor também que esse país construa muitas ferrovias no exterior e empreste dinheiro para os outros Estados Nacionais, isto é, que  $VALP$  seja positivo e razoavelmente grande.

Isso configura uma situação de déficit global na balança de pagamentos, porém como se trata do país central, esse déficit não cria problema algum. O motivo é simples. Os demais países que em conjunto terão um saldo positivo na BP não vão acumular ouro e sim aplicá-lo em ativos de alta liquidez no próprio país central. Isso quer dizer que, para o país central, todo o saldo negativo da BP causado pelo grande  $VALP$  positivo será compensado exatamente por um fluxo de endividamento de curto prazo (VACP negativo), o que significa que a variação das reservas em ouro é exatamente zero (de fato, se definíssemos o saldo da BP meramente como movimentos de ouro, a BP estaria, nesse caso, sempre em equilíbrio).

É possível contra-argumentar que nada garante que automaticamente toda a saída potencial de ouro seja contrabalançada por uma entrada de capital de curto prazo (saldo VACP negativo) de valor idêntico. Isso é verdade, porém, como se dizia no tempo do padrão ouro-libra, “*six percent will bring gold from the moon*”.

---

(3) Note que nesta equação um VACP negativo indica entrada de capitais de curto prazo enquanto VACP positivo saída de capitais de curto prazo. Da mesma forma um VALP negativo indica entrada de capitais de longo prazo enquanto VALP positivo saída de capitais de longo prazo.

Isto é, devemos nos lembrar que é o país central que fixa a taxa de juros de curto prazo autonomamente e pode operá-la de forma a fazer com que o saldo da variação de ouro fique em torno de zero (ou positivo).

Note que no caso abstrato que estamos analisando, os sucessivos déficits na BP do país central são acompanhados de equilíbrio na conta corrente. Por isso, abaixo da linha, a variação do passivo externo líquido do país central é zero, isto é, o valor absoluto de VACP é igual ao de VALP. Note que essas são as condições ideais para o funcionamento de um padrão ouro, do ponto de vista do país central. Além disso, o país central estimula a demanda efetiva no resto do mundo com seu déficit comercial e, ao mesmo tempo, ao investir a longo prazo e captar a curto prazo provê liquidez para o resto das economias centrais (Minsky, 1994).

No esquema que estamos utilizando, a economia central e as outras podem crescer continuamente e, no limite, mesmo sem nenhum aumento na produção de ouro ou sem que o estoque de ouro se mova. Em outras palavras a “base monetária” em ouro está constante.

Se quisermos, podemos dizer também que [no plano mundial] o “multiplicador monetário” do ouro é igual a um (na medida em que os bancos não produzem ouro), mas, por conta do crescimento contínuo tanto dos valores de VALP quanto de VACP (isto é, dos fluxos brutos de capital), a “velocidade de circulação” da moeda metálica cresce continuamente.<sup>4</sup>

No entanto, enquanto o banco central do país dominante mantiver a total liquidez dos títulos desse país, não faltará liquidez no sistema (Kindleberger, 1987).

A rigor, a respeito dos movimentos de ouro, é possível argumentar exatamente o contrário da visão convencional. O sistema só funciona bem (para os interesses do país central) enquanto o ouro não começar a se movimentar para fora do país central. Por isso, não é recomendável que o país central obtenha déficits em conta corrente persistentes, pois isso significa uma situação na qual seu passivo externo de fato aumenta período após período. O que teria como resultado que o ouro (ou os direitos de propriedade dele) iria mudando de mãos.

É mais fácil ver isso se reescrevermos o saldo da balança de pagamentos com a conta corrente de um lado (acima da linha, isto é, receita e despesas) e o seu financiamento de outro (abaixo da linha).

Nesse caso, temos:

$$X-M + RLX = (VO + VACP) + VALP$$

---

(4) Poderíamos usar o mesmo raciocínio em termos da oferta de moeda fiduciária do país central (em vez do ouro). Nesse caso, se supusermos que a base monetária desse país está constante e que seus bancos criam moeda a partir de um “multiplicador monetário” também constante, o M1 desse país não crescerá. Mesmo nesse caso, se o déficit na balança de pagamentos causado por um VALP positivo for compensado por um VACP negativo, não faltará liquidez internacional, apenas a velocidade internacional de circulação dessa moeda crescerá continuamente.

Se há déficits em conta corrente, o termo do lado direito (a variação do passivo externo líquido) vai tornar-se necessariamente negativo, pois mesmo que se evite o movimento físico do ouro tornando VO igual a zero, isso tenderá a ocorrer à custa de o valor absoluto de VACP ser maior do que o de VALP, isto é, à custa de o país central estar captando a curto prazo **mais** do que aplica a longo prazo. Assim, suas obrigações externas líquidas, medidas em ouro, estarão crescendo.

O outro limite à liberdade do país central é o fato de que ele não deve tomar a iniciativa de desvalorizar sua moeda. Isso porque o que permite o financiamento tranqüilo de déficits na balança de pagamentos do país central é a plena conversibilidade entre sua moeda e o ouro. Se o valor dessa moeda em ouro começa a flutuar, deixa de ser verdade que essa moeda é “*as good as gold*” e é bem provável que os demais países passem a exigir pagamentos externos diretamente em ouro em vez de em ativos financeiros denominados na moeda-chave.

## 2 O padrão ouro-libra

### 2.1 O padrão ouro-libra e seu declínio

Vamos usar a seguinte cronologia de padrões monetários internacionais:

- 1) O padrão ouro-libra, de 1819-1914;
- 2) A tentativa de retorno a esse padrão do fim da Primeira Guerra até os anos 1930;
- 3) O padrão ouro-dólar do pós-Segunda Guerra até 1971;
- 4) O período de crise até 1979;
- 5) O padrão dólar flexível de 1980 até os dias de hoje.

Podemos agora, usando nossa cronologia de padrões monetários, interpretar os vários períodos de acordo com nosso esquema analítico.<sup>5</sup> O primeiro período corresponde ao padrão ouro-libra. Nesse período, grosso modo, a Inglaterra mantém a paridade de sua moeda em relação ao ouro, tem déficit comercial, não tem déficits em conta corrente (durante esse período, a Inglaterra mantém superávits em conta corrente - déficits só começam a aparecer em 1914) e financia todo o seu déficit de balança de pagamentos causado pela saída de capital de longo prazo, recebendo as aplicações de curto prazo do resto do mundo.

Nesse sistema, é importante ressaltar que, por conta do protecionismo, dos ganhos de produtividade dos outros países que se industrializam e também do câmbio fixo inglês, os crescentes déficits de mercadorias da Grã-Bretanha são

---

(5) Para uma análise das relações centro-periferia usando esta cronologia de sistemas monetários internacionais, ver Medeiros & Serrano (1999).

compensados pelos serviços não-fatores (seguros, fretes), pelo grande saldo de mercadorias positivo com as colônias (particularmente no que diz respeito à Índia) e pela renda líquida recebida dos seus investimentos no exterior (DeCecco, 1984).

No segundo período, que se inicia ao final da Primeira Guerra, vemos que o sistema já não funciona adequadamente. De um lado, o antigo país central, a Inglaterra, incorre em déficits na conta corrente (perde inclusive o saldo comercial positivo com a Índia). O retorno à conversibilidade é feito à paridade antiga, a despeito da inflação ocorrida durante a Primeira Guerra e da mudança de paridade de vários outros países. Esse retorno à velha paridade foi muito criticado por Keynes, mas, do ponto de vista dos interesses financeiros (como relembra Hicks, 1989), fazia sentido para manter a idéia de que a libra de fato era “*as good as gold*”.

Como se sabe, esse retorno é um fracasso, dadas a perda de competitividade inglesa e as mudanças na situação internacional devido aos déficits externos acumulados no período de guerra. O ouro, nas décadas de 1920 e 1930, continua a fluir inexoravelmente para os Estados Unidos.

A política econômica americana, no entanto, é operada de tal forma que torna impossível que esse país cumpra o papel desempenhado pela Inglaterra no período anterior. Ao longo desse período, os Estados Unidos obtêm saldos positivos tanto na conta corrente (na balança comercial) quanto na conta de capitais, atraindo todo o ouro do mundo. Para piorar a situação, nos anos 1930, os Estados Unidos aumentam suas tarifas, sobem a taxa de juros e depois ainda desvalorizam o câmbio, lançando o mundo na grande depressão.

## 2.2 O monetarismo nacional de Hume a Eichengreen

Na visão ortodoxa neoclássica, o padrão ouro-libra funcionava automaticamente e levava ao equilíbrio externo de todos os países via movimentos internacionais de ouro que, ao sair dos países deficitários, causava deflação e ganhos de competitividade e, ao entrar nos países com superávit, causava inflação e perda de competitividade externa à la David Hume (1752) (para uma versão novo clássica, ver Barro, 1979). Desse ponto de vista, o seu fim foi resultado de interferências políticas e medidas protecionistas que levavam ao desrespeito às supostas “regras do jogo” (flexibilidade de preços e salários, ausência de intervenções esterilizando o impacto do saldo da balança de pagamentos na base monetária doméstica, ausência de barreiras alfandegárias, etc.) depois da Primeira Guerra Mundial.

Ver, em particular, a análise de Eichengreen (1996) que, numa análise de um monetarismo primário,<sup>6</sup> atribui o fim do padrão ouro à falta de flexibilidade

---

(6) Neste trabalho entendemos por “monetaristas” as análises teóricas que implícita ou explicitamente supõem a oferta primária de moeda exógena e uma velocidade da moeda exógena a longo prazo (ou equivalentemente uma função de demanda por moeda suficientemente estável).

para baixo dos salários nominais nos países centrais. Curiosamente, Eichengreen (1996) tenta disfarçar a pobreza de sua análise econômica e para isso utiliza a conhecida e interessante análise política do período feita por Karl Polanyi (1944) numa explicação “sociológica” para a “rigidez nominal de salários”. Na realidade, ao contrário do que pensa Eichengreen (1996), a flexibilidade para baixo de salários e preços nominais à época foi *excessiva* e teve efeitos ruinosos, pois ampliaram-se, para dadas taxas nominais de juros, a taxa de juros real e a carga das dívidas, levando a ondas de falências, recessão, etc. conforme amplamente apontado, por exemplo, por Keynes.<sup>7,8</sup>

### 2.3 O discreto “monetarismo global” de Robert Triffin

No entanto, de acordo com a conhecida análise de Triffin (1972), o sistema jamais operou seguindo as “regras do jogo” supostas pelos seguidores de David Hume. Triffin mostra a importância fundamental dos fluxos de capitais que viabilizavam a manutenção de desequilíbrios comerciais por décadas (como o da Inglaterra, por exemplo) e argumenta que os vários países centrais, em vez de corrigirem déficits e superávits com deflações, inflações e grandes movimentos de ouro, tinham desequilíbrios de balança de pagamentos relativamente pequenos e seguiam todos conjuntamente o ritmo do ciclo internacional (tanto de taxas de juros quanto de preços e níveis de atividade) ditado pela expansão da liquidez internacional. Em sua visão, Triffin argumenta que o regime de câmbio fixo impunha a necessidade para cada país do centro de evitar que sua economia crescesse muito mais ou muito menos rápido do que o permitido pela situação de equilíbrio de sua balança de pagamentos, evitando assim a necessidade de ajustamentos que envolvessem mudanças drásticas nos níveis de preços e salários (ou câmbio).<sup>9</sup> Triffin mostra também que, em todos os países centrais, domesticamente o uso da moeda fiduciária foi progressivamente se expandindo cada vez mais com o desenvolvimento dos bancos. Ele atribui a esse aumento do uso de moeda fiduciária à liberação de reservas de ouro que saíam progressivamente da circulação doméstica e iam reforçar as reservas dos respectivos bancos centrais.

Ainda segundo Triffin (1972), a expansão da liquidez internacional antes da Primeira Guerra foi satisfatória (para os países do centro) porque a quantidade de ouro em poder dos bancos centrais cresceu o suficiente para satisfazer as necessidades do crescimento do comércio internacional, com a combinação de maiores descobertas de ouro e a retirada de circulação doméstica do ouro

(7) “*The depressing influence on entrepreneurs of their greater burden of debt may partly offset any cheerful reactions from the reduction of wages*” (Keynes, 1936: 264).

(8) Belluzzo (1997) não parece notar essas deficiências da análise de Eichengreen (1996).

(9) Já nos países periféricos, esses ajustes de quantidade não eram suficientes e ajustes mais drásticos de preços e taxas de câmbio eram inevitáveis e agravavam a instabilidade dessas economias.

(substituído por prata ou por moeda fiduciária conforme a época ou país) e, em escala bem pequena, pela aceitação de moedas nacionais (em particular a libra) como componentes das reservas internacionais. A partir dessa análise, Triffin considera que o fracasso das tentativas de retornar ao padrão ouro depois da Primeira Guerra tinha um motivo estrutural, que era a inadequação do crescimento e da distribuição internacional das reservas de ouro, reservas que, com a praticamente completa saída de circulação doméstica do ouro, só poderiam crescer a partir de aumentos na produção mundial de ouro.

Essa visão, embora evidentemente superior à visão neoclássica ortodoxa, sofre, no entanto, de duas deficiências básicas e inter-relacionadas. A primeira é a suposição de que **todos** os países do centro estão igualmente submetidos à disciplina imposta pelo padrão ouro e ajustam sua expansão doméstica à restrição de balança de pagamentos. Pelo argumento de Triffin, a Inglaterra parece estar praticamente na mesma posição que os demais países centrais no que diz respeito a sua (falta de) autonomia em termos de política econômica.

O segundo problema diz respeito à idéia de que o ritmo **global** de expansão dependia da criação coletiva de reservas internacionais, ou seja, do crescimento do ouro disponível coletivamente para os bancos centrais.

Quanto ao primeiro ponto, parece-nos que as políticas econômicas e a evolução das economias centrais que entraram no padrão ouro de fato eram forçadas a seguir, até certo ponto, um ritmo cíclico comum. Esse ritmo, contudo, era dado **assimetricamente** pelo movimento da economia **inglesa**, que liderava tanto pela fixação das taxas de juros internacionais, quanto pelos impulsos de demanda efetiva de seu comércio exterior, quanto também pelo papel fundamental dos fluxos de capitais ingleses para o financiamento do comércio mundial.

O motivo para essa assimetria era o fato de que o padrão ouro era, na realidade, um padrão ouro-libra, onde a moeda internacional era, na prática, a libra esterlina. O ritmo de expansão do comércio e da liquidez internacional, portanto, não era determinado pelo crescimento das disponibilidades de ouro, e sim pela expansão da economia inglesa e do sistema financeiro internacional baseado na libra (ver Medeiros & Serrano, 1999). Aparentemente, Triffin não percebe esse movimento por dois motivos. Primeiro porque pensa que o saldo global da balança de pagamentos de qualquer país é dado apenas pela variação do ouro (VO), esquecendo o papel central, tanto para a Inglaterra quanto para os demais países, dos ativos financeiros em libra (VACP), que considera como tendo dado uma contribuição menor para a formação das reservas internacionais naquele período. Triffin provavelmente pensa nisso porque o efeito **líquido** dos fluxos de capital (VALP - VACP) era pequeno, embora os fluxos **brutos** de VACP fossem cada vez maiores. Grosso modo, Triffin escreve a equação da BP (tanto da Inglaterra quanto a dos demais países) como:

$$VO = X - M + RLX - VALP - VACP$$



Além disso, Triffin considera que a expansão do comércio internacional necessita de um volume de reservas de ouro proporcionalmente crescente. Assim, em sua análise, Triffin não apenas considera o ouro a “base monetária” do sistema e que para a economia mundial o “multiplicador monetário” do ouro é sempre igual a um (pois os bancos não criam ouro), como também considera que sua velocidade de circulação é sempre constante ou pelo menos bastante estável. Somente assim se torna logicamente possível dizer que é o crescimento exógeno das reservas internacionais que determina o crescimento do nível de atividade das economias internacionais.

Essas hipóteses implícitas são todas muito próximas ao que depois se convencionou chamar de monetarismo global em sua versão de preços não flexíveis (ver Frenkel & Johnson, 1976) e evidentemente são bastante problemáticas.

Como vimos na seção 1, acima, não há motivo algum para que tais hipóteses se confirmem. Para uma dada taxa de juros inglesa, um certo ritmo de expansão do crédito, da demanda efetiva e do comércio mundial, a razão entre ativos de curto prazo em libras e ouro, seria crescente o tempo todo. Se quisermos, podemos dizer então que a “velocidade de circulação” do ouro aumenta continuamente.

Logo, parece claro que o fim do padrão ouro-libra e o fracasso das tentativas de retorno estão ligados à Primeira Guerra Mundial e a suas conseqüências geopolíticas mencionadas no início desta seção (ver Medeiros & Serrano, 1999) e não às limitações físicas à expansão adequada da oferta de ouro, como quer Triffin.

### **3 O padrão ouro-dólar**

#### **3.1 O padrão ouro-dólar e o “dilema de Triffin”**

Depois da Segunda Guerra, temos o período do padrão ouro-dólar de Bretton Woods. Nesse período, que vai até 1971, o preço oficial do ouro em dólar é mantido fixo.

No início do período, os Estados Unidos têm saldo comercial e em conta corrente positivos, mas a guerra fria faz com que, via ajuda, empréstimos e investimento direto, os Estados Unidos tenham crescentes déficits na balança de pagamentos. Ao longo do tempo, com a reconstrução dos demais países capitalistas centrais (incentivada e financiada pelos próprios americanos), os saldos comerciais e de conta corrente dos Estados Unidos são reduzidos continuamente até se tornarem negativos em 1971.

É no contexto desse padrão ouro-dólar que surge o debate sobre o chamado “dilema de Triffin”. O argumento de Triffin (1960, 1972) é o de que o

sistema monetário internacional com conversibilidade entre o dólar e o ouro padecia de uma inconsistência básica. Como vimos acima, segundo Triffin, em qualquer padrão monetário internacional o crescimento do comércio mundial requer o crescimento das reservas internacionais. Em sua visão, o crescimento da oferta de ouro se mostrava totalmente inadequado a esses propósitos desde o período entre guerras. Logo, a única solução era que os demais países acumulassem reservas internacionais não em ouro, mas na própria moeda-chave (o dólar e, em menor escala, a libra). Isso por sua vez só poderia ocorrer através de déficits globais da balança de pagamentos dos Estados Unidos. No entanto, e aí é que surge a contradição, quanto mais o país central acumular sucessivos déficits da balança de pagamentos financiados em sua própria moeda, maior tenderá a ser a razão entre a quantidade de moeda-chave em circulação na economia mundial e as reservas de ouro do país central.

Se o processo continua por muito tempo, fatalmente a falta de lastro em ouro da moeda-chave ficará cada vez mais clara e a manutenção da conversibilidade ficará cada vez mais problemática. Assim, o “dilema” viria da contraposição de dois fatos. De um lado, se o país central tem déficits persistentes, a conversibilidade e a sobrevivência do sistema serão ameaçadas. Mas se, por outro lado, o país central evitar déficits na balança de pagamentos à guisa de manter a moeda-chave com uma cobertura razoável em ouro, o comércio mundial não poderá crescer satisfatoriamente, pois haverá uma crônica falta de liquidez internacional.

A partir da análise desse “dilema”, Triffin (1960) previu que o padrão ouro-dólar estava fadado a entrar em crise e gostaria que ele fosse substituído por uma moeda de reserva verdadeiramente internacional, que não fosse a moeda nacional de nenhum país.

Como o sistema de fato deixou de existir a partir de 1971, talvez a interpretação mais aceita para seu fim seja a combinação do “dilema de Triffin”, criando a fragilidade na paridade ouro-dólar, com o crescimento descontrolado do crédito criado no circuito eurodólar a partir do final dos anos 1960, que teria aumentado ainda mais a quantidade de dólares em circulação no mundo, reduzindo adicionalmente o lastro em ouro da moeda-chave, agravando a situação (Parboni, 1981). Os movimentos especulativos do capital financeiro desregulado, de acordo com essa visão, teriam forçado os Estados Unidos a abandonarem a conversibilidade.

Note, no entanto, que no nosso esquema analítico apresentado na seção 1, acima, o “dilema de Triffin” não ocorre, a despeito de sucessivos déficits globais na balança de pagamentos do país central e do crescimento contínuo do comércio e das finanças internacionais. Além disso, a conversibilidade da moeda-chave em ouro não é ameaçada, uma vez que, apesar dos déficits na balança de pagamentos, o ouro não se move (nem muda de mãos).

O problema com o argumento de Triffin é que, como apontou Kindleberger nos anos 1960 (ver Kindleberger, 1987), no esquema de Triffin, apesar de os pagamentos internacionais não serem feitos diretamente em ouro, implicitamente é levantada a hipótese arbitrária e monetarista de que a “velocidade de circulação do ouro” tenha que ser constante. Assim, para que a conversibilidade seja mantida, ainda tem que haver alguma proporcionalidade entre a quantidade de ouro e de ativos de curto prazo denominados na moeda-chave. Triffin simplesmente ignora por completo que os fluxos brutos de capitais internacionais podem fazer a “velocidade de circulação” do ouro crescer sem limites.

Essa hipótese de Triffin, de “velocidade constante” é facilmente refutável pela observação de mais de um século de aprofundamento financeiro (*financial deepening*) em todo o mundo. E sem ela o “dilema de Triffin” simplesmente desaparece.<sup>10</sup>

### 3.2 O “Privilégio Exorbitante”

A análise em termos do “dilema de Triffin” esteve no centro da discussão, durante os anos 1960, do que o presidente francês Charles de Gaulle chamava de “Privilégio Exorbitante” dos Estados Unidos que podiam financiar seus déficits na balança de pagamentos emitindo sua própria moeda sem lastro e, portanto, se beneficiando de um ganho de senhoriagem internacional. Seguindo uma análise como a de Triffin, esse ganho seria medido exatamente pelo tamanho do déficit na balança de pagamentos americana, que seria idêntico à emissão de moeda internacional pelos Estados Unidos.

Outros autores questionaram parcialmente esse fato pois, pelo menos a partir do final dos anos 1960, com o crescimento do circuito offshore do eurodólar, os bancos internacionais também eram vistos como fonte de emissão de dólares para a economia internacional. Sendo assim, o déficit da balança de pagamentos americano seria apenas o aumento da “base monetária” internacional e que os bancos internacionais “multiplicariam”, aliás sem grande controle das autoridades americanas, criando a “oferta monetária” internacional. Nesse caso, o ganho de senhoriagem internacional seria dividido entre os Estados Unidos e os bancos internacionais (ver, por exemplo, Parboni, 1981).

A posição oficial do governo americano diante dessa controvérsia com seus aliados era inteiramente baseada na análise de Kindleberger<sup>11</sup> (ver Solomon, 1982).

---

(10) A despeito dessa séria deficiência, o “dilema de Triffin” e a interpretação de cunho monetarista global da crise do padrão ouro-dólar se tornaram bastante populares entre economistas como Parboni (1981), Teixeira (1994, 1999) e Arrighi (1996).

(11) Seu artigo original, publicado à época na revista *The Economist*, está reimpresso em Kindleberger (2000).

O argumento americano era que a questão da senhoriagem não era muito importante em si, pois na prática os bancos centrais dos países aliados não retinham como reserva dólares em cash como contrapartida dos déficits de balança de pagamentos americanos. Esses bancos centrais retinham suas reservas em títulos públicos americanos de alta liquidez. Como esses títulos pagavam “juros de mercado”, segundo Kindleberger (1987) e o governo americano, não haveria ganho de senhoriagem algum. Como os Estados Unidos provinham liquidez internacional, emprestando a longo e tomando a curto prazo, o único possível ganho que Kindleberger conseguia ver seria fruto de uma eventual *diferença* entre as taxas de juros de curto prazo e taxas mais longas, que também eram vistas como “de mercado”.

Assim, para Kindleberger, os Estados Unidos apenas supriam um serviço (liquidez internacional) para a economia mundial e recebiam a remuneração “de mercado” para isso. Dessa forma, os Estados Unidos agiam como se fossem um banco comercial para o mundo. Não haveria, então, “Privilégio Exorbitante” algum e sim apenas uma divisão do trabalho entre os Estados Unidos e os demais países.

Na realidade, Solomon (1982) e Kindleberger (1987) tinham toda razão sobre a questão da senhoriagem monetária internacional não ser crucial, pois os bancos centrais evidentemente não retêm grandes quantidades de dólar em cash. A análise dos críticos tem exatamente as mesmas deficiências “monetaristas globais” da discussão do chamado “dilema de Triffin”.

No entanto, ao contrário do que Kindleberger, Solomon e o governo americano argumentavam, o fato de emitir a moeda internacional dá um privilégio aos Estados Unidos muito maior, ou mais “exorbitante”, do que os ganhos de senhoriagem calculados à la Triffin.

Os Estados Unidos não eram o banco *comercial* do mundo pagando taxas de juros “de mercado” em seus passivos externos de curto prazo. A analogia correta é a de que os Estados Unidos, ao controlar a emissão da moeda internacional, faziam o papel de banco *central* do mundo.<sup>12</sup>

O verdadeiro privilégio dos Estados Unidos no padrão ouro-dólar era idêntico ao da Inglaterra no padrão ouro-libra, ou seja, o país não tem restrição global de balança de pagamentos e, além disso, sua autoridade monetária determina *unilateralmente* a taxa de juros mundial. Era claro que os Estados Unidos não queriam perder esse privilégio.

---

(12) Naturalmente, sendo o dólar a moeda internacional haverá também os tradicionais ganhos de senhoriagem pagos por aqueles que retiverem dólares em cash (usualmente agentes econômicos de países pouco desenvolvidos ou ligados a atividades informais ou ilegais). O ponto da controvérsia é que os Estados Unidos não estavam tendo esses ganhos à custa dos bancos centrais dos países aliados.

### 3.3 O Dilema de Nixon

Ao longo da década de 1960 vai ficando claro para o governo americano que um realinhamento cambial se torna necessário para desacelerar o declínio relativo da competitividade dos Estados Unidos.

No entanto, a desvalorização do dólar via aumento do preço do dólar em ouro trazia em si o risco de uma fuga para o ouro. Com isso vinha o perigo da reintrodução da restrição de balança de pagamentos para a economia americana, à medida que pagamentos internacionais passassem a ser feitos diretamente em ouro em vez de em dólar.

É importante ressaltar, como aponta Solomon (1982), que países como a URSS sendo o maior produtor (juntamente com a África do Sul, cujo regime os Estados Unidos “apoiava”), ganhariam muito com um aumento da importância do ouro na economia internacional; e que a França fazia tanta pressão por reformas no sistema que ampliassem o papel do ouro por ser historicamente um país que retinha uma proporção relativamente grande de suas reservas externas em ouro. Certamente não era do interesse nacional do Estado americano em plena guerra fria reforçar o poder desses países em particular.

Nesse período também foram feitas pelos aliados americanos diversas propostas de reforma visando à criação de uma moeda verdadeiramente internacional com a introdução dos chamados direitos especiais de saque (SDR). Os Estados Unidos também vetaram todas as propostas de reforma na direção de uma moeda verdadeiramente internacional, pois embora não tivessem as desvantagens adicionais de dar poder aos países produtores de ouro, se implementadas também reintroduziriam a restrição de balança de pagamentos na economia americana, o que era considerado inaceitável pelo governo americano.

Podemos chamar essa situação de “o dilema de Nixon”: o governo americano queria, ao mesmo tempo, desvalorizar o dólar e não comprometer o papel do dólar como moeda internacional.

Os parceiros americanos recusaram a proposta dos Estados Unidos de um movimento coordenado de valorização das moedas dos outros países (que simultaneamente deveriam reduzir o preço oficial do ouro em suas respectivas moedas). Além disso, esses países insistiam em propostas de reforma que diminuiriam a importância do dólar na economia internacional (aumentando o papel do ouro e/ou dos Direitos Especiais de Saque).

Nesse contexto, a solução encontrada pelos Estados Unidos para esse dilema foi decretar unilateralmente a inconvertibilidade do dólar em ouro em 1971, como preparação para a iniciativa de desvalorização do dólar, que começaria em 1973 (Parboni, 1981).

#### 4 O padrão dólar flexível

A decisão americana de desmontar o sistema de Bretton Woods fez a economia mundial capitalista entrar num período de grande turbulência.

A nova situação de inconvertibilidade e flexibilização das taxas de câmbio dos países centrais gerou grandes ondas especulativas, dado um contexto em que a demanda efetiva e a liquidez internacional cresciam, impulsionadas tanto pelo crescimento da economia americana quanto pela expansão do circuito offshore do eurodólar.

O acirramento das rivalidades entre Estados capitalistas e a complexa situação geopolítica da década de 1970 naturalmente contribuíram para essa instabilidade sistêmica.

Além disso, na medida em que as taxas de juros americanas eram mantidas relativamente baixas para operar a desvalorização do dólar, desenvolveu-se uma enorme onda especulativa de commodities que, combinada com o acirramento dos conflitos distributivos e o questionamento da liderança americana, culminou nos choques do petróleo, levando a uma explosão inflacionária jamais vista em tempos de paz nos países centrais (Biasco, 1979).

No final de 1979 vem uma nova e decisiva guinada na política monetária americana com o choque dos juros de Paul Volcker. As taxas de juros atingem níveis sem precedentes e são acompanhadas por uma onda de inovações e desregulações financeiras que, desde então, vem se espalhando por todo o mundo.

Essa política restritiva gera uma recessão mundial na qual os preços das commodities caem e a inflação internacional aos poucos se reduz. Os Estados Unidos, a partir de então, retomam progressivamente o controle do sistema monetário-financeiro internacional (Tavares, 1985). Os demais países centrais, finalmente convencidos da futilidade de questionar a centralidade do dólar no novo sistema, passam a aceitar um novo padrão monetário internacional, o padrão dólar flexível.

Nesse novo padrão, o dólar continua sendo a moeda internacional. Só que agora finalmente livre das duas limitações que tanto o padrão ouro-libra, quanto ouro-dólar impunham aos países que emitiam a moeda-chave.

No padrão dólar flexível os Estados Unidos podem incorrer em déficits na BP e financiá-los tranqüilamente com ativos denominados em sua própria moeda, como nos outros padrões anteriormente citados. Além disso, a ausência de convertibilidade em ouro dá ao dólar a liberdade de variar sua paridade em relação a moedas dos outros países conforme sua conveniência, através de mudanças da taxa de juros americana. Isso é verdade tanto para valorizar o dólar quanto para desvalorizá-lo. No último caso não há mais por que temer uma fuga para o ouro, pois o novo padrão dólar é inteiramente inconvertível, baseado na premissa de que

um dólar “*is as good as one dollar*”, premissa ancorada no poder do Estado e da economia americana no mundo unipolar pós-guerra fria. Como o dólar é o meio de pagamento internacional e a unidade de conta nos contratos e nos preços dos mercados internacionais, acaba por se tornar também a principal reserva de valor.

Flutuações na paridade do dólar com as outras moedas têm grandes efeitos negativos nos países emissores das outras moedas, que perdem competitividade quando se valorizam, o que piora sua restrição externa, e sofrem pressões inflacionárias quando se desvalorizam em relação ao dólar.

Os Estados Unidos perdem competitividade quando o dólar se valoriza, mas não têm restrição externa e podem deixar seu déficit em conta corrente crescer. Por outro lado, quando o dólar se desvaloriza, o efeito inflacionário direto é mínimo, pois a maior parte dos mercados internacionais de commodities homogêneas e petróleo tem preços que são fixados em dólar.<sup>13</sup>

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. Agora, os Estados Unidos podem incorrer em déficits em conta corrente permanentes e crescentes sem se preocuparem com o fato de seu passivo externo líquido estar aumentando, uma vez que esse passivo “externo” é composto de obrigações denominadas na própria moeda americana e não conversíveis em mais nada.

O padrão dólar flexível, que Nixon e Kissinger tentaram implantar nos anos 1970 e que se tornou uma realidade a partir dos anos 1980, permite então que os Estados Unidos incorram em déficits de conta corrente permanentes. Em termos de nossa equação, o termo VO deixa de existir e todo o excesso do valor absoluto de VACP sobre VALP quando há um déficit em conta corrente significa um aumento das reservas dos outros países que necessariamente, se quiserem participar da economia monetária internacional, têm que aceitar acumular títulos em dólar (em geral a própria dívida pública americana).

Em seu último livro, Hicks (1989) percebeu que os Estados Unidos, a partir do início dos anos 1980, haviam tomado para si a responsabilidade de ter a moeda internacional e, portanto, corretamente passaram a manter uma atitude “passiva” em relação a sua balança de pagamentos.

---

(13) Em texto recente, Schulmeister (2000), um dos poucos autores que, seguindo Kindleberger, percebem bem diversos aspectos sobre a natureza do atual padrão dólar flexível, parece superestimar muito o efeito inflacionário direto da desvalorização do dólar e acaba apelando para uma explicação um pouco ad hoc (a perda de poder de barganha da Opep) para explicar por que a desvalorização do dólar no período 1985-1995 veio acompanhada de queda e não de aumento da inflação.

No entanto, Hicks se pergunta se esse papel pode ser desempenhado satisfatoriamente por uma moeda “fraca” como o dólar. Por fraca Hicks quer dizer apenas que é a moeda de um país que tende a déficits crônicos na conta corrente. A resposta a essa dúvida parecer ser afirmativa,<sup>14</sup> uma vez que a vitória americana na guerra fria garantiu o sucesso da desmonetização do ouro e a redução da capacidade de contestação à liderança americana por parte dos outros Estados Nacionais capitalistas.<sup>15</sup>

### Referências bibliográficas

- ARRIGHI, G. *O longo século XX*. Rio de Janeiro: Contraponto, 1996.
- BARRO, R. (1979). Money and price level under the gold standard.. Reprinted in EICHENGREEN, B. *The gold standard in theory and history*. New York: Methuen, 1985.
- BELLUZZO, L. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L. *Poder e dinheiro*. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.
- \_\_\_\_\_. Finanças globais e ciclos de expansão. In: FIORI, J. *Estados e moedas*. Rio de Janeiro: Vozes, 1999.
- BIASCO, S. *L'inflazione nei paesi capitalistici industrializzati*. Milano: Feltrinelli, 1979.
- DeCECCO, M. *Money and empire*. London: Frances Pinter, 1984.
- EICHENGREEN, B. *Globalizing capital: a history of the international monetary system*. Princeton: Princeton University Press, 1996.
- FRENKEL, J., JOHNSON, H. *The monetary approach to the balance of payments*. Toronto: University of Toronto Press, 1976.
- HICKS, J. *A market theory of money*. Oxford: Oxford University Press, 1989.
- HUME, D. (1752). On the balance of trade. Reimpresso em EICHENGREEN, B. *The gold standard in theory and history*. New York: Methuen, 1985.
- KEYNES, J. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1964.
- KINDLEBERGER, C. *International capital movements*. Cambridge: Cambridge University Press, 1987.

---

(14) Belluzzo (1999) parece ainda ter dúvidas quanto a resposta e teme uma possível fuga do dólar. No entanto, na medida em que o ouro foi desmonetizado com sucesso pelos Estados Unidos, parece claro que simplesmente não há para onde fugir. O dólar é agora a moeda de “curso forçado” dos mercados internacionais.

(15) Recentemente Mckinnon (2001, 2002), também partindo da análise de Kindleberger, percebeu com clareza a natureza do padrão dólar flexível, numa análise bem próxima à nossa. O único reparo mais sério a seus trabalhos empíricos sobre o tema é que esse autor considera a predominância do dólar como resultado inicialmente de um “acidente histórico” no imediato pós-guerra, que foi reforçado ao longo do tempo pelo fato de que a economia mundial usar só uma moeda como padrão facilita muito as trocas (ver particularmente Mckinnon, 2002). No entanto, é fato que a eliminação da possibilidade de uma restrição de balança de pagamentos para os Estados Unidos foi um objetivo explícito de política do Estado americano.



- KINDLEBERGER, C. The dollar and world liquidity: a minority view. Reprinted in *COMPARATIVE political economy: a retrospective*. Cambridge, Mass.: The MIT Press, 2000.
- MCKINNON, R. *The East Asian exchange rate dilemma and the world dollar standard*. [s.l.]: Asian Development Bank, Feb. 2002. (Mimeogr.).
- \_\_\_\_\_. The international dollar standard and the sustainability of the U.S. current account deficit. Presented at *BROOKINGS PANEL ON ECONOMIC ACTIVITY: Symposium on the Current Account*. Washington, DC: The Brookings Institution, Oct. 2001. (Mimeogr.).
- MEDEIROS, C., SERRANO, F. Padrões monetários internacionais e crescimento. In: FIORI, J. *Estados e moedas*. Rio de Janeiro: Vozes, 1999.
- MINSKY, H. Integração financeira e política monetária. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 3, dez. 1994.
- PARBONI, R. *The dollar and its rivals*. London: Verso, 1981.
- PIVETTI, M. *An essay on money and distribution*. London: MacMillan, 1991.
- \_\_\_\_\_. Money endogeneity and monetary non-neutrality from a Sraffian perspective. In: ROCHON, L.-P., VERNENGO, M. *Credit, interest rates and the open economy: essays in horizontalism*. Aldershot: Edward Elgar, 2001.
- POLANYI, K. *The great transformation*. New York: Rinehart, 1944.
- WRAY, L. RANDALL. *Understanding modern money: the key to full employment and price stability*. Northampton, MA: Edward Elgar, 1999.
- SCHULMEISTER, S. Globalization without global money: the double role of the dollar as national currency and world currency. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 22, n. 3, Spring 2000.
- SERRANO, F. *Política monetária e a abordagem da taxa de juros exógena*. Rio de Janeiro: UFRJ. IE, 2002. (Mimeogr.).
- \_\_\_\_\_. Review of Pivetti's essays on money and distribution *Contributions to Political Economy*, 1993.
- SOLOMON, R. *The international monetary system, 1945-1981*. New York: Harper & Row Publishers, 1982.
- TAVARES, M. C. (1985). A retomada da hegemonia americana. Reimpresso em TAVARES, M. C., FIORI, J. L. *Poder e dinheiro*. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.
- TEIXEIRA, A. Estados Unidos: a 'curta marcha' para a hegemonia. In: FIORI, J. *Estados e moedas*. Rio de Janeiro: Vozes, 1999.
- \_\_\_\_\_. *O ajuste impossível*. Rio de Janeiro: Ed. da UFRJ, 1994.
- TRIFFIN, R. *Gold and the dollar crisis*. New Haven: Yale, 1960.
- \_\_\_\_\_. *O sistema monetário internacional*. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1972.