

Aula 9 – Sistemas Monetários Internacionais: Parte I

Agenda

- O funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional (SMFI)
- Experiências com câmbio fixo
 - Moedas de reserva no SMI
 - O padrão ouro
 - Origens, histórico e modo de funcionamento
- O entre - guerras
 - Falência do sistema de câmbio fixo e a busca de um novo equilíbrio
- O sistema de Bretton Woods
 - Propostas
 - Regras do novo SMI
 - Instituições de Bretton Woods
- Desmonte e pós Bretton Woods

Introdução

- Dois sistemas de fixação de taxas de câmbio:
 - Moeda reserva: os bancos centrais fixam a taxa de câmbio de sua moeda em relação à moeda reserva (a moeda que os bancos centrais retêm em suas reservas internacionais)
 - Padrão ouro: os bancos centrais atrelam o preço de sua moeda ao ouro
- Os dois têm implicações muito diferentes sobre:
 - Como os países compartilham o ônus do financiamento do balanço de pagamentos
 - O crescimento e o controle das ofertas de moeda nacional

Sistema de Moeda Reserva

- O mecanismo de um sistema de reserva de moeda pode ser ilustrado pelo sistema estabelecido no fim da Segunda Guerra Mundial
 - Todos os bancos centrais fixavam a taxa de câmbio de suas moedas em dólar; para tanto, trocavam moeda doméstica por ativos em dólares no mercado de câmbio.
 - A taxa de câmbio entre duas moedas era automaticamente fixada por meio da arbitragem no mercado de câmbio.
 - Se a taxa de câmbio do marco alemão era $4 \text{ DM} = 1 \text{ US\$}$ e a do franco francês $5 \text{ FF} = 1 \text{ US\$}$, a relação entre as duas moedas (taxa de câmbio) seria de $0,8 \text{ DM} = 1 \text{ FF}$ ($4/5$)
 - Qualquer distanciamento dessa relação levaria a ganhos de arbitragem de um lado ou de outro

Sistema de Moeda Reserva

- A posição assimétrica do centro de reservas
 - País emissor das reservas mantém poder de política monetária para estabilização macroeconômica, mesmo que tenha taxas de câmbio fixas
 - Ele não precisa intervir no mercado de câmbio: (N-1) taxas de câmbio no mundo
 - A compra de ativos domésticos pelo banco central do país com a moeda de reserva leva a
 - Políticas monetárias expansionistas por todos os demais bancos centrais (para evitar apreciação excessiva de suas moedas).

Padrão-Ouro

- Requisitos básicos
 - Conversibilidade das moedas nacionais em ouro. Paridades em ouro fixas
 - Liberdade de movimento do ouro
 - Vinculação do estoque monetário ao estoque de ouro
- Dificuldade de precisar datas de vigência plena
 - Inglaterra adotou já no século XVIII
 - Ampliação na Europa século XIX
 - Estados Unidos: início século XX

Padrão-Ouro

- Adoção efetiva do padrão ouro no RU a partir de 1774
- Generalização da adoção na Europa dada a crescente importância do RU na economia mundial
- Estabilidade do SMFI dependia da cooperação internacional dos bancos centrais e, no auge do padrão ouro, da credibilidade da libra esterlina
- Estabilidade garantida pela cooperação internacional (1871-1913) e paz relativa na Europa

Padrão-Ouro

- Durante a I GM, grande controle da saída de ouro dos países
- Governos passaram a emitir moedas sem lastro em ouro
- Variações acentuadas nas taxas de câmbio
- Colapso do sistema
 - Muitos identificam já em 1914 (controles de saída de ouro dos países)
 - Hiper-inflações anos 1920
 - Grande Depressão anos 1930

Padrão-Ouro

- Nenhum país ocupa posição privilegiada no sistema.
- Cada país fixa o preço de sua moeda em termos de ouro.
- Como consequência, taxas de câmbio entre quaisquer duas moedas foram fixadas.
 - Exemplo: Se o preço em dólar do ouro é cotado em US\$ 35 por onça pelo Federal Reserve, enquanto o preço em libra do ouro é cotado a £ 14,58 por onça pelo banco central britânico (Bank of England), a taxa de câmbio dólar/libra esterlina deve ser constante em $(\text{US\$ } 35 \text{ por onça}) \div (\text{£ } 14,58 \text{ por onça}) = \text{US\$ } 2,40 \text{ por libra}$

Padrão-Ouro

- Ajuste monetário simétrico sob o padrão ouro
 - Sempre que um país está perdendo reservas e vendo sua oferta de moeda diminuir, os países estrangeiros estão ganhando reservas e vendo suas ofertas de moeda expandirem.
- Vantagens do padrão ouro
 - Evita a assimetria inerente a um padrão de moeda reserva.
 - Inibe o crescimento da oferta de moedas dos países.

• Desvantagens

- Restringe o uso da política monetária no combate ao desemprego.
- Faz com que os bancos centrais, ao competir por reservas, provoquem o desemprego.
- Poderia dar poder excessivo a países com bom potencial aurífero (como a Rússia e África do Sul).

- **Equilíbrio externo sob o padrão ouro**

- Bancos Centrais

- Suas responsabilidades principais era preservar a paridade oficial entre suas moedas e o ouro.
- Muitos governos adotaram a atitude do *laissez-faire* em relação às transações correntes.

● **Mecanismo preço-fluxo de metais preciosos**

- Mecanismo automático poderoso que contribui para que todos os países alcancem, simultaneamente, o equilíbrio do balanço de pagamentos.
- Os fluxos do ouro que acompanham os déficits e superávits causam alterações de preços que reduzem os desequilíbrios nas transações correntes e restauram o equilíbrio externo de todos os países.

● **As ‘regras do jogo’ do padrão ouro: mito e realidade**

- A prática 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 freqüentemente revertiam as regras e esterilizavam os fluxos de ouro.

Período entre Guerras: 1918-1939

- Durante a I Guerra Mundial (1914), o padrão ouro foi suspenso.
 - Os anos entre guerras foram marcados por severa instabilidade econômica.
 - Os gastos para a reconstrução levaram a episódios de hiperinflação na Europa.
- A hiperinflação alemã
 - O índice de preços da Alemanha aumentou de 262, em janeiro de 1919, para 126.160.000.000.000 em dezembro de 1923 (um fator de 481,5 bilhões).

Período entre Guerras: 1918-1939

- I GM conduziu a enormes perdas nas economias e perdas de população

Produção Industrial em 1920 (base 1913=100)

EUA	141 (+41%)
Grã-Bretanha	100
França	62 (-38%)
<u>Alemanha</u>	<u>61 (-39%)</u>

Fonte: Beaud, M. História do Capitalismo, Cap. 5

- Reservas em ouro dos EUA multiplicadas por quatro.
- EUA assumem posição de potência mundial
 - renda nacional quase dobrou em quatro anos: 1914: US\$33 bilhões; 1918: US\$ 61 bilhões
 - comércio externo beneficiou-se das condições de guerra
 - enorme crescimento ao longo dos anos 1920

Período entre Guerras: 1918-1939

- **O retorno transitório ao ouro**

- 1919: Os Estados Unidos voltaram para o padrão-ouro
- 1922: Grã-Bretanha, França, Itália e Japão firmaram um acordo que incluía o retorno geral ao padrão ouro e a cooperação entre os bancos centrais visando a objetivos internos e externos (**Conferência de Gênova**)
 - Estava na mesa a questão de determinar os montantes de ouro a serem mantidos pelos países e o valor das moedas nacionais em ouro (“poder de compra do ouro”)

Período entre Guerras: 1918-1939

- **O retorno transitório ao ouro**

- 1925: A Grã-Bretanha voltou ao padrão ouro
- 1929: Até outubro, forte crescimento e demanda por moeda e crédito mundo afora
- 1931: A Grã-Bretanha foi forçada a entregar seu ouro quando os detentores de libras perderam a confiança no compromisso britânico de manter o valor de sua moeda.

Período entre Guerras: 1918-1939

- Em 1929, a maioria das grandes economias havia voltado ao padrão ouro
- EUA e França, com superávit nos BP, absorviam influxos de capital
- Demais países deviam vender ativos domésticos para manter estoques de ouro
- Isso levou a uma contração monetária mundial
- Quem se manteve no padrão ouro sofreu contração econômica mais severa (impossibilidade de realizar políticas expansionistas)

Período entre Guerras: 1918-1939

- Origens da quebra e aprofundamento da crise são temas de constante debate
 - Visão keynesiana: interrupção demanda super aquecida dos anos 1920
 - A volta ao padrão ouro é vista por muitos acadêmicos como um dos fatores a precipitar as instabilidades financeiras e, portanto, a quebra financeira iniciada em 1929
 - Visão monetária: política contracionista precipitou a crise e inviabilizou a retomada da economia
 - Redução no comércio externo por imposição de tarifas

Período entre Guerras: 1918-1939

- Desintegração econômica internacional
 - Muitos países sofreram durante a Grande Depressão.
 - A maior parte do prejuízo econômico deveu-se às restrições ao comércio e aos pagamentos internacionais.
 - Políticas do tipo *empobreça-seu-vizinho* provocaram a retaliação estrangeira e levaram à desintegração da economia mundial.
 - A situação de todos os países poderia ter sido melhorada através da cooperação internacional

Período entre Guerras: 1918-1939

- 1932: instabilidades no sistema
- 1936: completa volta ao câmbio flutuante
 - ↳ Países mais livres para adotar políticas econômicas próprias

Bretton-Woods: 1944-1973

- No fim da II Guerra, os vencedores se reuniram em Bretton Woods para moldar a arquitetura econômica e financeira internacional
- Objetivo: criar uma ordem econômica estável e um ambiente de paz para o sistema capitalista a partir de então.
- Conferência de Bretton Woods: realizada em 1944, com a presença de 44 países
- Sistema cambial começou a operar em 1947

Bretton-Woods: 1944-1973

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

Bretton-Woods: 1944-1973

- Keynes: O mundo precisava de uma moeda que substituísse a libra e o estabelecimento de uma autoridade monetária internacional que regulasse as economias.
- White: Fim das paridades das taxas de câmbio
- 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.”

Bretton-Woods: 1944-1973

- 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

Bretton-Woods: 1944-1973

- Moedas atreladas a um valor fixo de ouro ou dólar americano, permitindo sua flutuação, dentro de margem de 1%
- Dólar americano tornou-se referência do valor das moedas, a principal moeda de intervenção e de reserva dos bancos centrais, concorrendo com o ouro
- Controles de fluxos de capitais concebidos de maneira a evitar a volatilidade do câmbio (instrumentos: intervenções feitas pelos governos nas taxas de juros e regulação dos mercados financeiros)

Bretton-Woods: 1944-1973

- Três elementos complementares:
 - taxas de câmbio - fixas mas ajustáveis
 - controle de capitais (defesa das moedas nacionais e o espaço necessário para ajustes).
 - fundos do FMI, como recursos extras de defesa para os países empenhados em manter o câmbio fixo diante de pressões do mercado
- Instituições multilaterais criadas em Bretton Woods
 - Fundo Monetário Internacional (FMI)
 - Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD)
 - Acordo Geral de Tarifas e Comércio (GATT)

Bretton-Woods: 1944-1973

- Banco Mundial ou International Bank for Reconstruction and Development (IBRD)
 - Realiza empréstimos de longo prazo para projetos de desenvolvimento a governos e empresas dos países-membros; é ligado à ONU e seus recursos se originam de quotas dos países-membros

Bretton-Woods: 1944-1973

- FMI – Fundo Monetário Internacional
 - Funciona como um banco cujo capital é constituído pelas quotas dos 182 países-membros
 - Objetivo: promover a cooperação monetária internacional e a estabilidade cambial
 - Objetivo inicial era dar suporte a crises temporárias de balanço de pagamentos; concedendo empréstimos aos países-membros com dificuldades temporárias no balanço de pagamentos e ajustando as taxas de paridade cambial

Bretton-Woods: 1944-1973

- Objetivos e estrutura do FMI

- O acordo do FMI procurou ser flexível o suficiente para permitir aos países alcançar o equilíbrio externo sem sacrificar seus objetivos internos ou as taxas de câmbio fixas.
- Duas características principais dos Artigos do Acordo do FMI ajudaram a promover essa flexibilidade no ajuste externo:
 - Concessão de empréstimos do FMI
 - Paridades ajustáveis

Bretton-Woods: 1944-1973

- Pensando em seu significado:
 - Maior liberdade dada às políticas nacionais (evitar outra crise mundial)
 - Câmbio fixo contra turbulências e efeitos distorsivos das desvalorizações
 - ↳ redução dos controles públicos sobre alocação de divisas
 - Sistema implicou em barganha entre EUA e resto do mundo
 - EUA manteriam estabilidade da moeda, resto do mundo atrelado ao dólar ⇒ ganhos implícitos para EUA

Objetivos Macroeconômicos

- Suponha que o equilíbrio interno ocorra quando o nível de produto de pleno emprego equivale à demanda agregada:

$$Y^f = C(Y^f - T) + I + G + CA(EP^*/P, Y^f - T)$$

- Se um aumento dos gastos do governo aumenta a demanda agregada para além do nível de pleno emprego, a taxa de câmbio deve ser reduzida para que ocorra a restauração do equilíbrio interno.

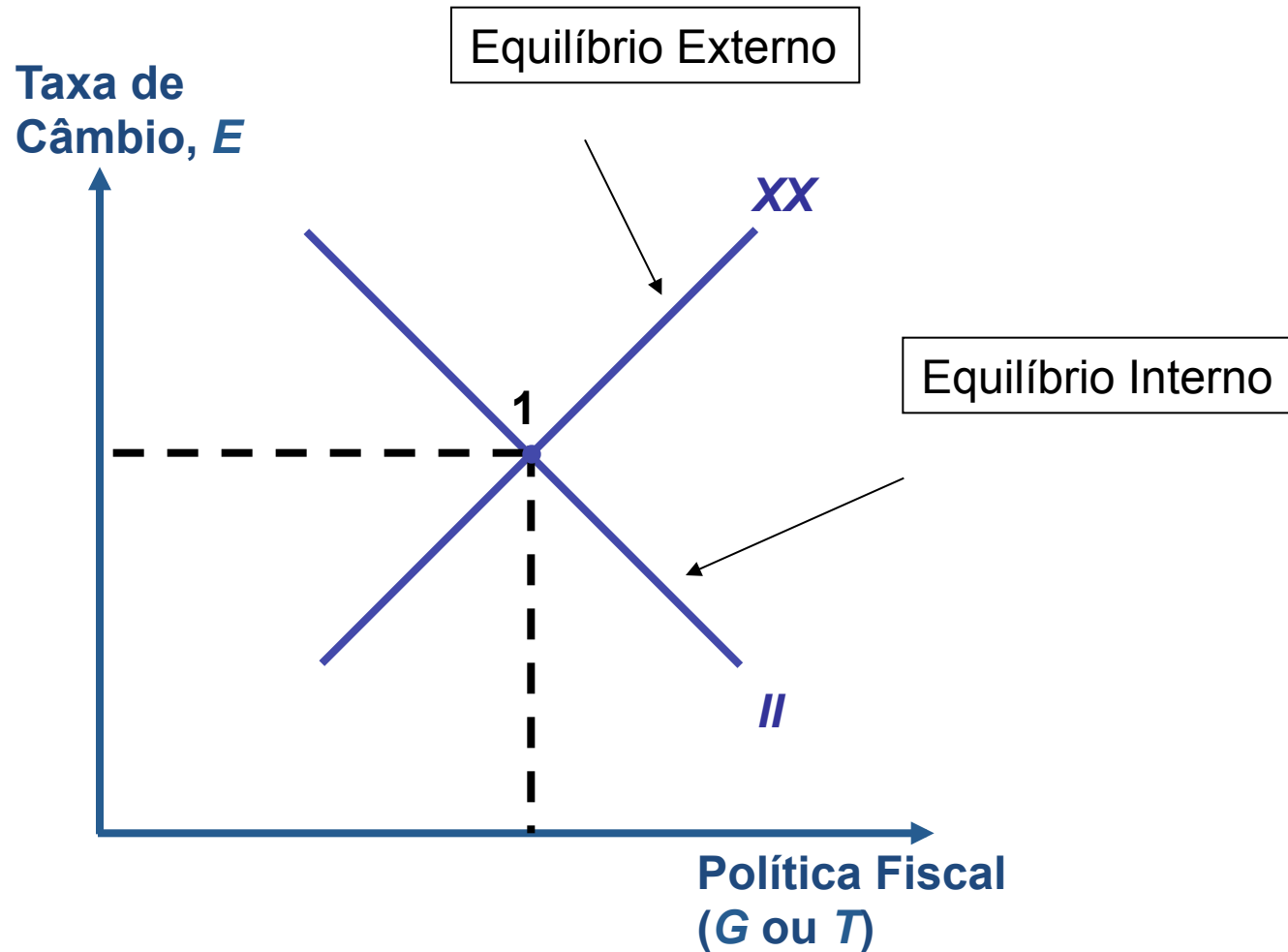
Objetivos Macroeconômicos

- Suponha que o equilíbrio externo ocorra quando a conta corrente satisfaz a seguinte relação:

$$CA(EP^*/P, Y - T) = X$$

- Um aumento dos gastos do governo aumenta a demanda agregada, o nível de produção e a renda, reduzindo a conta corrente.
- Para restaurar o equilíbrio externo, um aumento de E deve ocorrer.

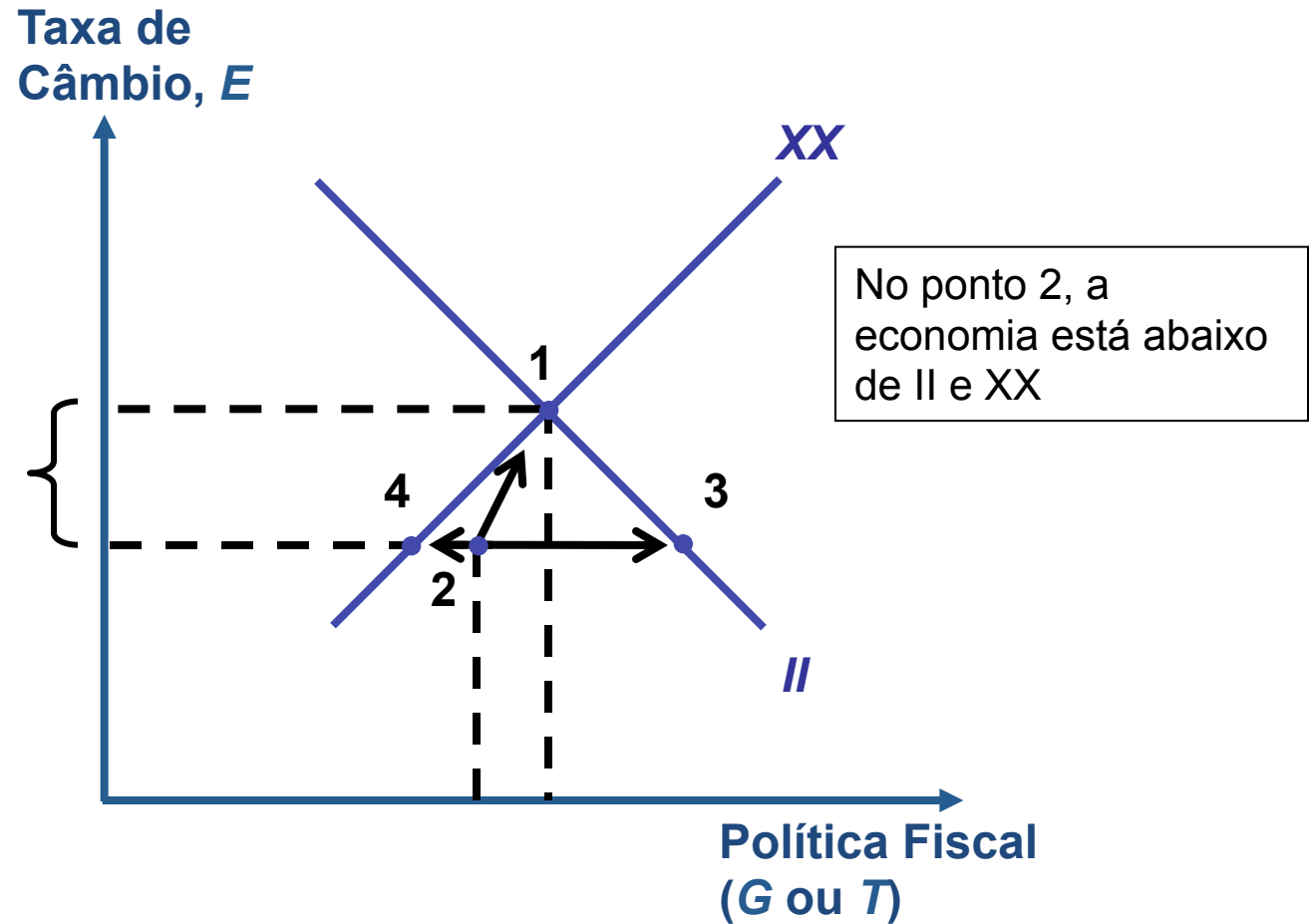
Objetivos Macroeconômicos



Objetivos Macroeconômicos

- Mas, sob o regime de câmbio fixo de Bretton Woods, desvalorizações não deviam ocorrer frequentemente, e a política fiscal deveria ser utilizada para o alcance dos equilíbrios interno e externo.
- Mas em geral, a política fiscal não pode levar, simultaneamente, aos equilíbrios interno e externo.
- A desvalorização, combinada com a política fiscal, pode levar aos equilíbrios interno e externo ao mesmo tempo.

Objetivos Macroeconômicos



Objetivos Macroeconômicos

- Sob o sistema de Bretton Woods, os políticos geralmente utilizam a política fiscal para tentar atingir o equilíbrio interno.
- Porém, as restrições para efetuar desvalorizações levou ao acúmulo de desequilíbrios externos.

O Colapso de Bretton Woods

- O Colapso do Sistema Bretton Woods foi causado principalmente por desequilíbrios dos EUA nas décadas de 60 e 70.
- A Conta-Corrente americana se tornou deficitária a partir de 1971.
 - O aumento crescente dos gastos do governo aumentou a demanda agregada e o produto.
 - O aumento da oferta de moeda levou a uma sobrevalorização do dólar (em termos de ouro e das outras moedas)

O Colapso de Bretton Woods

- Um outro problema foi que, enquanto as economias estrangeiras cresciam, as suas necessidades de reservas internacionais também aumentavam.
- Porém o ritmo de crescimento das economias era maior do que o ritmo de crescimento das reservas
 - A descoberta de novas reservas de ouro crescia vagarosamente.
 - A alternativa consistia em reservas em dólar.
- Entretanto, em algum momento, a quantidade de ativos em dólar nas reservas dos bancos centrais seria maior do que a quantidade necessária para manter o preço do ouro em dólar constante.

O Colapso de Bretton Woods

- Os EUA em algum momento não teria reservas suficientes em ouro: os estrangeiros perderiam a confiança na habilidade do Federal Reserve em manter fixo o preço do ouro em \$35/onça, e competiriam pela compra de ouro.
- Esse problema é similar ao problema de confiança que qualquer Banco Central pode enfrentar quando tenta fixar a taxa de câmbio.

O Colapso de Bretton Woods

- Os Estados Unidos não desejavam reduzir os gastos do governo ou aumentar impostos, nem reduzir o crescimento da oferta de moeda.
- Essas políticas reduziriam o produto e aumentariam o desemprego, apesar de reduzir a inflação e ajudar a restabelecer o equilíbrio externo.
- Uma desvalorização, no entanto, poderia ser utilizada para restabelecer o equilíbrio externo e evitar os custos da recessão e do desemprego.

O Colapso de Bretton Woods

- Os desequilíbrios dos EUA, entretanto, causaram especulação sobre o valor do dólar e sobre o funcionamento do sistema Bretton Woods.
- Os mercados financeiros desenvolveram a percepção que a economia americana estava passando por um “desequilíbrio fundamental” e necessitando de uma desvalorização.

O Colapso de Bretton Woods

- Primeiramente, a especulação sobre a desvalorização do dólar levou ao aumento da compra por ouro.
 - O Federal Reserve vendeu grandes quantidades de ouro em Março de 1968, mas fechou os mercados posteriormente.
 - O Federal Reserve vendia apenas para outros Bancos Centrais na taxa de \$35/onça.
 - Mas até mesmo esse arranjo não funcionou: em dezembro de 1971, o Federal Reserve desvalorizou o dólar para \$38/onça.

O Colapso de Bretton Woods

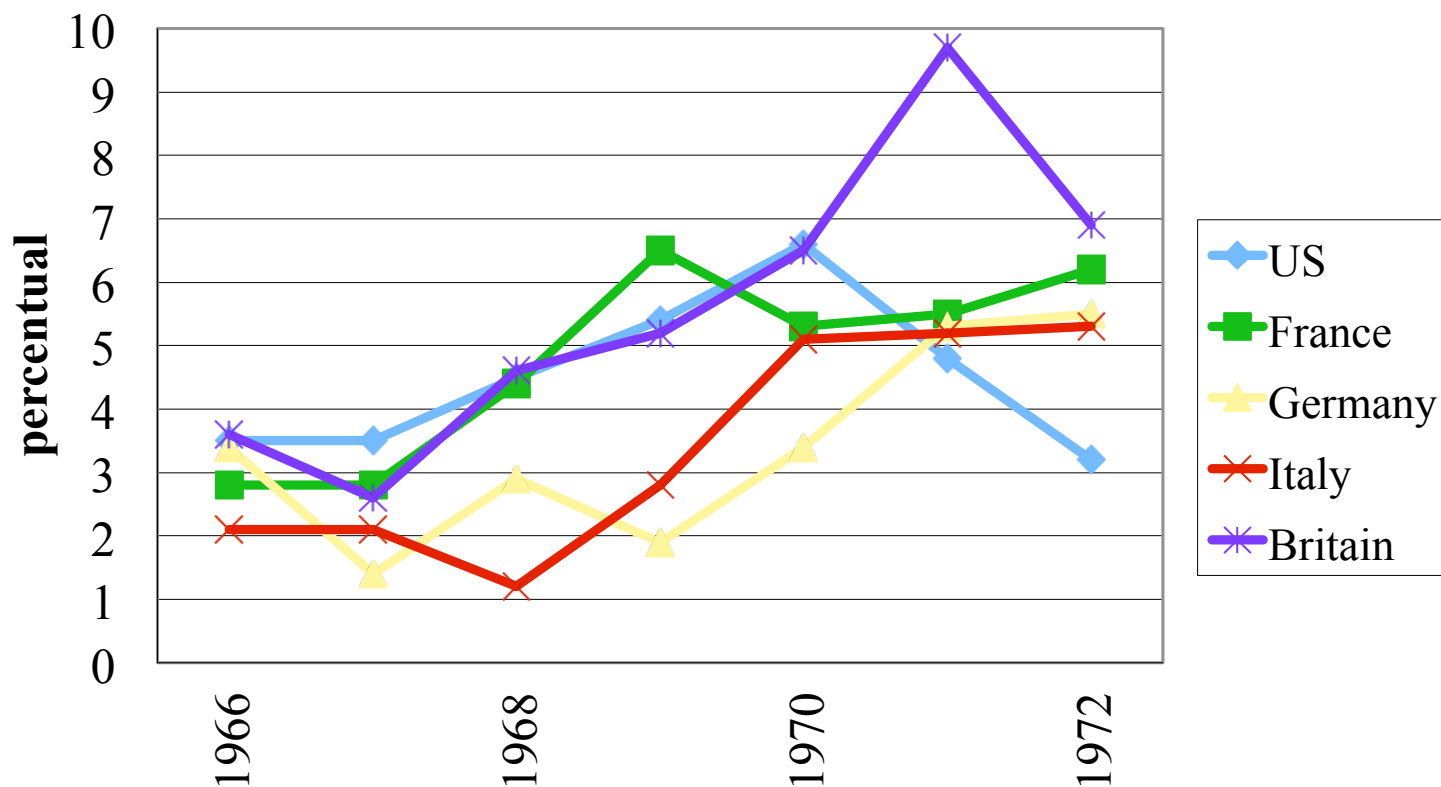
- Em segundo lugar, a especulação sobre uma desvalorização do dólar em relação às outras moedas levou ao aumento da procura por outras moedas
- Em dezembro de 1971, ocorreu uma desvalorização coordenada de 8% dólar em relação às outras moedas.
- A especulação contra o valor do dólar continuou: os Bancos Centrais europeus venderam quantidades significativas de moedas europeias em Fevereiro de 1973, mas fecharam os mercados posteriormente deixando o valor do dólar cair.

O Colapso de Bretton Woods

- Vimos que a política monetária do país que possui a moeda reserva é capaz de influenciar as outras economias em um sistema de moeda reserva. ,
- De fato, a inflação se acelerou tanto nos Estados Unidos quanto no resto do mundo no fim da década de 60.

Efeitos Internacionais da Política Monetária Americana

Taxas de Inflação



Fonte: OECD.

O Colapso de Bretton Woods

- A evidência empírica mostra que as taxas de crescimento da oferta de moeda em outros países foram maiores do que a taxa americana.
- Isto poderia ser o efeito de especulação nos mercados cambiais.

Sumário

1. Equilíbrio Interno significa que uma economia atingiu o nível de produção de pleno emprego e estabilidade de preços
2. Equilíbrio Externo significa que a economia possui um balanço na conta corrente que não leve a variações significativas no nível de reservas internacionais.
3. O padrão ouro possui dois mecanismos que previnem desequilíbrios externos: o mecanismo preço-fluxo e “as regras do jogo”

Sumário

4. O acordo de Bretton Woods em 1944 estabeleceu taxas de câmbio fixas, utilizando o dólar como moeda reserva.
5. O FMI foi estabelecido para avaliar a presença de “desequilíbrios fundamentais” e a necessidade de desvalorizações. Além disso, o FMI foi criado para prover financiamento para déficits no balanço de pagamentos.
6. No sistema de Bretton Woods, as políticas fiscais eram frequentemente utilizadas como instrumentos para o alcance do equilíbrio interno e do equilíbrio externo, o qual era infrequentemente alcançado.

Sumário

7. A política monetária americana sob Bretton Woods levou ao crescimento elevado do nível de preços, e à “exportação” da inflação para os outros países.
8. Desequilíbrios internos e externos nos EUA e as especulações sobre o valor do dólar levaram ao colapso de Bretton Woods.

Vídeos

- <https://www.youtube.com/watch?v=GVytOÑPZe8&feature=channel>
- <https://www.youtube.com/watch?v=MvBCDS-y8vc>