

# ECONOMIA POLÍTICA DAS RELAÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS INTERNACIONAIS

Economia Política Internacional  
IRI-USP

Outubro 2018

Prof<sup>a</sup>. Maria Antonieta Del Tedesco Lins

## Estrutura da aula

2

- Conceitos e ordenamento do sistema monetário
- Análise retrospectiva de algumas ordens monetárias
- Seminários: Economia política das relações monetárias
  - Susan Strange e taxonomia de moedas
  - Broz e Frieden
  - Obstfeld e Taylor

3

## Evolução histórica

McKinnon, Ronald I. (1993) Rules of the Game: International Money in Historical Perspective. *Journal of Economic Literature*, Vol. 31, No. 1 (Mar.), p. 1-44

## Conceitos iniciais

4

- Questão central para os governos nacionais e instituições internacionais é garantir a provisão de liquidez internacional para que as trocas ocorram
- Governos nacionais estabelecem regras e modos de operação
- No âmbito internacional, diferentes arranjos vão se formando ao longo do tempo

## Sistema e ordem monetária internacional

segundo Mundell, 1972 (apud McKinnon, 1993)

5

### □ Sistema

- Agregação de entidades cuja inter-relação monetária e financeira tem regras e está sujeita a alguma forma de controle.
- Definição de regras em nível nacional. Pode ou não haver cooperação.

### □ Ordem

- É a estrutura dentro da qual o sistema funciona. Um conjunto de regras, normas e convenções que enquadra o sistema e delimita a participação dos agentes nele

## Padrão-ouro internacional

(1879-1913) ou (1870-1914?)

6

- Período de auge foi entre a disseminação entre os países europeus mais industrializados e EUA e o início da I GM

## Padrão-ouro internacional

7

- As 'regras do jogo'
  - Fixar um preço oficial para o ouro e converter a moeda doméstica em ouro a este preço
  - Livre movimentação internacional de ouro
  - Ausência de restrições sobre o BP (conta corrente e capital)
  - Expansão monetária doméstica de longo prazo condicionada às reservas em ouro
  - Em crises de liquidez de curto prazo, causadas por uma perda de ouro, o banco central pode emprestar livremente aos bancos domésticos a taxas de juros elevadas (Regras de Bagehot)
  - Se a paridade for descumprida, voltar a ela assim que possível
  - Deixar que o nível de preços (âncora nominal) seja determinado de forma endógena pelo mercado mundial de ouro.

## Regras de Walter Bagehot (1826-1877)

8

- *"Lend without limit, to solvent firms, against good collateral, at high rates."*
- Trata-se da discussão de bancos centrais como emprestadores de última instância no p-o.
- Crise financeira de 1873: emprestar contra bons colaterais
- O BC pode manter uma reserva em ouro além do que seria necessário para lastrear sua moeda (países europeus continentais) ou recorrer mais rapidamente à taxa de desconto, sem romper com as regras do sistema.
- As taxas são elevadas quando há uma saída de ouro do país.
- Para Bagehot, primeiro o BC deve evitar a saída de ouro do sistema. Compromisso com a manutenção do p-o.
- Com isso, aumenta seu estoque de ativos domésticos e diminui sua reserva em ouro.
- Os efeitos na liquidez interna são suavizados (esterilização)

## Padrão-ouro internacional

9

- As 'regras do jogo' do padrão ouro na prática
  - A política de vender (ou comprar) ativos domésticos em face de um déficit (ou superávit).
    - A eficiência dos processos de ajuste automático inerente ao padrão ouro aumentou com essas regras.
    - Na prática, houve pouco incentivo para os países com reservas de ouro em expansão seguirem essas regras.
    - Os países frequentemente revertiam as regras e esterilizavam os fluxos de ouro.
  - A liquidez doméstica não tinha que estar estritamente vinculada ao estoque de ouro.
  - Na ausência de um monitoramento nacional e internacional, os depósitos a vistas foram crescendo sobre uma base mais estreita de ouro.

## Sistema de Bretton Woods

(a versão do acordo)

10

- Objetivos da nova ordem
- Estabilidade e flexibilidade no câmbio ⇨ flexibilidade controlada
- Permitir que os países recuperassem a capacidade de fazer política monetária

## Sistema de Bretton Woods

11

- Duas grandes propostas estiveram em debate na conferência
  - Ambas preconizavam o restabelecimento do equilíbrio das economias capitalistas e a preservação do modelo de Welfare State.
  - Diferenças estavam nas obrigações dos países credores em relação às taxas de câmbio e a mobilidade de capital
  - Protagonistas J. M. Keynes (RU) e Harry D. White (Func. Dept. Tesouro, EUA)



White e Keynes em Bretton Woods

## Propostas na mesa

12

- Keynes: O mundo precisava de uma moeda que substituísse a libra e o estabelecimento de uma autoridade monetária internacional que regulasse as economias.
  - O plano Keynes girava em torno da criação de um banco central global chamado **União de Compensação** – que seria responsável por emitir uma nova moeda internacional, a que deu o nome de “Bancor”-, que seria empregada para resolver os possíveis desequilíbrios internacionais. O valor do “Bancor” seria estabelecido em relação a 30 matérias primas ou mercadorias básicas, entre as quais o ouro
- White: plano bem menos inovador, não pretendia restaurar a ordem monetária mundial nem formar um banco internacional que gerasse a liquidez internacional
  - Por sua parte, White advogava pela criação de uma nova instituição monetária –não tão poderosa como a União de Compensação, chamada Fundo de Estabilização, que, em vez de emitir uma nova moeda, seria financiada por distintas moedas nacionais e ouro, por um valor total de 5 milhões de dólares.
  - White impôs seu ponto de vista em Bretton Woods.
- Segundo Eichengreen:
 

*“o plano Keynes teria permitido aos países modificar suas taxas de câmbio e adotar restrições cambiais e comerciais conforme necessário para compatibilizar o pleno emprego com o equilíbrio no balanço de pagamentos. O Plano White, em contraste, previa um mundo livre de controles e de paridades fixas sob a supervisão de uma instituição internacional com poder de veto sobre mudanças nessas paridades.”*

## Sistema de Bretton Woods

13

- O plano americano serviu como base de debates e acabou sendo aprovado ao final da conferência.
- O sistema monetário acordado diferenciou-se do padrão ouro
  - o câmbio fixo tornou-se ajustável
  - passou-se a aceitar controles dos fluxos de capital internacionais
  - criou-se uma nova instituição, o Fundo Monetário Internacional

## Sistema de Bretton Woods

14

- Moedas atreladas a um valor fixo de ouro ou dólar americano, permitindo sua flutuação, dentro de margem de 1%
- Controles de fluxos de capitais concebidos de maneira a evitar a ameaça volatilidade (instrumentos: intervenções feitas pelos governos nas taxas de juros e regulação dos mercados financeiros)
- Desequilíbrios no BP a serem amortecidos com o uso das reservas os recurso ao FMI
- A “ideia inicial” era de um sistema simétrico, o que, sabe-se, não se configurou desde sua implantação prática.

## Padrão ouro-dólar, 1950-1970

(ou BW na prática)

15

- Mesmo sem modificação nos termos do acordo de BW, diversos fatores levaram a que o dólar passasse a ser a moeda de referência
- Em um primeiro momento, isto aconteceu pelos ajustes do pós guerra
- Havia a necessidade de uma referência internacional, na ausência do ouro.
- Mas, em um sistema de N países, portanto com N-1 taxas de câmbio, o N<sup>ésimo</sup> instrumento é automático. Se todas as moedas expressam sua cotação em dólares e o dólar tem um preço em ouro, o sistema está funcionando como foi criado.
- EUA mantêm uma posição passiva nos mercados cambiais
- Demais países subordinam sua oferta monetária à taxa de câmbio e à evolução dos preços dos bens transacionáveis norte-americanos.

## Padrão ouro-dólar, 1950-1970

(ou BW na prática)

16

- Mesmo com o câmbio fixo, os países que faziam parte do sistema mantiveram certo espaço para gerir o BP e o processo de acumulação de reservas. Diferentes comportamentos.
- As reservas não lastreavam mais diretamente a moeda nacional do país central ou dos demais.
- Reservas funcionavam como amortecedores
- O único BC com autonomia para controlar seu próprio nível de preços é o americano.
- Outros países, mantendo suas reservas em títulos do Tesouro americano, não ameaçavam o estoque de ouro dos EUA (preço de BW US\$ 35/onça)



## O problema do equilíbrio externo dos EUA

- Na vigência do SBW, países eram desestimulados a intervir em suas taxas de câmbio, mesmo se quisessem fazê-lo para ganhar competitividade no comércio
- Mas regra não era imperativa para todos, exceto para EUA
- Sistema funcionava bem enquanto fluxos de capitais financeiros de curto prazo eram limitados
- Com a importância econômica restabelecida, Europa ocidental e Japão duvidavam do compromisso americano com a paridade ouro do dólar

*“ Sustentar o dólar exigia que o país cumprisse suas obrigações internacionais e os norte-americanos não estavam acostumados a subordinar suas questões internas aos mercados internacionais” Frieden, p. 366*

## Instabilidade intrínseca: o dilema de Triffin

18

- Arcabouço original de Bretton Woods era intrinsecamente frágil, pois
  - a economia mundial não poderia depender dos déficits externos norte-americanos, como fonte de origem da moeda de reserva de valor internacional
  - por outro lado, uma oferta excessiva de dólares comprometeria a confiança na capacidade dos Estados Unidos honrarem seus compromissos, o levaria a uma queda de confiança no dólar
- Triffin entendia que a situação só seria sustentável se os governos e bancos centrais europeus estivessem dispostos a abandonar às autoridades políticas, monetárias e bancárias norte-americanas sua soberania sobre a gestão e o uso de suas reservas.
- Isto significava “subscrever cegamente” os déficits futuros gerados pelos Estados Unidos, independentemente de sua magnitude e de suas motivações.

## Flutuação, 1973-1984

19

- Sem substituto natural para o dólar, as moedas dos países industrializados flutuaram contra ele
- Sem compromisso com paridade fixa
- Reservas para intervenção ainda em dólares
- EUA permanece passivo

## Acordos Plaza (1984) e Louvre (1987) 1985-1992

20

- Em encontro do G7, acordos de cooperação entre países industrializados para atuar sobre a taxa de câmbio do dólar.
- Plaza: depreciar o dólar que se fortaleceu entre 1981-85
- Louvre: frear declínio do dólar.
- Acordos de Louvre incluíram compromissos de política fiscal dos países.
- Resultados
  - Entre 1987 e 1992, dólar se manteve dentro de uma margem relativamente estreita, mas ainda se mantém amplo espectro de flutuação.
  - Sinalização aos mercados

21

## A economia política das relações monetárias internacionais

Broz, J. Lawrence and Frieden, Jeffrey (2001) The Political Economy of International Monetary Relations, Annual Review of Political Science 4: 317-343

## Opções no plano doméstico, suas vantagens e desvantagens

22

- Câmbio fixo
- Câmbio flutuante
  
- Moeda apreciada
- Moeda depreciada

## Variáveis atuantes no plano doméstico

23

- Credibilidade internacional
- Custos de transação/prêmio de risco/integração financeira
- Independência da política monetária
  
- Poder de compra da população
- Competitividade das exportações
  
- Grupos de interesse
- Instituições políticas
- Incentivos eleitorais

## Variáveis atuantes no plano internacional

24

- Políticas nacionais
- Fatores econômicos globais
- Integração estratégica entre governos

## Estruturação do raciocínio

25

- Economia política doméstica da escolha cambial
  - ▣ Análise parte das situações extremas
    - Custos e benefícios em flutuar ou fixar
    - Diferenças em função do quadro das economias nacionais
  - ▣ Perspectivas teóricas de análise: macroeconomia aberta e tratamento do problema das incertezas a partir das expectativas racionais
  - ▣ Grupos de interesse: efeitos distributivos da escolha de regime cambial
  - ▣ Abordagem baseada nos partidos: parte dos trabalhos empíricos mostra que partidos mais à esquerda têm maior tolerância à inflação; centro-esquerda teriam mais simpatia por regimes de câmbio mais administrado. No geral, não há resultado inequívoco

## Estruturação do raciocínio

26

- Economia política internacional da política cambial
  - ▣ A decisão dos países quanto à política cambial implica na escolha de seu grau de incorporação à ordem monetária mundial
  - ▣ Três fatores inter-relacionados afetam a evolução dos sistemas monetários internacionais
    - Tipos de escolhas nacionais – sobretudo dos principais participantes do sistema
    - Fatores econômicos globais que afetam as relações monetárias no mundo e volumes de transações internacionais
    - Relações entre estados: escolhas baseadas em considerações nacionais e delimitadas pela economia mundial
  - ▣ Estas relações (interações) entre estados podem ser de coordenação ou cooperação
    - Coordenação: governos interagem para que políticas convirjam em um ponto determinado. Não é preciso ajustamento mútuo
    - Cooperação: interação na qual as políticas nacionais são elaboradas de forma a se apoiar umas às outras

## Equilíbrio de Nash

27

- Solução de um jogo não-cooperativo
- Os jogadores conhecem as alternativas de equilíbrio de cada um
- Nenhum jogador pode obter melhor resultado mudando de posição
- O jogador A está fazendo sua melhor opção possível, tendo em vista a opção feita por seu oponente B, que ele conhece e que também está na mesma situação.
- A melhor opção é não se desviar da posição que escolheu, dadas as opções do oponente.
- Um conjunto de jogadores estão em equilíbrio de Nash se eles ocupam posições que lhes confere o melhor resultado possível, dadas as estratégias dos demais jogadores.
- Nem sempre esta é a situação que traz maior eficiência ou bem-estar.

28

## Conceitos de apoio para

Strange, Susan (1971) The Politics of International Currencies. World Politics, Vol. 23, No. 2 (Jan., 1971), 215-231

## Direitos Especiais de Saque (DES ou SDR)

29

- Ativos de reservas criados em 1969 pelo FMI para apoiar o mecanismo de câmbio fixo.
- O sistema funcionava com base em dois ativos de reserva (ouro e dólar), que se mostraram insuficientes para permitir a expansão das economias e do comércio, por isso se criou o DES.
- O valor do DES é determinado por uma cesta de moedas. Inicialmente foi determinado como 0,888671 g de ouro=1 dólar
- Desde 1973, representa uma cesta de moedas
- Hoje é composto por: dólar (41,73%), euro (30,93%), renminbi (10,92%), yen japonês (8,33%) e libra esterlina (8,09%).
- Cotação varia diariamente, em função da oscilação do mercado em Londres e é divulgada pelo FMI.
- Ponderação das moedas é revista a cada cinco anos. A apresentada acima passou a valer partir de 1 outubro 2016).

## Sistema de reservas global e o SDR (DES)

30

- Sistema começou a se estabelecer nos anos 1970 com o fim do SBW e uma política de flutuação das principais moedas entre si
- Mesmo tendo se fortalecido outras moedas, o dólar permanece no centro do sistema
- O problema é que se começa a duvidar de seu valor
- Da mesma maneira, as moedas concorrentes não têm a credibilidade necessária para ocupar o centro do sistema
- Proposta do presidente do BC chinês: criar uma moeda internacional ancorada em padrão estável e segundo regras precisas.