

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP**

Yim Kyu Lee

**Enfraquecimento do dólar flexível em 2001-2007: comparação
com 1974-1980, possibilidades de ajuste pela desvalorização,
riscos de ruptura ou risco de um novo "choque de Volcker"**

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

**SÃO PAULO
2008**

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP**

Yim Kyu Lee

Enfraquecimento do dólar flexível em 2001-2007: comparação com 1974-1980, possibilidades de ajuste pela desvalorização, riscos de ruptura ou risco de um novo "choque de Volcker"

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Economia Política pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, sob a orientação do Professor Doutor Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho.

**SÃO PAULO
2008**

Banca Examinadora

DEDICATÓRIA

*Dedico este estudo
meus pais, Shi (in memoriam) e
Yung, que ensinaram aos filhos
que o conhecimento é o caminho
para evolução do ser humano.*

AGRADECIMENTOS

Ao professor Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho, que além de orientador, foi um grande amigo. Sou grato pelo empenho, dedicação e paciência, bem como pela orientação precisa e eficaz.

Ao professor Marcos Cintra da UNICAMP pela correção de rumo e valiosas recomendações, sem as quais não seria possível concluir este trabalho

Ao professor João Borges Machado, pelas contribuições e sugestões de leitura.

Aos professores da PUC São Paulo, Antônio Carlos de Moraes, Julio Manuel Pires, Ladislau Dowbor, Laura Valladão de Mattos, Patrícia Helena F. Cunha, Paulo Fernandes Baia e Rosa Maria Marques que ao longo de dois anos contribuíram com seus conhecimentos para o meu trabalho.

Ao amigo de mestrado Alexandre Andrada por fazer várias revisões dos textos do trabalho.

À amiga de mestrado Luiza Rodrigues, pela indicação das fontes dos dados.

Às amigas Ana Carolina Paes Boyadjian, e Fabiana Franco de Oliveira, pela última revisão.

A Marcos Mikail Abud, meu ex-chefe do Santander, por seu apoio e ajuda em tornar esse trabalho possível.

Ao meu pequeno cachorro Simba, pequeno companheiro que, mesmo sem entender, silenciosamente participou do sacrifício.

À Thais Cerqueira Gomes, pela companhia sempre presente; por seu incentivo e motivação, mesmo nas horas difíceis

Ao meu irmão Hong Lee, um exemplo de dedicação e esforço, mostrando que assim podemos chegar onde queremos.

EPÍGRAFE

"If history repeats itself, and the unexpected always happens, how incapable must Man be of learning from experience?"

Tradução do autor: "Se a história se repete, e o inesperado sempre acontece, o quanto o homem deve ser incapaz de aprender com a experiência?"

George Bernard Shaw

RESUMO

A dissertação analisa o período de enfraquecimento do dólar nos anos 2001-2007 e as alternativas colocadas no momento: (i) sustentação e ajustamento do sistema dólar flexível, por meio dos efeitos da desvalorização prolongada do dólar; (ii) declínio prolongado da posição do dólar como moeda mundial, com a transferência total ou parcial de seu papel para outra moeda, tendo o euro como candidato óbvio; (iii) reação dos EUA no estilo do choque de Volcker de 1979-1980. Discute-se se há limites para a configuração em que o dólar, no papel de moeda de reserva principal, é emitido em grandes quantidades em razão dos déficits em transações correntes norte-americanos, e se o mundo manterá o financiamento destes déficits pagando uma margem de contribuição expressiva para os Estados Unidos, o chamado "privilégio exorbitante" do país emissor da moeda mundial. A dissertação analisa a formação do padrão dólar-flexível, após a ruptura do sistema de Bretton Woods, em 1971-73, e as etapas de seu desenvolvimento, com destaque para os anos recentes, a partir de 2001, período marcado pelo declínio acentuado do valor do dólar. Destacam-se as semelhanças com o período de enfraquecimento de 1974-1980 que conduziu à forte reação dos Estados Unidos, com a forte elevação dos juros e a imposição de controles de crédito, processo conhecido como "choques de Volcker".

Palavras chave: Enfraquecimento do dólar em 2001-2007; privilégio exorbitante; padrão dólar-flexível; moeda mundial e privilégio exorbitante do país central

ABSTRACT

This dissertation analyses the period of weakening of the U.S. dollar in the 2001-2007 period and the three possible scenarios: (i) the maintenance and adjustment of the free-floating currency system, through the prolonged effects of the devaluation of the dollar, (ii) the protracted decline of the dollar as world currency, with the transfer of all or part of its role to another currency, with the Euro as most likely candidate, (iii) U.S.' reaction in the style of the Volcker's shock in 1979-1980. It discusses whether there are limits to the setting in which the dollar, in the role of main reserve currency, is issued in large quantities to cover the U.S. current account deficits and whether the world will keep financing these deficits and paying significant margins of contribution to the United States, the so-called "exorbitant privilege" of the country issuing the world currency. The dissertation studies the formation of the free-floating dollar standard after the collapse of the Bretton Woods system in 1971-73 and the stages of its development, highlighting the period from 2001, which was marked by a sharp decline in the value the dollar. We draw attention to the similarities with the period of weakening of 1974-1980, which led to strong reaction from the United States with the high increase of interest and the imposition of credit controls, a process known as "Volcker's shock."

Keywords: Weakening of the dollar in 2001-2007; exorbitant privilege; free-floating dollar standard; global currency and the central's country exorbitant privilege

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
1 – A SUPREMACIA DO DÓLAR APÓS A SEGUNDA GUERRA MUNDIAL E A CRISE DO SISTEMA DE BRETTON WOODS	5
1.1 - O MUNDO SOB O ACORDO DE BRETTON-WOODS	5
1.2 - A ERA DO CÂMBIO FLUTUANTE	13
1.3 - ANÁLISE DOS PERÍODOS DE EXACERBAÇÃO: 1973-1980 E 2001-2007	29
1.4 - CHOQUES DE VOLCKER	38
2 - A POSIÇÃO FINANCEIRA EXTERNA DOS EUA NO PERÍODO 2001-2007	44
2.1. – DÉFICITS CRÔNICOS EM TRANSAÇÕES CORRENTES	44
2.2 OS FLUXOS DE CAPITAIS E O “PRIVILÉGIO EXORBITANTE” DO PAÍS CENTRAL	48
2.3 – A CONFIGURAÇÃO EXTERNA GERADA PELA POSIÇÃO DOS EUA	59
3 – AJUSTAMENTO OU RUPTURA DO PADRÃO DÓLAR FLEXÍVEL?	70
3.1 – SUSTENTABILIDADE DO SISTEMA E AJUSTE PELA DESVALORIZAÇÃO.....	70
3.1.1 – <i>A tendência de desvalorização do dólar</i>	71
3.1.2 – <i>Efeitos na posição de investimentos com o exterior</i>	73
3.1.3 – <i>Efeitos na conta de transações correntes dos Estados Unidos</i>	77
3.2 OUTRA MOEDA MUNDIAL? REQUISITOS PARA O PAPEL DE PAÍS EMISSOR	79
3.3 O EURO COMO MOEDA RESERVA, ÚNICA OU EM DUPLA COM O DÓLAR.....	83
3.4 – RETOMADA DA HEGEMONIA DO DÓLAR	86
CONCLUSÕES E QUESTIONAMENTOS	91
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	95

Lista de Tabelas

Tabela 1.1: Média anual doméstica do preço do petróleo – EUA – 1970-1982 – Preços em dólares nominais e ajustados pela inflação de 2007	15
Tabela 1.2: Crescimento anual do PIB – Mundo, Estados Unidos, Europa e Ásia – 1971-1982	16
Tabela 1.3: Média do Preço de Soja recebido pelas fazendas - Ano comercial americano - Base 100 (1970/1971) – Período 1970/1971 – 2006/2007	32
Tabela 1.4: Fluxo de investimentos com o exterior – 1973-1980 / 2001-2007	35
Tabela 1.5: Contribuição da Comida, combustível para inflação – 2006-2007	38
Tabela 2.1: Abertura da Conta de Transações Correntes – em USD MM e % PIB – 2001-2007	47
Tabela 2.2: Abertura da conta de transferências unilaterais em USD MM e % PIB – 2001-2007	48
Tabela 2.3: Juros reais dos Estados Unidos – 1971 – 2007	50
Tabela 2.4: Composição dos investimentos privados americanos em % do total – 1976-2007	51
Tabela 2.5: Composição dos investimentos privados americanos em % do total – 1976-2007 – com abertura da conta <i>securities</i> estrangeiras	52
Tabela 2.6: Composição dos investimentos privados americanos em % do total – 1976-2007 – com junção da conta ações e investimentos diretos	53
Tabela 2.7: Composição dos investimentos estrangeiros nos Estados Unidos em % do total – 1976-2007	54
Tabela 2.8: Composição dos investimentos estrangeiros nos Estados Unidos em % do total – 1976-2007	55
Tabela 2.9: Posição de investimentos líquidos com o Exterior em % do PIB e valores nominais em dólares – 1976-2007	57
Tabela 2.10: Rentabilidade dos ativos e passivos americanos % ao ano– 1976-2007	58
Tabela 2.11: Maiores Estrangeiros detentores de Securities do tesouro – 2001-2007	60
Tabela 2.12: Maiores Estrangeiros detentores de Securities do tesouro – 2001-2007 - divisão por zona	61
Tabela 2.13: Divisão do déficit comercial americano - dez maiores países - 2001-2007	62
Tabela 2.14: Divisão do déficit comercial americano - dez maiores países - 2001-2007 - % do total do déficit comercial americano	63
Tabela 2.15: Cotação de moedas do Brasil, China, Japão e Zona do Euro dólar, em base 100 2001, 2001-2007	65
Tabela 3.1: Componentes das variações da conta de ativos americanos no exterior, com investimentos diretos a valor de mercado	75
Tabela 3.2: Tamanho econômico dos Estados Unidos versus Europa – 2004 e 2007	80
Tabela 3.3: Juros reais Zona do Euro – 2001-2007	81
Tabela 3.4: Déficit em conta corrente – 2001-2007 – Zona do Euro	84
Tabela 3.5: Investimentos americanos no exterior – Investimento direto por país – 2004-2007	88

Lista de Figuras

Gráfico 1.1: Cobertura de ouro sobre o dólar 1950-1968	8
Gráfico 1.2: Fluxo de investimentos líquidos com o exterior - USD MM - EUA - 1960-1971	9
Gráfico 1.3: Fundos Federais Taxa Efetiva – EUA – 1960-1971	11
Gráfico 1.4: Conta de Transações Correntes - % PIB – EUA – 1971-1982	17
Gráfico 1.5: Posição de investimentos líquidos com o exterior - EUA - % PIB - 1976-1982.	17
Gráfico 1.6: Taxa dos Fundos Federais Taxa Efetiva e Inflação (CPI All Urban) - EUA - 1974-1985	19
Gráfico 1.7: Euros por USD e lene por USD - Base 100 - 1978 - Período 1978-1985	20
Gráfico 1.8: Preços de Ouro e Petróleo - Base 100 – 1978 - Período 1978-1985	21
Gráfico 1.9: Poupança líquida do governo USD Bi – 1996-2001	27
Gráfico 1.10: Preços de Ouro e Petróleo - Base 100 – 1971 Período 1971-2007	30
Gráfico 1.11: Euros por Dólar - 1971-2007	31
Gráfico 1.12: Conta de Transações Correntes - % PIB - EUA - 1971-2007	34
Gráfico 1.13: Países importadores de capital – 2006	35
Gráfico 1.14: Países exportadores de capital – 2006	36
Gráfico 1.15: Posição de investimentos líquidos com o exterior – EUA - % PIB – 1976-2007	36
Gráfico 1.16: Inflação ao consumidor – EUA – 1971-2007	37
Gráfico 2.1: Conta de transações correntes em % PIB - 1971-2007	45
Gráfico 2.2: Cotação Euros por Dólar – Valores Nominais – 1971-2007	46
Gráfico 2.3: Juros reais Estados Unidos - 1971-2007	46
Gráfico 2.4: Composição dos investimentos americanos no exterior – 1976-2007	51
Gráfico 2.5: Conta de rendas do balanço de Pagamentos em % do PIB – Estados Unidos – 1971-2007	56
Gráfico 2.6: Cotação de moedas do Brasil, China, Japão e Zona do Euro para o dólar, em base 100 2001, no período 2001-2007	64
Gráfico 2.7: Preço do Ouro por onça troy – 1970-2007	67
Gráfico 2.8: Preço do petróleo – valores nominais e ajustados à inflação de 2007 – 1970-2007 – cotações em dólares	67
Gráfico 2.9: Taxas estimadas de crescimento do PIB (em percentual) - 1971-2006	68
Gráfico 3.1: Reservas Globais por moeda – Q1 2000 – Q3 2007	83

Introdução

O prolongado período de enfraquecimento do dólar, a partir de 2001, permite apontar três alternativas básicas para o sistema monetário internacional: (i) sustentação do sistema dólar flexível por meio de um auto-ajuste provocado pelos efeitos da própria desvalorização do dólar; (ii) declínio prolongado da posição do dólar como moeda mundial e a transferência de seu papel para outra moeda, sendo o euro o candidato principal, de forma completa ou em convivência com o dólar, em um sistema de duas moedas mundiais; (iii) reação dos EUA no estilo do choque de Volcker de 1979-1980.

Nos últimos anos, tem crescido a discussão sobre o quadro em que o dólar, como moeda de reserva principal, é emitido em grandes quantidades em razão dos déficits em transações correntes norte-americanos, enquanto que o mundo mantém o financiamento destes déficits, pagando uma margem de contribuição expressiva aos Estados Unidos, o chamado "privilégio exorbitante" do país emissor da moeda mundial.

O objetivo da dissertação é avaliar as alternativas colocadas para o declínio do dólar, a partir da análise da posição financeira externa dos Estados Unidos no período de 2001 até 2007. Eventos como o estouro da bolha da NASDAQ em 2000, o ataque terrorista às torres do World Trade Center em 11 de setembro de 2001 e a crise corporativa de 2002¹ fizeram com que o *Federal Reserve*, para estimular a economia, reduzisse as taxas de juros para níveis muito baixos, com médias anualizadas nominais de 1,67% ao ano em 2002, 1,13% em 2003, 1,35% em 2004.

O dinheiro barato estimulou a bolha imobiliária, que culminou na crise do *subprime*. Associado a isso, crônicos déficits crescentes na conta de transações correntes dos Estados Unidos aumentaram a liquidez do dólar no mundo e exacerbaram a desvalorização da moeda americana. Diante de tal cenário, o dilema do FED em 2007-2008 se resume à escolha entre subir a taxa de juros e impor controles creditícios para combater a inflação ou baixar a taxa de juros para evitar os efeitos da crise do *subprime*, principalmente no setor bancário.

A turbulência atual ocorre numa magnitude similar à crise de 1929. O desfecho da crise do *subprime* ainda é incerto, mas a combinação inflação, juros reais baixos, desvalorização da moeda e alta dos preços das *commodities* são similares ao que ocorreu década de 1970.

¹ A Revista veja citou a Business Week para descrever a situação como “Crash Silencioso” – disponível em http://veja.abril.com.br/170702/p_086.html acessado 09/04/2008

Os Estados Unidos vêm incorrendo em sucessivos déficits na conta de transações correntes desde 1982 (efeito do choque de Volcker) tornando-se essa uma característica permanente de sua balança de pagamentos. Observamos que o déficit tem uma tendência de aceleração a partir de 1998, atingindo patamares de 5% do PIB no período 2001-2007 e estabilizando em níveis nunca observados antes, fato que analisaremos na primeira seção.

O período atual representa uma exacerbação das características básicas do chamado sistema dólar-flexível, marcado pela flutuação permanente do dólar inconvertível em ouro, com os Estados Unidos no papel de país emissor da moeda mundial. Diferente da maioria dos países, os Estados Unidos não necessitam de reservas em moeda forte para honrar seus compromissos internacionais, já que o dólar tem curso internacional e pode ser emitido pelo próprio país².

No capítulo 1, analisaremos a história do dólar como principal moeda de reserva mundial. Este papel do dólar se consolidou depois do fim da Segunda Guerra mundial. Os principais países reuniram-se em 22 de junho de 1944, na cidade de Bretton Woods, em New Hampshire, para construir um novo sistema monetário internacional centralizado no dólar. Os acordos do novo sistema internacional foram chamados de “Acordos de Bretton Woods”, ou “Sistema de Bretton Woods”, em razão do local em que foram acertados. Os acordos estabeleceram as principais regras comerciais e financeiras para relações entre os principais países industrializados. Dentre as medidas adotadas, podemos destacar algumas principais: a fixação da paridade dólar-ouro, o controle da conta de capitais e o papel do FMI como “emprestador de última instância”.

Na década de 1960, a política expansionista norte-americana (Guerra do Vietnã) causou uma expansão da oferta de dólares no mundo³, tornando insustentável a conversibilidade. Nixon em agosto de 1971, rompeu unilateralmente a conversibilidade do dólar para o ouro. No final de 1971, houve uma nova tentativa de fixar o dólar a outras moedas (acordo smithsoniano), mas em vão, pois logo depois ataques especulativos foram derrubando a paridade fixa das moedas, até que finalmente em 1973, apesar da tentativa dos principais bancos centrais de defender a paridade, o dólar flutuou em relação às outras

² Moffitt (1984) ilustra que, quando a Alemanha e Japão entravam para tentarem defender o dólar, na prática, emitia-se mais Marcos Alemães e Ienes, que são também consideradas moedas fortes, isto é, a emissão de moedas consideradas “fortes” e livremente conversíveis, decorre basicamente da aceitação da moeda no mundo.

³ SERRANO (2004) destaca que: “os EUA ainda apresentavam superávit comercial e de conta corrente. Porém já se verificava um grande déficit na balança de pagamentos devido à grande saída de capital resultante dos investimentos diretos, ajuda externa, gastos militares no exterior e empréstimos para os demais países”.

moedas. Naquele momento, o evento foi visto como temporário, mas tornou-se definitivo e nasceu o sistema de dólar flexível.

Após surgir, o dólar flexível sofreu sucessivos ataques até o final da década, culminando, em 1980, com a retração violenta do crédito imposta por Paul Volcker, presidente do banco central norte-americano. Dentre as principais medidas, os juros foram majorados e controles creditícios implementados. O cenário econômico anterior aos “choques de Volcker” era formado por juros reais baixos e/ou negativos, liquidez excessiva do dólar que, que saia dos Estados Unidos via investimentos no exterior, gerando desvalorização em relação às outras moedas conversíveis, inflação, alta exacerbada dos preços do petróleo, do ouro e outras *commodities* como soja e milho. Prenunciava-se uma crise⁴ do dólar no papel de principal moeda de reserva.

Os “choques de Volcker” devolveram a credibilidade ao dólar: valorizaram o dólar novamente em relação a outras moedas, derrubaram a inflação, derrubaram os preços das commodities, à custa de uma recessão e fragilização de alguns setores da economia, inclusive do sistema financeiro dos Estados Unidos.

Esta política do dólar forte foi revertida por uma desvalorização coordenada pelos Estados Unidos com outros países centrais do G7, conhecido por acordos de Plaza. Os Estados Unidos queriam manter a política de juros reais altos (alto custo de dinheiro), e ao mesmo tempo desvalorizar o dólar em relação às outras moedas. Foi acordado um diferencial positivo de taxas de juros em favor das outras economias envolvidas, que efetivamente desvalorizou o dólar. Em 1989, os Estados Unidos reduzem os juros unilateralmente até 1996, quando voltou a subir os juros reais e adotou uma política fiscal superavitária tornando o dólar forte novamente até 2001.

O período após 2001 foi precedido de acontecimentos recessivos, como estouro da bolha da NASDAQ, ataque terrorista ao World Trade Center, e a crise de confiança corporativa. A resposta foi uma política econômica americana expansiva, com corte nos impostos e juros, o que reverteu a queda na atividade econômica mas, em compensação, criou uma bolha imobiliária que culminaria na crise do *subprime*⁵, inversão do superávit fiscal do governo federal, aumento do déficit na conta de transações correntes e desvalorização do

⁴ Definição de crise do dicionário Houaiss da Língua Portuguesa
Rubrica: economia.

grave desequilíbrio conjuntural entre a produção e o consumo, acarretando aviltamento dos preços e/ou da moeda, onda de falências e desemprego, desorganização dos compromissos comerciais

⁵ Crise do setor bancário relacionado a financiamento e securitização dos empréstimos imobiliários. Maiores detalhes, http://ultimosegundo.ig.com.br/economia/2008/01/16/entenda_a_crise_do_subprime_1154315.html

dólar. A combinação dos instrumentos de juros baixos e aumento da liquidez do dólar via conta de transações correntes geraram um aumento nos preços do ouro, petróleo e outras *commodities*, além de uma desvalorização contínua do dólar, trazendo um cenário de inflação gerada principalmente por comida e energia.

A dissertação está organizada em três capítulos, além desta introdução e das notas finais de conclusões e questionamentos. O primeiro capítulo analisa a formação do padrão dólar-flexível, após a ruptura do sistema de Bretton Woods, em 1971-73, e as etapas de seu desenvolvimento, com destaque para os anos recentes, a partir de 2001. Destacam-se as semelhanças com o período de enfraquecimento de 1974-1979 que conduziu à reação dos Estados Unidos, com elevação das taxas de juros e a imposição de controles de crédito, processo conhecido como "choques de Volcker".

No segundo capítulo analisamos a posição externa dos Estados Unidos no período 2001-2007 e seus principais componentes da balança de pagamentos: conta de transações correntes e posição de investimento com o exterior. Os Estados Unidos na posição de país central, tem um ganho de margem de intermediação chamado "privilégio exorbitante", característico do país central emissor de moeda mundial. Analisaremos também a configuração internacional oriunda desta posição peculiar de crônicos déficits na conta de transações correntes, compensada por financiamentos do exterior.

No terceiro capítulo discutimos a sua sustentabilidade em longo prazo, além dos possíveis efeitos de um cenário de desvalorização continuada. Além destas análises, discutiremos as alternativas para o quadro atual, considerando três possibilidades básicas. A primeira seria o auto-ajuste do sistema, a partir da desvalorização do dólar. A segunda seria o declínio prolongado do papel da moeda norte-americana como moeda mundial, com a ascensão do euro para este posto, processo em que a moeda européia enfrenta obstáculos consideráveis. Por fim, como terceira possibilidade o horizonte um novo choque unilateral dos EUA, tal como ocorreu em 1979-1980, algo possivelmente chamaríamos no futuro de "choques de Bernanke".

1 – A supremacia do dólar após a Segunda Guerra Mundial e a crise do sistema de Bretton Woods

Depois da Segunda Guerra mundial, foi construído um sistema monetário internacional chamado de “Acordos de Bretton Woods” (por causa do local onde foram negociados e assinados em 22 de junho de 1944, na cidade de Bretton Woods, em New Hampshire). As principais medidas foram a fixação da paridade dólar-ouro, o controle da conta de capitais e o papel do FMI como “emprestador de última instância”.

Analisaremos neste capítulo o sistema monetário mundial basicamente em dois momentos: sob o Acordo de Bretton Woods e depois sob o padrão dólar flexível.

1.1 - O mundo sob o Acordo de Bretton-Woods

“Dollar as good as gold” – Ditado popular

Até o final da década de 50, o sistema monetário de Bretton Woods dava sinais de funcionar relativamente bem. Os Estados Unidos conseguiam manter a paridade dólar-ouro de 35 dólares por onça e seus déficits externos ⁶ geravam liquidez internacional em dólares na escala requerida para o desenvolvimento do comércio. A expansão da oferta de dólares, contudo, explicitava uma inconsistência do sistema, apontada já em 1959 por TRIFFIN (1960,1972): havia uma contradição entre os déficits na balança de pagamentos dos EUA e a credibilidade do padrão dólar-ouro.

O crescimento do comércio mundial necessitava de liquidez⁷ (a falta de liquidez poderia levar a economia mundial numa espiral contracionista⁸), mas a produção mundial

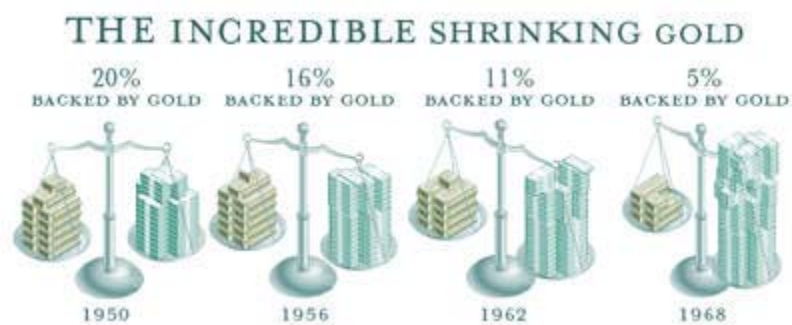
⁶ Roberto Solomon, ex-principal economista internacional do Federal Reserve, estima que os déficits no balanço de pagamentos dos Estados Unidos foram responsáveis por USD 7 bilhões do aumento de USD 8,5 bilhões na moeda internacional durante os anos 50. (MOFFITT, 1984, p. 28)

⁷ Esta preocupação com a falta de liquidez pode ser expressa pela frase do Diretor-Gerente do FMI em novembro de 1964 – “Too little liquidity could permit a crisis to develop in which most of the world would tend toward economic stagnation and would suffer from declining trade.” Pierre-Paul Schweitzer- Managing Director of the IMF, November 16, 1964 citado por FMI (2000). (FMI, 2000, The System in Crisis (1959 - 1971), As good as Gold).

futura de ouro, cotado a preço fixo, não conseguiria prover esta necessidade de liquidez. Logo, para que a liquidez fosse provida, os Estados Unidos tinham que incorrer em déficits globais da balança de pagamentos para prover o mundo de dólares.

Por outro lado, os déficits sucessivos dos EUA colocariam em risco a confiança na conversibilidade do dólar e na sua cotação fixa com o ouro, pois os déficits sucessivos elevavam continuamente a quantidade de dólares em circulação em relação às reservas de ouro dos Estados Unidos, conforme figura 1.1. Quanto maior a quantidade de dólares emitidos via balança de pagamentos, menor a capacidade dos Estados Unidos de honrar o compromisso de conversibilidade para o ouro assumido nos acordos de Bretton Woods. .

Figura 1.1 – Cobertura de ouro sobre o dólar 1950-1968



Fonte: (FMI, 2000 - System in Crisis (1959-1971) , The Incredible Shrinking Gold Supply)

Triffin (1960) sugeriu a substituição do padrão ouro-dólar por uma nova moeda de reserva, que não fosse a moeda de reserva de algum país, o que permitiria aos EUA reduzir déficit na balança de pagamentos, ao mesmo tempo em que a nova moeda proveria a liquidez necessária ao mundo⁹.

Serrano (2002) colocou qualificações à tese de Triffin, argumentando que, mesmo com sucessivos déficits globais na balança de pagamentos dos Estados Unidos e o incremento da liquidez para comércio e finanças internacionais, a conversibilidade ouro-dólar não seria ameaçada se fossem respeitadas algumas restrições:

⁸ O secretário do Tesouro Norte-Americano Henry H. Fowler (1965-1968) expressa bem este problema: "Providing reserves and exchanges for the whole world is too much for one country and one currency to bear (FMI,2000, The System in Crisis (1959 - 1971), The Dollar Glut).

⁹ "A fundamental reform of the international monetary system has long been overdue. Its necessity and urgency are further highlighted today by the imminent threat to the once mighty U.S. dollar."Robert Triffin(1960), citado por FMI (2000). (FMI, 2000, The System in Crisis (1959 - 1971), The Dollar Glut).

1) os Estados Unidos poderiam ter déficits na conta de capital, mas deveriam evitar déficits crônicos em conta corrente, pois aumentaria o passivo líquido externo que implicaria em perda das reservas de ouro, visto que o dólar era plenamente conversível;

2) os Estados Unidos, conforme o acordo de Bretton-Woods, tinha que manter fixo o preço oficial do ouro em dólar.

O argumento pode ser explicitado pela análise do balanço de pagamentos

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

Onde

VO: Variação líquida do estoque de ouro

VACP: Variação dos ativos externos de curto prazo

X-M: Balança Comercial (incluindo os serviços não-fatores)

RLX: Serviços de fatores

VALP: Saldo dos fluxos de capital de longo prazo

Considerando que $(X-M + RLX)$ seja igual a zero, isto é, o saldo de conta corrente não é negativo, este país pode ter investimentos de longo prazo no exterior razoavelmente grande, configurando um déficit global na balança de pagamentos.

Mas, como se trata do país central, este déficit não cria problema algum, visto que os demais países que terão em conjunto um saldo positivo na balança de pagamentos aplicarão em ativos de alta liquidez no próprio país central, sem causar variação nas reservas de ouro ($VO = 0$). Dado que o país central fixa a taxa de juros dos ativos de liquidez de curto prazo, este pode administrar de modo que o saldo da variação do ouro fique em torno de zero¹⁰. Neste mecanismo de funcionamento do sistema monetário internacional, os Estados Unidos no papel de país central teriam os seguintes privilégios: o de não ter restrição global de balança de pagamentos e sua autoridade monetária ter o poder de fixar unilateralmente a taxa de juros mundiais, sendo este o verdadeiro privilégio (SERRANO, 2002).

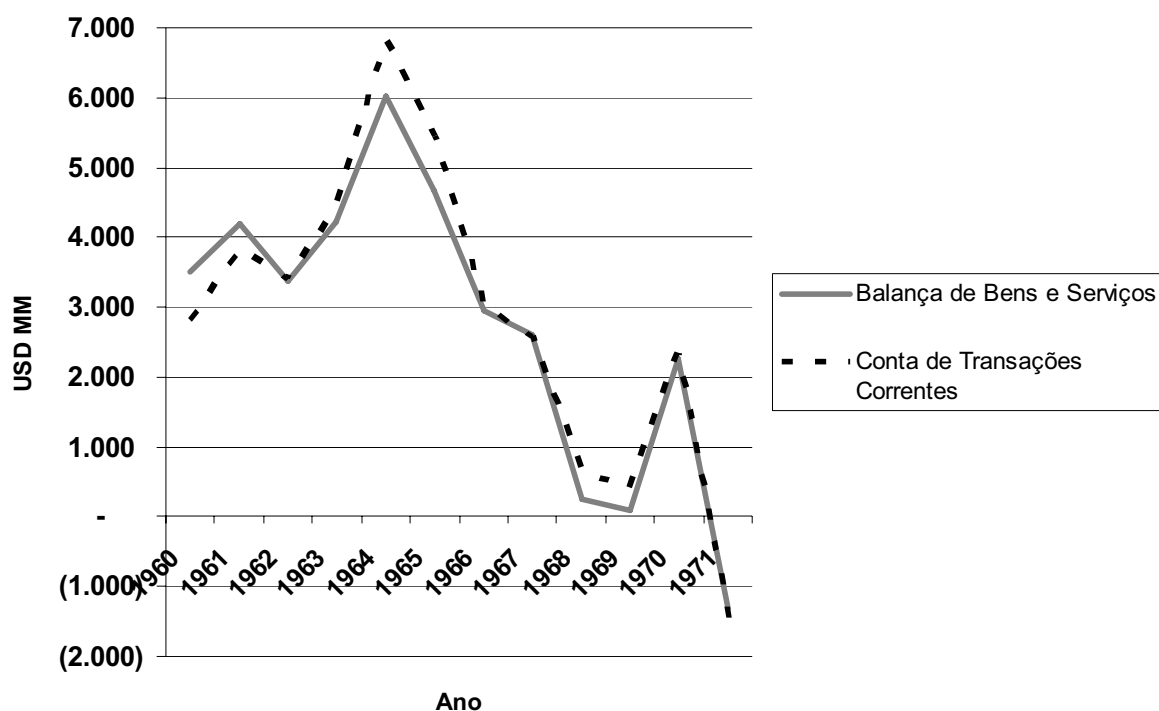
Sobre a balança de pagamentos, Serrano (2004) destaca que:

...os EUA ainda apresentavam superávit comercial e de conta corrente. Porém já se verificava um grande déficit na balança de pagamentos devido à grande saída de capital resultante dos investimentos diretos, ajuda externa, gastos militares no exterior e empréstimos para os demais países. (SERRANO, 2004, p. 195).

¹⁰ Serrano (2002) cita uma frase da época do padrão ouro-libra que mostra que uma saída de recursos pode ser contrabalanceada por uma entrada de curto prazo via administração da taxa de juros de curto prazo pelo país central - "six percent will bring gold from the moon" (SERRANO, 2002, p. 239)

De fato, os superávits na balança comercial e na conta de transações correntes dos EUA nos anos 1960 foram crescentes até 1964, depois declinaram até se tornarem déficits em 1971 (gráfico 1.1).

Gráfico 1.1 – Conta de Comércio e Conta de Transações Correntes - USD MM - EUA - 1960-1971



Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis

Balança de Pagamentos

Disponível em <http://www.bea.gov/international/xls/table1.xls>

PIB – Dólares correntes

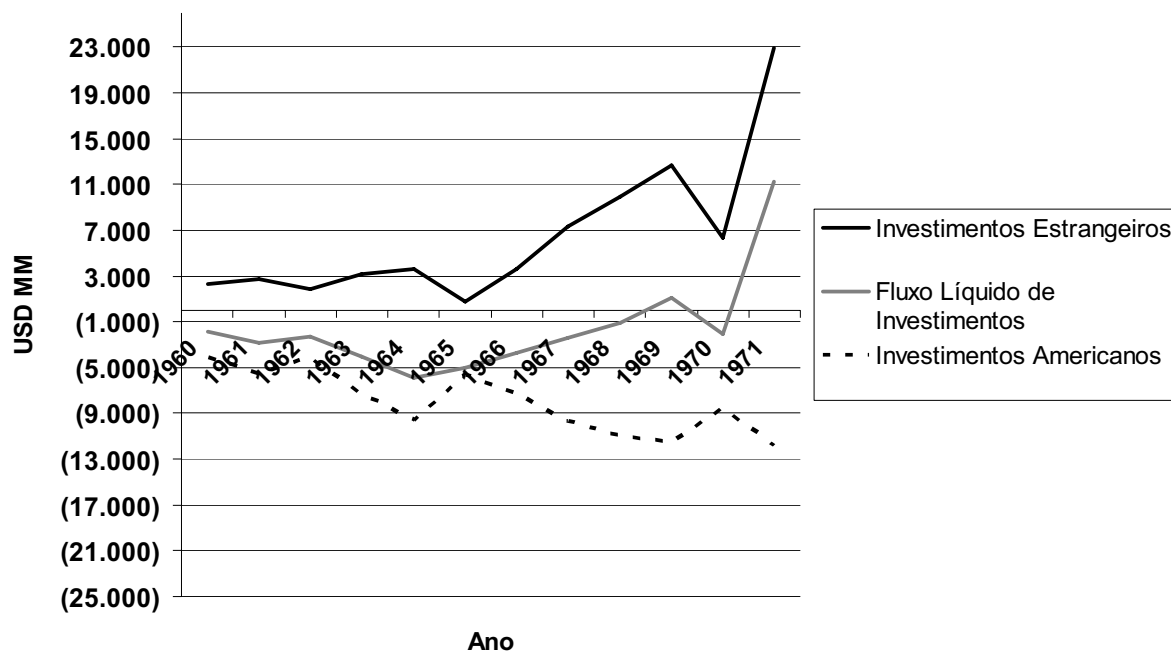
Disponível em <http://www.bea.gov/national/xls/gdplev.xls>

Acessado 2/8/2008

Gráfico de elaboração própria do autor

No gráfico 1.2, de fluxos de investimentos no exterior, observamos que durante a maioria da década de 60 (excetuando-se o ano de 1969), os Estados Unidos investiram mais no exterior do que os estrangeiros investiram nos Estados Unidos, aumentando a liquidez do dólar no exterior.

Gráfico 1.2 – Fluxo de investimentos líquidos com o exterior - USD MM - EUA - 1960-1971



Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis

Disponível em <http://www.bea.gov/international/xls/table1.xls>

Acessado 2/8/2008

O sinal de negativo reflete saída de dólares dos Estados Unidos, ao passo que

o sinal positivo indica entrada de dólares nos Estados Unidos

Gráfico de elaboração própria do autor

A liquidez mundial do dólar foi reforçada pelo crescimento do euromercado,¹¹ um espaço para a negociação de dólares depositados fora do país, sobretudo para fugir da regulamentação americana. Moffitt (1984) credita a invenção do eurodólar (dólar americano que circula fora dos Estados Unidos) aos governos da URSS e da China, para fugir do risco de bloqueios ou confiscos pelos governos ocidentais¹². Para Hobsbawm (1994, p. 273), “O mercado de euromoeda líquido subiu de cerca de USD 14 bilhões de dólares em 1964 para USD 160 bilhões em 1973 e quase USD 500 bilhões cinco anos depois...”.

¹¹ Fiori (2004) coloca a criação do Euromarket no final da década de 1950

¹² MOFFITT (1984, p 46) citando M.S. Mendelsohn: “As origens do moderno mercado de euromoedas vêm de 1949, quando o novo Governo chinês começou a camuflar seus ganhos em dólar colocando-os em Paris, no Banque Commerciale pour L’Europe Du Nord, controlado pela Rússia. Isso aconteceu mesmo antes da retenção, pela legislação americana, dos saldos identificáveis de Pequim nos Estados Unidos, retenção essa feita como represália ao inimigo, a partir da declaração da guerra da Coreia, em 1950. Logo depois, o Banco Russo em Paris e o Narodny Bank em Moscou começaram também a camuflar seus saldos em dólares, receando que pudessem ser igualmente bloqueados. O disfarce e a salvaguarda dos saldos em dólares dos países comunistas tomaram a forma de investimentos em bancos da Europa Ocidental ao invés de diretamente em Nova Iorque. ... Esses saldos foram a origem do que foi primeiramente conhecido como o mercado europeu para depósitos em dólar. No jargão, tais depósitos logo se tornaram conhecidos como eurodólares.”

O euromercado era um mercado em que os adversários políticos dos Estados Unidos podiam transacionar em dólares, sem o perigo de uma intervenção política, mas não era um mercado significativo até que o governo norte-americano começou a tomar medidas para intensificar seus controles sobre capitais para o exterior (MOFFITT, 1984, p 41).

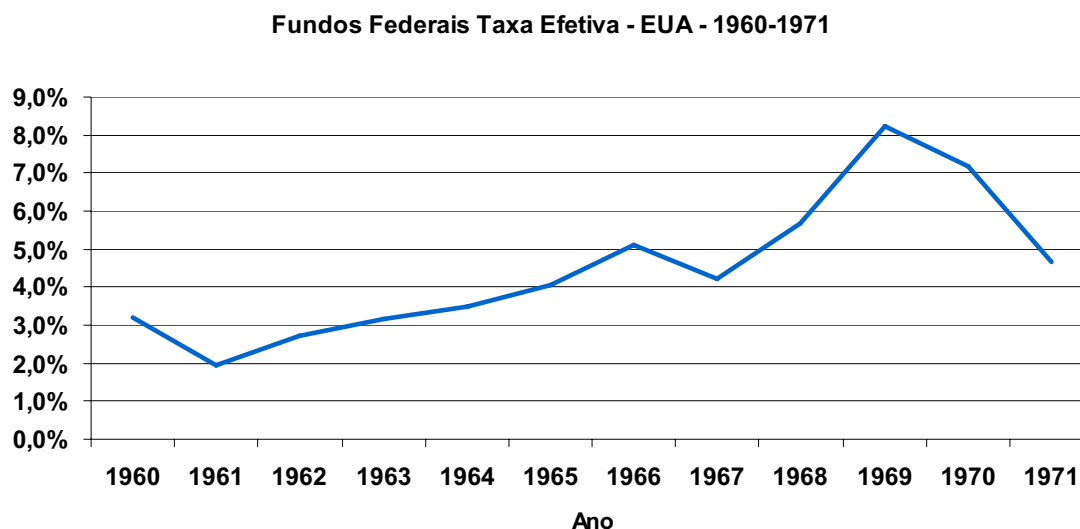
No início dos anos 1960, a política econômica americana foi orientada para lidar com o problema da balança de pagamentos e com a sorte do dólar, a principal moeda do mundo. Robert V. Roosa, subsecretário do tesouro para assuntos monetários, era o encarregado de ser um dos principais arquitetos do plano (MOFFITT, 1984, p 41).

Em junho de 1963, Roberto V. Roosa criou o IEJ (Imposto de equalização dos Juros), um imposto punitivo para reduzir a tomada de recursos via emissão de bônus estrangeiros nos Estados Unidos. Em 1964, o IEJ foi ampliado para empréstimos de curto prazo. Em 1965, o governo americano suplementou o IEJ, criando dois mecanismos: criou o PVRCE (Programa Voluntário de Restrição ao Crédito Exterior) pelo qual os bancos concordaram em manter tetos voluntários de empréstimos a estrangeiros, e o DIDE (Departamento de Investimento Direto no Exterior), para estimular as empresas a mandar menos recursos para o exterior e repatriar mais lucros do exterior (MOFFITT, 1984, p. 41, p. 45, p. 47).

O nascimento do certificado de depósito do eurodólar foi de grande importância para a evolução do euromercado. Em 1966, para frear a inflação gerada pela Guerra do Vietnã, o federal reserve baixou um pacote para limitar o crédito: aumento das taxas de juros (Vide Gráfico 1.3), regulamentação Q¹³ e a recusa em levantar os juros que os bancos podiam pagar em Certificados de Depósitos (MOFFITT, 1984, p. 58 p.59). Estas medidas causaram uma falta de recursos para os bancos americanos, que obrigaram os bancos a efetuarem captação de recursos no euromercado para emprestarem nos EUA. Esta reação dos bancos às medidas mostra o quanto era difícil a regulamentação do mercado devido à existência do euromercado, até mesmo para o Federal Reserve.

¹³ Regulamento Q – regulamento, segundo o qual o Federal Reserve tem poderes de limitar o pagamento de juros.

Gráfico 1.3 – Fundos Federais Taxa Efetiva – EUA – 1960-1971



Fonte Primária de Dados: Federal Reserve

Disponível em http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Annual/H15_FF_O.txt

Acessado 2/8/2008

Gráfico de elaboração própria do autor

A maior expansão bancária internacional na história, até então, começou com a tentativa dos Estados Unidos de intensificar os controles sobre a saída de capitais para o exterior. Como as restrições para os bancos não se aplicavam às agências fora dos EUA, houve forte expansão das agências dos bancos no exterior e as empresas começaram a tomar parte de seus recursos no exterior. Mesmo depois que Nixon revogou os controles de Robert Roosa, o euromercado continuou crescendo, devido a duas características (MOFFITT,1984): 1) inexistência de depósitos compulsórios sobre os depósitos, o que permitia aos bancos do euromercado pagar mais pelos depósitos e cobrar menos por empréstimos; 2) ausência de controle da taxa de juros .

Ao longo da década de 1960, os EUA perderam competitividade¹⁴ perante a maioria de seus parceiros comerciais, devido ao câmbio fixo nominal, à inflação maior e à da paridade das moedas de vários países, com desvalorizações em relação ao dólar.

MOFFITT (1984, p. 29) cita que “Na primeira metade dos anos 1960, a média anual dos déficits do balanço de pagamentos americano foi de USD 742 milhões. De 1965 até 1969,

¹⁴ Charles Coombs do FED de Nova Iorque, citado por MOFFITT(1984, p.35) “O déficit orçamentário subiu violentamente para USD 23 bilhões no ano fiscal de 1971, vindo de um excedente de USD 3 bilhões registrado em 1969. Enquanto isso, a espiral preços-salários ganhou aumento devido à rejeição pela administração, de qualquer política de contenção salarial. Portanto, a força competitiva dos Estados Unidos continuou a se desgastar nos mercados mundiais.”.

os déficits alcançaram USD 3 bilhões ao ano”. Para Moffitt (1984), as causas dos déficits estavam na ascensão do Japão e da Europa como competidores e à escalada militar no Vietnã, a partir de 1965¹⁵, que intensificou os gastos dos EUA no exterior¹⁶.

Para retomar a competitividade, os Estados Unidos teriam que desvalorizar a moeda¹⁷ em relação ao ouro, mas não podiam comprometer a credibilidade do dólar como moeda internacional (lastro de garantia de valor era dado pela conversibilidade para o ouro). Este dilema foi chamado por Serrano (2002) de “Dilema de Nixon”.

Nesta época, os aliados propuseram diversas vezes a criação de uma moeda verdadeiramente internacional (que não seria a moeda nacional de nenhum país), porque reintroduziriam a restrição de balança de pagamentos na economia norte-americana. Após tentativas sem sucesso, por parte dos Estados Unidos de uma proposta para que os parceiros americanos fizessem um movimento coordenado de valorização das moedas dos outros países (na prática, uma “desvalorização às avessas”), e da ameaça de substituição do dólar por ouro e/ou Direitos Especiais de Saque, em 15 de agosto de 1971, Nixon decretou unilateralmente a inconvertibilidade do dólar em ouro, e sobretaxou as importações em 10%.

Em síntese, a expansão da oferta do dólar, por investimentos no exterior, gastos militares e aumento do euromercado, exacerbou o Dilema de Triffin, com a redução da cobertura do dólar em circulação no exterior pela quantidade de ouro (na figura 1.1, observamos que em 1968 a cobertura chegou a 5% dos dólares) .

Além disso, a perda de competitividade da economia norte-americana ocorrida ao longo da década de 1960, e a ameaça de perder o privilégio de país central emissor da moeda mundial, com o risco de substituição do dólar por outra moeda, levaram os Estados Unidos a romperem unilateralmente a conversibilidade para o ouro.

¹⁵ Aqui, uma declaração curiosa do então líder Soviético Nikita Krushev a Dean Rusk em 1961, citado por HOBBSAWM (2004, p. 241): “Se vocês querem, vão em frente e combatam nas selvas do Vietnã. Os franceses lutaram lá durante sete anos e mesmo assim tiveram de acabar saindo. Talvez os americanos possam agüentar mais um pouco, mas vão tendo de sair também”.

¹⁶ MOFFITT (1984, p. 34) “... a guerra continuava sendo o principal sangradouro no balanço de pagamentos dos Estados Unidos”. O modo como Lyndon Johnson financiou a guerra e os programas sociais, ocorreu sem a elevação dos impostos, emitindo moeda e mantendo a taxa de juros baixa o que causou a elevação da inflação (1965 – 1,9% e 1968 – 4,7%). (MOFFITT, 1984, p. 30).

¹⁷ Um grupo de assessores de Nixon, que incluía Milton Friedman, convenceu Nixon de que “o problema do dólar era um trunfo que os Estados Unidos poderiam utilizar para conseguir concessões comerciais da Europa e Japão” MOFFITT (1984, p. 36) , forçando a depreciação do dólar, visto que ele não podia ser desvalorizado unilateralmente, tentando persuadir os países através de uma contínua acumulação de saldos inconvertíveis em dólares . MOFFITT (1984, p.36).

1.2 - A era do câmbio flutuante

The era of dollar supremacy may well be coming to an end. Behind closed doors, financiers are trying to figure out ways to reduce the power of the dollar. (A NEW, 1970).

O período 1971-1979 pode ser classificado apenas como um período de crise como em Serrano (2002), mas para os propósitos deste trabalho porém, convém dividi-lo este período em dois períodos: 1971-1973 quando tentou fixar o dólar num regime de câmbios fixos novamente (movimento coordenado dos governos do G-10) e o “nascimento pós Bretton-Woods” do sistema de câmbios flutuantes (1973-1980).

Posteriormente a 1980, utilizaremos a classificação de Tavares (1997b) , que utiliza 1980-1985 – Política do Dólar Forte, 1985-1989 – Desvalorização do Dólar – Acordos de Plaza, 1989-1996 – Superpotência única: Supremacia dos Estados Unidos, 1996 – 2001 – Política do Dólar Forte e superávits fiscais Finalmente, classificaremos a partir de 2001 como Era de “Bretton-Woods 2” , em referência ao trabalho de DOOLEY, FOLKERTS-LANDAU, GARBER (2003).

a) 1971-1973 – Tentativa de volta ao câmbio fixo

Depois que Nixon declarou a inconvertibilidade do dólar em ouro em agosto de 1971, os Estados Unidos começaram as negociações com a França de Pompidou. No acordo (que mais tarde seria ratificado num encontro do Grupo de Dez em Washington, chamado de acordo smithsoniano¹⁸), os Estados Unidos ,em troca da manutenção do sistema de câmbios fixos, conseguiram que a França admitisse a rejeição ao limitado modelo de padrão-ouro (MOFFITT, 1984, p. 73)

Dentre os parâmetros do acordo, foi definido que: o dólar seria desvalorizado em 8% , o preço oficial do ouro seria aumentado de USD 35 para USD 38, e as bandas de flutuação entre as moedas seria ampliada de 1% do acertado em Bretton Woods, para 2,25%. O iene foi revalorizado em quase 17 por cento, e as outras moedas importantes tiveram valorizações de diversas magnitudes (MOFFITT, 1984, p.73)

Em 1972, rumores de novas desvalorizações geraram pressões especulativas, e a libra foi enfraquecendo. Houve um ataque violento na segunda quinzena de junho, e as autoridades

¹⁸ MOFFITT (1984) – “Nixon chamou-o “o maior acordo monetário da história”” p.74

britânicas gastaram quase USD 2,6 bilhões¹⁹ em uma semana na defesa da libra. Finalmente em 23 de junho de 1972, o governo inglês deixou a moeda flutuar (MOFFITT, 1984, p.74).

Depois da Libra, os ataques se dirigiram para o dólar, e em 1973, houve um ataque maciço ao dólar. O Banco Suíço deixou que o franco valorizasse. O déficit de 1972 de USD 10 bilhões na balança de pagamentos dos Estados Unidos em 1972 evidenciava que o problema não tinha sido resolvido pelo acordo smithsoniano (Expansão do dólar nos mercados externos e desvalorização). Em fevereiro, o banco central alemão e outros bancos centrais compraram USD 17 bilhões para sustentar o dólar. Perante a situação que estava se tornando incontável, o subsecretário dos Estados Unidos Paul Volcker informou os aliados da nova desvalorização, a segunda desvalorização. (MOFFITT, 1984, p.74)

O ímpeto do mercado contra o dólar não tinha diminuído, e menos de duas semanas da segunda desvalorização, novo ataque ao dólar, e de novo, a tentativa de defesa por parte do banco central alemão e outros bancos centrais. Os bancos centrais desistem de defender o dólar, e deixam o dólar flutuar²⁰ perante a intensidade do movimento, e o dólar continuava a cair, e em julho já havia sido desvalorizado em outros 10%²¹. Era o nascimento do câmbio flutuante como sistema permanente.²²

Neste mesmo período, ocorreu a primeira crise do petróleo em 73²³, que foi provocada pelo embargo de fornecimento de petróleo pelos países árabes da OPEP (Organização dos

¹⁹ Para maiores detalhes vide MOFFITT (1984) - p74

²⁰ MOFFITT(1984, p. 75) “*A passagem a taxas de câmbio flexíveis era inicialmente vista como um expediente temporário até que a ordem pudesse ser restaurada nos mercados de moeda. Todavia, a especulação persistia, rapidamente terminando com quaisquer esperanças de retorno às taxas de câmbio fixas.*”

²¹ MOFFITT(1984, p. 75) – “*... o presidente francês Georges Pompidou chamou de “terceira desvalorização do dólar”*”

²² MOFFITT(1984, p. 83) “O assalto especulativo sobre a velha ordem de Bretton Woods ocorreu em dois estágios: o primeiro na metade de 1971, o segundo no início de 1973. Como pano de fundo das duas crises estava um maciço aumento da pendência do dólar, isto é, da quantidade de dólares no exterior, que era a raiz dos problemas do dólar. No entanto, a fonte da expressão do dólar sobre os mercados internacionais de moeda não estava nos tradicionais problemas com excedentes comerciais declinantes ou com despesas no Vietnã, mas na grande evasão de capital privado dos Estados Unidos.... a fuga de capital em 1971 ocorreu tanto via bancos quanto via empresas”

²³ HOBBSAWN (2004, p. 439): - “Será demasiado supor, sobretudo em vista da Guerra do Golfo contra o Iraque em 1991, que uns EUA mais confiantes não teriam aceitado tão passivamente o golpe da OPEP em 1973 ? O que era a OPEP, além de um grupo de Estados na maioria árabes, sem significado político além de seus poços de petróleo, e ainda não armados até os dentes graças aos altos preços do petróleo que agora podiam arrancar ?”

países exportadores de Petróleo) para os Estados Unidos e Europa, devido ao apoio dado à Israel à ocupação de territórios palestinos, após a derrota na guerra de Yom Kippur²⁴.

Os preços do petróleo dispararam devido ao embargo da OPEP (vide tabela 1.1) prejudicando ainda mais os índices de inflação e prejudicando o crescimento econômico dos anos subsequentes (1974 e 1975) (vide tabela 1.2) .

Tabela 1.1 – Média anual doméstica do preço do petróleo – EUA – 1970-1982 – Preços em dólares nominais e ajustados pela inflação de 2007.

Ano	Média Americana	
	(in \$/bbl.)	
	Nominal	Ajustado pela Inflação de 2007
1970	3,39	18,77
1971	3,60	19,10
1972	3,60	20,48
1973	4,75	22,80
1974	9,35	40,67
1975	12,21	48,71
1976	13,10	49,46
1977	14,40	51,02
1978	14,95	49,27
1979	25,10	73,60
1980	37,42	97,68
1981	35,75	84,58
1982	31,83	70,91

Fonte Primária de Dados: Inflationdata.com

Disponível em http://inflationdata.com/inflation/Inflation_Rate/Historical_Oil_Prices_Table.asp

Acessado 2/8/2008

Os títulos foram traduzidos pelo autor

²⁴ TORRES FILHO (2004, p.322): “O rei da Arábia Saudita , normalmente uma figura avessa a aparições na imprensa, fez uma declaração para a televisão norte-americana avisando que, a despeito de os árabes não terem interesse em restringir suas exportações de óleo para os EUA, “o apoio integral da América ao Sionismo e contra os interesses árabes torna extremamente difícil, para nós continuar a suprir os Estados Unidos de petróleo, ou mesmo de nos mantermos amigos”. Estava armada a “bomba de petróleo” para ser acionada no momento mais oportuno” .

Tabela 1.2 – Crescimento anual do PIB – Mundo, Estados Unidos, Europa e Ásia – 1971-1982

Ano	Mundo	EUA	EUROPA	ÁSIA
1971	4,1%	3,5%	3,7%	5,4%
1972	5,5%	5,6%	4,3%	7,9%
1973	6,4%	5,9%	6,1%	7,9%
1974	2,0%	-0,5%	2,7%	1,4%
1975	1,0%	-0,2%	-0,1%	4,0%
1976	5,1%	5,4%	4,6%	5,2%
1977	4,0%	4,7%	3,2%	5,2%
1978	4,3%	5,6%	3,3%	5,3%
1979	3,9%	3,2%	3,6%	5,0%
1980	2,0%	-0,2%	2,1%	3,1%
1981	1,9%	2,5%	1,0%	3,5%
1982	0,8%	-2,0%	1,9%	2,9%

Fonte Primária de Dados: United Nations Statics Division
Disponível em <http://unstats.un.org/unsd/snaama/selectionbasicFast.asp>
Acessado 16/04/2008

b) 1974-1980 – Período de Crise e Nascimento do dólar flutuante

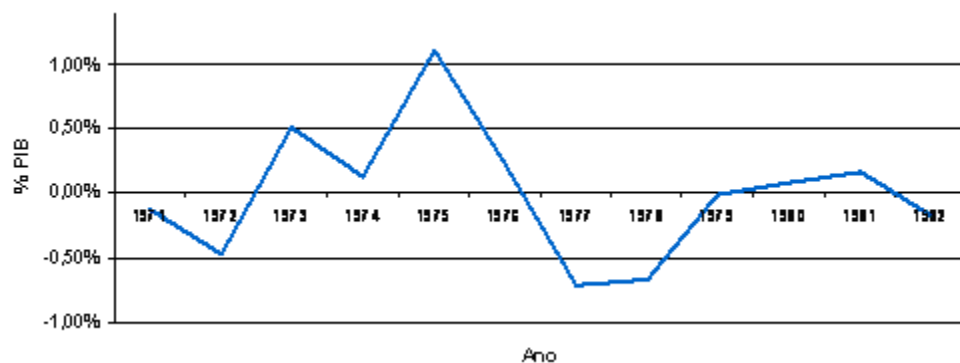
Nixon em 1971 rompeu a conversibilidade ouro-dólar, e até 1973, os países ocidentais tentaram voltar ao sistema de câmbio fixo, sem sucesso. A recessão de 1974/1975 tinha passado uma falsa impressão de tranquilidade, até que as declarações do secretário do tesouro norte-americano causaram uma nova corrida contra o dólar.

Empresas e Bancos especulavam contra o dólar, principalmente investindo fora dos Estados Unidos. Para piorar a situação, o crescimento do euromercado, um mercado desregulamentado (teoricamente fora das ações do Federal Reserve) aumentava a liquidez do dólar. Os efeitos oriundos desta liquidez do dólar causaram violenta desvalorização da moeda, fuga de capitais, violenta alta dos preços do petróleo, ouro, prata até o final da década de 70.

Outro fato importante do período, foi o segundo choque do petróleo²⁵ que num primeiro momento favoreceram o dólar (moeda de cotação do petróleo), mas depois pioraram a situação deste, pois aumentaram a liquidez de dólares no mundo (a maior quantidade de dólares necessária para comprar o petróleo, fez com que aumentassem a quantidade de dólares em circulação).

A balança de pagamentos do período teve déficits em transações correntes em 77 e 78 (gráfico 1.4), além somados ao aumento maciço de capitais americanos no exterior (gráfico 1.5) aumentaram a liquidez do dólares no mundo.

²⁵ O SEGUNDO (2000): “Em 79, a paralisação da produção iraniana, consequência da revolução Islâmica liderada pelo aiatolá Khomeini, provocou o segundo grande choque do petróleo, elevando o preço médio do barril ao equivalente a US\$ 80 atuais. Os preços permaneceram altos até 1986, quando voltaram a cair”

Gráfico 1.4 – Conta de Transações Correntes - % PIB – EUA – 1971-1982

Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis

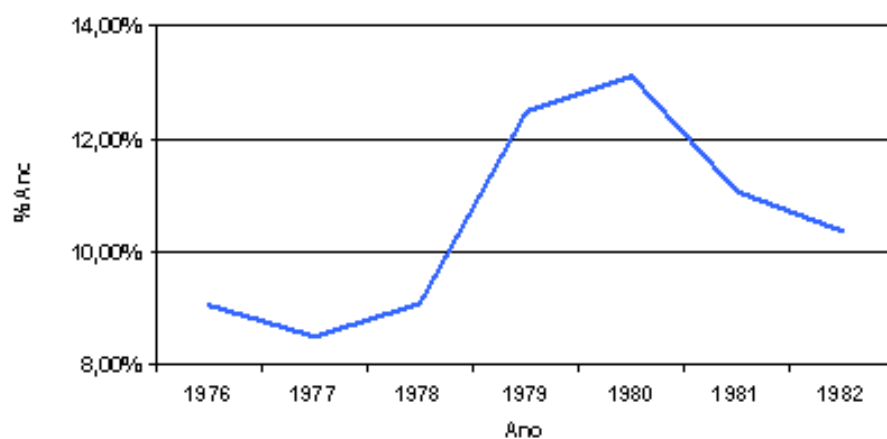
Balança de Pagamentos disponível em <http://www.bea.gov/international/xls/table1.xls>

PIB disponível em <http://www.bea.gov/national/xls/gdplev.xls>

Acessado 2/8/2008

O déficit em transações correntes como percentual do PIB foi obtido dividindo o déficit pelo PIB em dólares correntes

Gráfico de elaboração própria do autor

Gráfico 1.5 – Posição de investimentos líquidos com o exterior - EUA - % PIB - 1976-1982

Fonte Primária de Dados:

Posição de Investimentos com o Exterior - Bureau of Economics Analysis

Disponível em http://www.bea.gov/international/xls/intinv07_t2.xls

Acessado 2/8/2008

PIB - Bureau of Economics Analysis

Disponível em <http://www.bea.gov/national/xls/gdplev.xls>

Gráfico de elaboração própria do autor.

O período de crise do dólar durou até 1980, quando finalmente o Federal Reserve, aumentou a taxa de juros, e implementou controles creditícios compulsórios²⁶.

Segundo Moffitt (1984) os controles funcionaram, e a economia americana no segundo trimestre de 1980, declinou a uma taxa anual de 10%, as taxas de juros reais chegaram perto de 8,25% ao ano. em média. O dólar se tornou a moeda mais forte do mundo, fortaleceu-se perante as outras moedas, fez o preço do ouro. Segundo Serrano (2004), esta política, junto com o segundo choque do petróleo lançou o mundo numa recessão e valorizou o dólar até 1985.

c) 1980-1985 – Política do Dólar Forte

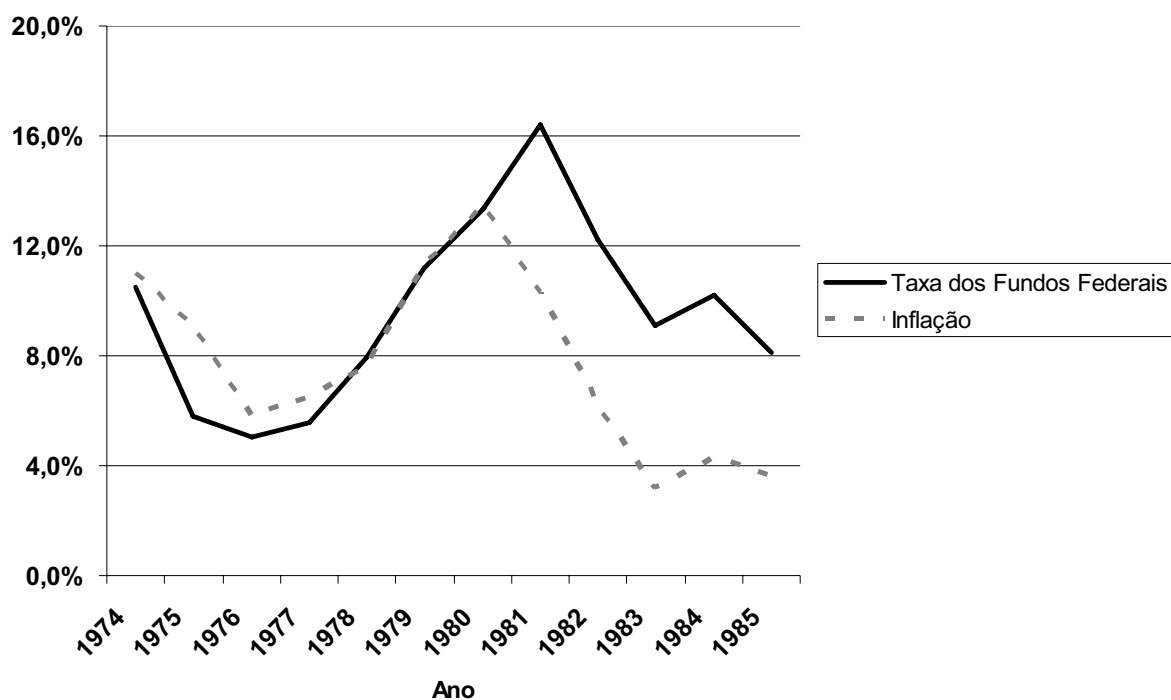
Serrano (2004) atribui a posse de Volcker em 1979 e as primeiras medidas de elevação de taxa de juros (1979) como o período da “Restauração da Hierarquia”, isto é, do período de 1979-1985. Mas, segundo Moffitt (1984), as medidas de 1979 não funcionaram. Por isso, escolhemos o ano de 1980 do “segundo choque de Volcker” (as medidas do “segundo choque de Volcker” estão no capítulo 1.4) como início do dólar forte, ou “Restauração da Hierarquia”.

Depois das medidas de 1980, as taxas de juros nominais dos fundos federais chegaram ao patamar de 16% (gráfico 1.6), e a partir de 1981, as taxas de juros afastaram-se da taxa da inflação, isto é, juros reais positivos bem evidenciados (entende-se por juros reais, os juros nominais menos a inflação). A inflação que atingiu o pico em 1980, recuou até atingir um patamar menor que 4% a.a. em 1985.

Na tabela 1.2, observa-se a queda do PIB dos Estados Unidos em 1980, uma fraca recuperação em 1981 e outra queda em 1982.

²⁶ Na seção 1.4 – As medidas do Federal Reserve são detalhadas., ao qual chamaremos de “choques de Vocker”.

Gráfico 1.6 - Taxa dos Fundos Federais Taxa Efetiva e Inflação (CPI All Urban) - EUA - 1974-1985



Fonte Primária de Dados

Fundos Federais

Disponível em http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Annual/H15_FF_O.txt

Inflação

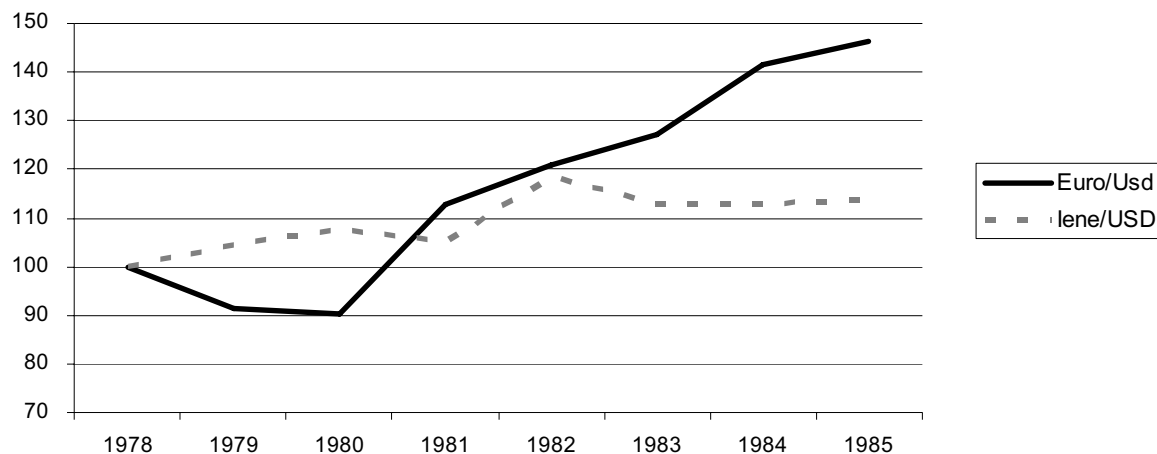
Disponível em <http://data.bls.gov/PDQ/outside.jsp?survey=cu>

Acessados 2/8/2008

Gráfico de elaboração própria do autor

O dólar perante o marco alemão e o iene japonês tem uma tendência de valorização (conforme gráfico 1.7) até 1985. Esta tendência não é tão clara no caso do iene, mas no caso do marco alemão, os dados evidenciam uma forte valorização do dólar após as medidas.

Gráfico 1.7 - Euros por USD e Iene por USD - Base 100 - 1978 - Período 1978-1985



Iene

Fonte Primária de Dados: Federal Reserve

Disponível em:

2000 – 2007

http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/dat00_ja.htm

1990-1999

http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/dat96_ja.htm

Anterior a 1990

<http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/default1989.htm>

Média das cotações diárias de cada ano

Acessado 01/02/2008

Gráfico de elaboração própria do autor

Euro

Fonte Primária de Dados: Federal Reserve

Disponível em:

http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/dat00_eu.htm

2000 – 2007

http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/dat96_eu.htm

1999

http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/dat89_ge.htm

Anterior a 1999

Nos dados anteriores a 1999, foi utilizado o marco alemão, com uma taxa de 1,95583, a mesma utilizada para conversão do marco para o euro

Média das cotações diárias de cada ano

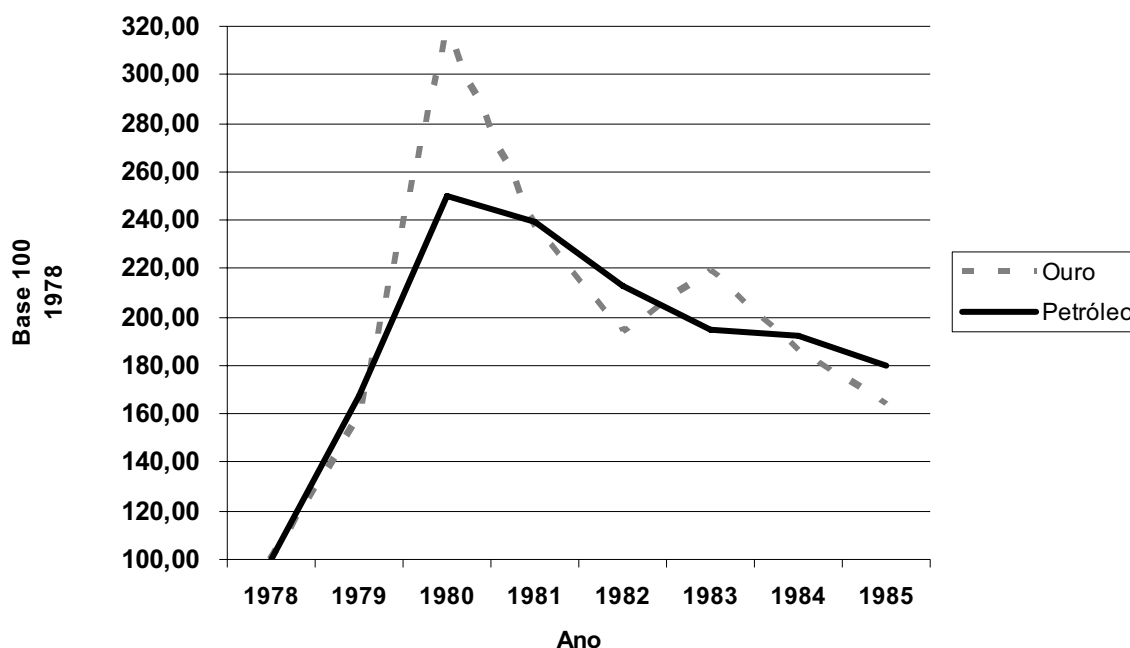
Os dados originais estão em dólares por euro. Para cotações em euros por dólares, foi calculado 1 dividido pela cotação

Acessado 01/02/2008

Gráfico de elaboração própria do autor

No gráfico 1.8, observa-se a queda do petróleo e do ouro pós 1980 (detalhe que o ouro, depois dos Acordos de Plaza voltou a se valorizar).

Gráfico 1.8 - Preços de Ouro e Petróleo - Base 100 – 1978 - Período 1978-1985



Ouro

Fonte Primária de Dados: Lawrence H. Officer, "The Price of Gold, 1257-2007" MeasuringWorth, 2008.

Disponível em <http://www.measuringworth.org/gold/>

Acessado 2/8/2008

Petróleo

Fonte Primária de Dados: Inflationdata.com

Disponível em http://inflationdata.com/inflation/Inflation_Rate/Historical_Oil_Prices_Table.asp

Acessado 2/8/2008

Gráfico de elaboração própria do autor

Os “choques de Volcker” haviam funcionado, a custa de queda na atividade econômica e aumento do desemprego. O dólar havia se tornado uma moeda forte novamente, e seu questionamento como moeda mundial e reserva de valor, acabado:

... A partir daí, os países industrializados desistiram definitivamente de questionar a dominância do dólar e a Europa defensivamente começou a montar o sistema monetário europeu para estabilizar o câmbio entre os países da própria comunidade européia – (SERRANO, 2004, p. 202)

Outra consequência importante foi que os Estados Unidos, depois de 1971, não tinham mais qualquer tipo de restrição externa para com déficits em conta corrente, e agora, com o questionamento a respeito do dólar extinguido, e a inflação controlada, os Estados Unidos poderiam financiar livremente os déficits em conta corrente.

Outro efeito, das medidas de Volcker , foi a moratória de vários países que participaram do esquema de “reciclagem de dólares”²⁷: 1982 foi a moratória do México, e a suspensão de pagamentos de vários países dos encargos da dívida, que deixou os bancos americanos em dificuldades.

HOBWSBAWM (2004) analisa a eleição em 1981, de Ronald Reagan para a presidência dos Estados Unidos:

A política de Ronald Reagan, eleito para a Presidência em 1980, só pode ser entendida com uma tentativa de varrer a mancha da humilhação sentida demonstrando a inquestionável supremacia e invulnerabilidade dos EUA.... Mesmo então , podemos detectar na Guerra do Golfo, em 1991, contra o Iraque uma compensação tardia pelos pavorosos momentos de 1973 e 1979 quando a maior potência da Terra não pôde achar resposta para um consórcio de fracos Estados do Terceiro Mundo que ameaçava estrangular seus abastecimentos de petróleo – p. 244 e 245

ATTUCH (2004) descreve as políticas econômicas de Ronald Reagan:

O QUE FOI A REAGANOMICS AS MEDIDAS

- Reagan reduziu tributos. A taxa média das empresas foi reduzida de 48% para 34%. O Imposto de Renda máximo caiu de 70% para 28%.
- Combateu a inflação com a política monetária austera de juros altos.
- Ampliou os gastos militares e lançou o programa “Guerra nas Estrelas” para criar um escudo contra mísseis nucleares.
- Coibiu greves, cortou gastos e flexibilizou o mercado de trabalho.”

A análise de SERRANO (2004) corrobora a parte de corte de gastos, supressão de movimentos trabalhistas, conforme citação anterior de ATTUCH (2004):

Reagan acabou com as políticas de renda de Nixon e Carter e fez avançar o processo de desregulamentação industrial.... Desta forma, no início dos anos 80, o poder de barganha dos trabalhadores americanos sofreu uma forte redução... o enfraquecimento dos sindicatos e dos trabalhadores menos qualificados em geral...(SERRANO, 2004, p. 203).

Foi uma época em que aumentou o poder das corporações e fraquejou o poder dos trabalhadores, a economia norte-americana estava se reestruturando e voltou a crescer em 1983, e em 1984 recebeu um grande estímulo com aumento de gastos militares do governo Ronald Reagan.

²⁷ Os bancos pegavam o excesso de dólares das exportações de petróleo dos países árabes oriundo do preço alto do petróleo, e emprestavam para países como Brasil, México, Argentina.

Destaca-se também, que 1985 foi o último ano que os Estados Unidos tiveram uma posição líquida de investimentos com o exterior

A política do dólar forte fez com que esta posição caísse até 1985, através de dois efeitos: os recursos investidos no exterior estavam voltando aos Estados Unidos, e o déficit em transações correntes estava provendo o mundo de dólares (agora forte), dólares estes investidos em última instância, no país central, os Estados Unidos, aumentando a posição de investimentos estrangeiros conforme visto na análise de Serrano na seção 1.1..

d) 1985-1989 – Desvalorização do Dólar – Acordos de Plaza

Serrano (2004) analisa a inversão da política econômica norte-americana. Os Estados Unidos queriam reduzir a taxa de juros nominais para desvalorizar o dólar, mas queriam manter os juros reais altos em relação aos demais países, de modo que os Estados Unidos mantivessem a política de “dinheiro caro”.

Para isso, os Estados Unidos, conforme TAVARES (1997b) promovem a coordenação das políticas macroeconômicas do G7 sob a liderança do FED (acordos do Plaza em setembro de 1985, e acordo do Louvre em fevereiro de 1987).

O resultado disso é uma desvalorização do dólar (tabela 3) perante o marco alemão e o iene japonês:

... a valorização das demais moedas teve sérias repercussões negativas para os demais países e foi especialmente desastrosa (ao vir junto com a abertura financeira externa, também fruto de pressão americana) para o Japão. (SERRANO, 2004, p. 207)

TAVARES (1997b) explicita mais e analisa o que ocorreu com a economia japonesa:

Os bancos japoneses, grandes detentores de dívida pública americana, sofrem perdas patrimoniais entre 1985-87. O Japão resiste comercialmente à valorização do iene através da diminuição das margens internas de lucro das suas empresas para manter a competitividade do dólar. Aceita também a globalização produtiva e financeira como proposta estratégica e é neste contexto que se inserem os movimentos, então iniciados, de realocização das firmas japonesas, de desregulação do mercado financeiro de Tóquio e, aproveitando o iene forte, de aquisições para valorização patrimonial nos EUA, na Europa e na própria Ásia. (TAVARES, 1997, p. 61).

E complementa a análise para economia européia:

O banco central alemão assume a coordenação das políticas cambiais européias tendo em vista a ampliação do Sistema Monetário Europeu (SME) na direção de uma moeda única... coordenação das políticas macroeconômicas deflacionistas na Europa, ao fortalecer as moedas européias que se alinham com o marco, favorece o comércio intra-europeu – com ganho especial para a Alemanha – mas prejudica a competitividade para fora do continente. (TAVARES, 1997b p. 59, 60).

Foi também nesta época, que ocorreram a desregulamentação dos principais mercados de capitais (City londrina), e sucessão de crises (Escândalo americano no setor de poupança e empréstimos em 1985²⁸, a queda da bolsa em 1987²⁹). (TAVARES, 1997b, p.59)

A despeito de que a desvalorização poderia trazer de volta a inflação, Serrano (2004) coloca a flexibilidade dos salários para baixo introduzida pelas medidas do governo Reagan, como fator para que a inflação não seja mais afetada por desvalorizações e que as flutuações das commodities, matérias primas sejam vistas como temporárias pela economia. Além disso, as taxas de juros reais ainda estavam positivas, bem acima da década de 1970, o suficiente para “esterilizar” os recursos “emitidos” através do déficit em transações correntes.

e) 1989-1996 – Superpotência única: Supremacia dos Estados Unidos

Em 1989, George H.W. Bush³⁰ assumiu a presidência e deu continuidade com o corte de impostos, mas terminou com salários sendo corroídos pela inflação, e uma recessão não oficial. Destaca-se também a primeira guerra do golfo, onde a coalizão liderada pelos EUA

²⁸ SCHIFFERES (2008): “Instituições de poupança e empréstimos eram bancos locais que emprestavam dinheiro com garantia de hipotecas e aceitavam depósitos de investidores, semelhantes às empresas de crédito imobiliário no Brasil. Com a desregulamentação financeira dos anos 80, elas foram autorizadas a realizar transações financeiras mais complexas, competindo com os grandes bancos comerciais. Em 1985, muitas dessas instituições estavam à beira da falência, e os consumidores começaram a retirar seu dinheiro. O custo da operação-resgate chegou a US\$ 150 bilhões da época, mas a crise provavelmente fortaleceu os grandes bancos ao diminuir a concorrência representada pelos pequenos, e abriu o caminho para a onda de fusões e consolidações no setor bancário dos anos 90.”

²⁹ A Bolsa de Nova York chegou a cair 22% em um dia (19 de outubro de 1987). A crença de que informações privilegiadas e compra de empresas estava dominando o mercado enquanto a economia americana estava desacelerando, causou a queda, alimentado por sistemas eletrônicos que contribuíram para acentuar mais a queda. Nesta época foi concebido o “circuit breaker”, que cancelava as ordens quando a queda atingia um determinado patamar. (SCHIFFERES, 2008)

³⁰ KRUGMAN (2008): “Como Ronald Reagan, Presidente Bush começou com cortes grandes nos impostos para os ricos, e promessas que os benefícios chegariam na classe média.... E como o Reaganomics, mas mais rapidamente, *Bushonomics* terminou em tristeza.... Mesmo se não tínhamos oficialmente uma recessão formal – a probabilidade agora é que teríamos – o otimismo dos anos 90 tinha se evaporado”

expulsou o Iraque do Kuwait. Foi também o ano em que começou o colapso da que então tinha sido por mais de 40 anos, seu maior inimigo ideológico: a União das Repúblicas Socialistas Soviéticas e os outros regimes comunistas da Europa, simbolizado pela queda do muro de Berlim. HOBSBWAM (1994) analisa os fatores da desintegração:

O que levou a União Soviética com rapidez crescente para o precipício foi a combinação de glasnost, que equivalia à desintegração de autoridade, com uma perestroika que equivalia à destruição dos velhos mecanismos que faziam a economia mundial funcionar, sem oferecer qualquer alternativa; e consequentemente o colapso cada vez mais dramático do padrão de vida dos cidadãos” – (HOBSBWAM, 1994, p. 468)

Outro fato político importante, foi a reunificação alemã em 1990, que segundo Loreto (2005) custou muito do ponto de vista econômico:

A reunificação significou para a Alemanha Ocidental um aumento de um terço de território, um quarto de população e um sexto de PIB (Produto Interno Bruto), segundo Lohbauer.

O professor explica que o processo implicou em custos altos, que não foram totalmente previstos. "Logo após a reunificação, o governo de [Helmut] Kohl (1982-1998, democrata-cristão) criou o imposto da solidariedade, que arrecadou US\$ 1 trilhão em uma década, valor que foi revertido para a transformação da Alemanha Oriental em Ocidental", diz.

"Mesmo assim, os custos eram muito maiores. As empresas da Alemanha Oriental não eram produtivas e havia um estrago ambiental que os alemães orientais haviam camuflado. Adequar as empresas aos padrões ambientais da Alemanha Ocidental também causou gastos muito maiores do que se imaginava", acrescenta.

Para o especialista, houve uma mistura de erros de cálculo e de custos da reconstrução da Alemanha Oriental que não tinham sido previstos. (LORETO, 2005)

Do ponto de vista econômico, TAVARES (1997b, p.61) cita o fim da coordenação da política monetária americana com afrouxamento unilateral (baixa da taxa de juros).

Ocorreu também neste período a assinatura dos compromissos de Maastricht em 1992³¹, para lançamento de uma nova moeda (Euro) e uma nova zona econômica integrada.

³¹ Proposta de moeda única chamada de ECU que levaria à criação do euro.

Mas , com a eclosão de uma Crise do Sistema Monetário Europeu, em 1992³² onde Fundos Hedges atacaram o sistema de câmbio fixo, que funcionava através de bandas de flutuação inter-moedas, várias moedas capitularam e começaram a flutuar. Com a saída destas moedas do sistema de bandas, elas deixaram o acordo para o lançamento de uma nova moeda (O caso mais famoso é o caso do Reino Unido, que continua até 2008 com a libra).

Foi neste período também que o Plano Brady³³, um plano de reestruturação da dívida dos países em desenvolvimento, reinseriu os países que tiveram problemas de dívida externa, devido ao estrangulamento ocorrido na balança de pagamentos durante a política do dólar forte.

Surgem novos pólos de rápido desenvolvimento na Ásia: A China e os tigres asiáticos.

Com a queda do rival ideológico (URSS), e de dois rivais econômicos (Alemanha com a reunificação e Japão no período anterior – Acordos de Plaza), os Estados Unidos fortaleciam economicamente, politicamente e militarmente.

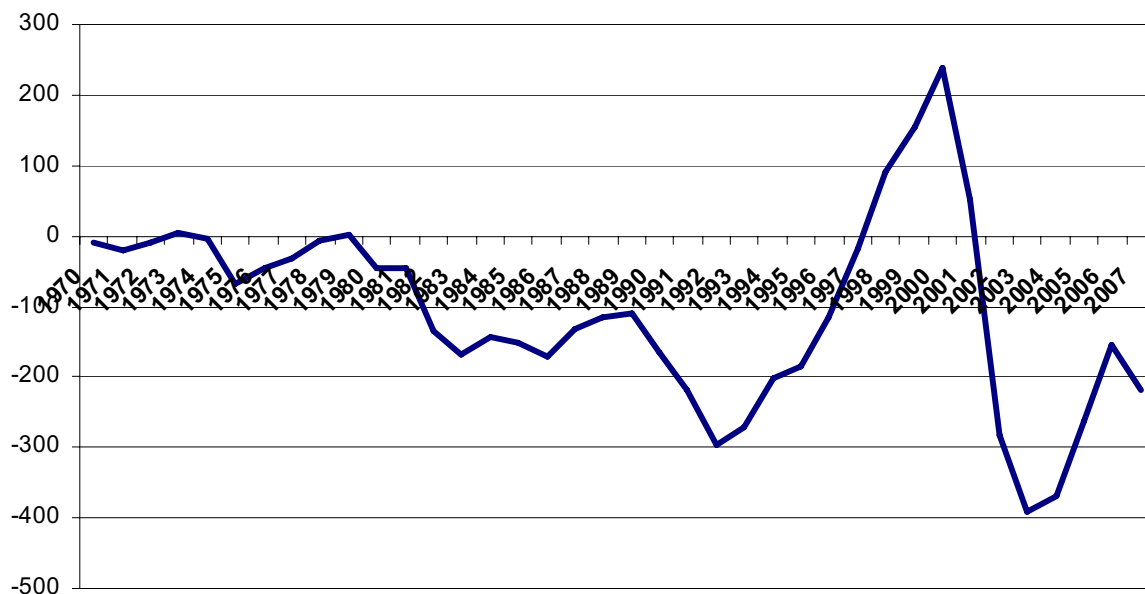
f) 1996 – 2001 – Política do Dólar Forte, crises e superávits fiscais

William J. Clinton assumiu em 1993 com o lema da campanha "*It's the economy, stupid*". Clinton (1993-2001), diminuiu as despesas do governo, e aumentou as receitas do governo . As contas do governo federal saíram de um déficit para um superávit. Chegou-se a discutir no período , como administrar o setor público sem dívidas.

³² MARQUES (1996): “Os bancos centrais temem o poder, quase sempre agressivo, dos fundos de investimento de Soros... Provavelmente, seu triunfo mais conhecido é o lucro de US\$ 2 bilhões - cerca de US\$ 1 bilhão para ele e outro para os seus clientes -, que embolsou em setembro de 1992 apostando contra a libra esterlina e desestabilizando o sistema monetário europeu. Numa "quarta-feira negra", Soros empenhou US\$ 10 bilhões de uma só vez na perspectiva de que o governo britânico seria obrigado a desvalorizar a moeda. A magnitude absoluta da especulação levou ao fato consumado.”

³³ O nome “Brady” se deve ao fato de que o coordenador do plano era o secretário do tesouro norte-americano Nicholas F. Brady.

Gráfico 1.9 - Poupança líquida do governo USD Bi – 1996-2001



Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis

Disponível em <http://www.bea.gov/national/nipaweb/GovView.asp>

Acessado 3/8/2008

Poupança líquida é calculada a partir de receitas correntes menos despesas correntes.

Gráfico de elaboração própria do autor

O governo encolheu e o setor privado vivenciou uma das melhores fases de prosperidade da história. Teve dois períodos de crise, a crise das pontocom no final dos anos 90, quando estourou a bolha das empresas de internet (O FED baixou os juros para estimular a economia), e a crise dos fundos, quando o LTCM (que tinha nos quadros ganhadores do prêmio Nobel de economia) praticamente quebrou na crise Russa, forçando o FED a intervir, organizando um socorro com os principais bancos americanos, e baixando a taxa de juros.

Serrano (2004) destaca a mudança na política econômica dos Estados Unidos. Em 1995, o secretário do Tesouro Robert Rubin, preocupado com o Iene valorizado (perda de dinamismo das exportações japonesas, e desvalorização dos ativos externos das empresas e bancos japoneses) que prolongava e agravava a crise financeira e a estagnação do Japão, além da Europa que caminhava para um euro valorizado (perda de dinamismo das exportações externas) que colocava em risco a passagem tranqüila para a moeda única, inverteu as ações dos Acordos de Plaza, e implementou um diferencial positivo entre juros nominais dos EUA em relação à Europa de Japão, e o dólar se valorizou continuamente.

Apesar do milagre econômico da era Clinton várias crises cambiais ocorreram no mundo, repetindo os eventos ocorridos na política do dólar forte de 1980-1985, mas agora

com o mundo em torno do “Consenso de Washington”³⁴”, isto é, com a liberalização financeira.

Crise do México, em 1994; Crise asiática, em 1997, Crise russa, em 1998 e Crise brasileira, em 1999 foram crises de “escassez de dólares” com rápida mobilidade de capitais, sempre lembrando que neste período, a conta financeira era liberalizada, logo os capitais podiam sair em questão de dias dos países.

Dentre as crises internas, o estouro da bolha da NASDAQ em 2000 e os ataques às torres do World Trade Center em 11 de setembro de 2001, encerraram o período causando uma queda no crescimento dos Estados Unidos. A isso se somaria a crise dos escândalos corporativos como ENRON, que deprimiriam o país.

g) 2001-2007 – Crise Imobiliária, Crescimento Mundial e Bretton Woods 2

George W. Bush, filho de George H.W. Bush chegou à presidência dos Estados Unidos em 2001, ano dos ataques às torres do World Trade Center. Em 2000, já havia ocorrido a crise do estouro da bolha da Nasdaq e para piorar, ocorreu a crise de confiança corporativa, com fraudes de balanço (casos mais famosos são a ENRON e Wordcom).

Com a economia caminhando para a recessão, o governo decide repetir elementos da *Reaganomics* para estimular a economia, e através de cortes de impostos, que invertem o superávit fiscal do governo anterior já em 2001, e aumentado as despesas para 20% do PIB e reduzindo as receitas para 17% do PIB³⁵ que causaram o aprofundamento do déficit de maneira aguda a partir de 2002, atingindo o pico em 2003, ano da segunda guerra do Golfo.

Outra medida das autoridades americanas no período, é a queda dramática da taxa de juros em conjunto com as economias européias e japonesas, logo depois do ataque as torres gêmeas do World Trade Center (tabela 8), tornando a taxa de juros negativa pelo Federal Funds em 2003, para só em 2006 tornar-se positiva novamente.

³⁴ Frase cunhada por John Williamson, para se referir as políticas mínimas em comum que as instituições em Washington usariam para os países da América Latina em 1989: 1 - Disciplina fiscal, através da qual o Estado deve limitar seus gastos à arrecadação, eliminando o déficit público; 2 - Focalização dos gastos públicos em educação, saúde e infra-estrutura; 3 - Reforma tributária que amplie a base sobre a qual incide a carga tributário, com maior peso nos impostos indiretos e menor progressividade nos impostos diretos; 4 - Liberalização financeira, com o fim de restrições que impeçam instituições financeiras internacionais de atuar em igualdade com as nacionais e o afastamento do Estado do setor; 5 - Taxa de câmbio competitiva; 6 - Liberalização do comércio exterior, com redução de alíquotas de importação e estímulos á exportação, visando a impulsionar a globalização da economia; 7 - Eliminação de restrições ao capital externo, permitindo investimento direto estrangeiro; 8 - Privatização, com a venda de empresas estatais; 9 - Desregulamentação, com redução da legislação de controle do processo econômico e das relações trabalhistas; 10 - Propriedade intelectual.

³⁵ Dados em ROMERO(2006)

Juros baixos, déficits em transações correntes crescentes, e incentivo ao mercado imobiliário, foram as medidas da política monetária que os Estados Unidos optaram para sair da crise.

O efeito destes ingredientes combinados, é que o déficit americano em transações de conta corrente não estava sendo “esterilizado” via juros, o que provocou uma inundação de dólares no mundo.

Esta liquidez se reflete em preços de ouro, preços de petróleo, desvalorização do dólar, preço de alimentos acumulação de títulos americanos por outros países conforme analisaremos no capítulo 2.

1.3 - Análise dos períodos de exacerbação: 1973-1980 e 2001-2007

“... trata-se apenas do fato de que a quantidade de dólares espalhada pelo mundo é desproporcional ao tamanho da economia norte-americana... Temos que passar para uma situação na qual a quantidade relativa de dólares em circulação seja reduzida...” – Editorial do Times de Londres, citado por MOFFITT (1984, p. 168)

O presente trabalho selecionou o período 1973-1980 por ser um período de exacerbação dos preços dos ativos em relação ao dólar, assim como 2001-2007.

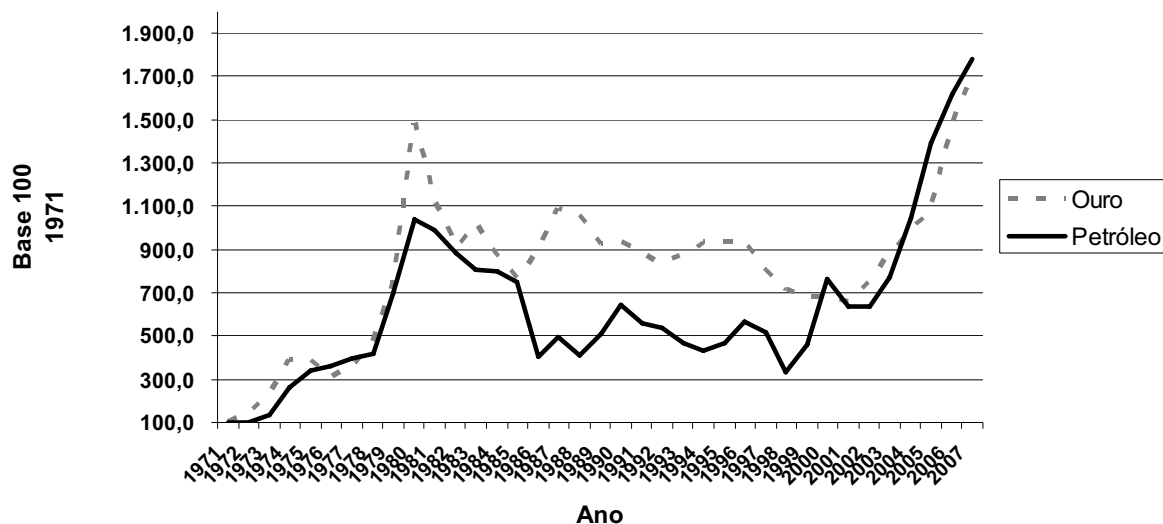
Serrano (2002) define o período até 1979 como o “período de crise”, e após 1980, como “O padrão dólar flexível”. Os dados do período mostram uma exacerbação dos preços de commodities, desvalorização do dólar em relação a outras moedas conversíveis, juros reais baixos e aumento da liquidez do dólar no mundo.

A *commodity* ouro teve ao longo da história humanidade o papel de reserva de valor³⁶. Pelas suas características, tornam como refúgio para turbulências e se tornam termômetros de confiança nas moedas. No final do período 1974-1980, o preço do ouro disparou, (Gráfico 1.10) assim como está ocorrendo no período 2001-2007, demonstrando uma falta de confiança na moeda norte americana.

³⁶ “Keynes ridicularizou o apego sentimental e subconsciente ao metal amarelo. Em 1930, considerou o uso do ouro em assuntos monetários “uma relíquia bárbara”. Alguns anos antes, Lênin havia anunciado que no socialismo o ouro seria usado para decorar as paredes e o chão das latrinas.” MOFFITT (1984, p. 173)

Gráfico 1.10 - Preços de Ouro e Petróleo - Base 100 - 1971

Período 1971-2007



Ouro

Fonte Primária de Dados: Lawrence H. Officer, "The Price of Gold, 1257-2007" MeasuringWorth, 2008.

Disponível em <http://www.measuringworth.org/gold/>

Acessado 2/8/2008

Petróleo

Fonte Primária de Dados: Inflationdata.com

Disponível em http://inflationdata.com/inflation/Inflation_Rate/Historical_Oil_Prices_Table.asp

Acessado 2/8/2008

Gráfico de elaboração própria do autor

Outra *commodity* fundamental o Petróleo³⁷, tem o pico em 1980, (gráfico 1.10), sendo a que a outra grande alta acentuada ocorre a partir de 2002/2003, atingindo picos nominais maiores que 1980. Como acontecimentos relevantes e históricos, na década de 70, aconteceram dois choques do petróleo, um em 1973 (Guerra do Yom Kipur³⁸) e outro em 1979 com a revolução islâmica liderada pelo Aiatolá Khomeini, e no período 2001-2007,

³⁷ “American strategists considered access to oil especially important because it was an essential factor in the Allied victory over Axis power...” – KLARE (2001) citado por TORRES FILHO (2004).

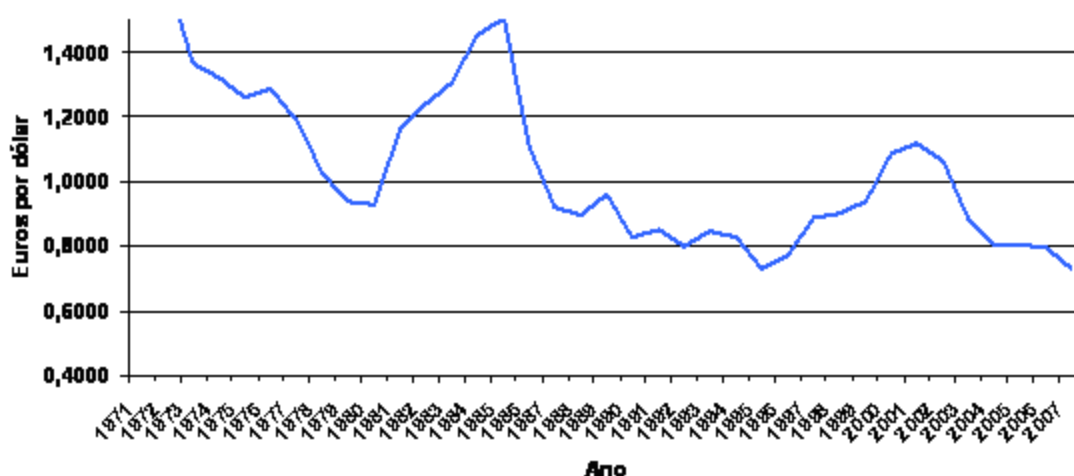
Em tradução própria: “Estrategistas americanos consideraram o acesso ao petróleo especialmente importante porque ele foi um fator essencial na vitória dos aliados sobre as forças do Eixo...”

³⁸ HOBBSAWM (2004, p. 242): “... a guerra do Yom Kipur de 1973..... através da OPEP, os Estados árabes do Oriente Médio tinham feito o possível para impedir o apoio a Israel, cortando fornecimentos de petróleo e ameaçando com embargos. Ao fazer isso, descobriram sua capacidade de multiplicar o preço do petróleo no mundo “

aconteceu a Guerra do Golfo 2, em 2003³⁹, quando uma coalizão de países liderada pelos Estados Unidos, com a justificativa da suposta existência de armas de destruição em massa (que não foram encontradas), invadiram o Iraque.

Comparando o dólar com o euro⁴⁰ (gráfico 1.11) observamos que de 1971 a 1980 ele tem uma forte queda, para depois valorizar-se (“Choques de Volcker”), para depois a partir de 1985 desvalorizar-se novamente (Acordos de Plaza) até 1998.

Gráfico 1.11 - Euros por Dólar - 1971-2007



Fonte Primária de Dados: Federal Reserve

Disponível em:

2000 - 2007 http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/dat00_eu.htm

1999 http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/dat96_eu.htm

Anterior a 1999 http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/dat89_ge.htm

Nos dados anteriores a 1999, foi utilizado o marco alemão, convertida a uma taxa de 1,95583, a mesma utilizada para conversão do marco para o euro em 1999.

Média das cotações diárias de cada ano

Os dados originais estão em dólares por euro a partir de 1999, e marcos por dólar antes de 1999. Para cotações em euros por dólares, foi calculado 1 dividido pela cotação.

Acessado 01/02/2008

Gráfico de elaboração própria do autor

³⁹ ENTENDA (2008) “A Guerra do Iraque já consumiu mais de US\$ 504 bilhões [R\$ 859,82 bilhões] dos cofres públicos americanos. Segundo um estudo do prêmio Nobel de economia Joseph E. Stiglitz, são estimados gastos de US\$ 3 trilhões [R\$ 5,1 trilhões] com os conflitos, caso as tropas permaneçam no Iraque até 2010. Somente os juros dos empréstimos para manter a guerra representam um gasto de US\$ 816 bilhões [R\$1,39 trilhão], de acordo com pesquisadores. O total supera os US\$ 670 bilhões [1,14 trilhão] gastos em 12 anos da Guerra do Vietnã. “

⁴⁰ Neste caso, conforme analisaremos no capítulo 2, a escolha do euro deve-se ao fato de ser uma moeda com câmbio flexível não administrado.

Depois ocorre novamente uma revalorização até 2001, quando começa a cair novamente, atingindo novos recordes de desvalorização. Das desvalorizações mais profundas, são três: pós Bretton Woods até 1980, 1985 até 1998 e 2001 até 2007.

A desvalorização de 1985 até 1998 parece ter a sua profundidade maior nos três anos: 1986, 1987 e 1988, e estabilizando. Esta desvalorização do dólar parece ser mais um ajuste dos preços dos “Choques de Volcker” proporcionado pelos Acordos de Plaza.

Na soja e no milho, no período 2002-2008 (Tabela 1.3), observamos uma valorização nos períodos 2002-2008 77,80% do milho (projeção USDA) e 59,80% da soja, ao passo que no período pós Bretton Woods, parece sinalizar uma mudança de preço relativo, isto é , o preço do milho subiu 189% no período 1971/1972 até 1980/1981 e a soja 150% no mesmo período.

Tabela 1.3 – Média do Preço de Soja recebido pelas fazendas - Ano comercial americano - Base 100 (1970/1971) – Período 1970/1971 – 2006/2007

Year	Corn (\$/bushel)	Soybeans (\$/bushel)
1970/1971	133	134
1971/1972	108	142
1972/1973	157	205
1973/1974	256	267
1974/1975	302	312
1975/1976	254	231
1976/1977	215	320
1977/1978	202	135
1978/1979	225	313
1979/1980	248	295
1980/1981	312	355
1981/1982	247	285
1982/1983	255	268
1983/1984	321	368
1984/1985	263	274
1985/1986	223	237
1986/1987	150	224
1987/1988	194	276
1988/1989	254	348
1989/1990	236	267
1990/1991	228	269
1991/1992	237	262
1992/1993	207	261
1993/1994	250	300
1994/1995	226	257
1995/1996	324	315
1996/1997	271	345
1997/1998	243	304
1998/1999	194	231
1999/2000	182	217
2000/2001	185	213
2001/2002	197	206
2002/2003	232	260
2003/2004	242	345
2004/2005	206	269
2005/2006	200	266
2006/2007	300	302
2007/2008	350	329

Fonte Primária de Dados: United Nations Statics Division

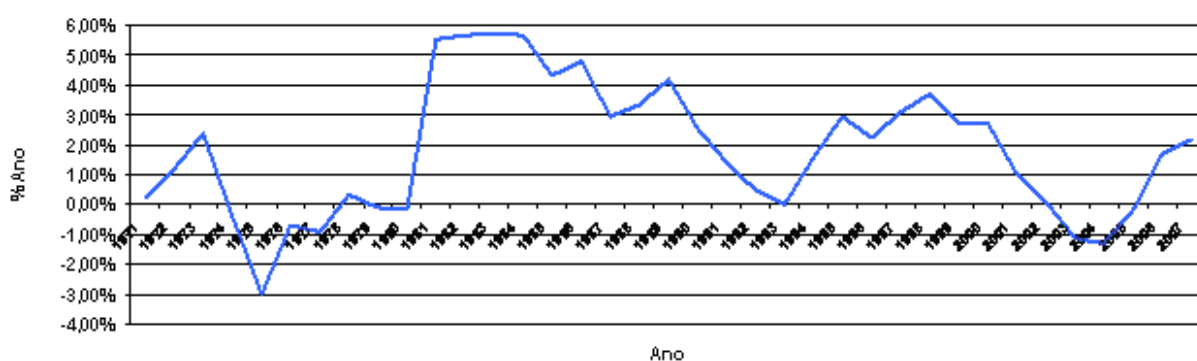
Disponível em http://www.farmdoc.uiuc.edu/manage/uspricehistory/us_price_history.html

Acessado 07/02/2008

Tabela de elaboração do autor

Analisando a taxa de juros reais do período, os dois períodos têm taxas negativas ou baixas, que é o período de 1973 a 1980, e a partir de 2001, apesar de 2007 mostrar uma taxa positiva.

Gráfico 1.12 – Juros Reais – 1971-2007



Juros - Fundos Federais taxa efetiva

Fonte Primária de Dados: Federal Reserve

Disponível em http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Annual/H15_FF_O.txt

Inflação: CPI All Urban Consumers

Fonte Primária de Dados: Bureau of Labor Statistics

Disponível em <http://data.bls.gov/PDQ/outside.jsp?survey=cu>

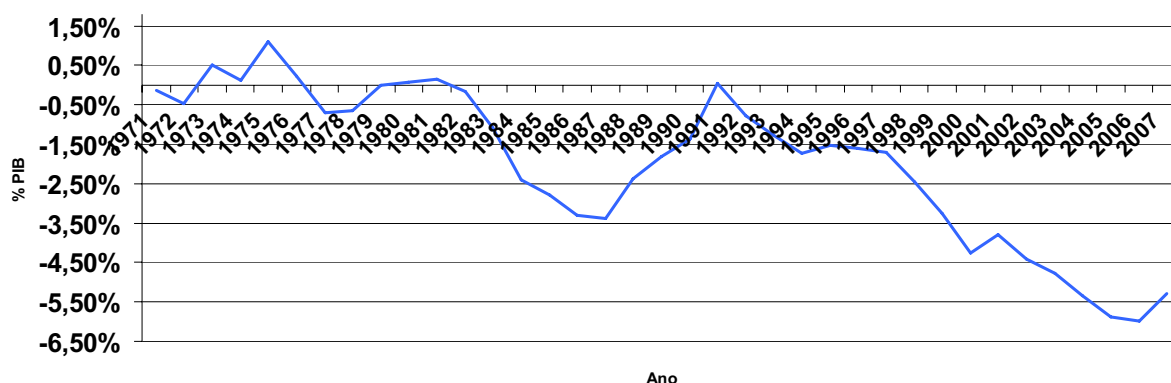
Acessado 2/8/2008

Para cálculo dos juros reais, foi utilizada a fórmula $(1 + \text{Federal Funds}) / (1 + \text{CPI})$, e subtraindo um do resultado

Gráfico de elaboração própria do autor

Na balança de pagamentos dos Estados Unidos (Gráfico 1.12), somente no período 1977-1979 é que os Estados Unidos tiveram déficit na conta de transações correntes, ao passo que no período 2001-2007, parece que o déficit atingiu outro patamar ao redor de 5% a 6% do PIB americano. O excesso de liquidez do período 2001-2007 parece estar vinculado ao déficit em transações correntes.

Gráfico 1.12 – Conta de Transações Correntes - % PIB - EUA - 1971-2007



Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis

Balança de Pagamentos disponível em <http://www.bea.gov/international/xls/table1.xls>

PIB disponível em <http://www.bea.gov/national/xls/gdplev.xls>

Acessado 2/8/2008

O déficit em transações correntes como percentual do PIB foi obtido dividindo o déficit pelo PIB em dólares correntes

Gráfico de elaboração própria do autor

Nos dois períodos, os Estados Unidos são deficitários nominalmente em termos líquidos, isto é, compram mais do que vendem (somados as transferências unilaterais), e pagam em dólares para o mundo. No período 1973-1980, observamos que o déficit na conta de transações correntes não é um fenômeno tão agudo como no período de 2001-2007

A conta financeira da balança de pagamentos (Tabela abaixo) mostra que os Estados Unidos, no período 1974-1978, os americanos investiram mais fora do país do que receberam investimentos estrangeiros, destacando-se principalmente os anos de 1978, 1979 e 1980 onde os investimentos americanos no exterior passaram de 2,50% do PIB ao ano. Ao contrário do período 2001-2007, quando os americanos receberam muito mais investimentos de estrangeiros do que investimentos norte-americanos no exterior, na faixa de 4% a 6% do PIB por ano, sendo que partes destes recursos estão sendo utilizados para financiar o déficit da conta de transações correntes do período.

Tabela 1.4 – Fluxo de investimentos com o exterior – 1973-1980 / 2001-2007

Ano	Fluxos Americanos para o Exterior	Fluxo de Estrangeiros para os Estados Unidos	Fluxo Líquido de investimentos com o exterior % PIB
1973	-1,65%	1,33%	-0,32%
1974	-2,32%	2,35%	0,03%
1975	-2,42%	1,03%	-1,39%
1976	-2,81%	2,07%	-0,74%
1977	-1,71%	2,60%	0,89%
1978	-2,66%	2,89%	0,22%
1979	-2,53%	1,54%	-0,99%
1980	-3,08%	2,18%	-0,89%
2001	-3,78%	7,73%	3,95%
2002	-2,81%	7,59%	4,78%
2003	-2,97%	7,83%	4,86%
2004	-8,56%	13,12%	4,56%
2005	-4,40%	10,04%	5,64%
2006	-9,50%	15,64%	6,14%
2007	-9,34%	14,90%	5,56%

Balança de Pagamentos

Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis
Disponível em <http://www.bea.gov/international/xls/table1.xls>
Acessado 2/8/2008

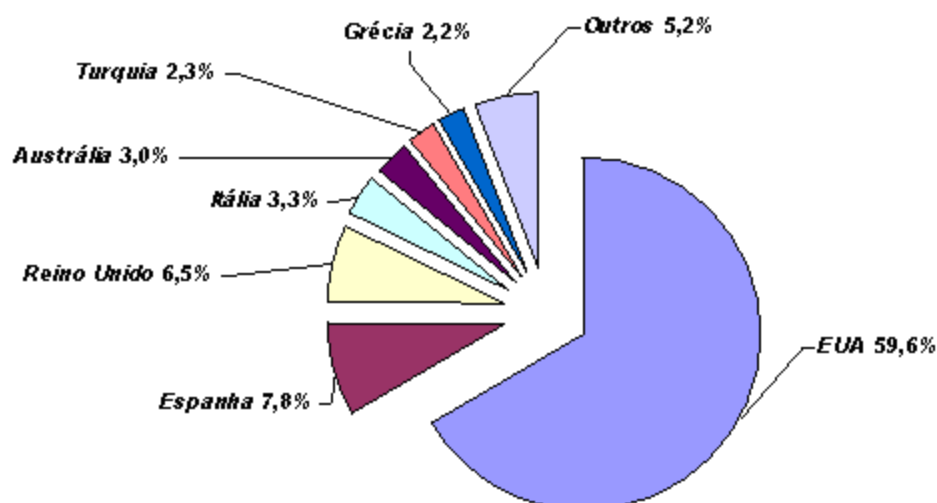
Sinais de negativo, indicam dólares saindo para investimento no exterior
Tabela de elaboração própria do autor

PIB

Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis
Disponível em <http://www.bea.gov/national/xls/gdplev.xls>
Acessado 2/8/2008

Observamos também que em 2006, que os Estados Unidos se tornaram o maior importador de capital do mundo com quase 60%, sendo os principais credores Japão, China, Alemanha, Arábia Saudita e China representando 54% do capital exportado.

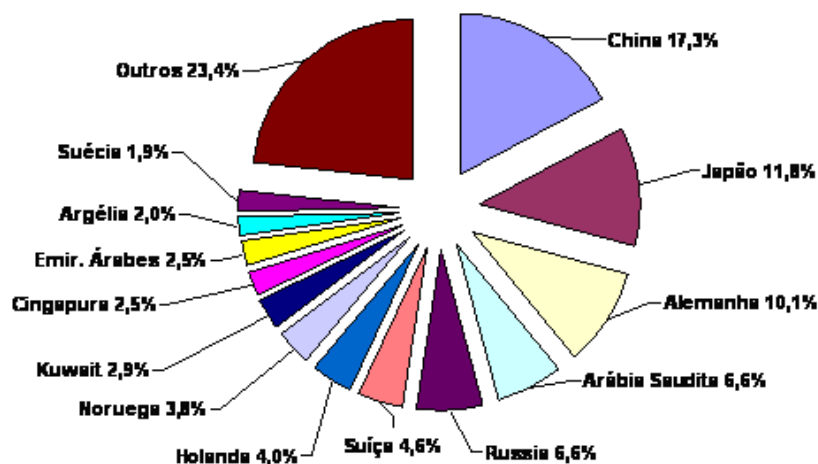
Gráfico 1.13 – Países importadores de capital - 2006



Fonte: FMI

Fonte: CINTRA (2008)

Gráfico 1.14 – Países exportadores de capital - 2006

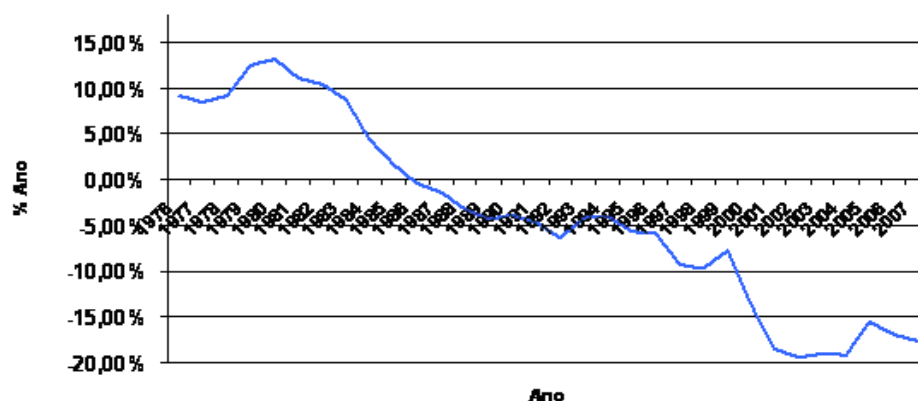


Fonte: FMI

Fonte: CINTRA (2008)

Além disso, a posição dos investimentos americanos com o exterior de 1976 a 1980 que era positiva no patamar de 10% do PIB, tem uma situação inversa no período 2001-2006 e praticamente atingiu o patamar de 20% negativo do PIB. Cabe ressaltar que a posição se inverteu a partir de 1986, mas que em 2001, começou a atingir novos patamares nunca antes atingidos.

Gráfico 1.15 – Posição de investimentos líquidos com o exterior – EUA - % PIB – 1976-2007



Fonte Primária de Dados:

Posição de Investimentos com o Exterior - Bureau of Economics Analysis

Disponível em http://www.bea.gov/international/xls/intinv07_t2.xls

Acessado 2/8/2008

PIB - Bureau of Economics Analysis

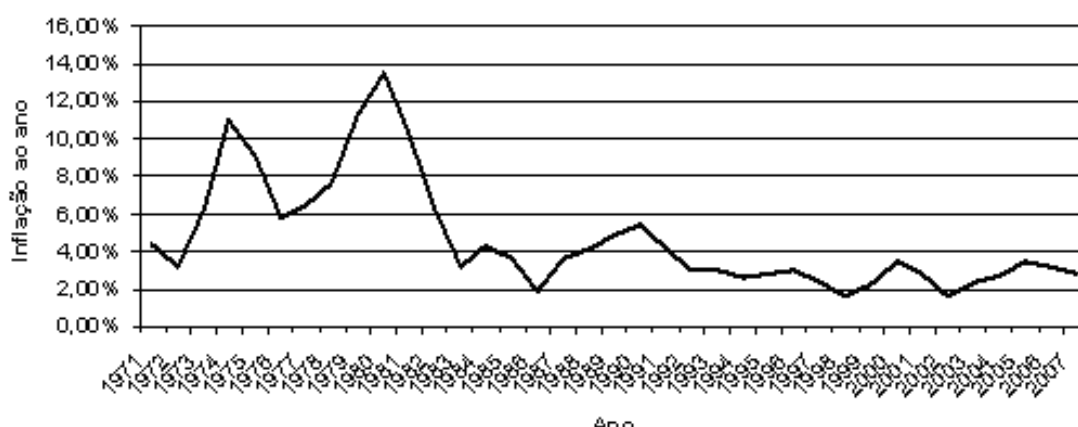
Disponível em <http://www.bea.gov/national/xls/gdplev.xls>

Gráfico de elaboração própria do autor

Resumindo, no período 1973-1980, temos um fluxo líquido de investimentos no exterior positivo, e um déficit nas transações correntes, mas não em níveis preocupantes. Chama a atenção especialmente os anos de 1978 e 1979, tanto no déficit nas transações correntes, quanto no montante americano investido no exterior, que acelerou a partir de 1978. Em 1977 e 1978, houve grandes déficits na conta de transações correntes. Este fenômeno dos Estados Unidos estarem investindo agressivamente⁴¹ no exterior, isto é, emitindo moeda dólares para o euromercado, aumentou a liquidez do dólar no exterior, provocando a desvalorização da moeda perante outras moedas e *commodities*.

Quanto à inflação, o período de 1973 a 1980 foi marcado por inflações que chegaram até o patamar de 13% ao ano, sendo o menor por volta de 6%.

Gráfico 1.16 – Inflação ao consumidor – EUA – 1971-2007



Fonte Primária de Dados: Bureau of Labor Statistics

Disponível em <http://data.bls.gov/PDQ/outside.jsp?survey=cu>

Acessado 2/8/2008

Gráfico de elaboração própria do autor

Os dados parecem não evidenciar uma inflação alta no período 2001-2007, mas no relatório do FMI de abril de 2008, parece que a alta já começa a contaminar os índices de inflação.

⁴¹ MOFFITT (1984) “O destacado consultor de economia Alan Greenspan esclareceu a matemática por trás destes eventos em audiências da Comissão Conjunta de Economia” – p 171 – Basicamente era comparação entre inflações, juros nominais, e moeda futura.

Tabela 1.5 – Contribuição de alimentos e combustível para a inflação – 2006-2007

(In percent)

	2006					2007				
	Headline Inflation	Food Inflation ²	Food Contribution ³	Fuel Inflation ²	Fuel Contribution ³	Headline Inflation	Food Inflation ²	Food Contribution ³	Fuel Inflation ²	Fuel Contribution ³
World	3.4	3.4	27.0	11.2	19.9	3.9	6.2	44.3	4.1	8.0
Advanced economies	2.3	2.0	12.4	11.1	28.0	2.2	3.0	19.5	3.8	12.1
Africa	7.2	8.5	46.6	8.7	22.3	7.4	8.7	43.6	6.7	6.5
CIS ⁴	9.3	8.5	40.0	17.1	7.6	9.6	9.2	41.1	11.7	7.2
Developing Asia	3.7	4.4	37.7	12.3	19.4	4.9	10.0	67.5	3.1	3.4
Central and eastern Europe	5.2	4.6	22.0	9.7	18.2	5.4	8.2	34.9	6.9	11.8
Middle East	3.4	5.1	57.0	1.9	5.3	10.1	13.6	42.3	10.1	24.4
Western Hemisphere	5.4	4.5	23.1	8.7	9.8	5.4	8.5	40.8	2.3	3.4

Source: Data on food and fuel price inflation are based on 137 countries submitted by country desks and data banks.

¹Figure may differ from those in the Statistical Appendix tables because of limited country coverage.²Changes in food or fuel-related consumer prices (or closest equivalents).³Contribution to headline inflation in percent.⁴CIS: Commonwealth of Independent States.

Fonte: IMF World Economic Outlook Spring 2008

Sintetizando, os dois períodos têm similaridades em indicadores como aumento do preço das commodities, juros reais baixos, desvalorização cambial, aumento da liquidez em dólares e inflação. Destacam-se duas diferenças no país central: a origem da liquidez que na década de 70 era uma combinação de investimentos e déficit em transações correntes, sendo este déficit num nível muito menor, e no período recente é gerada basicamente pelo déficit em transações correntes.

1.4 - Choques de Volcker

“It's our currency, but it's your problem” - U.S. Treasury Secretary John Connally

* Esta seção foi largamente baseada em MOFFITT (1984)

Dentre os vários pacotes de defesa do dólar a partir de 1978, nenhum tinha atacado o problema de excesso de dólares pelo mundo. Finalmente, a partir de 1979, Volcker e Carter tomaram medidas para defender o dólar como moeda mundial e abaixar a inflação, através da elevação de juros e implementação e controles creditícios. Estas medidas custaram aos Estados Unidos a quebra de vários bancos americanos (sadios até então) e grande parte da indústria, levando os Estados Unidos a uma recessão e desemprego. Volcker escolheu na época sacrificar o crescimento econômico.

Os anos 70 foram um cenário atípico para os Estados Unidos, basicamente de contestação. Além da fraqueza do dólar como moeda mundial, no lado político os Estados

Unidos sofreram uma série de revezes (Retirada do Vietnã em 1973, Primeiro Choque do Petróleo em 1973, Segundo choque do petróleo – Irã, Invasão do Afeganistão pela URSS, Invasão do Líbano por parte de Israel) e a hegemonia econômica (via dólar) e militar (Vietnã) dos Estados Unidos estavam sendo contestados pelo mundo.

Em 1974, ocorreu uma crise bancária com a quebra dos bancos Franklin National Bank de Nova York, e o Bankhaus I.D. Herstatt da Alemanha Ocidental por causa dos prejuízos decorridos com a especulação cambial internacional. MOFFITT (1984) ilustra a situação:

Os banqueiros, amedrontados momentaneamente pelos desastres no Herstatt e no Franklin National Bank, controlaram seus ímpetos por dois anos. Mas, não demorou muito e eles voltaram a especular avidamente. Os governos logo compreenderiam como pode ser perigoso deixar sem controle bilhões em moeda especulativa no euromercado – (MOFFITT, 1984, p. 92)

Os dois anos de “folga” para o dólar, em 74/75, fortaleceram o dólar (vide tabela 3) foi devido a profunda recessão 1974/1975, que causou uma retração nas importações, e superávits na conta de transações correntes (vide tabela 10). MOFFITT (1984) p. 145, cita também a alta taxa de juros, além da cautela do mercado de câmbio pós falências de 1974.

Com a ascensão de Jimmy Carter, os Estados Unidos tentam diminuir o déficit em transações correntes com Alemanha Ocidental e Japão. Os americanos acusaram os japoneses de manterem uma flutuação suja do dólar perante o iene, fazendo com que os produtos japoneses ficassem mais baratos no mundo. Carter apresentou o desagravo americano à Alemanha Ocidental e ao Japão perante o crescimento das exportações destes países como os Estados Unidos. Como não ocorreu nenhuma mudança na política destes países perante o déficit comercial americano (aumento de importações por parte destes, de produtos americanos), Blumenthal que era o secretário do tesouro norte-americano na época, declarou que “Os ajustes nas taxas de câmbio devem desempenhar seu papel apropriado”⁴².

Com a declaração de Blumenthal, teve início uma nova onda⁴³ de desvalorização do dólar, e nos meses seguintes todos fugiram para o marco alemão, ienes e francos suíços. Europa e OPEP criticaram violentamente a atitude dos Estados Unidos, e finalmente no início

⁴² MOFFITT (1984) p. 137

⁴³ MOFFITT (1984) – “Foram necessários os anos do governo Carter para que seus assessores aprendessem algo que os homens do mercado financeiro internacional há muito compreendiam: que uma economia americana forte e em expansão implica um dólar enfraquecido... Nenhuma das chamadas “reformas monetárias do início dos anos 70 havia tocado no problema do excesso de dólares no exterior....Portanto, enquanto a oferta global de dólares superasse a demanda, o dólar seria uma moeda cronicamente enfraquecida.....Um operador de câmbio comentou: “Blumenthal deu a todos uma desculpa para se livrarem de seus dólares””

de 1978 o Federal Reserve anunciou a reabertura das linhas de swap de moedas estrangeiras, que estabilizaram o dólar, mas por pouco tempo. A especulação contra o dólar voltou ainda no começo de 1978, piorado pelos déficits, e na prática os Estados Unidos estavam forçando a Europa e o Japão intervirem comprando dólares, sem a qual poderia ter piorado a desvalorização do dólar. A intervenção destes países alimenta também a inflação ao aumentar a emissão da própria moeda.

Em novembro de 1978, Carter finalmente⁴⁴ decidiu intervir com um pacote de defesa do dólar, centralizado na constituição de um fundo de moedas estrangeiras totalizando USD 30 bilhões, e aumento de juros (MOFFITT, 1984, p. 166). Até meados de 1979, o dólar se fortaleceu, devido ao volume recorde despendido para defesa do dólar, o segundo choque do petróleo (o uso do dólar como moeda de pagamento do petróleo, fortalece a demanda pela moeda, mas aumentam a moeda em circulação depois). O plano teve curta duração, pois não atacava o problema principal que era o excesso de dólares no mercado (MOFFITT, 1984, p. 167). Em julho o dólar mostrava novos sinais de fraqueza. Carter indicou Paul Volcker para a presidência do Federal Reserve (defensor do combate à inflação). Em outono de 1979, o ataque ao dólar voltou piorado pelas taxas de juros reais baixas. Nesta nova corrida havia um detalhe novo: os investidores estavam fugindo para o ouro e a prata. As taxas de CD⁴⁵ do euromercado estavam acima da regulação, e os países exportadores investiram todos os recursos oriundos de 1979. Era o fim do processo de reciclagem dos petrodólares.

O “dilema de Volcker” era que para parar a situação de desvalorização, inflação e questionamento do dólar como moeda mundial e reserva de valor, ele teria que afundar a economia, e até mesmo “quebrar” setores industriais e financeiros dos Estados Unidos, ou manter o crescimento da economia, com o risco da inflação e do questionamento do dólar. Volcker decidiu-se pela primeira opção.

O âmago do problema era o excesso de dólares no mundo. E Paul Volcker sabia disso. Em 1979, o pânico já estava instalado nos mercados mundiais, e Paul Volcker voltou da reunião do FMI em outubro de 1979 convencido que precisava recuperar o dólar⁴⁶. ENGDAHL(2006) analisa a situação:

⁴⁴ MOFFITT (1984) – “Em outubro de 1978, uma doentia sensação de pânico se alastrou pelos mercados de câmbio. Em treze meses o dólar havia perdido 67% do seu valor em relação ao franco suíço, 55% por cento em relação ao IENE e quase 35% em relação ao marco alemão..... Lucrativa ou não, os bancos decidiram que a corrida sobre o dólar tinha ido longe demais.”

⁴⁵ Certificados de Depósitos

⁴⁶ TAVARES (1997) “Na reunião mundial do FMI de 1979, Mr. Volcker, presidente do FED, retirou-se ostensivamente, foi para os EUA e de lá declarou ao mundo que estava contra as propostas do FMI e dos demais

Estrangeiros detentores de dólar começaram a livrar-se de seus dólares como protesto contra as políticas externas da administração do presidente americano Jimmy Carter. Foi para lidar com a crise do dólar que Carter foi obrigado a trazer Paul Volcker para o comando do Federal Reserve em 1979. Em outubro de 1979 Volcker deu ao dólar uma carga de turbo, permitindo que as taxas de juros americanas crescessem por volta de 300% em semanas, a um nível acima de 20%. Isso por sua vez forçou as taxas de juros mundiais ao topo, desencadeando uma recessão global, desemprego em massa e miséria. Isso “salvou” o dólar como moeda unida de reserva. O dólar não era um “petrodólar”. Era a moeda emitida pela maior superpotência, uma superpotência determinada a fazer o que fosse necessário para manter a situação do modo que estava.⁴⁷ (ENGDAHL, 2006)

Para fazer com que os Bancos parassem de emprestar, Volcker atacou o problema em dois momentos.

Em 02 de outubro de 1979, ocorre o “primeiro choque de Volcker”, elevando a taxa de desconto do FED em 1% ao ano, controle de crescimento da oferta monetária (concessão a Milton Friedman). Mas ao adentrar o ano de 1980, a inflação persistia, e os bancos continuavam tomando recursos no euromercado, e a expansão creditícia não diminuía. Depois do aprisionamento de reféns norte-americanos no Irã (advinda do segundo choque do petróleo no Irã), Carter mandou congelar ativos iranianos nos Estados Unidos, e da Invasão pela URSS do Afeganistão, o pânico tomou conta do mercado. O ouro disparou, atingindo recordes. A elevação de juros de Volcker tinha fortalecido o dólar, mas fatores como inflação em alta, fuga contra a moeda, e “guerra internacional de taxas de juros entre o FED e os principais bancos centrais” (MOFFITT, 1984, p. 181) estavam só piorando a situação.

O “Segundo choque de Volcker” ocorreu ainda no governo Carter. Consistia de medidas de controles creditícios anunciados no dia 14 de março de 1980⁴⁸. As medidas

países membros, que tendiam a manter o dólar desvalorizado e a implementar um novo padrão monetário internacional” p. 33.

MOFFITT (1984) “... Contudo, parece que Volcker ouvira o bastante na Europa para convencê-lo da gravidade da situação... Volcker anunciou uma série impressionante de medidas...”. p. 176

⁴⁷ O texto de ENGDAHL (2006) está originalmente em inglês. A tradução foi de elaboração própria do autor. “Foreign dollar-holders began dumping their dollars as a protest against the foreign policies of the administration of US president Jimmy Carter. It was to deal with that dollar crisis that Carter was forced to bring in Paul Volcker to head the Federal Reserve in 1979. In October 1979 Volcker gave the dollar another turbocharge by allowing interest rates in the US to rise some 300% in weeks, to well over 20%. That in turn forced global interest rates through the roof, triggered a global recession, mass unemployment and misery. It also “saved” the dollar as sole reserve currency. The dollar was not a “petrodollar”. It was the currency of issue of the greatest superpower, a superpower determined to do what it needed to keep it that way.”

⁴⁸ UCHITELE (1987): “March 14, 1980: With the inflation rate still rising, the Federal Open Market Committee, at Mr. Volcker's direction, imposes credit controls. Credit card use is curtailed and other forms of consumer borrowing are discouraged. The restrictions work: Inflation begins to fall, but a recession develops.”

ou traduzindo (elaboração própria do autor):

funcionaram e finalmente a situação reverteu-se: as commodities despencaram, o PIB desabou, o dólar fortaleceu-se, e a inflação caiu:

Ao contrário do pacote de 06 de outubro, os controles resolveram o problema. A economia norte-americana afundou como uma pedra. No segundo trimestre de 1980 a economia dos Estados Unidos declinou a uma taxa anual de quase 10%... Os preços do ouro caíram rapidamente à medida que os especuladores - agora convencidos de que Volcker falava sério - inundaram o mercado com ouro e se precipitavam para garantir as altas taxas de juros disponíveis nos ativos denominados em dólares. (MOFFITT, 1984, p. 181)

A “Minute of Actions⁴⁹” de março de 1980, descreve as medidas do FED de controles creditícios em consonância com as medidas de Jimmy Carter:

- 1 – Um programa de restrição especial de crédito;
- 2 – Exigência de um depósito especial para todos os emprestadores que aumenta em certos tipos de crédito ao consumidor;
- 3 – Um aumento na exigência de reserva de margens em passivos gerenciados de um grande número de bancos;
- 4 - Uma exigência de um depósito especial em passivos gerenciados que cresce em passivos gerenciados de um grande número de empresas que não são bancos;
- 5 – Exigência de um depósito especial que cresce, no total dos ativos dos fundos mútuos de money market;
- 6 – Uma sobretaxação de 3% sobre empréstimos freqüentes de um grande número de bancos do Federal Reserve.

Como consequência das medidas, Volcker, (chamaremos aqui de “segundo choque de Volcker”), o Federal Reserve ainda teve que lidar com a quebra dos Hunt que ameaçavam leva algumas grandes instituições na queda. Os Hunt tinham comprado posições elevadas de prata:

O presidente do FED, Paul Volcker , afirmou que os Hunt provavelmente possuíam dois terços da prata nos Estados Unidos (MOFFITT, 1984, p.186).

“14 de março de 1980: Com a taxa de inflação ainda crescendo, o Comitê Federal de Mercado Aberto, na direção de Paul Volcker, impôs controles creditícios. O uso de cartão de crédito é restringido e outras formas de crédito ao consumo são desencorajados. As restrições funcionaram: a inflação começou a cair, mas uma recessão desenvolveu-se.”

⁴⁹ Federal Reserve (1980)

Acontece que a posição de prata dos Hunt foi comprada alavancada, isto é a base de empréstimos com Bancos para financiar novas aquisições de prata, com garantia da própria prata. Quando o preço começou a cair no “segundo choque de Volcker”, os bancos estavam expostos demasiadamente aos Hunt, e começaram as chamadas de margem para as posições de prata. Volcker coordenou a ajuda financeira com os bancos, evitando que a crise alastrasse pelos Bancos. Os Hunt foram proibidos de operar para sempre no mercado de prata.

Dois são os fatores para que os Estados Unidos tomassem medidas tão “radicais”: a inflação crescente e a possibilidade de o dólar ser substituído como moeda mundial discussão esta vinda desde a década de 60:

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. (SERRANO, 2002, p.249)

O custo da escolha no “Dilema de Volcker” causou danos à própria economia norte-americana:

...custou aos EUA mergulhar a si mesmos e a economia mundial numa recessão contínua por três anos. Quebraram inclusive várias grandes empresas e alguns bancos americanos além de submeterem a própria economia americana a uma violenta tensão estrutural. (TAVARES, 1997a, p.33)

Mesmo a custos altos, a inflação começou a ceder e a contestação do dólar como moeda mundial⁵⁰ acabou, ao custo de diminuição do crescimento e desemprego. Após o segundo “choque de Volcker”, as *commodities* cederam e o dólar se valorizou.

⁵⁰ TAVARES (1997a) – “O início da recessão americana e a violenta elevação da taxa de juros pesaram decisivamente da derrota popular de Carter”. O interessante notar, que a maioria dos textos não cita as medidas dos controles creditícios, a não ser MOFFITT (1984). A maioria dos autores creditam o sucesso do choque de Volcker à alta de juros, inclusive na bibliografia de Paul Volcker escrito por TREASTER (2004).

2 - A posição financeira externa dos EUA no período 2001-2007

Este capítulo analisa a posição financeira externa da economia norte-americana nos anos 2001-2007. A primeira seção apresenta a evolução da conta de transações correntes e de seus principais componentes. A segunda seção desenvolve uma análise dos fluxos de capitais e da posição de investimentos líquidos dos EUA com o exterior, para caracterizar a obtenção da margem de intermediação positiva da economia que emite a moeda mundial e que constitui o denominado “privilégio exorbitante”⁵¹. Na terceira seção, por fim, esboça-se uma análise de conjunto da configuração internacional gerada por esta posição dos EUA: déficit crônico em transações correntes, acúmulo de dólares pelo mundo, em especial na Ásia, desvalorização do dólar perante as moedas de câmbio flexível, a alta dos preços das *commodities* e do ouro, e ainda assim os EUA praticando juros reais baixos ou negativos, o que só é possível pelo seu papel de país emissor da moeda mundial.

2.1. – Déficits crônicos em transações correntes

Conforme visto no capítulo 1, desde 1982, como efeito do choque de Volcker, o dólar se valorizou perante as outras moedas (gráfico 2) até 1985, quando os acordos de Plaza o desvalorizaram novamente. É natural supor que o déficit em conta de transações americano iniciou-se com o dólar valorizado, o que barateia as importações e tira a competitividade das exportações. Desde 1974, há uma correlação do valor do dólar com o déficit em transações correntes, sempre com uma defasagem de tempo. Por exemplo, o dólar em 1980 começou sua escalada de valorização, mas os efeitos na conta de transações correntes só se fizeram sentir em 1982, assim como a desvalorização iniciada no acordo de Plaza só conduziu à redução do

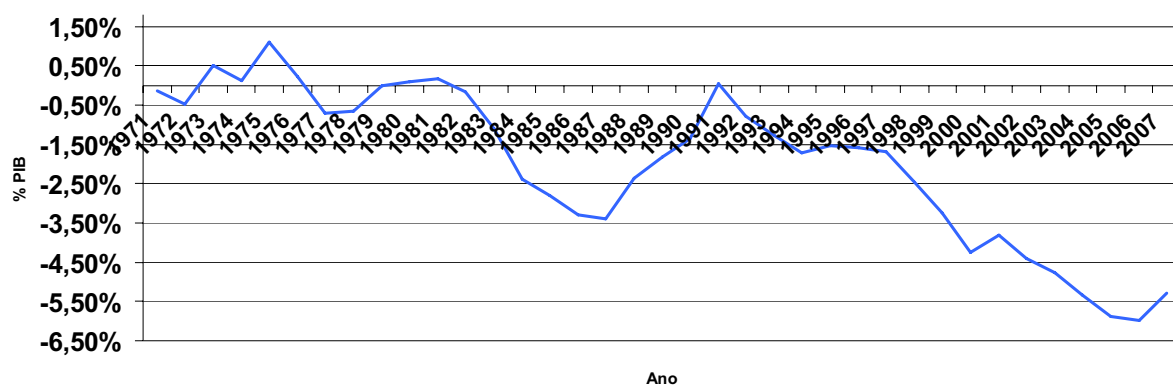
⁵¹ GOURINCHAS & REY (2005, p. 2 -3): “The specific definition of this exorbitant privilege has varied over time and with different commentators. For some, it refers to the fact that the US’s income balance has remained positive all these years, despite mounting net liabilities. For others -and it is the interpretation favored by the French in the 1960’s- the exorbitant privilege referred to the ability of the US to run large direct investment surpluses, ultimately financed by the issuance of dollars held -willy-nilly- by foreign central banks. This particular interpretation views the US as playing a pivotal role, at the center of the world financial system.”

Tradução própria do autor: “A definição específica do privilégio exorbitante tem variado através do tempo e com comentaristas diferentes. Para alguns, refere-se ao fato dos rendimentos da balança americana terem se mantidos positivos todos estes anos, apesar do fato da posição devedora líquida com o exterior. Para outros – e esta é uma interpretação favorecida pela França na década de 1960 – o privilégio exorbitante se refere a capacidade americana de incorrer em grandes superávits em investimentos diretos, financiados em última instância emissão de dólares detidos – quer queira quer não – pelos bancos centrais estrangeiros. Esta interpretação particular enxerga os Estados Unidos desempenhando um papel crucial no centro do sistema financeiro mundial.”

déficit em 1988-1992. Até 1996, apesar do câmbio baixo, o déficit ficou em torno de 2% do PIB. A partir de 1998, o déficit cresceu continuamente e atingiu patamares antes nunca vistos.

Chama a atenção nestes dados que parece não existir a correlação inversa entre déficit em transações correntes (Gráfico 2.1) e desvalorização do dólar perante o euro (Gráfico 2.2). É de se supor que, com o aumento da emissão de dólares por meio dos déficits das transações correntes, o dólar desvalorizaria em relação ao euro, mas no período posterior a 2002, por exemplo, não aparece esta correlação. Contudo, o preço do dólar parece ter uma correlação com a taxa de juros reais (Gráfico 2.3), que não discutiremos por não ser objeto deste estudo.

Gráfico 2.1 – Conta de transações correntes em % PIB - 1971-2007



Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis

Balança de Pagamentos disponível em <http://www.bea.gov/international/xls/table1.xls>

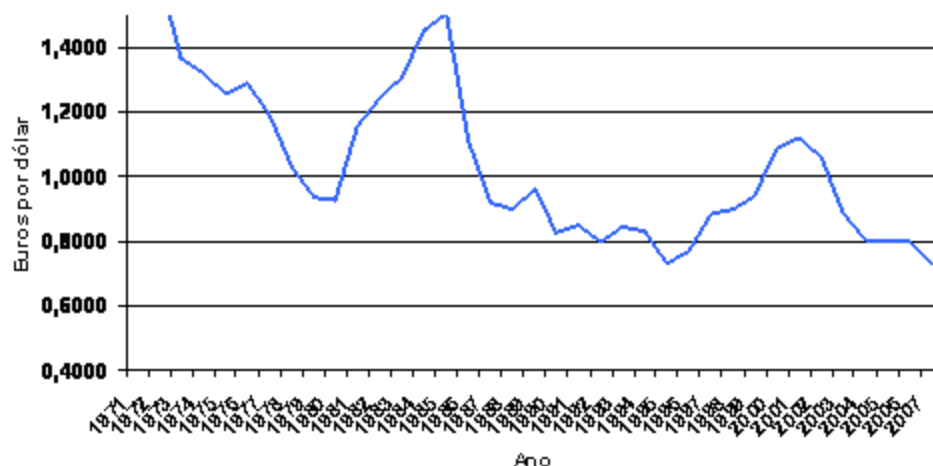
PIB disponível em <http://www.bea.gov/national/xls/gdplev.xls>

Acessado 2/8/2008

O déficit em transações correntes como percentual do PIB foi obtido dividindo o déficit pelo PIB em dólares correntes

Gráfico de elaboração própria do autor

Gráfico 2.2 – Cotação Euros por Dólar – Valores Nominais – 1971-2007.



Fonte Primária de Dados: Federal Reserve

Disponível em:

2000 - 2007 http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/dat00_eu.htm

1999 http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/dat96_eu.htm

Anterior a 1999 http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/dat89_ge.htm

Nos dados anteriores a 1999, foi utilizado o marco alemão, convertida a uma taxa de 1,95583, a mesma utilizada para conversão do marco para o euro em 1999.

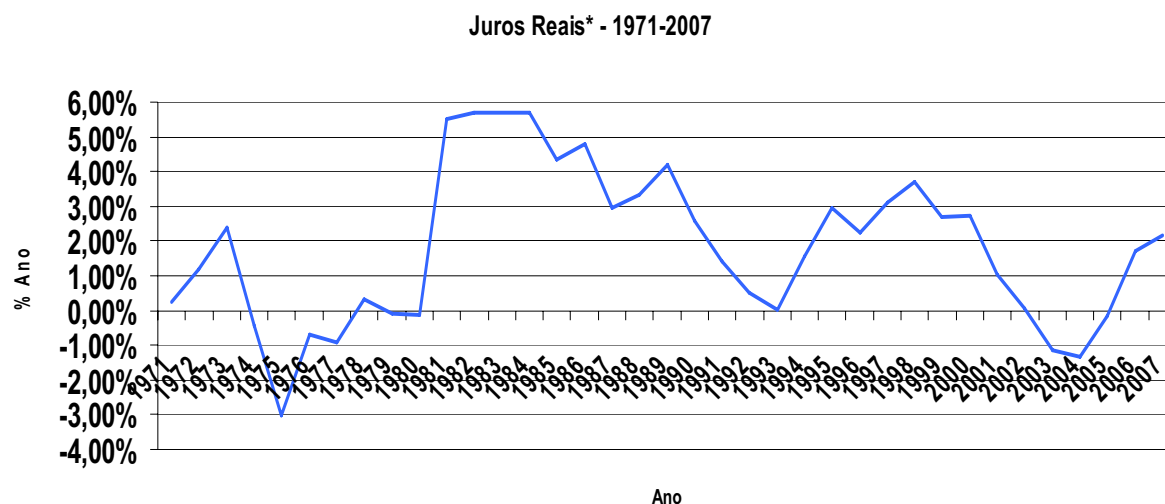
Média das cotações diárias de cada ano

Os dados originais estão em dólares por euro a partir de 1999, e marcos por dólar antes de 1999. Para cotações em euros por dólares, foi calculado 1 dividido pela cotação.

Acessado 01/02/2008

Gráfico de elaboração própria do autor

Gráfico 2.3 –Juros reais Estados Unidos - 1971-2007



Juros - Fundos Federais taxa efetiva

Fonte Primária de Dados: Federal Reserve

Disponível em http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Annual/H15_FF_O.txt

Inflação: CPI All Urban Consumers

Fonte Primária de Dados: Bureau of Labor Statistics

Disponível em <http://data.bls.gov/PDQ/outside.jsp?survey=cu>

Acessado 2/8/2008

Para cálculo dos juros reais, foi utilizada a fórmula $(1 + \text{Federal Funds}) / (1 + \text{CPI})$, e subtraindo 1 do resultado

Gráfico de elaboração própria do autor

Conforme a tabela 2.1, o déficit comercial dos Estados Unidos se acelerou a partir de 2003, atingindo até níveis próximos de 6% do PIB. Em contrapartida, os Estados Unidos são superavitários na conta de serviços (inclui turismo e *royalties*, entre outros). Na conta de rendas (provenientes de investimentos diretos no exterior e, outros investimentos privados), os Estados Unidos são superavitários em níveis próximos a 0,50% do PIB, patamar este que se ampliou a partir de 2004. A conta de rendas a partir de 2004 gira em torno de 10% do déficit da balança comercial.

Tabela 2.1 – Abertura da Conta de Transações Correntes – em USD MM e % PIB – 2001-2007

Descrição	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Balança Comercial	(429.519)	(484.955)	(550.892)	(669.578)	(787.149)	(838.270)	(819.373)
Balança de Serviços	64.393	61.230	53.977	61.848	75.582	84.987	119.115
Rendas	31.722	27.398	45.309	67.219	72.358	57.194	81.749
Transferências Unilaterais	(51.295)	(64.948)	(71.794)	(84.482)	(89.784)	(92.027)	(112.705)
Total Conta de Transações Correntes	(384.699)	(461.275)	(523.400)	(624.993)	(728.993)	(788.116)	(731.214)

Conta de Transações Correntes - Resumo - % PIB

Descrição	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Balança Comercial	-4,24%	-4,63%	-5,03%	-5,73%	-6,34%	-6,36%	-5,93%
Balança de Serviços	0,64%	0,58%	0,49%	0,53%	0,61%	0,64%	0,86%
Rendas	0,31%	0,26%	0,41%	0,58%	0,58%	0,43%	0,59%
Transferências Unilaterais	-0,51%	-0,62%	-0,66%	-0,72%	-0,72%	-0,70%	-0,82%
Total Conta de Transações Correntes	-3,80%	-4,41%	-4,78%	-5,35%	-5,87%	-5,98%	-5,30%

Dados da balança de pagamentos

Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis

Disponível em <http://www.bea.gov/international/xls/table1.xls>

Dados do PIB

Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis

Disponível em <http://www.bea.gov/national/xls/gdplev.xls>

Acessado 2/8/2008

Tabela de elaboração própria do autor.

Em transferências unilaterais (aqui estão incluídas doações militares do governo), o déficit dos Estados Unidos praticamente dobrou nominalmente e cresceu mais que 60% em termos de percentual do PIB. Neste período ocorreu a invasão do Iraque, em 2003, e os gastos militares praticamente triplicaram no período se comparado a 2003 (tabela 2), além de que as transferências privadas quase dobraram no período.

Tabela 2.2 – Abertura da conta de transferências unilaterais em USD MM e % PIB – 2001-2007

Descrição	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Doações do governo americano ¹	(11.517)	(17.097)	(22.173)	(23.634)	(33.039)	(27.142)	(33.237)
Pensões e outras transferências do governo americano	(5.798)	(5.125)	(5.341)	(6.264)	(6.303)	(6.508)	(7.323)
Remessas privadas e outras transferências ²	(33.980)	(42.726)	(44.280)	(54.584)	(50.442)	(58.377)	(72.145)
Conta de Transferências unilaterais	(51.295)	(64.948)	(71.794)	(84.482)	(89.784)	(92.027)	(112.705)

¹ Inclui as transferências de bens e serviços no âmbito de doações do programa militar americano

² A partir do início de 1982, a conta de "outras transferências" inclui os impostos pagos pelos moradores americanos privados aos governos estrangeiros e os impostos pagos pelos agentes privados não residentes para o governo americano

Descrição	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Doações do governo americano ¹	-0,11%	-0,16%	-0,20%	-0,20%	-0,27%	-0,21%	-0,24%
Pensões e outras transferências do governo americano	-0,06%	-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,05%
Remessas privadas e outras transferências ²	-0,34%	-0,41%	-0,40%	-0,47%	-0,41%	-0,44%	-0,52%
Conta de Transferências unilaterais	-0,51%	-0,62%	-0,66%	-0,72%	-0,72%	-0,70%	-0,82%

Dados da Balança de Pagamentos

Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis

Disponível em <http://www.bea.gov/national/xls/gdplev.xls>

Dados do PIB

Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis

Disponível em <http://www.bea.gov/international/xls/table1.xls>

Acessados em 2/8/2008

Tabelas de elaboração própria do autor

Em síntese: os Estados Unidos compram mais mercadorias do resto do mundo do que vendem, prestam mais serviços para o mundo do que o mundo presta de serviços para eles, fazem investimentos externos mais rentáveis que os investimentos do resto do mundo em seus mercados (conforme será analisado na próxima seção) e doam mais dinheiro para o mundo do que o mundo para eles, destacadamente em gastos militares). Na soma, os Estados Unidos estão fortemente negativos em transações correntes.

2.2 Os fluxos de capitais e o “privilégio exorbitante” do país central

O que se denomina de “privilégio exorbitante” do país emissor da moeda mundial é a possibilidade de financiar déficits elevados de transações correntes pela atração de fluxos de capitais de curto prazo por meio do manejo de sua própria taxa de juros.

Este enfoque aparece na análise de KINDLEBERGER (2007) sobre o período do padrão dólar-ouro⁵². Para fundamentar sua tese, o autor parte da identidade básica do balanço de pagamentos:

⁵² Interessante a colocação de MORAIS (2008) de que na época de Bretton-Woods, não poderia existir a colocação de que capitais de curto prazo equilibrariam a balança de pagamentos, visto que as restrições do acordo não permitiam. A liberalização das contas de capitais para tomar dinheiro de curto prazo ocorreriam pós Bretton Woods.

$$X-M-LTC = STC + G$$

Em que:

X – Exportações

M – Importações

LTC – Capitais de Longo Prazo

STC – Capitais de Curto Prazo

G – Quantidade de ouro

Como privilégio do país central, este déficit em conta de transações correntes não cria problema algum, visto que os demais países terão em conjunto um saldo positivo na conta de transações correntes e vão aplicar em ativos de alta liquidez no próprio país central, sem causar variação nas reservas de ouro ($VO = 0$). SERRANO (2002) inclui serviços de fatores na balança comercial, mas essencialmente, trata-se da conta de transações correntes.

Adaptando a identidade $X-M-LTC = STC$, os capitais de curto prazo devem cobrir o déficit em transações correntes mais o capital investido em longo prazo no exterior. Dentro desta característica dos Estados Unidos no papel de país central, com o dólar no papel de principal moeda mundial, eles têm a capacidade de tomar recursos de curto prazo e aplicar no exterior em prazos longos. Como o país central fixa a taxa de juros dos seus ativos de liquidez de curto prazo, pode administrá-la de modo que o saldo da variação do ouro fique em torno de zero, já que pode atrair o montante de recursos de curto prazo que cobre seus déficits. Este seria o privilégio do país central: não ter restrição global do balanço de pagamentos, por ter o poder de fixar unilateralmente a taxa de juros que equilibra o próprio balanço de pagamentos.

Em regime de câmbio flutuante, a definição a taxa de juros do país central deveria condicionar a cotação de sua moeda. Esta efeito parece existir na relação do dólar com o euro, mas não com o iene, visto que o Japão tem um regime cambial de flutuação suja, conforme veremos adiante. Na tabela 2.3, por exemplo, a subida dos juros reais a partir de 1995 parece ter tido um efeito de uma valorização do dólar, conforme verificado no gráfico 2.2, assim como a partir de 2001, quando a queda dos juros reais foi acompanhada pela depreciação em relação ao euro.

Depois da quebra da conversibilidade do dólar em ouro, em 1971, os desequilíbrios temporários não são mais limitados pela quantidade do metal. A garantia do valor da moeda não é mais a conversibilidade em ouro, e sim os juros reais positivos (MORAIS, 2008). A tese é corroborada pelos dados da Tabela 2.3: a partir de 1971, os juros reais só não foram positivos entre 1974 e 1980 e entre 2003 e 2005.

Tabela 2.3 – Juros reais dos Estados Unidos – 1971 - 2007

Ano	Juros Reais	Ano	Juros Reais
1971	0,26%	1990	2,56%
1972	1,20%	1991	1,43%
1973	2,39%	1992	0,50%
1974	-0,44%	1993	0,02%
1975	-3,01%	1994	1,57%
1976	-0,71%	1995	2,95%
1977	-0,90%	1996	2,23%
1978	0,32%	1997	3,09%
1979	-0,09%	1998	3,69%
1980	-0,13%	1999	2,71%
1981	5,52%	2000	2,75%
1982	5,69%	2001	1,05%
1983	5,71%	2002	0,07%
1984	5,69%	2003	-1,14%
1985	4,34%	2004	-1,31%
1986	4,81%	2005	-0,17%
1987	2,95%	2006	1,72%
1988	3,33%	2007	2,16%
1989	4,21%		

Juros - Fundos Federais taxa efetiva

Fonte Primária de Dados: Federal Reserve

Disponível em http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Annual/H15_FF_O.txt

Inflação: CPI All Urban Consumers

Fonte Primária de Dados: Bureau of Labor Statistics

Disponível em <http://data.bls.gov/PDQ/outside.jsp?survey=cu>

Acessado 2/8/2008

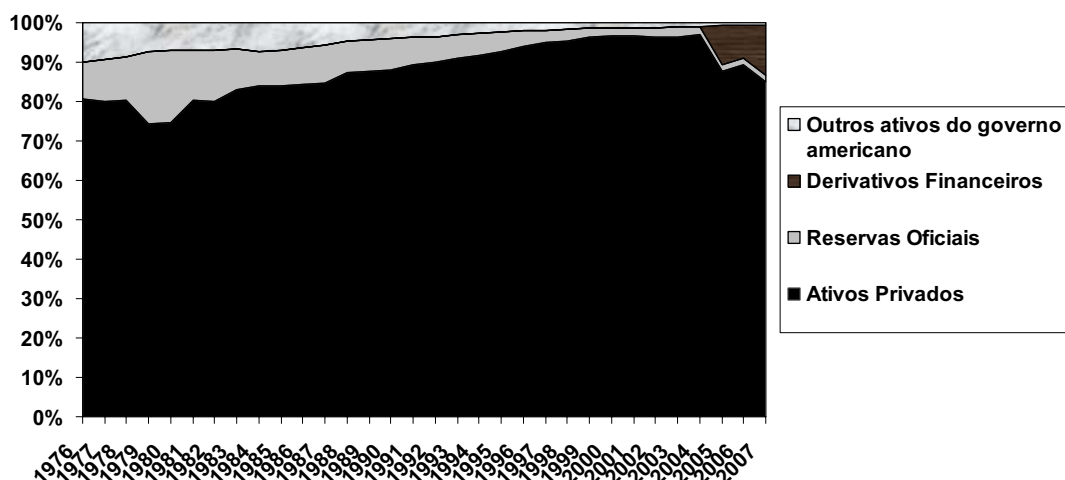
Para cálculo dos juros reais, foi utilizada a fórmula $(1 + \text{Federal Funds}) / (1 + \text{CPI})$, e subtraindo 1 do resultado

Tabela de elaboração própria do autor

Passemos agora à análise da posição resultante dos fluxos de capitais entre os Estados Unidos e o mundo. A posição de ativos dos EUA no exterior (gráfico 2.4) é composta majoritariamente por investimentos privados, 92,70% em média, entre 2001 e 2007. A maioria são *securities*⁵³, divididas em ações e *bonds* (dívida), conforme a tabela 2.5, seguindo-se ativos de empresas financeiras, investimentos diretos e ativos de empresas não financeiras.

⁵³ "Certificados de propriedade de ações ou de obrigações decorrentes de débito " (SUSSEKIND, 2006, p.7)

Gráfico 2.4 – Composição dos investimentos americanos no exterior – 1976-2007



Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis

Disponível em http://www.bea.gov/international/xls/intinv07_t2.xls

Acessado 2/8/2008

Gráfico de elaboração própria do autor

Tabela 2.4 – Composição dos investimentos privados americanos em % do total – 1976-2007

Ano	Investimento direto	Securities estrangeiras	Ativos de empresas não financeiras	Ativos de empresas financeiras
1976	60%	12%	6%	22%
1977	60%	12%	5%	23%
1978	57%	11%	6%	26%
1979	58%	10%	6%	27%
1980	56%	9%	6%	29%
1981	51%	8%	5%	36%
1982	42%	8%	4%	46%
1983	35%	8%	13%	43%
1984	34%	9%	13%	44%
1985	34%	11%	13%	41%
1986	33%	13%	14%	41%
1987	34%	14%	13%	39%
1988	32%	15%	12%	41%
1989	30%	17%	13%	39%
1990	32%	18%	14%	36%
1991	31%	22%	13%	34%
1992	32%	25%	12%	32%
1993	29%	34%	10%	27%
1994	29%	34%	12%	25%
1995	27%	37%	11%	24%
1996	26%	39%	12%	23%
1997	25%	40%	13%	23%
1998	25%	43%	12%	21%
1999	25%	44%	12%	19%
2000	25%	40%	14%	20%
2001	28%	36%	14%	23%
2002	29%	32%	14%	24%
2003	28%	40%	8%	24%
2004	28%	39%	9%	25%
2005	25%	41%	10%	24%
2006	23%	44%	9%	24%
2007	22%	44%	8%	26%

Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis

Disponível em http://www.bea.gov/international/xls/intinv07_t2.xls

Definição de *Securities*, feita na Apresentação ANBID Maio de 2005 - Tendências da regulação no Brasil e no Mundo

Disponível em

http://www.anbid.com.br/institucional/documentos_download/Fundos/Congresso%20ANBID%20de%20fundos/2005/Dia%201%20-%20Painel%202%20-%20Apresenta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Carlos%20Sussek%20-%20CVM.pdf

"Certificados de propriedade de ações ou de obrigações decorrentes de débito "

Acessado 02/08/2008

Tabela de elaboração própria do autor

Tabela 2.5 – Composição dos investimentos privados americanos em % do total – 1976-2007 – com abertura da conta *securities* estrangeiras

Ano	Bonds - Dívida	Ações	Investimento direto	Ativos de empresas não financeiras	Ativos de empresas financeiras
1976	9,4%	2,6%	60,4%	5,5%	22,1%
1977	9,6%	2,5%	60,0%	5,4%	22,6%
1978	8,5%	2,3%	57,2%	5,9%	26,2%
1979	7,2%	2,5%	57,5%	5,9%	26,9%
1980	6,3%	2,7%	56,0%	5,5%	29,4%
1981	5,7%	2,0%	50,6%	5,3%	36,4%
1982	6,4%	2,0%	42,1%	4,0%	45,6%
1983	5,8%	2,6%	35,3%	13,1%	43,2%
1984	6,2%	2,6%	34,4%	12,8%	44,0%
1985	6,9%	4,1%	34,4%	13,1%	41,4%
1986	6,9%	5,8%	32,7%	13,5%	41,0%
1987	6,7%	6,8%	34,3%	12,7%	39,4%
1988	6,5%	8,1%	32,2%	12,4%	40,9%
1989	6,4%	10,9%	30,5%	12,9%	39,3%
1990	7,5%	10,3%	32,1%	13,8%	36,2%
1991	8,6%	13,6%	31,4%	12,5%	33,7%
1992	9,6%	15,0%	31,6%	12,1%	31,6%
1993	12,4%	21,7%	28,9%	9,7%	27,4%
1994	11,3%	22,9%	28,7%	11,8%	25,3%
1995	12,8%	24,5%	27,5%	11,4%	23,8%
1996	12,7%	26,6%	26,1%	11,9%	22,7%
1997	12,5%	27,8%	24,6%	12,5%	22,6%
1998	12,2%	30,3%	24,6%	12,1%	20,8%
1999	9,5%	34,8%	24,6%	12,2%	18,8%
2000	9,5%	30,8%	25,4%	13,9%	20,4%
2001	9,1%	26,5%	27,8%	13,8%	22,8%
2002	11,0%	21,5%	29,1%	14,1%	24,3%
2003	11,8%	28,2%	27,9%	8,1%	24,1%
2004	10,9%	28,2%	27,6%	8,8%	24,6%
2005	9,6%	31,6%	25,2%	9,7%	23,9%
2006	9,9%	33,7%	22,8%	9,1%	24,5%
2007	9,9%	34,5%	22,2%	7,8%	25,5%

Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis

Disponível em http://www.bea.gov/international/xls/intinv07_t2.xls

Definição de *Securities*, feita na Apresentação ANBID Maio de 2005 - Tendências da regulação no Brasil e no Mundo

Disponível em

http://www.anbid.com.br/institucional/documentos_download/Fundos/Congresso%20ANBID%20de%20fundos/2005/Dia%201%20-%20Painel%202%20-%20Apresenta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Carlos%20Sussekind%20-%20CVM.pdf

"Certificados de propriedade de ações ou de obrigações decorrentes de débito "

Acessado 02/08/2008

Tabela de elaboração própria do autor

Tabela 2.6 – Composição dos investimentos privados americanos em % do total – 1976-2007 – com junção da conta ações e investimentos diretos

Ano	Bonds - Dívida	ID e Ações	Ativos de empresas não financeiras	Ativos de empresas financeiras
1976	9,4%	63,0%	5,5%	22,1%
1977	9,6%	62,4%	5,4%	22,6%
1978	8,5%	59,4%	5,9%	26,2%
1979	7,2%	60,1%	5,9%	26,9%
1980	6,3%	58,7%	5,5%	29,4%
1981	5,7%	52,6%	5,3%	36,4%
1982	6,4%	44,1%	4,0%	45,6%
1983	5,8%	37,9%	13,1%	43,2%
1984	6,2%	37,0%	12,8%	44,0%
1985	6,9%	38,5%	13,1%	41,4%
1986	6,9%	38,6%	13,5%	41,0%
1987	6,7%	41,1%	12,7%	39,4%
1988	6,5%	40,2%	12,4%	40,9%
1989	6,4%	41,3%	12,9%	39,3%
1990	7,5%	42,4%	13,8%	36,2%
1991	8,6%	45,1%	12,5%	33,7%
1992	9,6%	46,5%	12,1%	31,8%
1993	12,4%	50,6%	9,7%	27,4%
1994	11,3%	51,6%	11,8%	25,3%
1995	12,8%	52,0%	11,4%	23,8%
1996	12,7%	52,7%	11,9%	22,7%
1997	12,5%	52,4%	12,5%	22,6%
1998	12,2%	54,9%	12,1%	20,8%
1999	9,5%	59,4%	12,2%	18,8%
2000	9,5%	56,2%	13,9%	20,4%
2001	9,1%	54,3%	13,8%	22,8%
2002	11,0%	50,6%	14,1%	24,3%
2003	11,8%	56,1%	8,1%	24,1%
2004	10,9%	55,8%	8,8%	24,6%
2005	9,6%	56,8%	9,7%	23,9%
2006	9,9%	56,5%	9,1%	24,5%
2007	9,9%	56,8%	7,8%	25,5%

Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis

Disponível em http://www.bea.gov/international/xls/intinv07_t2.xls

Definição de *Securities*, feita na Apresentação ANBID Maio de 2005 - Tendências da regulação no Brasil e no Mundo

Disponível em

http://www.anbid.com.br/institucional/documentos_download/Fundos/Congresso%20ANBID%20de%20fundos/2005/Dia%201%20-%20Painel%202%20-%20Apresenta%C3%A7%C3%A3o%202%20-%20Carlos%20Sussekind%20-%20CVM.pdf

"Certificados de propriedade de ações ou de obrigações decorrentes de débito "

Acessado 02/08/2008

Tabela de elaboração própria do autor

Observamos aqui que a maioria dos investimentos americanos (por volta de 55%) no período 2001-2007, são investimentos de riscos (ações e investimentos diretos), percentual pouco menor que o verificado na década de 1970, relativamente estável desde 1994.

Tabela 2.7 – Composição dos investimentos estrangeiros nos Estados Unidos em % do total – 1976-2007

Ano	Governo Americano ¹	Bancos ²	Investimento Direto ³	Bonds	Ações	Dívidas não-Bancos	Moeda	Outros Ativos Oficiais	Derivativos Financeiros
1976	30,3%	24,2%	16,3%	4,1%	14,7%	4,4%	3,9%	2,0%	0,0%
1977	36,3%	23,0%	16,3%	3,4%	11,7%	3,5%	3,7%	2,1%	0,0%
1978	36,3%	24,5%	16,7%	2,8%	10,2%	3,9%	3,6%	2,0%	0,0%
1979	28,6%	30,2%	19,0%	2,2%	10,3%	4,0%	3,6%	2,1%	0,0%
1980	26,2%	26,8%	22,5%	1,7%	11,4%	5,4%	3,4%	2,5%	0,0%
1981	23,9%	29,3%	25,1%	1,6%	9,8%	4,7%	3,2%	2,4%	0,0%
1982	22,3%	32,8%	24,0%	2,2%	9,9%	3,6%	3,0%	2,3%	0,0%
1983	20,5%	33,6%	21,4%	1,9%	10,7%	6,8%	3,0%	2,0%	0,0%
1984	21,5%	32,7%	21,6%	3,1%	9,3%	7,6%	2,9%	1,4%	0,0%
1985	20,4%	31,2%	20,3%	6,7%	10,3%	7,1%	2,7%	1,2%	0,0%
1986	19,6%	30,9%	19,1%	9,4%	11,3%	6,1%	2,4%	1,1%	0,0%
1987	18,6%	32,2%	19,6%	9,7%	10,3%	6,4%	2,3%	0,8%	0,0%
1988	18,9%	31,0%	20,2%	9,6%	10,1%	7,3%	2,2%	0,7%	0,0%
1989	19,3%	29,2%	20,2%	10,0%	10,9%	7,2%	2,1%	1,1%	0,0%
1990	19,2%	28,0%	21,0%	9,9%	9,2%	8,9%	2,7%	1,0%	0,0%
1991	19,5%	26,3%	20,7%	10,7%	10,6%	8,1%	3,0%	1,2%	0,0%
1992	20,0%	25,9%	19,7%	10,9%	11,0%	8,1%	3,2%	1,2%	0,0%
1993	20,6%	24,6%	19,6%	11,7%	11,2%	7,6%	3,4%	1,2%	0,0%
1994	20,3%	26,2%	18,8%	11,2%	11,3%	7,3%	3,6%	0,9%	0,0%
1995	21,9%	23,6%	17,4%	11,7%	13,1%	7,7%	3,4%	1,1%	0,0%
1996	24,2%	21,0%	16,6%	12,0%	13,9%	7,7%	3,3%	1,2%	0,0%
1997	22,6%	20,6%	15,4%	11,6%	16,7%	8,6%	3,2%	1,3%	0,0%
1998	20,7%	19,2%	15,5%	12,2%	19,8%	8,2%	3,1%	1,4%	0,0%
1999	17,3%	18,0%	16,4%	12,3%	22,8%	8,6%	3,1%	1,5%	0,0%
2000	15,3%	17,5%	18,8%	14,1%	20,5%	9,8%	2,7%	1,3%	0,0%
2001	15,2%	17,9%	18,6%	16,4%	18,1%	9,8%	2,6%	1,4%	0,0%
2002	16,8%	19,5%	17,3%	17,6%	14,4%	10,3%	2,9%	1,2%	0,0%
2003	17,8%	21,8%	16,3%	17,6%	17,6%	4,6%	2,7%	1,6%	0,0%
2004	18,0%	23,1%	15,0%	17,6%	16,9%	5,2%	2,3%	1,9%	0,0%
2005	17,2%	20,9%	13,7%	16,2%	15,2%	4,7%	2,0%	1,9%	8,2%
2006	16,6%	22,4%	13,0%	17,0%	15,3%	4,8%	1,7%	2,1%	7,1%
2007	16,2%	22,0%	12,1%	16,4%	14,1%	4,8%	1,4%	2,0%	11,0%

Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis

Disponível em http://www.bea.gov/international/xls/intinv07_t2.xls

Acessado 2/8/2008

Tabela de elaboração própria do autor

¹ Somatória das contas "Securities do Governo Americano" - linha 28, "Outros passivos do governo americano" - linha 31, "Securities do Tesouro Americano" - linha 36

² Somatório das dívidas de fontes oficiais e não oficiais

³ Custo corrente

Na parte do passivo (tabela 2.7), fizemos um rearranjo semelhante, separando o que é dívida de capital de risco aplicado em renda variável (ações e investimento direto) Ao fazer o rearranjo (Tabela 2.8), notamos que, a partir de 1976, o passivo é composto na maioria por dívida (média ao torno de 67%) , e no período de 2001-2007, a dívida fica no patamar de 65% dos investimentos estrangeiros nos Estados Unidos.

Tabela 2.8 – Composição dos investimentos estrangeiros nos Estados Unidos em % do total – 1976-2007

Ano	Dívida	ID e Ações
1976	69,0%	31,0%
1977	72,0%	28,0%
1978	73,1%	26,9%
1979	70,7%	29,3%
1980	66,0%	34,0%
1981	65,1%	34,9%
1982	66,2%	33,8%
1983	67,9%	32,1%
1984	69,1%	30,9%
1985	69,4%	30,6%
1986	69,6%	30,4%
1987	70,2%	29,8%
1988	69,7%	30,3%
1989	68,9%	31,1%
1990	69,7%	30,3%
1991	68,7%	31,3%
1992	69,3%	30,7%
1993	69,2%	30,8%
1994	69,8%	30,2%
1995	69,5%	30,5%
1996	69,4%	30,6%
1997	67,9%	32,1%
1998	64,7%	35,3%
1999	60,8%	39,2%
2000	60,7%	39,3%
2001	63,4%	36,6%
2002	68,4%	31,6%
2003	66,1%	33,9%
2004	68,0%	32,0%
2005	62,9%	37,1%
2006	64,6%	35,4%
2007	62,9%	37,1%

Forte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis
Disponível em http://www.bea.gov/international/xls/intinv07_t2.xls
Acessado 2/8/2008

Tabela de elaboração própria do autor

Nota: Foram considerados dívida: Governo Americano, bancos, bonds, dívidas não bancos, moeda e outros ativos oficiais

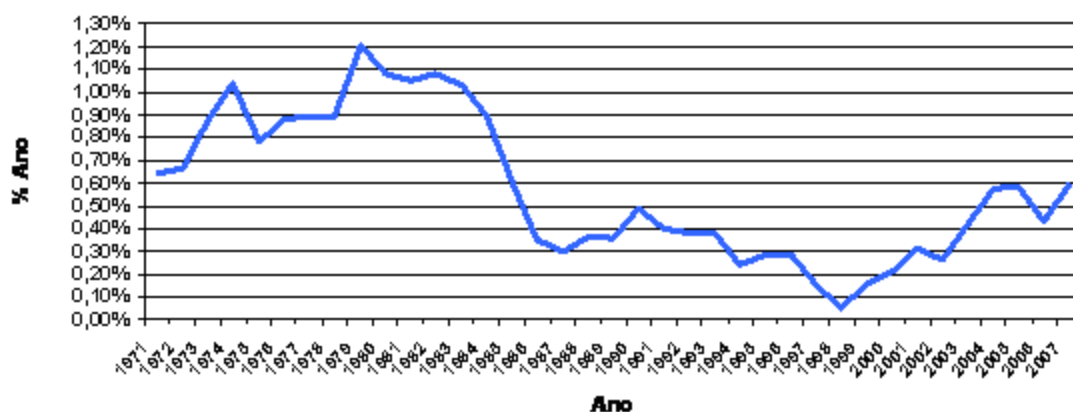
Em síntese: na posição de investimentos com o exterior, os Estados Unidos têm em torno de 65% dos passivos em dívida, e 55% dos ativos privados em ativos de risco. Como os investimentos americanos privados representam em média 92,70% dos investimentos totais americanos no exterior, temos que por volta de 51% dos investimentos americanos são de risco (92,70% multiplicado por 55%). É factível afirmar que os Estados Unidos são atualmente o grande aplicador de capital de risco do mundo⁵⁴.

Os retornos dos investimentos americanos no exterior têm sido bem maiores que os retornos dos investimentos estrangeiros nos Estados Unidos (Gráfico 2.5). Isto significa que o rendimento gerado pela posição menor dos ativos americanos no exterior é maior do que os

⁵⁴ O título do trabalho de GOURINCHAS & REY (2005) explica bem a mudança de perfil dos Estados Unidos: “From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and the exorbitant Privilege” – tradução própria do autor “De Banqueiro do Mundo a Capitalista de risco do mundo: O ajuste externo americano e o privilégio exorbitante.”

rendimentos pagos ao passivo detido por estrangeiros. Os retornos maiores ocorrem mesmo com posição deficitária de investimentos com o exterior a partir de 1986 (tabela 2.9).

Gráfico 2.5 – Conta de rendas do balanço de Pagamentos em % do PIB – Estados Unidos – 1971-2007



Dados da balança de pagamentos

Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis

Disponível em <http://www.bea.gov/international/xls/table1.xls>

Dados do PIB (Dólares correntes)

Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis

Disponível em <http://www.bea.gov/national/xls/gdplev.xls>

Acessado 2/8/2008

Tabela de elaboração própria do autor.

Tabela 2.9 – Posição de investimentos líquidos com o Exterior em % do PIB e valores nominais em dólares – 1976-2007

Ano	USD MM	% PIB (USD Corrente)
	Posição de investimentos líquidos*	Posição de investimentos líquidos
1976	165.374	9,06 %
1977	172.395	8,49 %
1978	208.052	9,07 %
1979	319.836	12,48 %
1980	365.502	13,10 %
1981	346.088	11,06 %
1982	336.778	10,35 %
1983	307.534	8,70 %
1984	171.550	4,36 %
1985	67.121	1,59 %
1986	-21.766	-0,49 %
1987	-63.968	-1,35 %
1988	-160.865	-3,15 %
1989	-239.793	-4,37 %
1990	-223.405	-3,85 %
1991	-284.746	-4,75 %
1992	-404.284	-6,38 %
1993	-277.730	-4,17 %
1994	-291.305	-4,12 %
1995	-422.911	-5,72 %
1996	-456.293	-5,84 %
1997	-779.563	-9,39 %
1998	-851.464	-9,73 %
1999	-724.343	-7,82 %
2000	-1.330.630	-13,55 %
2001	-1.868.875	-18,45 %
2002	-2.037.970	-19,47 %
2003	-2.086.513	-19,04 %
2004	-2.245.417	-19,21 %
2005	-1.925.146	-15,50 %
2006	-2.225.804	-16,89 %
2007	-2.441.829	-17,68 %

* Inclui derivativos

Fonte Primária de Dados:

Posição de Investimentos com o Exterior - Bureau of Economics Analysis

Disponível em http://www.bea.gov/international/xls/intinv07_t2.xls

PIB - Bureau of Economics Analysis

Disponível em <http://www.bea.gov/national/xls/gdplev.xls>

A coluna em % do PIB foi obtida dividindo a coluna de posição de investimentos líquidos em USD, pelo PIB a dólares correntes

Tabela de elaboração própria do autor.

Gourinchas e Rey (2005) destacam a margem de intermediação obtida pelo país central nesta configuração de fluxos internacionais de capitais, a qual representa o “privilegio exorbitante” do país emissor de moeda mundial. A margem decorre de o país poder tomar recursos de curto prazo, especialmente em linhas de bancos, créditos de comércio e dívidas com taxas de juros baixas e denominadas na própria moeda, e aplicar no longo prazo, basicamente em linhas de longo prazo de bancos, investimentos diretos no exterior e ações, em que a rentabilidade tende a ser mais elevada.

Para estes autores, seguindo o método adotado por eles⁵⁵, a diferença seria 0,26% ao ano positiva no período de Bretton-Woods e teria crescido para 3,32% ao ano depois de 1971-73. (GOURINCHAS & REY, 2005)

Utilizando somente dados oficiais, posição de ativos no exterior, posição de passivos com o exterior, rendimentos recebidos e rendimentos pagos, estimamos qual o rendimento em percentual por ano, conforme tabela 2.10.

Tabela 2.10 – Rentabilidade dos ativos e passivos americanos % ao ano– 1976-2007

Ano	Rentabilidade Americana	Rentabilidade dos passivos americanos	Margem de Intermediação
1976	6,43%	-4,6%	1,9%
1977	6,32%	-4,2%	2,1%
1978	6,77%	-5,2%	1,5%
1979	8,11%	-7,1%	1,1%
1980	7,81%	-7,5%	0,3%
1981	8,64%	-8,2%	0,5%
1982	8,28%	-7,3%	0,9%
1983	7,43%	-5,9%	1,5%
1984	9,03%	-7,1%	1,9%
1985	7,65%	-6,0%	1,7%
1986	6,61%	-5,5%	1,1%
1987	6,57%	-5,5%	1,1%
1988	7,47%	-5,9%	1,5%
1989	7,79%	-6,1%	1,7%
1990	7,88%	-6,0%	1,9%
1991	6,53%	-4,9%	1,7%
1992	5,74%	-4,0%	1,7%
1993	4,94%	-3,7%	1,3%
1994	5,57%	-4,6%	1,0%
1995	6,03%	-4,8%	1,2%
1996	5,61%	-4,5%	1,1%
1997	5,62%	-4,6%	1,1%
1998	5,14%	-4,3%	0,8%
1999	4,92%	-4,2%	0,7%
2000	5,62%	-4,4%	1,3%
2001	4,61%	-3,2%	1,4%
2002	4,23%	-2,9%	1,3%
2003	4,20%	-2,8%	1,4%
2004	4,43%	-3,0%	1,4%
2005	4,47%	-3,3%	1,1%
2006	4,76%	-3,8%	1,0%
2007	4,64%	-3,7%	1,0%

Fonte Primária de Dados: Bureau of Economics Analysis

Conta de Rendimentos disponível em <http://www.bea.gov/international/xls/table1.xls>

Posição de Investimentos disponível em http://www.bea.gov/international/xls/intinv07_t2.xls

Acessado 2/8/2008

1 Rentabilidade dos ativos foi calculado dividindo-se os rendimentos nominais recebidos, pela posição total de ativos americanos no exterior.

2 Rentabilidade dos ativos estrangeiros nos Estados Unidos foi calculada dividindo-se os rendimentos nominais pagos pela posição total de passivos americanos.

3 Margem de intermediação foi calculado subtraindo a rentabilidade dos ativos americanos da rentabilidade dos passivos americanos.

Estimando o “privilégio exorbitante” a partir de dados oficiais, chega-se a um número em torno de 1% ao ano a 1,40% ao ano (para metodologia do cálculo, vide notas da tabela

⁵⁵ Para maiores informações, vide apêndice A de GOURINCHAS & REY (2005).

2.10), no período de 2001-2007. Isto é, os ativos americanos rendem de 1% ao ano a 1,40% ao ano a mais que os investimentos estrangeiros nos Estados Unidos.

Acrescente-se que, além dos ganhos provenientes da margem de intermediação, o balanço de pagamentos dos EUA pode ser beneficiado pela desvalorização do dólar, por dois efeitos. O primeiro é a competitividade na balança comercial e o segundo é a valorização, em dólares, dos ativos norte-americanos no exterior, denominados em outras moedas. No papel de país central, os EUA conseguem emitir dívidas denominadas na própria moeda, ao passo que 70%⁵⁶ dos ativos americanos são em moeda estrangeira. Se o dólar desvalorizar em relação às outras moedas, o passivo mantém seu valor nominal, enquanto 70% de ativos em outras moedas vão se valorizar em dólar. Dez por cento de desvalorização da moeda com posição de 2003 representaria quase 5% do PIB em ganho para os Estados Unidos, ao passo que o déficit na balança comercial era em torno de 4,78% do PIB.

Ressalte-se que a premissa de que a desvalorização do dólar beneficia a posição de investimentos para os Estados Unidos desconsidera operações de derivativos (como *swap* e termo de moedas, por exemplo) na posição de investimentos, como veremos adiante, bem como a premissa de que a desvalorização ajudaria a balança comercial pode ter efeito limitado. Estas considerações serão discutidas no capítulo 3.

2.3 – A configuração externa gerada pela posição dos EUA

Os crônicos e sucessivos déficits em transações correntes dos Estados Unidos têm sido financiados via conta financeira⁵⁷ pelos investidores do mundo (tabela 2.11). Em 2007, entre os principais credores destacavam-se Japão e China, com 24,70% e 20,30% do total, respectivamente. Entre 2001 e 2007, a posição japonesa subiu de USD 317,9 bilhões para USD 581,2 bilhões, 83%, enquanto a posição da China passou de USD 78,60 bilhões para USD 477,6 bilhões em 2007, um aumento de quase seis vezes mais. Os dois países juntos respondem por 45% dos *treasuries* em poder de estrangeiros em 2007.

⁵⁶ Gourinchas & Rey (2005) assume que 70% dos ativos americanos estão em moeda estrangeira.

⁵⁷ BERNANKE (2005) "...essentially by definition, in each period U.S. net foreign borrowing equals the U.S. current account deficit...."

Tradução própria do autor: "... essencialmente por definição, em cada período, os empréstimos líquidos americanos são iguais ao déficit em transações correntes americanos...."

Tabela 2.11 – Maiores Estrangeiros detentores de *Securities* do tesouro – 2001-2007

MAIORES ESTRANGEIROS DETENTORES DE SECURITIES DO TESOIRO
(em bilhões de dólares)
Final de período

País/Zona Econômica	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	% 2007
Japão	317,9	378,1	550,8	689,9	670	622,9	581,2	24,7%
China	78,6	118,4	159	222,9	310	396,9	477,6	20,3%
Reino Unido	45	80,8	82,2	95,8	146	92,6	157,4	6,7%
Países exportadores de óleo	46,8	49,6	42,6	62,1	78,2	110,2	137,9	5,9%
Brasil		12,7	11,8	15,2	28,7	52,1	129,9	5,5%
Centros Bancários do Caribe	27,6	50,3	47,3	51,1	77,2	72,3	116,7	5,0%
Luxemburgo	22,4	23,9	25,4	41,4	35,6	60	69,7	3,0%
Hong Kong	47,7	47,5	50	45,1	40,3	54	51,1	2,2%
Alemanha	47,8	37,3	47,8	50,3	49,9	46	41,7	1,8%
Singapura	20	17,8	21,2	30,4	33	31,3	39,8	1,7%
Coreia	32,8	38	63,1	55	69	66,7	39,2	1,7%
Suça	18,7	34	46,1	41,7	30,8	34,3	38,9	1,7%
China Taiwan	35,3	37,4	50,9	67,9	68,1	59,4	38,2	1,6%
México	19,3	24,9	27,4	32,8	35	34,9	34,5	1,5%
Rússia		0	0	0	0	0	32,7	1,4%
Taiilândia	15,7	17,2	11,7	12,5	16,1	16,9	27,4	1,2%
Noruega			5,2	22,6		31,6	26,2	1,1%
Turquia		13,5	15,7	12	17,4	23	25,6	1,1%
Irlanda		7	14,9	16,2	19,7	11,6	18,7	0,8%
Canadá	15,4	10,4	24,2	33,3	27,9	26,9	18,1	0,8%
Holanda	5,2	13	12,3	16	15,7	20,7	15,2	0,6%
Índia		9,2	16,7	15		14,6	14,9	0,6%
Itália	18,9	16,3	13,2	12,9	15,4	13,2	14,6	0,6%
Suécia		12,3	9,9	17	16,3	12	13,7	0,6%
Bélgica		13	14,4	17	17	13,6	13,2	0,6%
Polónia			10,7	10,8	13,7	13,9	12,9	0,5%
Franga	20,6	22,9	17,2	20,1	30,9	26,4	11,3	0,5%
Egito							10,4	0,4%
Todos os outros	204,4	150,1	131,4	142,6	171,9	144,9	144,9	6,2%
Total	1040,1	1.236	1.523	1.850	2.034	2.103	2.354	100%

Fonte Primária de Dados: Departamento do Tesouro americano

Disponível em:

<http://www.treas.gov/tic/ticsec2.shtml>

<http://www.treas.gov/tic/mfhhis01.txt>

Acessado em: 01/04/2008

Tabela de elaboração própria do autor - os países e zonas econômicas foram mantidos

1 - Estimativa das participações estrangeiras em títulos do tesouro transacionáveis e não transacionáveis: letras do tesouro, obrigações do tesouro, e notas do tesouro reportadas no âmbito do Sistema de relatórios do Treasury International Capital (TIC) e são baseadas em pesquisas anuais de participações estrangeiras em securities americanos e sobre dados mensais.

2- Reino Unido inclui as Ilhas do Canal* e a Ilha do Man*.

3 - Países exportadores de petróleo incluem Equador, Venezuela, Indonésia, Barein, Irã, Iraque, Kuwait, Omã, Catar, Arábia Saudita, Emirados Árabes, Argélia, Gabão, Líbia e Nigéria.

4 - Centros Bancários do Caribe incluem Bahamas, Bermudas, Ilhas Cayman, Antilhas Holandesas e Panamá. Iniciando na nova série de junho de 2006, também inclui Ilhas Virgens Britânicas.

Na tabela 2.12, observamos que, em 2007, os países asiáticos (55,3%) e os países europeus (12,8%) são os maiores financiadores do déficit em transações correntes dos Estados Unidos. Dos BRICs, além da China, destaca-se que somente o Brasil tem uma posição em *treasuries* similar à posição dos países exportadores de petróleo.

* Para maiores informações sobre as ilhas:

Ilhas do Canal:

<http://www.visitbritain.com.br/destinations/Channel-Islands/>

Ilha do Man

<http://www.visitbritain.com.br/destinations/Isle-of-Man/>

Acessado 02/08/2008

Tabela 2.12 – Maiores Estrangeiros detentores de Securities do tesouro – 2001-2007 - divisão por zona

País/Zona Econômica	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ásia¹	52,7%	53,7%	60,6%	61,6%	59,3%	60,0%	55,3%
Japão	30,6%	30,6%	36,2%	37,3%	32,9%	29,6%	24,7%
China	7,6%	9,6%	10,4%	12,1%	15,2%	18,9%	20,3%
Hong Kong	4,6%	3,8%	3,3%	2,4%	2,0%	2,6%	2,2%
Outros	10,0%	9,7%	10,7%	9,8%	9,2%	9,0%	8,2%
BRICS²	7,6%	11,4%	12,3%	13,7%	16,7%	22,0%	27,8%
Brasil	0,0%	1,0%	0,8%	0,8%	1,4%	2,5%	5,5%
Rússia	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,4%
Índia	0,0%	0,7%	1,1%	0,8%	0,0%	0,7%	0,6%
China	7,6%	9,6%	10,4%	12,1%	15,2%	18,9%	20,3%
Europa²	12,8%	15,6%	15,3%	15,0%	12,9%	14,6%	12,8%
Exportadores de Petróleo³	4,50%	4,01%	2,80%	3,36%	3,85%	5,24%	5,86%

Fonte Primária de Dados: Departamento do Tesouro americano

Disponível em:

<http://www.treas.gov/tic/ticsec2.shtml>

<http://www.treas.gov/tic/mfhis01.txt>

Acessado em 01/04/2008

Tabela de elaboração própria do autor

1 - Ásia contém dados agrupados dos seguintes países: Japão, China, Hong Kong, Cingapura, Coreia, China Taiwan, Rússia, Tailândia e Índia.

2 - Europa contém dados agrupados dos seguintes países: Luxemburgo, Alemanha, Suíça, Noruega, Turquia, Irlanda, Holanda, Itália, Suécia, Bélgica, Polônia, França,

3 - Países exportadores de petróleo incluem Equador, Venezuela, Indonésia, Barein, Irã, Iraque, Kuwait, Omã, Catar, Arábia Saudita, Emirados Árabes, Argélia, Gabão, Líbia e Nigéria.

* A expressão Brics foi criada por Jim O'Neil, chefe de pesquisas econômicas globais do Goldman Sachs. Representa quatro países de economia emergentes, que detêm 15% do PIB Mundial: Brasil, Rússia, Índia e China.

Fonte: "Crise: O Brasil é o melhor dos Brics" – O Globo – Publicada em 02/02/2008 – disponível em :http://oglobo.globo.com/economia/mat/2008/02/02/crise_brasil_o_melhor_entre_os_brics-404914861.asp – acessado 07/02/2008

China e Japão, além de serem os maiores credores em *treasuries*, também respondem por 41% do déficit comercial dos Estados Unidos (tabela 2.13), sendo 29% com a China e 13% com o Japão. A China mais que triplicou a posição de superávit comercial com os EUA em valores nominais em USD, saindo de USD 83 bilhões em 2001 para USD 256 bilhões em 2007. O Japão foi responsável por um aumento de 20% no déficit americano no mesmo período, saindo de USD 69 bilhões para USD 83 bilhões. Outro país de destaque no déficit comercial dos EUA é o Canadá, responsável por 11% do déficit em 2001-2007, saindo de um nível de USD 53 bilhões em 2001 para USD 65 bilhões em 2007, aumento de 21,40%.

Tabela 2.13 – Divisão do déficit comercial americano - dez maiores países - 2001-2007

Em milhões de dólares

Pais/Ano	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
China	(83.046)	(103.115)	(123.961)	(161.978)	(201.826)	(232.549)	(256.269)	(1.162.543)
Japão	(68.963)	(70.055)	(65.965)	(75.195)	(82.882)	(88.442)	(82.799)	(534.099)
Canadá	(53.244)	(49.790)	(54.685)	(66.827)	(76.450)	(73.159)	(64.674)	(438.830)
México	(29.924)	(37.202)	(40.616)	(45.068)	(50.149)	(64.092)	(74.258)	(341.307)
Alemanha	(29.037)	(35.852)	(39.199)	(45.855)	(50.663)	(47.753)	(44.712)	(293.072)
Venezuela			(14.305)	(20.181)	(27.556)	(28.153)	(29.697)	(119.892)
Malásia	(12.956)	(13.662)		(17.288)	(23.252)	(23.982)	(21.110)	(112.251)
Itália	(13.908)	(14.201)	(14.867)	(17.378)		(20.086)	(20.901)	(101.340)
Irlanda		(15.639)	(18.142)	(19.276)	(19.286)	(20.125)		(92.467)
Nigéria					(22.573)	(25.686)	(29.984)	(78.243)
Coreia do Sul	(12.988)		(12.865)	(19.829)				(45.682)
Arábia Saudita					(20.398)		(25.227)	(45.625)
França	(10.400)	(9.389)	(12.153)					(31.942)
Taiwan	(15.240)	(13.805)						(29.045)
Total dos 10 Maiores	(329.706)	(362.710)	(396.757)	(488.874)	(574.635)	(624.027)	(649.631)	(3.426.339)
Total Déficit Comercial	(365.126)	(423.725)	(496.915)	(607.730)	(711.567)	(753.283)	(700.258)	(4.058.604)
% 10 maiores em relação ao total	90,3%	85,6%	79,8%	80,4%	80,8%	82,8%	92,8%	84,4%

Fonte: Primária de Dados

Déficit Comercial: Bureau of Economic Analysis
Disponível em <http://www.bea.gov/international/xls/table1.xls>
Acessado 2/8/2008

Top Countries: U.S. Census Bureau
Disponível em <http://www.census.gov/foreign-trade/top/index.htm#2001>
Acessado em 01/04/2008

Pais/Ano	Total 2001-2007	% do Déficit Total
China	1.162.543	29%
Japão	534.099	13%
Canadá	438.830	11%
México	341.307	8%
Alemanha	293.072	7%
Outros	1.288.752	32%
Total dos 10 Maiores	4.058.604	100%

Tabelas de elaboração própria do autor

Nota: Por ano, só são mostrados os dez maiores países. Logo, o total de alguns países não reflete totalmente o acumulado no período visto que em alguns anos não existem dados de déficit.

Se analisarmos a participação relativa dos países no déficit comercial americano (tabela 2.14) impressiona o crescimento da participação da China, de 23% do déficit em 2001 para 37% em 2007. O Japão, ao contrário, era responsável em 2001 por 19% do déficit em 2001 e recuou para 12% do déficit em 2007. O Canadá também perdeu participação, de 15% do déficit comercial em 2001 para 9% em 2007.

Tabela 2.14 – Divisão do déficit comercial americano - dez maiores países - 2001-2007 - % do total do déficit comercial americano

País/Ano	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
China	23%	24%	25%	27%	28%	31%	37%
Japão	19%	17%	13%	12%	12%	12%	12%
Canadá	15%	12%	11%	11%	11%	10%	9%
México	8%	9%	8%	7%	7%	9%	11%
Alemanha	8%	8%	8%	8%	7%	6%	6%
Venezuela	0%	0%	3%	3%	4%	4%	4%
Malásia	4%	3%	0%	3%	3%	3%	3%
Itália	4%	3%	3%	3%	0%	3%	3%
Irlanda	0%	4%	4%	3%	3%	3%	0%
Nigéria	0%	0%	0%	0%	3%	3%	4%
Coréia do Sul	4%	0%	3%	3%	0%	0%	0%
Arábia Saudita	0%	0%	0%	0%	3%	0%	4%
França	3%	2%	2%	0%	0%	0%	0%
Taiwan	4%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
Total dos 10 Maiores	90,3%	85,6%	79,8%	80,4%	80,8%	82,8%	92,8%
Total Déficit Comercial	(365.126)	(423.725)	(496.915)	(607.730)	(711.567)	(753.283)	(700.258)

Fonte Primária de Dados

Déficit Comercial: Bureau of Economics Analysis
Disponível em <http://www.bea.gov/international/xls/table1.xls>
Acessado 2/8/2008

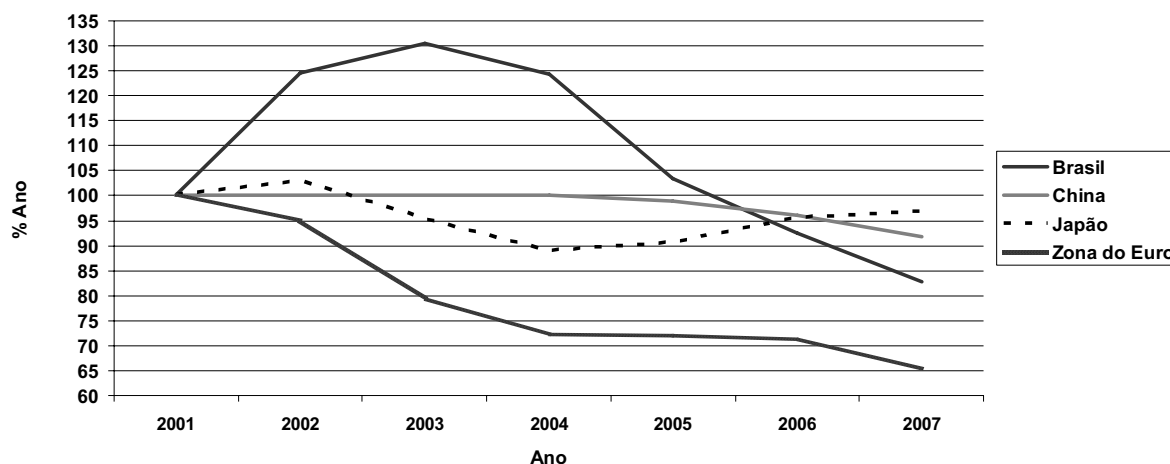
Top Countries: U.S. Census Bureau
Disponível em <http://www.census.gov/foreign-trade/top/index.html#2001>
Acessado em 01/04/2008

Tabelas de elaboração própria do autor

Nota: Por ano, só são mostrados os dez maiores países. Logo, o total de alguns países não reflete totalmente o acumulado no período visto que em alguns anos não existem dados de déficit.

Analisando a taxa de câmbio da China, Japão, Zona do Euro e Brasil (Gráfico 2.6), verificamos que a relação dólar americano e iuan é a mais estável, seguido pelo iene. Considerando como base o ano de 2001 = 100, na zona do euro verificamos uma grande desvalorização do dólar (a Zona do Euro tem a conta de capitais aberta e câmbio flutuante), chegando a 65 (tabela 2.15). No Brasil, a volatilidade do câmbio no período é grande (o Brasil também tem câmbio flexível e conta de capitais aberta), com a desvalorização da moeda brasileira de 2001 até 2003, seguida de uma valorização contínua a partir de 2003. Se contarmos do pico da desvalorização do real que foi 131 em 2003 e compararmos com 2007, que foi 83, chegaremos a uma valorização de 57,65% do real (tabela 2.15).

Gráfico 2.6 – Cotação de moedas do Brasil, China, Japão e Zona do Euro para o dólar, em base 100 2001, no período 2001-2007.



Fontes Primária de Dados:

Real-Brasil: Banco Central do Brasil
Disponível em <http://www5.bcb.gov.br/?TXCOTACAO>
Acessado em 07/02/2008
Média das cotações diárias PTAX 800 Venda

Iuan-Renmimbi / China: Banco Central do Brasil
Disponível em <http://www5.bcb.gov.br/?TXCOTACAO>
Acessado em 07/02/2008
Média das cotações diárias
Cotações de fechamento do IUAN-RENMIMBI/CHI, Código da Moeda: 795

Iene - Japão: Federal Reserve
Disponível em:
2000-2007
http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/dat00_ja.htm
1990-1999
http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/dat96_ja.htm
Anterior a 1990
<http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/default1989.htm>
Média das cotações diárias de cada ano
Acessado 01/02/2008

Euro - Europa
Disponível em:
2000 – 2007
http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/dat00_eu.htm
1999
http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/dat96_eu.htm
Anterior a 1999
http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/dat89_ge.htm
Nos dados anteriores a 1999, foi utilizado o marco alemão, com uma taxa de 1,95583, a mesma utilizada para conversão do marco para o euro.
Média das cotações diárias de cada ano
Os dados originais estão em dólares por euro. Para cotações em euros por dólares, foi calculado 1 dividido pela cotação.
Acessado 01/02/2008

Foi considerada base 100 o ano de 2001, para efeitos de comparação entre as moedas.

Tabela de elaboração própria do autor

Tabela 2.15 – Cotação de moedas do Brasil, China, Japão e Zona do Euro dólar, em base 100 2001, 2001-2007

Ano	Brasil	China	Japão	Zona do Euro
2001	100	100	100	100
2002	125	100	103	95
2003	131	100	95	79
2004	124	100	89	72
2005	103	99	91	72
2006	93	96	96	71
2007	83	92	97	65

0,576509832

Fontes Primária de Dados:

Real-Brasil: Banco Central do Brasil
Disponível em <http://www5.bcb.gov.br/?TXCOTACAO>
Acessado em 07/02/2008
Média das cotações diárias PTAX 800 Venda

Iuan-Renminbi / China: Banco Central do Brasil
Disponível em <http://www5.bcb.gov.br/?TXCOTACAO>
Acessado em 07/02/2008
Média das cotações diárias
Cotações de fechamento do IUAN-RENMINBI/CHI, Código da Moeda: 795

Iene - Japão: Federal Reserve
Disponível em:
2000 - 2007 http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/lat00_ja.htm
1990-1999 http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/lat96_ja.htm
Anterior a 1990 http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/lat99_ge.htm
Média das cotações diárias de cada ano
Acessado 01/02/2008

Fonte Primária de Dados: Federal Reserve
Disponível em:
2000 - 2007 http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/lat00_eu.htm
1999 http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/lat96_eu.htm
Anterior a 1999 http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/lat99_ge.htm
Nos dados anteriores a 1999, foi utilizado o marco alemão, com uma taxa de 1,95583, a mesma utilizada para conversão do marco para o euro
Média das cotações diárias de cada ano
Os dados originais estão em dólares por euro. Para cotações em euros por dólares, foi calculado 1 dividido pela cotação
Acessado 01/02/2008

Foi considerado base 100 o ano de 2001, para efeitos de comparação entre as moedas.
Tabela de elaboração própria do autor

A China adota um regime cambial que pode ser considerado fixo⁵⁸ em relação ao dólar americano. No Japão, apesar de o câmbio ser formalmente flexível, os dados (tabela 2.14) sugerem um regime de flutuação suja, com intervenções das autoridades para evitar flutuações acentuadas. A análise das posições de Japão e China em títulos do governo americano (tabelas 2.11 e 2.12) sugere que os bancos centrais chinês e japonês comprem dólares gerados pelo setor exportador e os aplicam em *treasuries* norte-americanos.

A configuração de câmbio administrado atrelado ao dólar adotado pela China e Japão, gera alguns benefícios para estes países. O primeiro, e mais óbvio, é a manutenção da competitividade dos produtos e serviços vendidos no maior mercado consumidor do mundo, os Estados Unidos, enquanto que os outros países de conta de capitais livres perdem esta mesma competitividade devido à valorização de suas moedas perante o dólar. O segundo

⁵⁸ Em 1994, a China fixou o câmbio e só alterou a taxa em julho de 2005, com a valorização de 2% e o abandono da âncora restrita com o dólar. Neste novo regime o iuan-renminbi deveria flutuar dentro de uma banda gerenciada e atrelada a uma cesta de moedas dos principais parceiros comerciais da China. (AMORIM, 2005)

efeito é que a desvalorização do dólar torna os produtos chineses e japoneses mais competitivos perante outros países do mundo.

Para os EUA, o efeito da desvalorização do dólar em sua balança comercial não ocorre no caso do Japão e da China. Outro efeito é que o efeito inflacionário da desvalorização do dólar é limitado, pois não encarece os produtos japoneses e chineses em seu mercado. Além disso, há um efeito de exportação de deflação para outros países em que a moeda se valorizou perante o dólar, pelo aumento da demanda gerado pelo barateamento dos produtos japoneses e chineses. Como exemplo, se o euro vale mais perante a tríade dólar-íuan-iene, os produtos e serviços destes países ficam mais baratos em relação a de outros países que sofreram com a desvalorização do dólar, aumentando a demanda por estes produtos.

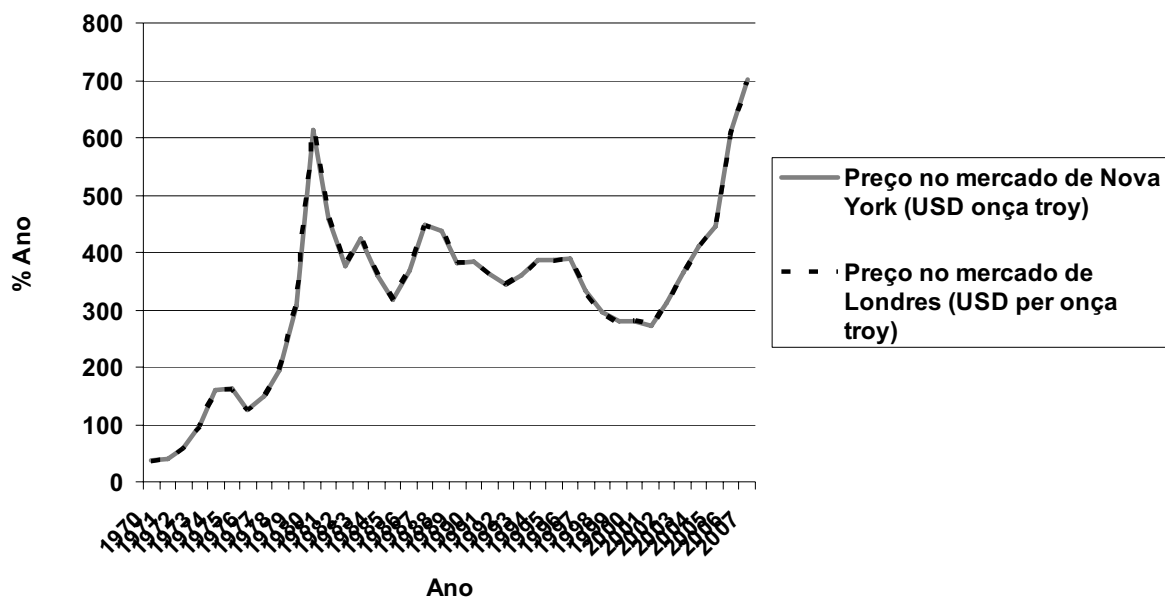
Outros países, como a Arábia Saudita, um dos maiores fornecedores de petróleo também tem o câmbio atrelado ao dólar⁵⁹. O mesmo efeito citado para o Japão e China ocorre com a moeda da Arábia, isto é, se o dólar desvaloriza em relação às moedas de câmbio flutuante, a moeda da Arábia também se desvaloriza, diminuindo o poder de compra da moeda em relação aos países de câmbio flutuante.

Logo, a desvalorização do dólar, não se reflete a priori nos países em que o câmbio é amarrado aos Estados Unidos, mas suas moedas enfraquecem à medida que o dólar enfraquece, não só em relação às outras moedas de câmbio flutuante (vide gráfico 2.6), mas também em relação ao ouro (gráfico 2.7) e a *commodities* como o petróleo (gráfico 2.8).

A aparente reversão da balança comercial, devido ao efeito da desvalorização do dólar parece improvável, visto que os principais parceiros comerciais responsáveis pelo déficit têm moedas ou em regime de câmbio fixo com os Estados Unidos, ou câmbio administrado.

⁵⁹ Segundo a SAMA - Saudi Arabia Market Informations Resource and Directory “Exchange Rate Regime The Saudi Arabian Riyal is formally pegged to the SDR at SR1 = 4.28255 per SDR, with the maximum permissible margins of 7.25 percent. This fixed relationship has been suspended since 1981 so that a close relationship with the U.S. dollar, the intervention currency, is maintained with an exchange rate of \$1 = SR3.75” – disponível em <http://www.saudinf.com/main/e24.htm>

Gráfico 2.7 – Preço do Ouro por onça troy – 1970-2007



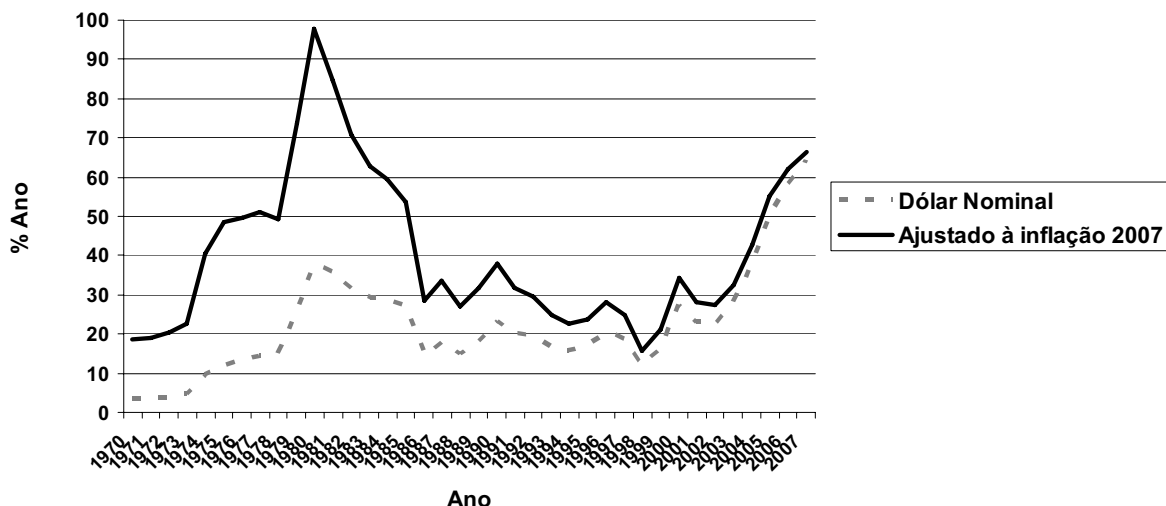
Fonte Primária de Dados: Lawrence H. Officer, "The Price of Gold, 1257-2007" MeasuringWorth, 2008.

Disponível em <http://www.measuringworth.org/gold/>

Acessado 2/8/2008

Gráfico de elaboração própria do autor

Gráfico 2.8 – Preço do petróleo – valores nominais e ajustados à inflação de 2007 – 1970-2007 – cotações em dólares.



Fonte Primária de Dados: Inflationdata.com

Disponível em http://inflationdata.com/inflation/Inflation_Rate/Historical_Oil_Prices_Table.asp

Acessado 2/8/2008

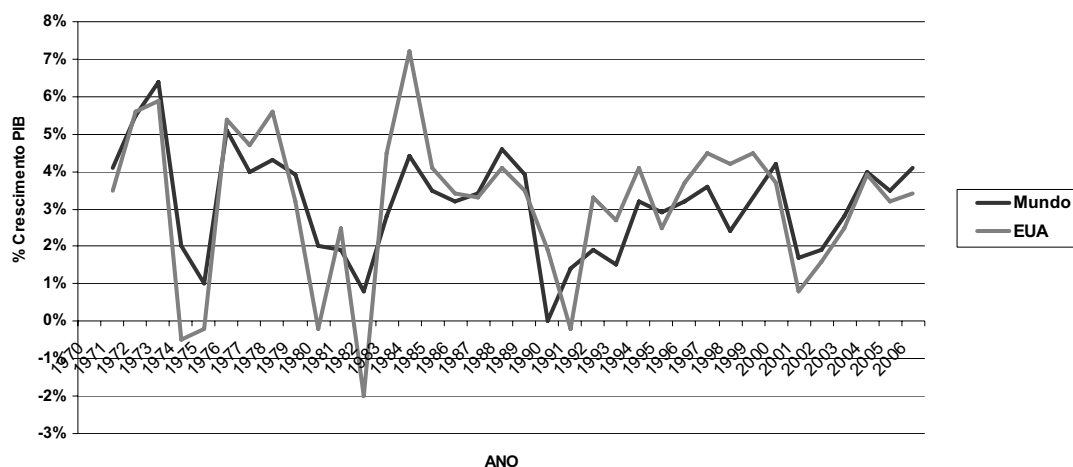
Os cálculos dos dados ajustados à inflação são da fonte primária.

Gráfico de elaboração própria do autor

Outra das consequências da liquidez do dólar no mundo, gerada pelos sucessivos déficits em transação corrente, é a reversão das tendências recessivas geradas pela crise do

NASDAQ (1999), pelos escândalos corporativos (2002) e pelos atentados ao World Trade Center (2001), como se vê no gráfico 2.9, reafirmando a análise de TRIFFIN (1972):

Gráfico 2.9 – Taxas estimadas de crescimento do PIB (em percentual) - 1971-2006



Fonte Primária de Dados: United Nations Statics Division

Disponível em <http://unstats.un.org/unsd/snaama/selectionbasicFast.asp>

Acessado 16/04/2008

Gráfico de elaboração própria do autor

Este arranjo e configuração de fluxos de capitais mundiais internacional foi analisado pelo trabalho de Dooley, Folkerts-Landau, Garber (2003)⁶⁰ que deparou-se com características similares entre o acordo original de Bretton-Woods e a configuração recente.

A configuração recente teria características que dariam no fundo a mesma essência dos fluxos de capitais do acordo original. Mas no acordo de Bretton Woods original, o dólar tinha conversibilidade a uma taxa fixa para o ouro e havia controles de capitais, ao passo que na configuração atual, os fluxos de capitais são livres e não existe a conversibilidade para o ouro garantida pelo país central emissor de moeda.

No “Bretton Woods II”, o primeiro grupo é composto somente dos Estados Unidos, que estão no papel de país central com mercados de capitais e mercados de bens e serviços liberalizados, não administram o câmbio e não acumulam reservas.

O segundo grupo nesta análise são os países emergentes. No Bretton Woods original, os principais países deste grupo eram Japão e Alemanha e atualmente são os países da Ásia. Nos dois casos, prevaleceu a estratégia de desenvolvimento direcionada para crescimento de

⁶⁰ Vários autores chamam a configuração recente analisada no trabalho de DOOLEY, FOLKERTS-LANDAU, GARBER (2003), de “Bretton-Woods II”.

exportações, baseado em taxas de câmbio desvalorizadas, controle de fluxo de capitais e comércio, acumulação de reservas e uso do país central como intermediário financeiro (empréstimos de longo prazo). Estes países financiam o déficit em transações correntes norte-americano e aplicam via investidores oficiais (Bancos Centrais) no país central sem avaliarem a relação risco/retorno, por isso os juros estariam baixos (conforme visto anteriormente, Japão e China detêm , com base em 2007, 45% dos *treasuries* detidos por estrangeiros).

O terceiro e o último grupo seriam os chamados "países de conta de capital", que mantêm câmbio flutuante (Europa, Europa, Canadá, América Latina, Austrália) e sofreram uma grande apreciação na moeda local (como observamos anteriormente com o Euro). Os investidores destes países que financiam o déficit em transações correntes dos Estados Unidos são os investidores privados. Os retornos exigidos pelo capital privado dos países de conta de capital não pressionam os juros dos EUA para cima porque os investidores oficiais dos países de conta de comércio financiam uma parte relevante do déficit a retornos baixos.

Assim, os Estados Unidos financiam seu déficit junto a dois grupos principais: os países emergentes, via investidores oficiais que aplicam mesmo a juros baixos, o que força os investidores privados dos países de conta de capitais a investir a retornos baixos devido ao montante de aplicação dos países emergentes. Em 2.1.1, observamos que existem evidências de uma correlação entre juros reais e valor do dólar em relação a moedas de câmbio flutuante. Apesar de financiar o déficit, esta configuração não tem evitado a perda do valor do dólar.

Sintetizando, hoje os Estados Unidos têm nos principais parceiros comerciais que causam o déficit em transações correntes, os seus principais credores. Diferente da análise de KRUGMANN (2005) existem evidências que o efeito desvalorização do dólar teria seus efeitos limitados na balança comercial, pelo fato de que os principais países responsáveis pelo déficit na balança comercial terem câmbio fixo ou administrado pelos bancos centrais locais. Apesar de os Estados Unidos conseguirem financiar os sucessivos déficits a taxas de juros reais baixas ou negativas, estas taxas de juros baixas e/ou negativas no período 2001-2007, geraram desvalorização do dólar em relação a outras moedas flutuantes e a *commodities*, porque a garantia de valor para moeda sem conversibilidade para o ouro, segundo Morais (2008) , seriam os juros reais.

3 – Ajustamento ou ruptura do padrão dólar flexível?

Este capítulo discute as três alternativas que podem ser visualizadas para as tensões do quadro atual: (i) sustentação e ajustamento do sistema dólar flexível, por meio dos efeitos da desvalorização prolongada do dólar; (ii) declínio prolongado da posição do dólar como moeda mundial, com a transferência total ou parcial de seu papel para outra moeda, tendo o euro como candidato óbvio; (iii) reação dos EUA no estilo do choque de Volcker de 1979-1980.

A pergunta imediata é se existe limite para a configuração em que o dólar, no papel de moeda de reserva principal, é emitido para o mundo em largas quantidades, a partir dos déficits norte-americanos, e se o mundo manterá o financiamento destes déficits pagando uma margem de contribuição expressiva para os Estados Unidos.

O capítulo tem quatro seções: a primeira discute as dificuldades para o sistema se ajustar com base na própria desvalorização; a segunda discute critérios e condições para que um país possa assumir a condição de emissor da moeda mundial; a terceira avalia se o euro reúne condições para assumir este papel, de forma integral ou, em um quadro de convivência de duas moedas mundiais; e a última discute um cenário de choque por parte dos EUA para restabelecer o poder do dólar.

3.1 – Sustentabilidade do sistema e ajuste pela desvalorização

Nesta seção, analisaremos as conseqüências da desvalorização do dólar na balança de pagamentos americana. Trata-se de avaliar se a desvalorização poderá conduzir a um ajuste na posição de investimentos dos EUA com o exterior e no déficit de transações correntes, especialmente na balança comercial, o componente de maior peso no déficit, em meio à preocupação com as pressões inflacionárias vindas dos preços de alimentos e de energia.

Na primeira parte da seção, discutimos os fatores que induzem à continuidade da tendência de desvalorização do dólar e na segunda analisamos o efeito deste processo na posição de investimentos dos EUA com o exterior. Segundo Gourinchas & Rey (2005), pode-se assumir que 70% dos investimentos americanos são denominados em moeda estrangeira e suas dívidas são denominadas em dólares. Uma desvalorização seria favorável aos Estados Unidos diante desta configuração, mas atualmente existem instrumentos como derivativos que podem alterar a posição cambial da moeda.

Na terceira parte da seção será analisado o efeito da desvalorização na conta de transações correntes. O dólar mais barato tornaria produtos e serviços americanos mais

competitivos e encareceria as importações. Para Krugmann (2005) este efeito benéfico demandaria dois anos e reverteria ou diminuiria o déficit comercial, reduzindo o déficit em transações correntes. Porém, conforme analisado na seção 2.1.3, alguns países de grande peso atrelam sua moeda ao dólar e são os principais responsáveis pelo déficit comercial americano. Isto sugere que a desvalorização do dólar pode ter efeitos limitados na conta de transações correntes, em especial na balança comercial. Na posição de investimentos, os efeitos são difíceis de avaliar antecipadamente, devido à falta de informações sobre as posições de derivativos dos agentes econômicos envolvidos.

3.1.1 – A tendência de desvalorização do dólar

O fato de a maioria dos contratos mundiais serem denominados em dólares se deve a fatores como economia de escala nas transações nos mercados monetários e no comércio e no tamanho da participação da economia americana, como "consumidor de última instância". O dólar tem o papel de equivalente geral de valor desde que assumiu a posição de moeda mundial de reserva após a Segunda Guerra. Este papel especial do dólar faz dos mercados denominados em dólar os mercados mais líquidos do mundo, o que torna improvável uma queda abrupta da moeda. Além disso, sempre existirão compradores compulsórios como no exemplo que veremos a seguir, em 3.1.2.

Com a combinação juros reais baixos e déficit na conta de transações correntes, a desvalorização do dólar tende a continuar. Para Krugmann (2005), o dólar não estaria tão desvalorizado quanto deveria devido à “miopia” do investidor baseado em expectativas irracionais e deveria cair mais 35%. Isto é, os mercados estariam falhando em projetar uma taxa de câmbio no futuro apropriada para que se desse o ajuste necessário na balança de pagamentos dos Estados Unidos⁶¹. Quando os mercados percebessem o equívoco, poderia ocorrer o efeito “coiote no ar”⁶², isto é, pode ocorrer uma queda abrupta do valor do dólar. Seria irreal imaginar que investidores estrangeiros continuem a deter ativos norte-americanos denominados em dólares sem demandar um prêmio alto mesmo com perdas cambiais. Uma

⁶¹ “...if we assume that the economy converges on long-run equilibrium sufficiently rapidly to lead to a feasible level of debt, is the implied rate of dollar decline consistent with what we know about investor behavior ?” (KRUGMAN, 2005).

Tradução do autor: “... se nós assumirmos que a economia converge para um equilíbrio de longo prazo suficientemente veloz para conduzir para um nível plausível de dívida, a taxa implícita do declínio do dólar é consistente com o que nós sabemos sobre o comportamento do investidor ?”

⁶² Aqui, Krugmann faz analogia ao desenho “Road Runner”, traduzindo, “Papa Léguas”, em que o coiote anda no ar até perceber que não tem chão e cai abruptamente.

parte considerável dos dólares emitidos via déficit na conta de transações correntes, voltam para os Estados Unidos (são “esterilizados”) via conta financeira através de investimentos em *treasuries* pelo banco central chinês. Krugmann (2005) põe em dúvida esta configuração que depende do banco central Chinês para se manter, isto é, o para esta configuração se manter, o banco central chinês teria que continuar a comprar *treasuries* a longo prazo.

Avaliação similar é feita por Griesse & Kellermann (2008), para quem a configuração de “Bretton Woods II” pode estar fadada a desaparecer devido a fatores como crescimento do déficit americano em transações correntes, expansão fiscal e perda do valor do dólar. O dólar estaria no período recente, perdendo o status de reserva de valor. A confiança dos investidores externos e bancos centrais dão sinais de estar se erodindo. Apesar de até o momento os dados não mostrarem deslocamento sistemático de reservas para fora do dólar, o aumento de reservas não declaradas sugere rearranjos diante do declínio do dólar, da mesma forma que a formação de fundos soberanos.

Apesar de o mundo ter interesse coletivo em apoiar o dólar, individualmente os bancos centrais têm diversificado suas reservas, o que gera o risco haver um movimento abrupto de fuga em algum momento. É certo que os países emergentes da Ásia (os responsáveis pelo aumento da demanda de petróleo) necessitam dos EUA como consumidor para o seu modelo, mas os países exportadores de petróleo têm muito menos interesses de apoiar os EUA como consumidor de última instância.

Um movimento de venda de dólar iniciado por um grande detentor de reservas poderia gerar um efeito pró-cíclico que aceleraria a queda do dólar. Um mecanismo muito utilizado em mercados de moedas, ações e juros, à vista e futuros, é o *stop-loss*. Por exemplo, um investidor europeu aplica nos EUA em títulos de renda fixa e o dólar se desvaloriza mais e mais. A partir de certo percentual de desvalorização, o investidor venderá o título para cortar as perdas, mas, devido ao papel atual do dólar e a sua liquidez, poderá haver ajustes nos preços para baixo, o que acionará outros *stop-loss*, até que as expectativas de desvalorização do dólar se alterem.

3.1.2 – Efeitos na posição de investimentos com o exterior

Gourinchas & Rey (2005) colocam que 70% dos ativos norte-americanos⁶³ são em moeda estrangeira.

Assumindo que 70% das posições americanas são em moeda estrangeira, existem dois efeitos supostamente benéficos advindos da condição dos Estados Unidos no papel de país central emissor da principal moeda de reserva mundial: (i) a margem de intermediação extraída da condição de *venture capital* do mundo; e (ii) a valorização em dólar dos ativos financeiros externos no caso de desvalorização do dólar.

A margem de intermediação é confirmada por dados oficiais, conforme analisado na seção 2.2.. Muitos autores argumentam que o fato de os Estados Unidos terem uma posição deficitária com o exterior não seria um problema. Krugmann (2005) analisa quatro trabalhos que sugerem que existem razões estruturais para que o déficit em transações correntes norte-americana, e, portanto o dólar, seria mais sustentável do que experiências prévias pareciam indicar, e ressalta um argumento em sentido contrário.

A primeira argumentação é de BERNANKE (2002), de que existiria um excesso de poupança no mundo, e que investem nos Estados Unidos por falta de oportunidade de investimento nos países de origem. Este excesso justificaria a baixa taxa de juros

Krugmann (2005) rebate o argumento dizendo que mesmo com excesso de poupança no mundo, o endividamento líquido como percentual do PIB deve estabilizar-se. Para investir nos Estados Unidos, deveria existir um diferencial de taxa de juros reais entre os Estados Unidos e os países de origem, mas considerando que as taxas de juros reais americanas estão baixas em termos reais, e com o gigantesco déficit na conta de transações correntes, ele reargumenta que os mercados não estão colocando na conta o longo prazo necessário para queda do dólar, o que implica que em algum ponto o dólar afundará.

A segunda argumentação aponta o diferencial de retornos (GOURINCHAS & REY, 2005), já analisado no presente trabalho

O terceiro seria o Bretton Woods II . Neste argumento Krugmann (2005) questiona por que o capital privado investido nos Estados Unidos não sai, ou não diminui a posição investida, em contrapartida com o capital oficial.

⁶³ Observando a tabela 2.16 de posição dos investimentos diretos americanos, observamos que 73% é feito na Europa e América Latina, países de câmbio flutuante, índice semelhante aos 70% assumidos no estudo de GOURINCHAS & REY (2005). Apesar dos investimentos diretos representarem uma parcela da posição americana em torno de 23%, sem considerar uma eventual posição em derivativos que muda a posição real em moedas, este índice reflete que nestes investimentos, no cenário de desvalorização do dólar, estes se valorizariam em dólares.

No quarto argumento, Hausmann e Sturzenegger (2005) colocam que o fato dos Estados Unidos serem positivos na conta de rendas no balanço, apesar da posição de investimentos líquidos como o exterior deficitária, reflete um erro de medida, principalmente nos números oficiais de investimentos americanos no exterior. Este erro de medida viria provavelmente de ativos ocultos que são exportados como reputação e conhecimento de mercado, chamado de “matéria negra”. Sobre a argumentação em cima da “matéria negra, Krugmann (2005) faz uma anedota colocando que os Estados Unidos necessitariam também de muita anti-matéria negra (Empresas estrangeiras trazendo má reputação para os Estados Unidos, o que não faria sentido), e coloca também a dificuldade de mensuração da quantidade de matéria e anti-matéria negra.

E o argumento de que a situação é menos sustentável do que as análises prévias pareciam indicar, é o “declínio secular do dólar”. A longo prazo, o dólar perseguiria um alvo para baixo. Fatores estruturais, como avanço tecnológico das economias emergentes, podem estar entre as razões, corroborado pelo fato de que o dólar acelerou a queda quando a China acelerou as exportações.

O suposto efeito benéfico da desvalorização do dólar ocorre nos mercados e posições à vista, mas desconsidera outras variáveis inerentes a configuração dos mercados atuais. As posições de investimento não levam em consideração a real posição de investimentos, pois existem instrumentos nos mercados de derivativos que podem alterar a posição real da posição. Conforme tabela 2.16, do *Bureau of Economics Analysis*, o componente derivativo só foi incluído em 2005, e o valor dos derivativos só foi incluído em 2006. Ainda assim, os componentes de valores de fluxos financeiros e ajustes a valores a mercado não podem ser separados.

Tabela 3.1 – Componentes das variações da conta de ativos americanos no exterior, com investimentos diretos a valor de mercado

[Millions of dollars]								
Year	Position Beginning	Changes in position excluding financial derivatives					Changes in financial derivatives ³	Position Ending
		Attributable to						
		Financial flows	Valuation adjustments			Total		
			Price changes	Exchange- rate changes ¹	Other changes ²			
(a)	(b)	(c)	(d)	(a+b+c+d)				
1989	2.008.365	175.383	144.568	-16.284	38.203	341.870	.....	2.350.235
1990	2.350.235	81.234	-221.101	67.298	16.419	-56.150	.....	2.294.085
1991	2.294.085	64.389	82.893	2.141	27.121	176.544	.....	2.470.629
1992	2.470.629	74.410	-28.994	-82.798	33.249	-4.133	.....	2.466.496
1993	2.466.496	200.551	355.324	-29.143	98.193	624.925	.....	3.091.421
1994	3.091.421	178.937	-86.546	85.519	45.804	223.714	.....	3.315.135
1995	3.315.135	352.264	229.511	50.947	16.701	649.423	.....	3.964.558
1996	3.964.558	413.409	315.777	-74.561	31.654	686.279	.....	4.650.837
1997	4.650.837	485.475	456.154	-233.715	20.377	728.291	.....	5.379.128
1998	5.379.128	353.829	368.852	79.171	-1.854	799.998	.....	6.179.126
1999	6.179.126	504.062	802.115	-130.120	44.495	1.220.552	.....	7.399.678
2000	7.399.678	560.523	-305.366	-298.276	44.633	1.514	.....	7.401.192
2001	7.401.192	382.616	-714.070	-168.687	29.433	-470.708	.....	6.930.484
2002	6.930.484	294.646	-848.839	265.971	162.362	-125.860	.....	6.804.624
2003	6.804.624	325.424	767.481	483.631	-68.412	1.508.124	.....	8.312.748
2004	8.312.748	1.000.870	468.747	308.986	113.585	1.892.188	.....	10.204.936
⁴ 2005	10.204.936	546.631	1.079.180	-441.684	1.558.764	2.742.891	.....	12.947.827
2006	12.947.827	1.251.749	1.109.506	412.255	129.652	2.903.162	48.966	15.899.955
2007	15.899.955	1.289.854	503.355	714.535	1.793	2.509.537	1.045.586	19.455.078

1- Representa ganhos ou perdas em ativos e passivos denominados em moeda estrangeira devido a sua reavaliação taxas de câmbio correntes

2 - Inclui as mudanças no acompanhamento, devido a alterações de ano-a-ano na composição dos dados reportados, principalmente nas estimativas de bancos e empresas não financeiras, e para a incorporação dos resultados de pesquisas. Também inclui o ganhos e perdas de investimentos diretos em afiliadas e mudanças nas posições que não podem ser atribuídos aos fluxos financeiros, alterações de preço, ou alterações das taxas de câmbio

3 Representam o total de mudanças no preço justo dos derivativos disponível pela primeira vez em 2006. Fluxos financeiros e componentes de ajustes não são separáveis na valorização do total das variações, que incluem os componentes valores justos e derivativos.

4 "Other changes" e "Position Ending" para 2005 incluem dados novos de posições de derivativos

Fonte: Bureau of Economic Analysis

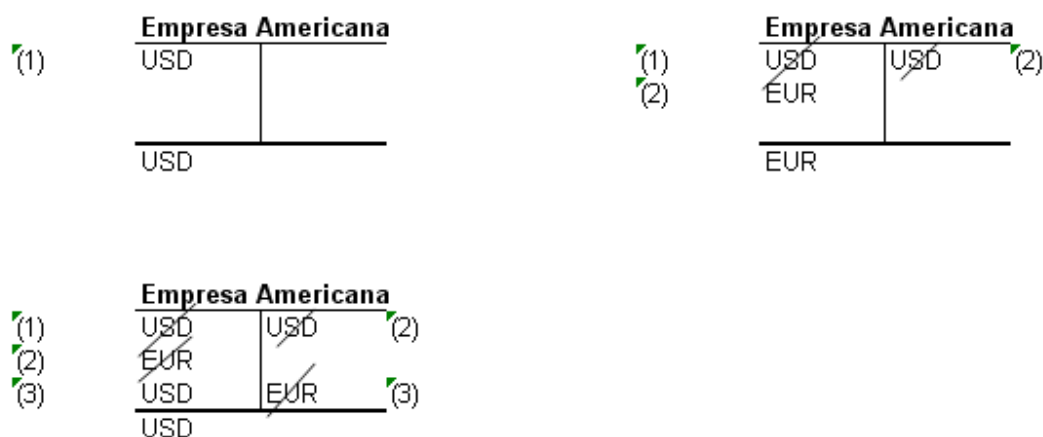
http://www.bea.gov/international/xls/intinv07_t3.xls

As operações nos mercados de derivativos de moeda e juros segundo o ISDA⁶⁴, têm USD 383 trilhões de contratos em aberto, isto é, um mercado de alta liquidez que tem posições em aberto de sete a oito vezes o PIB mundial.

Estas operações no mercado de derivativos podem encobrir a posição cambial efetiva dos agentes econômicos. Por exemplo, imagine uma multinacional sediada nos Estados Unidos que investe na Europa. Primeiro ela separa o dinheiro em USD (passo 1), faz o

⁶⁴ ISDA – International Swaps and Derivatives Association - <http://www.isda.org/>, dados disponíveis em <http://www.isda.org/statistics/pdf/ISDA-Market-Survey-results1987-present.xls> acessado 25/07/2008

câmbio do dólar para euros (moeda local para comprar insumos, equipamentos, que seria o passo 2) para construir uma fábrica. Como a empresa é sediada nos Estados Unidos, seu objetivo de retorno é em dólares na atividade a que se propõe, e não no retorno ou prejuízo em especulações com moeda. Logo, para que esta empresa tenha um lucro ou prejuízo somente operacional e em dólares, a empresa faz um *swap*⁶⁵ de moedas.



- 1 - Empresa Americana separa o dinheiro para fazer o investimento
- 2 - Empresa Americana faz o câmbio para Euro
- 3 - Empresa Americana , através do mercado de derivativos, faz um Swap entre dólar e euro.

No exemplo, o resultado final é que a companhia está com ativos em dólares se incluirmos o derivativo, isto é, o ativo está “disfarçado” nas posições oficiais como sendo uma posição de ativos em euros, mas a empresa vendeu euros futuros em troca de dólares no mercado futuro, com o que sua posição real de ativos é em dólares.

Expandindo o exemplo, os fundos americanos pretendem proporcionar retornos em dólares, assim como bancos, seguradoras, indústrias e todas as companhias sediadas nos Estados Unidos. Sendo a economia dos EUA a maior do mundo, com 27,1% do PIB mundial (dados de 2006 - United Nations Statics Division), é razoável imaginar que grande parcela dos investimentos americanos estão em dólares, via derivativos.

⁶⁵ RAYMUNDO & BETETO (2003):

Hull (1999:121) conceitua swap como “... um acordo entre duas companhias para trocarem fluxos de caixa no futuro. O acordo define as datas quando os fluxos de caixa deverão ser pagos e o modo como serão calculados”.

Gastineau & Kritzman (1999:382) apresentam três definições para swap: (1) “Contrato de troca de pagamentos periódicos com uma contraparte”; (2) “Prática de se trocarem obrigações com o propósito de melhorar o rendimento, mudar o risco de crédito, refletir uma visão sobre as taxas de juros ou registrar um prejuízo fiscal” e; (3) “Preço de um contrato futuro menos o preço à vista do respectivo objeto base”.

Downes & Goodman (1991:539), swap é a “Troca de um valor mobiliário por outro”. Ainda segundo os mesmos autores, “Um swap pode ser executado para mudar as datas de vencimento de um portfólio ou a qualidade das emissões em um portfólio de ações ou títulos, ou devido a alterações nos objetivos de investimento”.

Em última instância, a medida da eficiência dos negócios, distribuição de dividendos, e repatriação de capital, para empresas americanas, são em dólares. Mesmo companhias que especulam no mercado de câmbio, inclusive muitas vezes contra o dólar, (Como exemplos de companhias que especulam em câmbio, temos o lendário ataque do fundo Quantum de George Soros⁶⁶, ou o próprio ataque ao dólar por parte de bancos na década de setenta.), no final converterão seus lucros e o distribuirão em dólares, gerando uma demanda pela moeda.

Na posição inversa, na conta de investimentos estrangeiros nos Estados Unidos, vale o mesmo raciocínio: será que os investidores, apesar de terem ativos denominados em dólar, não mudaram a posição via derivativos ? Uma empresa japonesa que invista nos Estados Unidos mas presta contas em ienes japoneses, não compraria ienes futuros contra o dólar ? Bancos, indústrias, seguradoras são avaliadas pelos acionistas pelos retornos em ienes, isto é, o retorno da matriz da empresa. Aqui, a companhia venderia dólares futuros e compraria ienes futuros, ao passo que no exemplo anterior compraria dólares futuros.

Logo, para saber a posição exata da posição, os números deveriam incluir em sua avaliação a posição que pode ter sido alterado por derivativos, e onde está a contraparte, para incluir em fluxos. Por exemplo, se a contraparte da empresa norte-americana do exemplo 1 fosse uma empresa européia, o resultado incluiria um fluxo em direção a companhia européia ou vice-versa.

Sintetizando, não é fato afirmar que a posição à vista reflita a posição real de posições, tanto dos Estados Unidos, quanto dos estrangeiros que investem nos Estados Unidos. A existência de instrumentos como derivativos nos mercados de câmbio, seja de balcão ou organizados em bolsa, muda a posição real das posições, que no limite, dependem onde foi feita a posição dos futuros e qual país está localizado a contraparte.

3.1.3 – Efeitos na conta de transações correntes dos Estados Unidos

Dooley, Folkerts-Landau, Garber (2003) colocam que, além do país central (Estados Unidos), existem dois outros grupos de países, um com câmbio administrado e outro com câmbio livre.

⁶⁶ No início da década de 90, o fundo Quantum administrado por George Soros, fez um ataque à libra esterlina, e forçou o governo inglês a desvalorizar a moeda e sair do sistema de bandas que precedeu a criação do euro.

O suposto efeito benéfico da desvalorização para melhorar a competitividade americana (barateando produtos americanos e encarecendo produtos estrangeiros) não atinge o grupo de países de câmbio administrado, o que limita o efeito de uma desvalorização do dólar. Analisando a tabela 2.13, os valores do déficit na balança comercial com Japão e China aumentam mesmo com a desvalorização do dólar em relação ao euro (tabela 2.6), e mesmo com a menor desvalorização do dólar perante o a moeda do Japão e China. Os valores das moedas destes países tendem a flutuar junto com o valor do dólar.

China e Japão geram um déficit comercial dos EUA que representa em torno de 46% do déficit em transações correntes (tabela 2.13) e, conforme analisamos anteriormente, para estes países, que tem o câmbio atrelado ao dólar, a desvalorização deste em nada influi individualmente para os Estados Unidos. A desvalorização do dólar teria o efeito de aumentar a competitividade dos três (EUA, China e Japão, e outros países com câmbio administrado) perante os países no mundo que adotam o regime de taxas de câmbio flutuante. Logo, o efeito da desvalorização torna-se limitado a 54% do déficit comercial, sem avaliar outros países que possam ter o valor da moeda atrelada ao valor do dólar.

Exemplificando, suponha que 1 iuan tenha o valor de 1 dólar, e um dólar tenha o valor de 1 euro na situação inicial. O efeito da emissão de dólares via conta de transações correntes, deveria ser o de valorizar as outras moedas em relação ao dólar, se estas tivessem a conta de capitais aberta e adotassem o regime de câmbio flutuante, afirmação esta corroborada pelos dados do Brasil e Europa⁶⁷ (Gráfico 2.6). Mas como Japão e China têm desvalorizações menores devido à política cambial de seus governos, estas se desvalorizam menos, aumentando a competitividade dos produtos perante países de conta de capitais aberta, e mantendo no mesmo patamar, a competitividade de seus produtos perante os Estados Unidos.

Sintetizando: uma eventual desvalorização do dólar será em relação aos países de câmbio flutuante (basicamente América Latina e Europa). Os países de câmbio administrado se beneficiam indiretamente da desvalorização do dólar. O ajuste na conta de transações correntes é limitado porque os principais responsáveis pelo déficit comercial têm as moedas de seus países atreladas ao dólar, isto é, o suposto efeito benéfico para balança comercial americana é limitada aos parceiros comerciais que têm conta de capitais abertas e regime de câmbio flutuante.

⁶⁷ “Alguns países têm sobre os ombros um peso do ajuste muito maior do que deveriam. Esse é o caso do dólar canadense, do euro e do real brasileiro” ([CAMINOTO](#), 2007)

3.2 Outra moeda mundial? Requisitos para o papel de país emissor

Vários autores analisam as características do país central emissor da principal moeda de reserva mundial. Morais (2008) aponta duas capacidades que a potência hegemônica (no período atual, os Estados Unidos) tem que sustentar: (i) proporcionar liquidez e (ii) garantir o valor da moeda no sistema internacional.

Para a primeira capacidade, proporcionar a liquidez necessária para que o sistema funcione (citada também em TRIFFIN, 1972), Morais (2008) coloca dois meios:

1 – Transferências líquidas de capitais para o exterior (investimento direto e crédito), sendo que este volume deve ser pelo menos igual aos superávits da conta de transações correntes, garantindo no final a volta do dinheiro à origem. Analisando a situação recente, com déficits na conta de transações correntes, evidencia que não é o caso dos Estados Unidos. Os Estados Unidos não possuem superávits na conta de transações correntes deste 1981 e desde 1980 vem ocorrendo uma tendência de inversão de investimentos líquidos com o exterior, isto é, a posição de investimentos americanos como o exterior vem caindo em termos de % do PIB. Isso significa que os Estados Unidos ao longo do tempo vêm gastando poupança, que era positiva, com o exterior até 1985, e depois de 1985, estão se endividando com o exterior, passando de credor para devedor líquido;

2 - Déficits comerciais compensados pelos superávits na conta de rendimentos de capital. Tem custos para economia interna, e passa a vigorar a partir do momento em que os capitais da potência hegemônica não detenham mais a primazia mercantil, por perda relativa de produtividade. Esta é a situação do período recente (2001-2007), como analisado na seção 2.1, mas os déficits comerciais não são cobertos pela conta de rendimentos, o que evidencia uma situação de desequilíbrio e de emissão de dólares para o mundo.

Além disso, o país central precisa ter um sistema financeiro poderoso⁶⁸, para se encarregar das demandas de liquidez dos credores:

⁶⁸ Morais (2008) cita que a não existência destes sistemas financeiros poderosos já atrasaram na história a adoção de novas moedas internacionais, posição esta compartilhada por Chinn e Frankel (2008), baseado na transição do pound para o dólar entre outros.

A construção de sistema financeiro suficientemente experiente para gerir as transações internacionais é um processo lento, geracional. A Grã-Bretanha já tinha ultrapassado a Holanda economicamente e militarmente desde a primeira metade do século XVIII, mas só na segunda metade desse século, a libra esterlina se impôs como moeda internacional juntamente com a City londrina como centro financeiro do mundo. O mesmo sucedeu ao dólar. Até 1945, apesar de a libra não ser mais conversível em ouro desde 1931, e a Grã-Bretanha não ser mais a principal potência econômica desde a I Grande Guerra, ela ainda era a principal divisa das reservas internacionais em todo o mundo. (MORAIS, 2008)

O segundo requisito é o compromisso do Estado de garantir o valor da moeda. Esta garantia já foi dada pela conversibilidade em ouro, como na Inglaterra ou EUA até 1971. No período do dólar flutuante, a garantia implícita passou a ser os juros reais positivos. A moeda dólar perdeu parte das suas funções de medida e reserva de valor, que passou para os *treasuries*, que estão embutidos com seus juros, teoricamente reais.

Se analisarmos a situação do período recente (seção 2.1), o compromisso com juros reais positivos parece não ter existido no período. A ausência deste compromisso é um dos fatores que levaram à depreciação do dólar e ameaça seu papel como moeda mundial.

Para Chinn & Frankel (2008), as principais características do país central emissor da principal moeda de reserva mundial são:

- 1 - Renda e comércio – O país que tem uma grande parte da renda internacional tem uma grande vantagem natural. Hoje, os Estados Unidos têm um rival a altura, a zona do euro. Apesar de os Estados Unidos ainda serem a principal economia mundial, e o consumidor de última instância, a economia da zona do euro com 15 países pode ser maior que a dos Estados Unidos a partir de 2008, e o volume de comércio se aproxima do mesmo patamar (vide tabela 3.2).

Tabela 3.2 – Tamanho econômico dos Estados Unidos versus Europa – 2004 e 2007

	2004		2007	
US		\$ 11.5 trillion		\$ 13.8 trillion
	Number of members		Number of members	
Euro-zone	12	\$ 9.0 trillion	13 ^{1/}	\$ 11.9 trillion
EU (post-May 2004)	25	\$12.1 trillion	27 ^{2/}	\$ 16.6 trillion

^{1/} Includes Slovenia, but not Cyprus and Malta, who joined the euro in 2008

Fonte: Dados em CHINN & FRANKEL (2008)

2 - Mercados Financeiros do país/zona – Os mercados financeiros devem ser abertos, livres de controles e profundamente desenvolvidos, como Nova York e Londres (MORAIS, 2008). Os Estados Unidos possuem o sistema financeiro profundamente desenvolvido, mas desde 2007 a crise do *subprime* é um fator de debilitamento. Manter o requisito para ser o país central é um componente a mais para justificar os pacotes bilionários de ajuda que o Federal Reserve vem ofertando para os bancos americanos afetados pela crise. A zona do euro não tem mercados tão desenvolvidos como o dos EUA. Contudo, em um cenário em que a Inglaterra se junte à zona do euro, haveria um duplo benefício: o aumento do tamanho da zona econômica e o acréscimo dos mercados financeiros profundamente desenvolvidos de Londres, herança da época do padrão libra, que poderiam ser o centro da zona do euro.

3 – Confiança no valor da moeda – No trabalho de Chinn & Frankel (2008), ela foi medida através da quantidade de ativos denominados na moeda chave, isto é, o resultado final das políticas macroeconômicas. Seguindo o argumento de Morais (2008) de que os juros são o lastro para o valor da moeda, o dólar perdeu muito do valor devido às baixas taxas de juros reais, o que diminui a confiança na moeda dólar. Mas, analisando também o euro, (tabela 3.3), este também não teve taxa de juros reais altas, ficando negativa em alguns anos como 2004 e 2005.

4 – Externalidades em rede – O valor da moeda deriva do uso que outros fazem dela. Tem um efeito inercial grande do quanto os outros usam. O dólar tem o papel de principal moeda de reserva mundial desde o acordo de Bretton Woods, o que geraria um efeito inercial de, no mínimo, compartilhar o papel de moeda mundial, caso esteja realmente ameaçado. Já começa a aumentar a demanda por contratos denominados em euro⁶⁹, inclusive estudos para cotar o preço do petróleo em euros conforme Petróleo (2008).

⁶⁹ Surgiram boatos que inclusive a supermodelo Gisele Bündchen estaria fazendo contratos em euros – fonte: <http://ofuxico.terra.com.br/materia/noticia/2007/11/07/gisele-bundchen-quer-ganhar-em-euros-61593.htm>

Tabela 3.3 – Juros reais Zona do Euro – 2001-2007

Ano	Inflação*	Juros*	Juros Reais
2.001	2,05%	4,28%	2,19%
2.002	2,28%	3,22%	0,92%
2.003	1,97%	2,26%	0,28%
2.004	2,36%	2,00%	-0,35%
2.005	2,22%	2,02%	-0,20%
2.006	1,92%	2,78%	0,84%
2.007	3,07%	3,85%	0,76%

Fonte Primária de Dados

Juros - European Central Bank

Disponível em <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>

Acessado dia 08/08/2008

*Taxa utilizada: Taxa de juros das principais operações de refinanciamento (OPR), que proporcionam a maior parte da liquidez ao sistema bancário. O Eurosistema pode realizar as suas propostas, sob a forma de taxa fixa ou leilões de taxa variável., média das taxas diárias.

Inflação

Fonte Primária de Dados: Eurostat

Disponível em:

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/extraction/retrieve/en/theme0/shorties/euro_cp/cp_m?OutputDir=EJOutputDir_656&user=unknown&clientsessionid=376081D1E5E0F1B1B7F8702232E726C1.extraction-worker-2&OutputFile=cp_m.htm&OutputMode=U&NumberOfCells=103&Language=en&OutputMime=text%2Fhtml&

Acessado em 8/8/2008

* Os dados primários são mensais, e estão na base 100 julho de 2005. A inflação anual foi obtida dividindo a base de dezembro pela base de dezembro do ano passado

HICP - All items

Preços ao consumidor - dados harmonizados e mensais

Para cálculo dos juros reais, foi utilizada a fórmula $(1 + \text{Federal Funds})$ dividido por $(1 + \text{HICP})$, e subtraindo 1 do resultado

Tabela de elaboração própria do autor.

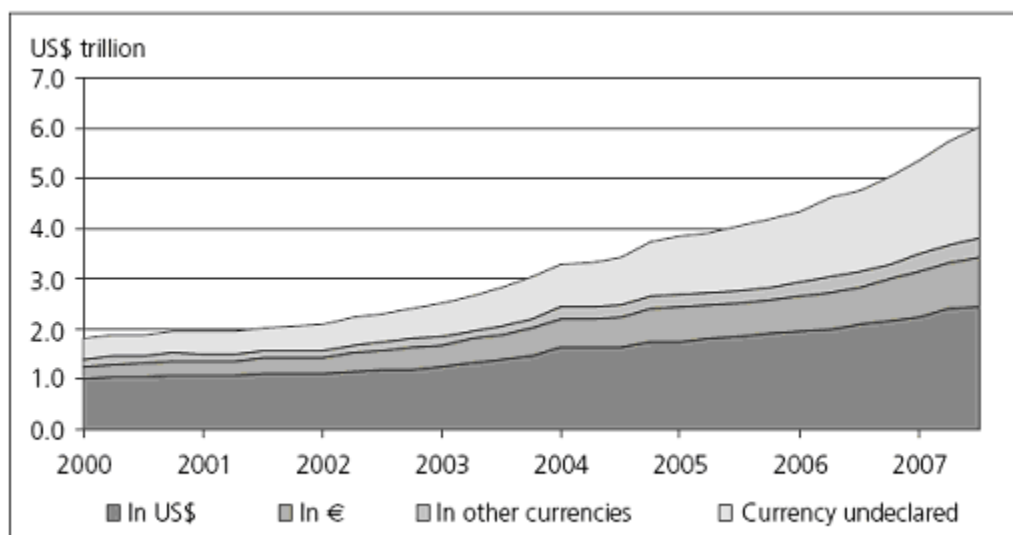
Resumindo, no papel de país central emissor de moeda, os Estados Unidos parecem não estarem cumprindo o compromisso de manter os juros positivos para sustentar o dólar, estão emitindo muitos dólares pela conta de transações correntes e o sistema financeiro está fragilizado com a crise do subprime. Já existem sinais de um deslocamento para o euro como moeda de reserva de valor, apesar da zona do euro também não ter no período juros positivos reais muito expressivos. Outro fato que é contra a zona do euro, é que não possui um mercado financeiro desenvolvido, e não possuem déficits na conta de transações correntes, como discutiremos na seção 3.3.

3.3 O euro como moeda reserva, única ou em dupla com o dólar

Diferente de 1974-1980, no período atual, o dólar tem um competidor à altura, o euro⁷⁰. Chinn & Frankel (2008) colocam o risco real de o dólar perder a posição de principal moeda de reserva mundial, devido a dois fatores: a própria existência do euro, os déficits crônicos em conta corrente e 35 anos de tendência de depreciação. Em 1974-1980, os principais competidores como moeda de reserva eram o marco alemão e o iene, mas o peso da economia deles tornou improvável qualquer ameaça ao papel do dólar na época.

Griesse & Kellermann (2008) detectam movimentos de saída do dólar, como o aumento do acúmulo das reservas em euro (tabela 3.3), o surgimento de fundos soberanos e o aumento de reservas não declaradas oficialmente, o que sugere um rearranjo progressivo diante do declínio do dólar. Apesar de até o momento os dados não sugerirem uma política sistemática e deliberada de transferência de reservas para ativos denominados em outras moedas, há sinais de que os bancos centrais têm diversificado suas reservas, o que poderia gerar o risco de um massivo e abrupto ciclo declinante do dólar.

Gráfico 3.1 – Reservas Globais por moeda – Q1 2000 – Q3 2007



Source: IMF, Currency composition of official foreign exchange reserves (COFER)

Fonte: GRIESSE & KELLERMANN (2008)

⁷⁰ GRIESSE & KELLERMANN (2008) “the world today has an alternative currency, and one with comparable liquidity in bond and foreign-exchange markets: the euro.”

Tradução própria do autor: “o mundo hoje tem uma moeda alternativa, e ela é comparável na liquidez em títulos e no mercado internacional de câmbio: o euro”

Para o euro conseguir o papel de nova moeda mundial⁷¹, contudo, seriam necessárias mudanças de paradigmas, como a zona do euro deixar de pensar em proteção a curto prazo para a balança comercial. Na tabela 3.4, observamos que o déficit em conta corrente da zona do euro é nulo ou pequeno, característica de economia orientada para exportações que gera empregos. A zona do euro teria que privilegiar as vantagens de longo prazo que a condição de moeda chave oferece ao emissor, o “privilégio exorbitante” que permite consumir mais do que produz, em troca de crédito fácil e barato.

Tabela 3.4 – Déficit em conta corrente – 2001-2007 – Zona do Euro

Ano	Déficit em conta corrente (% PIB)
2001	-1,41%
2002	-0,30%
2003	0,76%
2004	0,42%
2005	0,77%
2006	0,21%
2007	-0,01%

Fonte de dados: Eurostat

Déficit em conta corrente considera 15 países na área do Euro (BE, DE, IE, GR, ES, FR, IT, CY, LU, MT, NL, AT, PT, SI, FI)

Disponível

em:

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/extraction/retrieve/en/theme2/bop/bop_q_euro?OutputDir=EJOutputDir_1596&user=unknown&clientsessionid=2EDA17A723B4F9EA9B28BEE3BAC8B934.extraction-worker-2&OutputFile=bop_q_euro.htm&OutputMode=U&NumberOfCells=24&Language=en&OutputMime=text%2Fhtml&

PIB a preços correntes, a preços de mercado

Disponível

em:

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/extraction/retrieve/en/theme2/nama/nama_gdp_c?OutputDir=EJOutputDir_1650&user=unknown&clientsessionid=2EDA17A723B4F9EA9B28BEE3BAC8B934.extraction-worker-2&OutputFile=nama_gdp_c.htm&OutputMode=U&NumberOfCells=7&Language=en&OutputMime=text%2Fhtml&

Página de dados principal

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=0,1136173,0_45570701&_dad=portal&_schema=PORTAL

Acessado 08/08/2008

O tamanho da economia da zona do euro já é comparável com o tamanho da economia dos EUA, mas não possui o sistema financeiro bem desenvolvido. No cenário em que Londres se junte à zona do euro, os mercados financeiros desenvolvidos da City seriam de grande ajuda para o cenário do euro como principal moeda. No quesito juros reais, a zona do euro também manteve taxas de juros baixas, mas sem o déficit em transações correntes que os Estados Unidos vêm tendo.

⁷¹ Segundo o estudo econométrico de Chinn & Frankel (2008) isso poderá ocorrer agora em 2015.

Logo, a zona do euro ainda não reúne todas as condições para se tornar a principal moeda de reserva mundial⁷²: um sistema financeiro desenvolvido, seja pela inclusão do Reino Unido na zona do euro, seja pelo desenvolvimento próprio; aumento da liquidez de euros para o mundo; e taxa de juros reais maiores. Com estas condições satisfeitas, a zona do euro poderia usufruir do “privilégio exorbitante”, hoje pertencente aos Estados Unidos, mas para implementar seria necessário muito tempo.

Um terceiro cenário seria a coexistência das duas moedas de reserva, o euro e o dólar, que Griesse & Kellerman (2008) denominam de “vitória do multilateralismo”. Neste contexto, esta coexistência entre o euro e o dólar poderia ser feita com gerenciamento discricionário para evitar flutuações excessivas, usando como instrumentos as taxa de juros das duas moedas, numa coordenação entre os bancos centrais como ocorreu no Acordo de Plaza.

Numa linha contrária, Morais (2008) não acredita neste arranjo envolvendo as duas moedas, devido à baixa coesão entre as potências candidatas e à agressividade dos EUA para defender a sua posição:

Todavia, esse argumento é pouco realista. Não tanto por ser historicamente desconhecido – afinal a História não se repete, pelo menos não nos mesmos termos. Seu irrealismo decorre de a situação atual apontar para uma crescente agressividade da parte dos EUA em defesa de sua posição hierárquica *prima inter pares* no sistema interestatal, e também pela baixa coesão existente entre as demais potências candidatas, englobando estados-nações também não-ocidentais com trajetórias históricas marcadas por diferenciais culturais e de estágios de desenvolvimento (Rússia, China, Índia, União Européia). (MORAIS, 2008)

Retomando a análise já apresentada, a zona do euro, a maior candidata por possuir a maior parte dos requisitos necessários para ser um país emissor de moeda de reserva, ainda precisa ter uma mudança de paradigmas e trocar a economia fechada direcionada para exportações para uma economia aberta. A troca seria ter dinheiro barato em troca de déficit comerciais (liquidez esta necessária para o crescimento do mundo). Outro requisito necessário é ter um sistema financeiro desenvolvido, o que atualmente a zona do euro não possui (pode desenvolver por si só, ou um cenário onde o Reino Unido, com seu mercado desenvolvido de Londres se junte a zona do euro). Ressalta-se também que não existe ainda uma nação “zona do euro” politicamente e o que vemos hoje se assemelha mais a uma fuga do ativo dólar (desvalorizado porque os juros reais estão baixos) do que necessariamente uma compra do ativo euro.

⁷² MORAIS (2008) – “Desse modo, podemos afirmar que, embora o dólar tenha enfraquecido perante as situações anteriores – de Bretton Woods e também do dólar-flexível até o surgimento e a implantação das regras do acordo da Basileia 1 – a possibilidade de sua substituição por outra moeda internacional ainda não está no horizonte. E pode levar uma geração inteira para que tal possibilidade venha se tornar plausível.”

E mesmo que a zona do euro cumpra estes dois requisitos, não podemos subestimar a crescente agressividade americana para manter a sua posição, já demonstrada no final da década de 70.

Seria bem pouco provável que os Estados Unidos aceitassem dividir o ganho da margem de intermediação, e de não ter restrições na balança de pagamentos oriundos da condição de país central emissor da principal moeda de reserva. Assim como será analisado em 3.4, sem medir as dificuldades políticas para implementação de algumas medidas, estas poderiam reverter a situação do dólar em queda aguda. Medidas impopulares com o mundo, mas que teoricamente funcionariam, e que no caso de crises graves como 1971, 1979 os Estados Unidos não hesitaram em agir unilateralmente.

3.4 – Retomada da hegemonia do dólar

Para combater a inflação e a hegemonia do dólar no papel de principal moeda de reserva mundial, como visto no Capítulo 1, no final da década de 1970, ocorreu o “choque de Volcker”, com alta dos juros e controles de crédito. O resultado foi a revalorização do dólar, a queda dos preços do ouro e das *commodities* e uma recessão mundial. Analisaremos algumas diferenças entre o período em que ocorreu o “choque de Volcker” e o atual.

Os períodos 1974-1980 e 2001-2007 têm muitas similaridades, como taxa de juros reais baixas ou negativas, alta aguda dos preços das *commodities*, desvalorização do dólar, alta dos preços ao consumidor e elevada liquidez do dólar no exterior. Contudo, existem algumas diferenças importantes, como posição líquida dos investimentos com o exterior e a conta de transações correntes.

No final dos anos 1970, a conta de transações correntes estava equilibrada ou com déficits pequenos, abaixo de 1% do PIB. A liquidez do dólar no mundo na época foi gerada via investimentos americanos no exterior, posição então superavitária, em torno de 15% do PIB. No período recente, esta posição está com déficit em torno de 18 % do PIB e o déficit em transações correntes atingiu níveis nunca antes atingidos (quase 6% do PIB).

O “choque de Volcker” provocou a inversão na posição líquida de investimentos com o exterior: a posição de investimentos líquidos despenca a partir de 1980, o ano em que o FED fez um arrocho de crédito nos Estados Unidos via elevação da taxa de juros e imposição de controles creditícios. Dentre os efeitos na posição de investimentos líquidos com o exterior, podemos citar três: 1 - o efeito do retorno do capital americano investido no exterior;

2 - o efeito de novos fluxos oriundos da alta de juros e 3 - o efeito desvalorização da posição (as obrigações continuaram em moeda americana e os ativos desvalorizaram).

No caso do compromisso do país central com a liquidez e garantia de valor com a moeda, nos período de 1974-1980, assim como no período de 2001-2007 os juros reais permaneceram baixos e/ou negativos, o que explicaria a desvalorização da moeda.

A alta aguda de commodities como o petróleo e o ouro está contaminando os índices de inflação. Se o Federal Reserve quisesse repetir a repentina subida da taxa de juros, e implementasse controles creditícios como no final da década de 70, o que aconteceria com a posição dos Estados Unidos no período recente, em vista das mudanças de posição externa ?

No caso de uma alta de juros, na posição devedora de investimentos com o exterior podemos destacar um efeito, o chamado “*mark-to-market*”. China e Japão hoje têm posições grandes em *treasuries*, comprados provavelmente a câmbios mais altos (aqui quando se fala mais altos, é comparando com outras moedas com regime de câmbio flutuante, isto é, uma espécie de custo de oportunidade, visto que consideramos os dois com câmbio atrelado ao dólar) e a taxa de juros reais baixas. Caso o Federal Reserve resolva repetir o choque de juros de Paul Volcker, imediatamente os *treasuries* se desvalorizarão a valor de mercado.

Exemplificando, suponha que a China comprou USD 1 milhão em *treasuries* com prazo de 10 anos e com taxa de juros de 2001, isto é, 1% ao ano lineares, com pagamento no final de juros e principal. Em dez anos, ele valerá USD 1,1 milhões. Agora suponha que a taxa de juros se manteve constante, e que somente em 2009 ocorra o choque de juros, isto é, o FED suba os juros para 10% ao ano. Para algum investidor comprar o título da China em 2009, ele só o comprará se o retorno for no mínimo de 10% ao ano. Como o título valerá USD 1,1 milhões em 2011, ele automaticamente valerá em 2009, no mercado secundário, USD 916.666,67 dólares, contra o valor anterior de 1.080.000,00 (+ 10% ao ano de juros linear por dois anos), isto é, o título foi marcado a mercado – “*mark-to-market*”, e a China, perdeu em dólares, a diferença entre USD 1,06 MM para os USD 0,917.

Assumindo que o efeito da valorização do dólar é nulo (fixo) em relação à China e ao Japão, o segundo efeito de um choque de juros, a valorização do dólar, é inócua entre estes países, mas seria efetiva em relação aos países do mundo que adotam o regime de câmbio flexível. Assim, as moedas japonesa, chinesa e americana se valorizariam, o que geraria um *trade-off* de efeitos: o componente mão-de-obra encareceria e as *commodities*, cotadas em dólares, desvalorizariam. Ao desvalorizar o valor das *commodities*, os custos com insumos cairiam, contrabalançando o efeito da mão de obra.

Na posição de investimentos americanos no exterior, os investimentos feitos em países com contas de capital aberta e câmbio flexível (considerando sem efeito dos derivativos), se desvalorizariam (Tabela 3.5 mostra investimentos diretos por países), piorando ainda mais a posição de investimentos líquida com o exterior. Os investimentos feitos em países com câmbio atrelado ao dólar, a priori, não sofreriam efeitos da valorização do dólar..

Tabela 3.5 – Investimentos americanos no exterior – Investimento direto por país – 2004-2007

Position on a historical-cost basis

					[Millions of dollars]
	Direct investment position on a historical-cost basis				
	2004	2005	2006	2007	2007%
All countries	2.160.844	2.241.656	2.454.674	2.791.269	
Canada	214.931	231.836	230.045	257.058	9%
Europe	1.180.130	1.210.679	1.341.116	1.551.165	56%
Latin America and Other Western Hemisphere	351.709	379.582	427.397	471.953	17%
Africa	20.356	22.756	25.074	27.764	1%
Middle East	18.963	21.115	25.540	29.370	1%
Asia and Pacific	374.754	375.689	405.502	453.959	16%

* A nonzero value between -\$500,000 and \$500,000.

D Suppressed to avoid disclosure of data of individual companies.

OWH Other Western Hemisphere

1. For years prior to 2006, income is presented net, or after deduction, of U.S. and foreign withholding taxes. Beginning with 2006, income is presented gross, or before deduction, of U.S. and foreign withholding taxes.

2. For years prior to 2007, data for Monaco are included in France. Beginning with 2007, data for Monaco are shown separately.

Fonte: <http://www.bea.gov/international/xls/longctry.xls>

Na conta de transações correntes, o componente *balança comercial* não seria afetado pela valorização cambial, em 46% (China e Japão), *ceteris paribus*. Mas em relação aos países de câmbio flexível (Brasil, Canadá e Europa, por exemplo), estes ganhariam competitividade nos produtos, isto é, a tendência é que piore a relação da balança comercial dos Estados Unidos com estes países.

Logo, os Estados Unidos não podem esperar que somente o efeito desvalorização do dólar ajuste o déficit crônico em transações correntes e a conta financeira. Mas até quando os investidores sustentarão este déficit?

Sinais como estagflação e desvalorização do dólar (perante outras moedas de câmbio flexível e perante commodities) nos mostram que existem muitas similaridades do período recente com o final dos anos setenta.

Apesar de serem similares, hoje para manter o “privilégio exorbitante”, diferente do final da década de 70, hoje temos diferenças (posição de investimentos com o exterior deficitária e déficit em transações correntes). Caso o Federal Reserve optasse por novos “choques de Volcker”, estes poderiam custar muito mais do que no final dos anos 1970, sem

contar que atualmente, um choque destes encontraria o sistema financeiro americano encontra-se fragilizado pela crise do *subprime*.

Os Estados Unidos, a depender do tamanho e da gravidade da crise, já tomaram medidas unilaterais radicais, como em 1971 (sobretaxação das importações em 10%, e quebra da conversibilidade do dólar para o ouro) e 1979/1980 (aumento unilateral das taxas de juros e arrocho de crédito).

A solução atual dos Estados Unidos parece necessariamente passar por soluções profundas. No limite, sem incluir fatores políticos que não é objeto deste estudo, os Estados Unidos poderiam implementar medidas radicais para resolver o problema:

1) **Déficit em transações correntes**: Taxar as importações para diminuir o déficit da balança comercial, e conseqüentemente o déficit em transações correntes. Ao taxar produtos importados, estes ficam mais caros, o que pode aumentar a competitividade americana. O *trade-off* disso, pode ser o encarecimento de produtos que antes eram só importados, devido ao componente imposto. Outra alternativa é fazer as moedas dos principais países responsáveis pelo déficit flutuarem, isto é, o câmbio refletir a real demanda por moedas no preço, o que na prática, desvalorizaria o dólar perante estas moedas, no caso atual, o iene e o iuan. Para esta alternativa, seria necessária outra articulação nos moldes dos acordos de Plaza, visto que o item 2) que veremos a seguir também é parte fundamental para que os Estados Unidos se mantenham na posição de país central;

2) **Posição de investimentos com o exterior e inflação**: Para preservar a situação de país central emissor de moeda, e o conseqüente “privilégio exorbitante”, os Estados Unidos precisam reafirmar o compromisso de garantia do valor da moeda através de taxa de juros reais positivas, compromisso este não sinalizado no período recente. A falta do lastro “juros reais” aliado ao déficit crônico em transações correntes causou a desvalorização do dólar perante moedas de câmbio flexível e a alta das *commodities*. Subir os juros reafirma o compromisso da garantia de valor, revaloriza o dólar (e aumenta a força da moeda como principal moeda de reserva mundial), que derrubaria o preço das *commodities*;

3) **Fortalecimento do Setor Financeiro**: O setor financeiro americano está no meio de crise, deflagrada pelos créditos do *subprime*. Os bancos centrais americano e europeu prepararam gigantescos pacotes de ajuda para socorrerem seus bancos. Relembrando, sistemas financeiros sofisticados são fundamentais para o país central

segundo autores como Morais (2008) e Chinn & Frankel (2008). Investidores famosos como George Soros declararam⁷³ que "*The situation is much more serious than any other financial crisis since the end of World War Two*", isto é, a crise deflagrada pelo *subprime* é tão séria, que talvez sem a ajuda dos bancos centrais os bancos provavelmente estariam em situação pior. A manutenção dos Estados Unidos como país central necessariamente passa pela condição de sistemas financeiros desenvolvidos, e pela gravidade da crise, o federal reserve tenha que socorrer os bancos, até eles ficarem fortes novamente.

Dentre os três pontos, somente o terceiro demanda tempo para que se resolva. O primeiro ponto, caso os principais responsáveis pelo déficit em transações correntes não aceitem a flutuação livre das moedas, apesar de que os Estados Unidos terem acordos comerciais no âmbito da OMC que teoricamente eles têm que respeitar, bastaria da noite para o dia os Estados Unidos sobretaxarem as importações. Esta medida teria como efeito, diminuir ou inverter a “emissão de dólares” para o exterior. A segunda medida pode ser implementada também a curto prazo, bastando o federal reserve aumentar as taxas de juros, e regulamentar o mercado financeiro, assim como no final da década de 70. E por último, conforme elucidado por Griesse & Kellerman (2008), se o federal reserve perceber que não pode evitar o “*hard landing*” (queda abrupta da economia americana), ele pode fazer como no final dos anos 70 e repriorizar a inflação. É de se esperar que, assim que os bancos saírem da crise atual e se fortalecerem, o Federal Reserve pode novamente repetir os “choques de Volcker” para retomar o valor do dólar.

⁷³ REUTERS - “Soros: world faces worst finance crisis since WW2”, 21/01/2008 disponível em <<http://www.reuters.com/article/bondsNews/idUSL215828320080122>> acessado 20/07/2008

Conclusões e questionamentos

O forte processo de declínio do valor do dólar e as dificuldades dos Estados Unidos para reverter este quadro representam o maior desafio ao padrão dólar flexível desde que o choque de Volcker encerrou bruscamente a fase de declínio de 1973-1980, que marcou, curiosamente, a formação deste sistema de dólar flexível. O dólar flutuante nasceu em 1973, com o fracasso do acordo smithsoniano. A perda de valor do dólar foi muito forte nos anos seguintes, com desvalorização em relação a outras moedas flutuantes, aumento exacerbado dos preços das commodities e ameaça ao papel do dólar como moeda mundial.

Em comum com os anos 2001-2007, encontramos juros reais baixos ou negativos e grande liquidez do dólar no mundo, gerada por déficits elevados e persistentes na balança de pagamentos dos Estados Unidos. Mas existem algumas diferenças entre dois períodos: os Estados Unidos eram superavitários na posição líquida de investimentos com o exterior em 1980-1973, e em 2001-2007, eles são deficitários. Outra diferença é a origem do déficit global da balança de pagamentos, que no período 1973-1980 era gerado majoritariamente por investimentos americanos no exterior, e em 2001-2007, por déficits em transações correntes.

O ajuste automático e benéfico da balança de pagamentos dos Estados Unidos oriundo da desvalorização do dólar é bem pouco provável, pela limitação dos efeitos. Os principais parceiros comerciais têm um câmbio fixo com os Estados Unidos, o que anula qualquer vantagem de competitividade, e o efeito na posição líquida de investimentos é incerto devido à existência do mercado de derivativos que podem mudar a posição cambial dos ativos e passivos. Apesar de muitos autores que vimos no presente trabalho afirmarem que o efeito da desvalorização do dólar seria benéfico para os Estados Unidos, este efeito poderá ser mais limitado na balança comercial e é imprevisível no que se refere ao conjunto da posição externa dos Estados Unidos, devido ao desconhecimento da posição dos agentes econômicos relevantes nos mercados de derivativos.

Neste cenário recente onde temos juros reais baixos ou negativos, déficits crônicos em transações correntes, a tendência de desvalorização do dólar deve se manter. Esta desvalorização do ativo dólar já está provocando a alta das *commodities*, do ouro, e uma inflação crescente oriunda principalmente de energia e alimentos.

Já se evidencia um início de movimento de troca de dólares por euros ou por fundos soberanos. O euro desponta como um rival para o papel do dólar como moeda de reserva mundial, mas a história nos mostra que ainda faltam alguns requisitos como um sistema financeiro desenvolvido, e uma troca de paradigmas (déficits comerciais em troca de dinheiro

de curto prazo barato) para que a moeda da zona do euro assuma o papel de principal moeda de reserva. Autores afirmam ser bem pouco provável que o euro assuma este papel a curto prazo. A zona do euro no período recente ainda se mantém no papel assumido desde a segunda guerra mundial, de ser uma economia direcionada para exportação, que cresce menos que a Ásia e os Estados Unidos. Neste papel a zona do euro prefere tratar com cautela as possibilidades de abertura comercial e financeira, o que torna ainda menores as chances de se tornar o novo país central emissor da moeda mundial de reserva.

Mas, esta fase de perda aguda do valor do dólar poderia ser revertida como em 1980? O principal lastro para o valor da moeda dólar depois da quebra de Bretton-Woods são os juros reais, que tem se mantido baixos ou negativos durante os dois períodos. Em 1979/1980, um arrocho de crédito feito em duas fases (aumento de juros na primeira fase e controles creditícios na segunda fase) acabou com o questionamento do dólar como moeda de reserva mundial, e valorizou o ativo dólar. Em 2001-2007, os Estados Unidos poderiam repetir o feito, com efeitos imprevisíveis na posição de investimentos com o exterior (devido aos derivativos), e efeitos limitados na balança comercial (maiores países geradores de déficit comercial têm um câmbio atrelado ao dólar).

Dado que o dólar ainda não tem um rival completamente pronto à altura, e que existem medidas que podem ser implementadas pelos Estados Unidos, o cenário mais provável é ocorrer um “Choque de Bernanke” parecido com os “Choques de Volcker”. Este “Choque de Bernanke” poderia ser composto de juros reais altos (lastro da moeda dólar), e caso não fossem suficientes, medidas de controle creditícias (oferta de dólares). Como em 1980, os dólares seriam aplicados em *treasuries*, equilibrando a balança de pagamentos via conta financeira.

Devido à crise do *subprime*, o mercado financeiro americano está enfraquecido, e pode não suportar um choque desta magnitude. Os pacotes de ajuda por parte do Federal Reserve, visam o fortalecimento do mercado financeiro. Conforme analisado no presente trabalho, esta é uma das condições para que os Estados Unidos se mantenham como país central, condição esta ausente na zona do euro até o presente momento. Se o sistema financeiro dos Estados Unidos se fortalecer, *ceteris paribus*, as condições para um “Choque de Bernanke” estão satisfeitas.

No outro componente da balança de pagamentos, o déficit de transações correntes, os Estados Unidos poderiam pressionar o Japão e a China para que as moedas flutuassem, isto é, que a cotação das moedas destes países refletisse os movimentos de capitais. Provavelmente as moedas destes países se valorizariam perante o dólar, encarecendo os produtos e serviços

oriundos destes países. Outra alternativa, caso a primeira não fosse viável, ou fosse insuficiente, seria aumentar a taxação dos produtos e serviços importados, tornando-os mais caros.

Os Estados Unidos continuam sendo hoje a principal potência militar do planeta, mas sua economia não está indo bem, conforme analisado no presente trabalho.

Muitos especialistas fazem previsões de que a China ou a Ásia passarão a dominar o poder econômico, e teremos pela primeira vez na história uma configuração em que o poder militar estaria separado do poder econômico. Mas tanto a China, como o Japão estão reaparelhando seus exércitos, sem contar países como Irã e Coréia do Norte que estão desenvolvendo tecnologias de mísseis e tecnologia nuclear, que podem alterar o xadrez geopolítico. Apesar dos números impressionantes de crescimento da economia e quantidade de reservas, é improvável que a curto prazo a Ásia assuma o papel de país ou zona central emissora da moeda mundial. Primeiro porque a Ásia tem economias direcionadas para exportações que dependem muito do mercado consumidor americano, e segundo porque o sistema econômico deles não parece reunir condições para assumir os compromissos de um emissor de moeda mundial.

A história já nos mostrou uma incrível capacidade de recuperação dos Estados Unidos. Apesar da aparente fraqueza econômica dos Estados Unidos no final da década de 1970, ocorreu uma surpreendente reviravolta que reafirmou o poder econômico do dólar. A década de 1970 foi uma década de humilhações políticas e econômicas para os americanos (derrota no Vietnã, queda do xá do Irã em 1979, dólar fraco). A década de 1980 pareceu a reafirmação do poderio americano, e sua redenção da década de 1970.

Na década de 1980, Volcker era o guardião do “dólar forte”, e Ronald Reagan retomava o orgulho do poder militar com invasões cinematográficas contra “grandes inimigos” como Granada e Nicarágua. Foi também nesta época a retórica americana contra a União Soviética, o chamado “império do mal” por Reagan, com o lançamento de projetos grandiosos como o escudo contra mísseis “Guerra nas Estrelas”.

Na cultura popular, cinemas foram invadidos por filmes como “Rock IV” , (um lutador americano derrotava no boxe um gigante russo), TOP GUN (pilotos americanos de aviões derrotavam russos) e RAMBO (num dos filmes da série o supersoldado americano John Rambo voltava para o Vietnã, e libertava prisioneiros americanos). Parecia que através do cinema os Estados Unidos se redimiam de uma década de fracassos.

Hoje, mais de 20 anos depois, parece que o fantasma do fim da década de 70 está voltando. Assim como na época, no período recente muito se fala da fraqueza americana tanto

do ponto de vista político como do econômico. No plano político temos o aparente fiasco da invasão americana no Iraque (os Estados Unidos ainda não conseguiram retirar as tropas, pois o desafio de uma democracia árabe estável ainda não foi alcançada praticamente cinco anos depois), o desafio aberto do Irã e da Coreia do Norte em adquirir tecnologia nuclear apesar da oposição americana, e a instabilidade política no Afeganistão.

Todos estes fatos parecem mostrar que os Estados Unidos estão novamente fracos politicamente, assim como no final da década de 70. Economicamente, a estagflação, o dólar fraco, e a diminuição do índice de atividade econômica oriunda da crise do *subprime* comprometem o poderio econômico americano. Existe o desafio do euro como moeda de reserva mundial, mas a zona do euro ainda precisa preencher alguns requisitos antes de se tornar moeda plena de reserva mundial. Existem transições que duraram mais de uma geração conforme elucidado por MORAIS (2008) e é pouco provável que nesta geração ocorra a substituição do dólar pelo euro, *ceteris paribus*.

A história não se repete, logo não podemos considerar as condições iguais ao final da década de 1970. Mas as medidas adotadas na época mostraram que não podemos nunca subestimar a capacidade, criatividade e agressividade americana em manter a hegemonia, tantas vezes demonstrada ao longo da história, refletida tanto em medidas militares como em medidas econômicas.

Podemos estar vivendo em um ponto de inflexão de um período, em que os Estados Unidos retomem a hegemonia econômica novamente, com medidas fortes e similares aos “Choques de Volcker”. Se ocorrer este cenário, podemos estar adentrando uma nova década de 1980, onde os americanos tentarão se redimir do debilitamento sofrido na década atual.

Referências Bibliográficas

A NEW Rival to the Dollar ?. *Time Magazine*, Nova York, 26 de out. 1970. Disponível em <<http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,904438-3,00.html>>. Acesso em 10/04/2008.

ATTUCH, Leonardo. O legado de Reagan. *Isto é Dinheiro*, São Paulo, edição 354, 11/06/2004. Seção Economia. Disponível em <<http://www.terra.com.br/istoedinheiro/354/economia/reagan.htm>>. Acesso em 07 fev. 2008

CAMINOTO, João . FMI vê sacrifício de Brasil, Europa e Canadá no equilíbrio cambial global. O Estado de São Paulo, Kleinmond, 19 nov. 2007. Disponível em <<http://www.estado.com.br/editorias/2007/11/19/eco-1.93.4.20071119.1.1.xml>>. Acesso em 05/02/2008.

CHINN , Menzie D. ; FRANKEL, Jeffrey A. The euro may over the next 15 years surpass the dollar as leading. National Bureau of Economic Research, Massachusetts, abr. 2008, working paper 13909. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w13909>>. Acesso em 05/07/2008.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo Cintra . A dinâmica da crise financeira americana 2007/2008. 2008. Trabalho apresentado em seminário para o curso de mestrado em economia política na PUC São Paulo, 2008, São Paulo. Não publicado.

DOOLEY, Michael P.; David FOLKERTS-LANDAU; Peter GARBER, An Essay on the Revived Bretton Woods System. NBER Working Paper 9971, National Bureau of Economic Research September 2003.

ENTENDA a Guerra do Iraque. *Folha On Line*, São Paulo, 19 mar. 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/mundo/ult94u383788.shtml>>. Acesso em: 03 ago. 2008.

ENGDAHL , F William - Why Iran's oil bourse can't break the buck . *Asia Times Online*, Hong Kong, 10 mar. 2006. Disponível em <http://www.atimes.com/atimes/Middle_East/HC10Ak01.html>. Acesso em 03/04/2008

FEDERAL RESERVE. Meeting of Federal Open Market Committee. Washington D.C., 18 mar. 1980 Disponível em <<http://fraser.stlouisfed.org/historicaldocs/fomc80/download/36520/19800318MoA.pdf>> . Acesso em 04/04/2008.

FMI. Money Matters: An IMF Exhibit -- The Importance of Global Cooperation. Washington D.C., 2000. Disponível em <http://www.imf.org/external/np/exr/center/mm/eng/mm_intro.htm>. Acesso em 04/20/2008.

FIORI, José Luís (org.). O Poder americano. Petrópolis, Editora Vozes, 2004.

GOURINCHAS, Pierre-Olivier; Hélène Rey. From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and The Exorbitant Privilege. In: NBER Conference on G7 account imbalances: Sustainability and Adjustment, 2005.

GRIESSE, Jörn Griesse; KELLERMAN, Christian. What comes after the dollar? Friedrich-Ebert-Stiftung, abr. 2008. Disponível em <http://www.nuso.org/upload/fes_pub/Griesse.pdf> ou <<http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/05257.pdf>>. Acesso 25/05/2008.

KINDLEBERGER, Charles P., Movimentos internacionais de capital – tradução de Maria Mello de Malta, Rio de Janeiro, Record, 2007.

KRUGMAN, Paul R., Will There Be a Dollar Crisis?. In: Macroeconomics/International Macro Seminar Spring 2005-06, 2005, Princeton. Disponível em <http://www.econ.princeton.edu/seminars/WEEKLY%20SEMINAR%20SCHEDULE/SPRING_05-06/April_24/Krugman.pdf> . Acesso em 05/07/2008.

HAUSMANN, Ricardo e STURZENEGGER, Federico Dark matter makes the U.S. deficit Disappear. *Financial Times*, 8 de dezembro de 2005.

HOBBSBAWM, Eric J. – Era dos Extremos: o breve século XX: 1914-1991 São Paulo – Companhia das Letras – 2004.

KRUGMANN, Paul. Debunking the Reagan Myth. *The New York Times*, Nova York, 21 jan. 2008. Disponível em <http://www.nytimes.com/2008/01/21/opinion/21krugman.html?_r=2&oref=slogin&oref=slogin>. Acesso em 07/02/2008.

LORETO, Daniela. Reunificação é um dos maiores fenômenos do século 20, diz professor. *Folha Online* , São Paulo, 03 out. 2005. Disponível em <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/mundo/ult94u88291.shtml>>. Acesso em 04/05/2008.

MARQUES, José Carlos. O mercado sou eu. Revista *Istoé* , São Paulo, edição 1387, 01 mai. 1996, Seção de Economia/Negócios. Disponível em <http://www.terra.com.br/istoe/index.htm>>. Acesso em 04/05/2008.

MOFFITT, Michael. The World's Money. Simon and Schuster, New York, 1983.

MOFFITT, Michael. O Dinheiro do Mundo . Tradução de Lucas Assunção - Rio de Janeiro - Editora Paz e Terra, 1984.

MORAIS, Lécio. Capital, Estado e moeda: um ensaio sobre a crise do dólar. Princípios, São Paulo - SP, p. 20 - 31, 30 abr. 2008.

O SEGUNDO choque do petróleo em 1979. *Folha On Line*, São Paulo, 11 setembro 2000. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/petroleo_choque2.shtml>. Acesso em: 03 ago. 2008.

PETRÓLEO: Opep pode fixar preço em euro. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 08/02/2008. Disponível em < <http://indexet.gazetamercantil.com.br/arquivo/2008/02/08/652/PETROLEO:-Opep-pode-fixar-preco-em-euro.html> >, Acesso em 07/08/2008.

RAYMUNDO , Carlos Antonio Bueno; BETETO Danilo Lopomo Abordagem para o Hedge da posição passiva em percentual do CDI em uma operação de Swap . SEMEAD, 4, 2003, São Paulo. Seminários em Administração.

ROMERO, Cristiano. As lições do FED para o Banco Central. *Valor Econômico*. 15 mar. 2006. Disponível em < <http://clipping.planejamento.gov.br/Noticias.asp?NOTCod=255235>>. Acesso em 07/02/2008

SCHIFFERES, Steve. Crises financeiras: As lições da história, *BBCBRASIL.com*, São Paulo, 22/01/2008. Disponível em < http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2008/01/080122_economiacriseslicoes_ba.shtml>. Acesso em 05/07/2008

SERRANO, Franklin. “Do ouro imóvel ao dólar flexível”. *Economia e Sociedade*, vol. 11, n. 2 (19), Julho/Dezembro 2002, pp. 237-253.

SERRANO, Franklin. “Relações de Poder e a Política Macroeconômica Americana, de Bretton Woods ao Padrão Dólar-Flexível”. In: Fiori (org.) 2004, pp. 179-222.

SUSSEKIND, Carlos Eduardo. Tendências da regulação no Brasil e no mundo. 2005. Trabalho apresentado no 3º congresso ANBID de fundos de investimento, São Paulo, 2005. Não publicado

TAVARES, Maria da Conceição. A retomada da hegemonia norte-americana. In: Tavares e Fiori (orgs.) 1997a, pp. 27-53.

TAVARES, Maria da Conceição. A reafirmação da hegemonia norte-americana. In: Tavares e Fiori (orgs.) 1997b, pp. 55-85.

TAVARES Maria da Conceição e Fiori, José Luís (orgs.). *Poder e Dinheiro*. 6ª edição ,Petrópolis (RJ), Editora Vozes, 1997.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. O Papel do Petróleo na Geopolítica Americana. In: FIORI, José Luis. (Org.) *O poder Americano*. Petrópolis: Vozes. 2004. pp. 309-346.

TREASTER, Joseph B. Paul Volcker: the making of a financial legend. New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2004.

TRIFFIN, Robert. Gold and the Dollar Crisis – The future of Convertibility. Revised Edition, New Haven, Yale University Press, 1961.

TRIFFIN, R. O sistema monetário internacional. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1972.

UCHITELLE , Louis. Eight Years at the Monetary Helm . *The New York Times*, Nova York, 3 Jun. 1987. Disponível em
<<http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=9B0DE0D71539F930A35755C0A961948260>>.
Acesso em 02/04/2008.