

Sistemas Monetários Internacionais

Uma visão histórica

Heitor Borges, Eduardo Castro,
Alexandre Gomes e Alice Bertoni

Introdução

- Interdependência inerente das economias tem sido ignorada até esse ponto
- Os canais da interdependência dependem dos arranjos fiscais monetários e de taxa de câmbio entre os países: um conjunto de instituições denominado de *sistema monetário internacional (SMI)*.
- A busca pelo equilíbrio macroeconômico por um país, especialmente na balança de pagamentos, influencia inevitavelmente nas metas dos outros países. Como se dá essa influência depende do SMI em vigor. Historicamente:
 1. A era do padrão ouro (1870-1914)
 2. O período entreguerras (1918-1939)
 3. Taxas de câmbio fixas (1946-1973)
 4. Taxas de câmbio flutuantes (1973-presente)

Objetivos de aprendizagem

- Como metas de **equilíbrio interno e externo** motivam os responsáveis pelas decisões políticas da economia em economias abertas
- O **trilema monetário** que os responsáveis pelas decisões políticas de economias abertas enfrentam e como o SMI em vigor trata esse trilema
- A estrutura do **padrão-ouro internacional**, que ligava as taxas de câmbio e papel da **Grande Depressão** em acabar com os esforços para restaurar a ordem monetária mundial pré-1914
- Como o sistema de **Bretton Woods** de câmbio fixo foi desenvolvido para combinar estabilidade de taxa de câmbio com autonomia limitada das políticas macroeconômicas nacionais
- Como desmoronou o sistema de Bretton Woods em 1973 e por que foi favorecido um sistema de **câmbio flutuante**
- Como as **políticas monetárias e fiscais** de um grande país como os EUA são **transmitidas ao exterior** sob as taxas de câmbio flutuantes
- Como a economia mundial se saiu nos anos recentes e quais lições a experiência pós-1973 ensina sobre a necessidade de **coordenação política internacional**

Metas de política macroeconômica na economia aberta

- Decisores da política governamental buscam, em economia aberta, atingir o **equilíbrio interno e externo**
- Equilíbrio interno: recursos produtivos plenamente empregados e nível de preços estável. Subemprego de recursos leva a desperdício, superemprego leva a depreciação acelerada. Sair do pleno emprego também implica em movimentos do nível de preços que tornam o valor real da moeda incerto. Mudanças inesperadas no nível de preços acarretam em deturpação dos valores de empréstimos.
- Equilíbrio externo: definido diferentemente para as particularidades de cada país. Tipicamente, se aponta o equilíbrio nas transações correntes em um nível visto como desejável, evitando déficit ou superávit extremo, mas tal nível depende dos objetivos do país.

Déficits excessivos

- **Comércio intertemporal:** países de investimento pouco produtivo devem ser exportadores líquidos de produção disponível, enquanto países de investimento produtivo devem ser importadores líquidos de produção disponível. Tal quadro se reverte no momento em que os investimentos atingirem maturidade e os países do segundo grupo podem pagar suas dívidas.
- Um déficit grande não é um problema se os recursos que entram são direcionados a um investimento capaz de pagar a dívida futura, constituindo oportunidade de comércio intertemporal. Problemas surgem quando o investimento não é suficientemente produtivo ou quando os empréstimos financiam consumo não-produtivo. Grandes déficits nas transações correntes podem minar a confiança dos investidores e levar a uma **parada súbita**: credores internacionais se recusam a conceder mais empréstimos ou então demandam pagamento imediato.
- **Restrição orçamentária intertemporal:** limite de gastos da economia ao longo do tempo, permitindo que ela pague os seus débitos externos.

Déficits excessivos

- **Comércio intertemporal:** países de investimento pouco produtivo devem ser exportadores líquidos de produção disponível, enquanto países de investimento produtivo devem ser importadores líquidos de produção disponível. Tal quadro se reverte no momento em que os investimentos atingirem maturidade e os países do segundo grupo podem pagar suas dívidas.
- Um déficit grande não é um problema se os recursos que entram são direcionados a um investimento capaz de pagar a dívida futura, constituindo oportunidade de comércio intertemporal. Problemas surgem quando o investimento não é suficientemente produtivo ou quando os empréstimos financiam consumo não-produtivo. Grandes déficits nas transações correntes podem minar a confiança dos investidores e levar a uma **parada súbita:** credores internacionais se recusam a conceder mais empréstimos ou então demandam pagamento imediato.
- **Restrição orçamentária intertemporal:** limite de gastos da economia ao longo do tempo, permitindo que ela pague os seus débitos externos.

Superávits excessivos

- Com um nível fixo de poupança S , um acúmulo de ativos estrangeiros CC implica na queda do investimento nacional I . $S = CC + I$. Isso pode ser indesejável, uma vez que ativos internacionais são de mais difícil taxaço e não geram empregos ou derramamento tecnológico.
- Países com elevado nível de superávit podem ser alvo de barreiras comerciais discriminatórias vindas de países em déficit. Assim, certo controle dos superávits pode ser desejável para evitar restrições prejudiciais.
- Por mais que os governos procurem evitar tanto grandes déficits quanto grandes superávits, tipicamente, as pressões para eliminar superávits excessivos são muito menores que para eliminar déficits excessivos. Não existe, para países com superávit excessivo, um mecanismo comparável a uma parada súbita.

Estudo de Caso: Nova Zelândia

Restrição Orçamentária Intertemporal



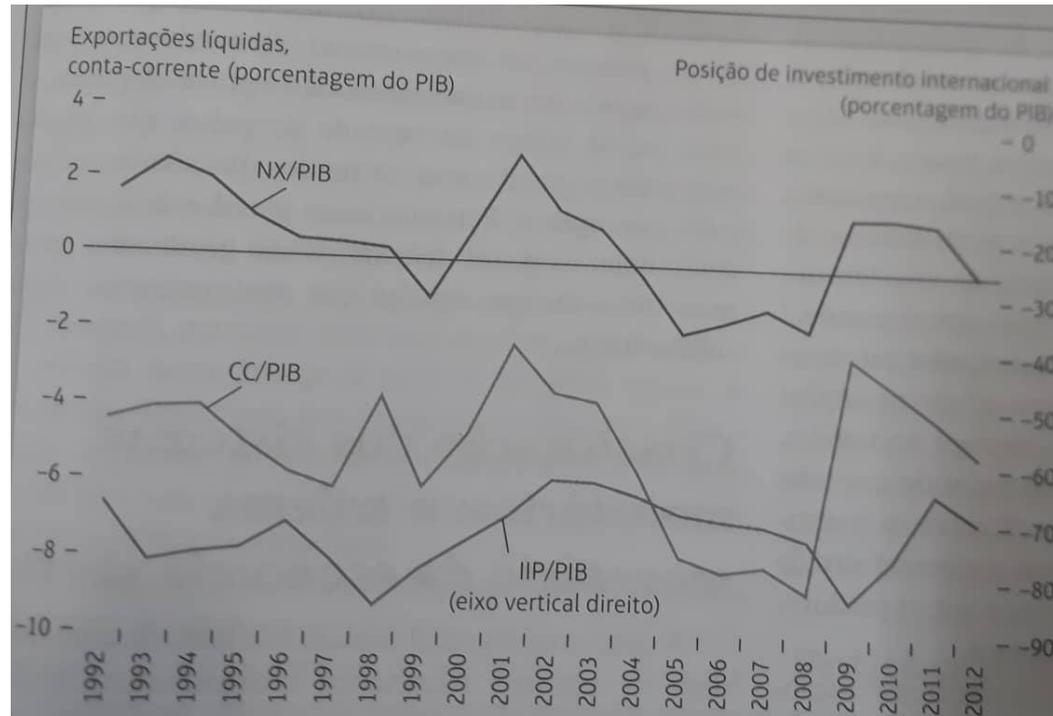
Estudo de Caso: Nova Zelândia

- Nova Zelândia teve **déficit na conta-corrente** por muitos anos, levando a uma dívida líquida para credores estrangeiros de 70% da produção nacional. Ainda assim, os credores continuam a conceder empréstimos ao país, por quê?
- Se o país tem inicialmente ativos estrangeiros em excesso de passivos, essa **restrição intertemporal** afirma que o país deve ter um fluxo de déficits de exportação líquida no futuro ($NX < 0$), desde que o valor atual descontado desses déficits não seja maior do que os créditos líquidos iniciais da economia sobre estrangeiros.
- Por outro lado, com mais passivos estrangeiros que ativos, a economia deve ter superávits futuros de exportações líquidas suficientes para pagar sua dívida líquida aos estrangeiros com juros. **Assim, a Nova Zelândia terá de eventualmente produzir mais mercadorias e serviços do que absorve a fim de pagar o que deve.**

Estudo de Caso: Nova Zelândia

- Krugman demonstra, através de cálculos matemáticos, que seria possível ter um déficit perpétuo na conta-corrente, dado que o país adote uma **restrição intertemporal de orçamento** através da manutenção das exportações líquidas em determinado nível positivo. A Nova Zelândia faz justamente isso. Com média de déficit nas contas correntes de 70% do PIB e média de superávit de exportação líquida igual a 0,7%

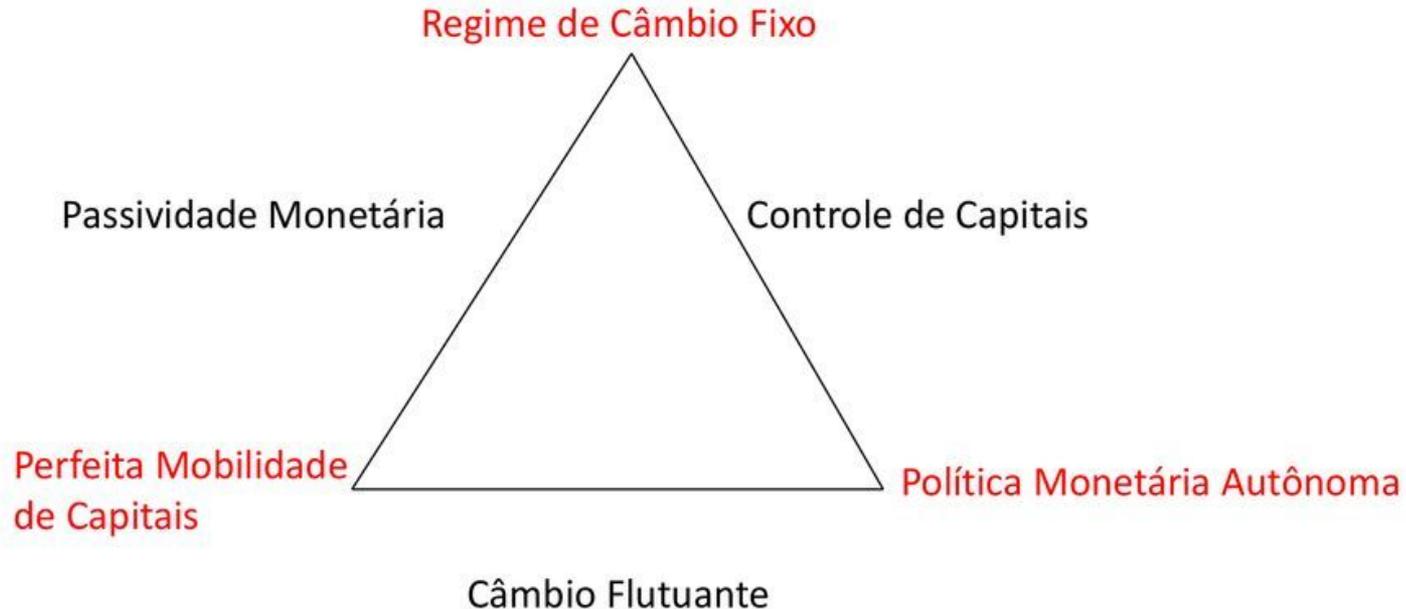
Estudo de Caso: Nova Zelândia



Classificação dos sistemas monetários: o trilema monetário da economia aberta

- Os responsáveis pelas decisões políticas em uma economia aberta encaram um trilema monetário inescapável ao escolher os arranjos da moeda que os permitam atingir melhor suas metas de equilíbrio interno e externo. É impossível um país ter mais do que dois dos itens da lista a seguir:
 1. Estabilidade da Taxa de Câmbio
 2. Política monetária voltada para metas nacionais
 3. Liberdade de movimentos de capital internacional
- Não significa que regimes intermediários, com restrições parciais às condições listadas, são impossíveis

Classificação dos sistemas monetários: o trilema monetário da economia aberta



Política Macroeconômica Internacional sob o Padrão Ouro (1870–1914)

- Países eram obrigados a converter seu papel moeda em ouro sempre que solicitado pelo cliente (ex: Libra).
Ex: $1g = 1x$, se tem $1.000kg$ de ouro, sua oferta monetária é $100.000x$
- Se todas as moedas são convertidas para ouro em uma taxa fixa, isso significa que são também **convertidas umas às outras** também em uma taxa fixa
Ex: $1g = 1x$ e $1g = 0,5y$, $1x=0,5y$
- Entrada voluntária, Londres como centro financeiro mundial

Política Macroeconômica Internacional sob o Padrão Ouro (1870–1914)

Equilíbrio Externo sob o Padrão Ouro

- Função do BC: manter paridade moeda-ouro
- Equilíbrio: Não está nem ganhando nem perdendo ouro, ou seja, não há flutuações no balanço de pagamentos.
- Saldo em transações correntes (déficit ou superávit) deve ser financiado por movimentação de ouro.
 - Nem sempre funcionava. Dificuldade de pagamento de dívidas.

Política Macroeconômica Internacional sob o Padrão Ouro (1870–1914)

Mecanismo Preço-Fluxo de Metais Preciosos

- Explica como os países atingiam o equilíbrio

- País deficitário em TC ($Imp > Ex$).

Ouro sai do país para cobrir o déficit.

Exemplo:

(1) $1000\text{ kg} = 1.000.000x$, portanto $x = 1\text{g}$

(2) $900\text{kg} = 1.000.000x$, portanto $x = 0,9\text{g}$

Em (1), um item A que custa $2x$ vale 2g de ouro.

Em (2), um item A que custa $2x$ vale $1,8\text{g}$ de ouro.



Ouro sai = Preços Baixam

Política Macroeconômica Internacional sob o Padrão Ouro (1870–1914)

Mecanismo Preço-Fluxo de Metais Preciosos

- País superavitário em TC ($Imp < Ex$).

Ouro entra no país mais do que sai.

Exemplo:

- (1) $1000 \text{ kg} = 1.000.000x$, portanto $x = 1g$
- (2) $2000 \text{ kg} = 1.000.000x$, portanto $x = 0,9g$

Em (1), um item A que custa $2x$ vale $2g$ de ouro.

Em (2), um item A que custa $2x$ vale $4g$ de ouro.



Ouro entra = Preços Aumentam

Política Macroeconômica Internacional sob o Padrão Ouro (1870–1914)

Mecanismo Preço-Fluxo de Metais Preciosos

- Explica como os países atingiam o equilíbrio

- País deficitário em TC ($Imp > Ex$).

Ouro sai do país para cobrir o déficit.

Exemplo:

(1) $1000 \text{ kg} = 1.000.000x$, portanto $x = 1g$

(2) $900 \text{ kg} = 1.000.000x$, portanto $x = 0,9g$

Em (1), um item que custa $2x$ vale 2g de ouro.

Em (2), um item que custa $2x$ vale 1,8g de ouro.



Ouro sai = Preços Baixam

Política Macroeconômica Internacional sob o Padrão Ouro (1870–1914)

Mecanismo Preço-Fluxo de Metais Preciosos

● País deficitário = Preços Baixam

- Se os preços baixam, país se torna o fornecedor mais barato do item A, fazendo com que todos os demais países comprem dele e se restabeleça o fluxo de ouro até, por exemplo, 1.000kg de ouro estarem nas reservas (volta ao equilíbrio original)

● País superavitário = Preços Aumentam

- Se os preços aumentam, passa a importar mais A, mandando mais ouro para o exterior até que envie ouro o suficiente para por exemplo ter 1.000kg nas reservas (volta ao equilíbrio original)

Política Macroeconômica Internacional sob o Padrão Ouro (1870–1914)

Problemas com as “Regras do Jogo”

- Na prática, movimento de “volta” nem sempre acontecia e as regras eram violadas frequentemente.
- Políticas contracionistas (diminuição de ativos do país em situação de déficit) afetavam o pleno emprego.
- Imprevisibilidade de preços no Curto Prazo (subordinação à política externa)

Os anos entreguerras (1918-1939)

A Primeira Guerra Mundial

- Países não queriam limitar a sua capacidade de produção, então ignoraram o lastro de ouro e passaram a imprimir mais dinheiro para garantir sua produção. Ao final da guerra, portanto, além de terem uma oferta monetária excessiva, grande parte da força de produção havia sido dizimada. Portanto, ao final da guerra houve uma grande **inflação**.

- *Exemplo:*

Antes: 1g = 1x, produto A de 2x equivalia a 2g de ouro

Depois: 1g = 1.000.000x, produto A de 2x equivalia a 0,000002g de ouro.

Supondo que um pão, por exemplo, tenha valor equivalente a 0,5g, seria necessário 500.000x para adquiri-lo.

Os anos entreguerras (1918-1939)

Pós Primeira Guerra Mundial

- Retomada turbulenta do padrão ouro: Grã-Bretanha tem altos níveis de desemprego ao fazer política de contração;
- Grandes demandas por ouro fazem UK deixar padrão ouro em 1931.
- Grande Depressão: bancos não puderam ter liquidez que talvez poderia ter evitado perdas tão grandes. Padrão restringe habilidade de Política Monetária dos BC.

O Sistema de Bretton Woods e o FMI

- A partir de 29, vários países passaram a adotar como forma de resolver o equilíbrio externo e interno o corte de relações comerciais com o resto do mundo, logicamente diminuindo a possibilidade de desequilíbrio de TC. Entretanto, todo mundo perde sem comércio internacional restrito.
- 1944: Sistema de Bretton Woods e Fundo Monetário Internacional (FMI).
- O **Dólar** seria a única moeda atrelada ao ouro e FED deve garantir sua conversibilidade (35 US\$ = 1 onça de ouro). Todas as demais moedas teriam uma **taxa de câmbio fixa** em relação ao dólar (pode ser ajustada mediante acordo com FMI).

O Sistema de Bretton Woods e o FMI

- A partir de 29, vários países passaram a adotar como forma de resolver o equilíbrio externo e interno o corte de relações comerciais com o resto do mundo, logicamente diminuindo a possibilidade de desequilíbrio de TC. Entretanto, todo mundo perde sem comércio internacional restrito.
- 1944: Sistema de Bretton Woods e Fundo Monetário Internacional (FMI).
- O **Dólar** seria a única moeda atrelada ao ouro e FED deve garantir sua conversibilidade (35 US\$ = 1 onça de ouro). Todas as demais moedas teriam uma **taxa de câmbio fixa** em relação ao dólar (pode ser ajustada mediante acordo com FMI).

Opções de Política Econômica em Bretton Woods

Comparando dos países x e y (exceto EUA) com $R = R^*$ e P e P^* . Se E é fixo, a inflação doméstica depende só da demanda agregada. Desse modo, para ter equilíbrio, Demanda Agregada = Produção no nível de Pleno Emprego (Y_p)

$Y_p =$ Demanda Agregada

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

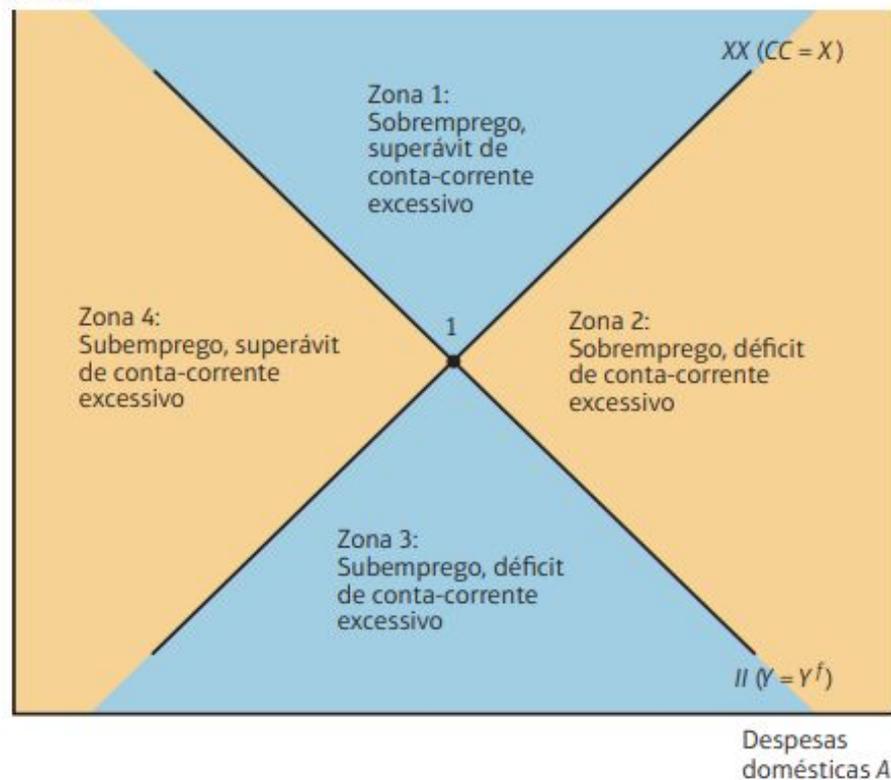


Equilíbrio interno e externo sob Bretton Woods

- Como os países foram capazes de atingir equilíbrio interno e externo sobre as regras de Bretton Woods?
- Diagrama (Taxa de Câmbio x Despesas Domésticas)
- Equilíbrio Interno -> $Y = Y$ pleno emprego
- Equilíbrio Externo -> Meta X de superávit

Equilíbrio Interno

- Absorção do mercado interno = A
- $A = C + I + G$
- Y pleno emprego = Demanda agregada = $C + I + G + CC(A, E p^*/p)$
- Y pleno emprego = $A + CC$
- Curva II
- Desemprego x Superemprego

FIGURA 19.3Balança interna (II), Balança externa (XX) e as "quatro zonas de desconforto econômico"Taxa de
câmbio, E 

O diagrama mostra que diferentes níveis de taxa de câmbio, E , e despesas domésticas em geral, A , têm implicação no emprego e na conta-corrente. Ao longo de II , a produção está em seu nível de pleno emprego, Y^f . Ao longo de XX , a conta-corrente está em seu nível meta, X .

Equilíbrio Externo

- $CC(A, E_{p^*/p}) = X$
- Curva XX
- Déficit x Superávit

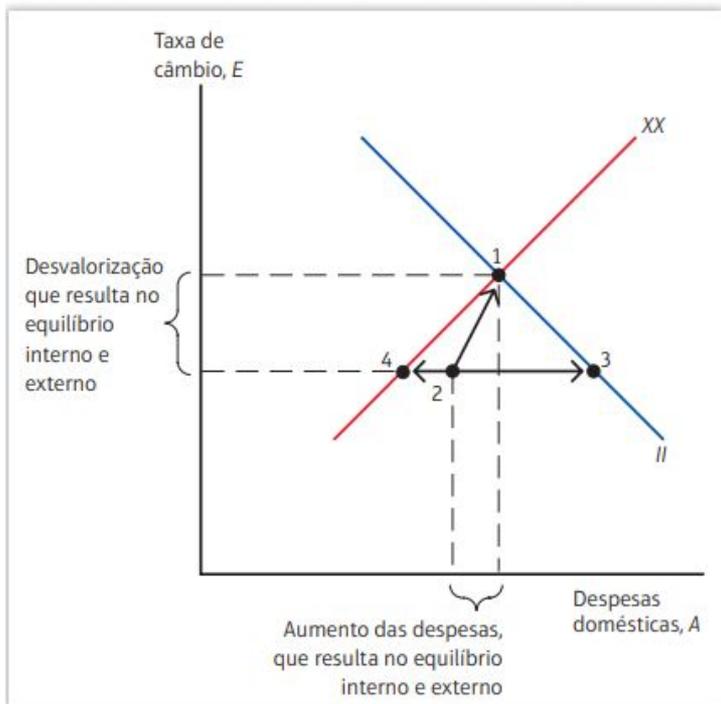
Ferramentas para mudanças nos eixos A e E

- Mudanças em A -> políticas de mudanças em despesas (ex. aumento em G ou em T)
- Mudanças em E -> política de troca em despesas (variação cambial)

Limitações do Sistema Bretton Woods

FIGURA 19.4

Políticas para gerar os equilíbrios interno e externo



A menos que a moeda esteja desvalorizada e o nível de despesas domésticas suba, os equilíbrios interno e externo (ponto 1) não podem ser alcançados. Agindo sozinha, uma mudança na política fiscal, por exemplo, permite que a economia atinja o equilíbrio interno (ponto 3) ou o equilíbrio externo (ponto 4), mas apenas ao custo de aumentar a distância da economia da meta que é sacrificada.

Equilíbrio Externo dos EUA sob BW

- responsabilidade dos EUA -> garantir o preço da onça de ouro a U\$35
- Potencial insuficiência de reservas de ouro mundiais
- Problema de Confiança

Inflação Mundial e Fim de Bretton Woods

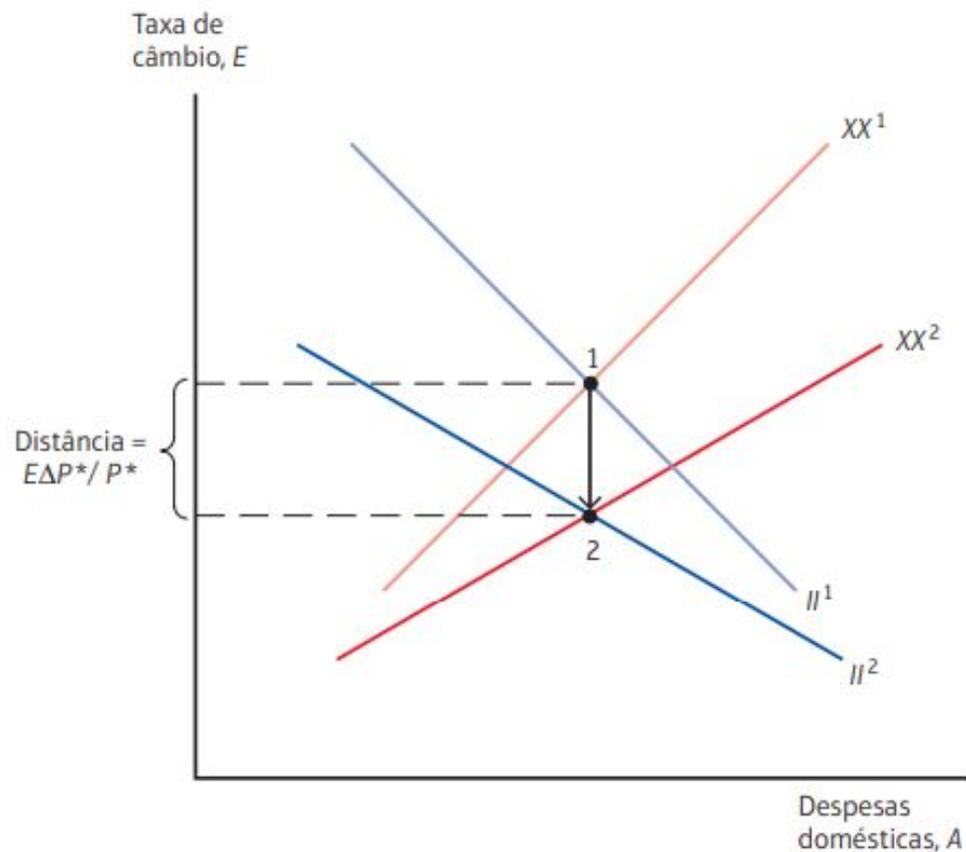
- Crescimento Monetário dos EUA -> inflação
- Importação da inflação americana pelos países europeus
- Países europeus permitem que o câmbio flutue
- Recessão americana e perda de confiança no dólar
- Vendas massivas de reservas em dólar

Inflação Importada

- Aumento em P^* -> Aumento na demanda por produtos nacionais
- Aumento do superávit e do superemprego
- Pressão para valorizar o câmbio
- Pressão para aumento dos preços (longo prazo)

FIGURA 19.5

Efeito sobre o equilíbrio interno e externo de um aumento no nível de preços estrangeiros, P^*



Depois de P^* subir, o ponto 1 situa-se na zona 1 (sobre-emprego e um superávit excessivo). A revalorização (uma queda em E) restaura o equilíbrio imediatamente, movendo a configuração política para o ponto 2.

Avaliação de Bretton Woods

- Poder macroeconômico desequilibrado dos EUA
- ataques especulativos devido aos ajustes cambiais discretos
- Trade off: estabilidade cambial x política monetária nacional ativa

Sistema de Taxas Flutuantes

4 reivindicações principais

1. Autonomia da Política Monetária
2. Simetria
3. Taxas de câmbio como estabilizadores automáticos
4. taxas de câmbio e equilíbrio externo

Autonomia da Política Monetária

- Países ganhavam liberdade em relação à sua taxa de juros doméstica
- Fim das restrições aos fluxos de capital
- Isolamento da Inflação externa

Simetria

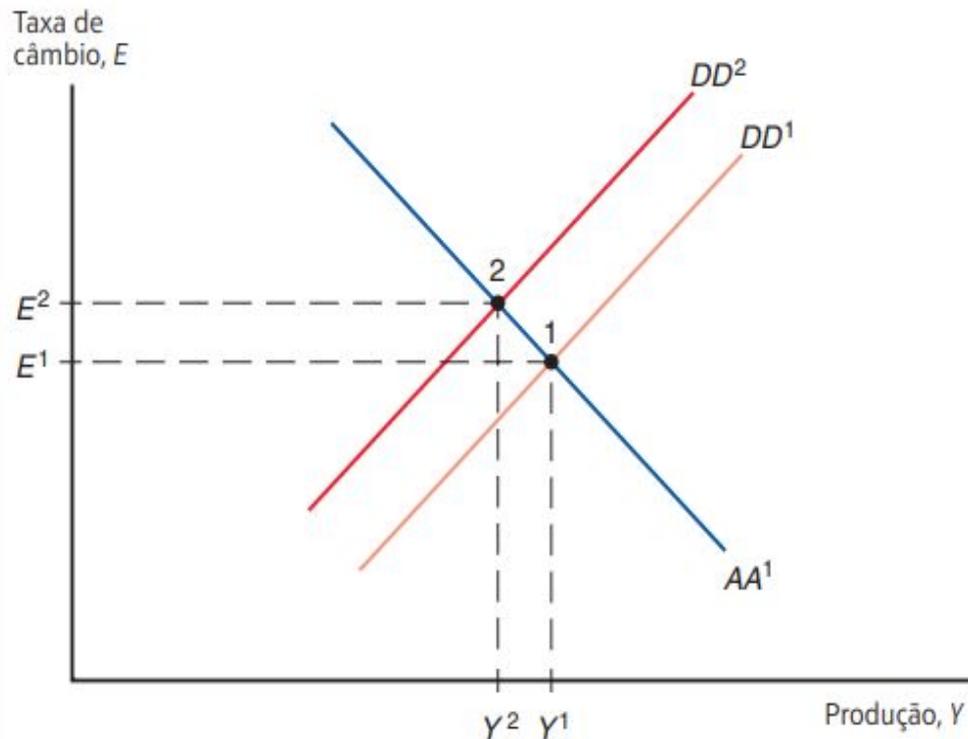
- Controle monetário praticamente exclusivo dos EUA
- EUA não podiam desvalorizar a sua moeda

Adaptação rápida a mudanças econômicas

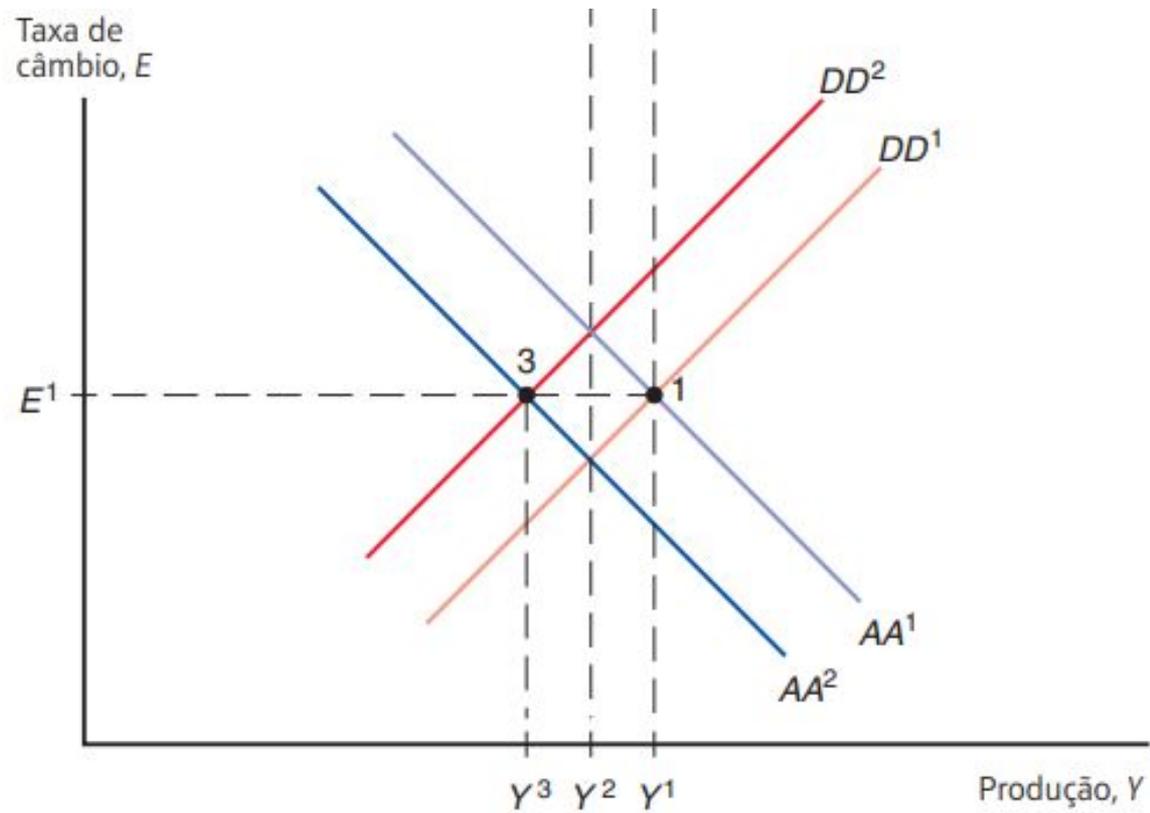
- Queda na demanda externa por produtos nacionais
- Modelo DD-AA
- Pressão para desvalorização cambial
- Novo equilíbrio

FIGURA 19.6

Efeitos de uma queda na demanda de exportação



A resposta a uma queda na demanda por exportação (vista na mudança de DD^1 para DD^2) difere sob taxas de câmbio fixas e flutuantes. (a) Com uma taxa flutuante, a produção cai apenas para Y^2 , conforme a depreciação da moeda (de E^1 para E^2) desloca a demanda em direção aos produtos nacionais. (b) Com a taxa de câmbio fixada em E^1 , a produção cai até a E^3 , conforme o banco central reduz a oferta de moeda (refletida na mudança de AA^1 para AA^2).



(b) Taxa de câmbio fixa

Taxas de Câmbio e equilíbrio externo

Possível evitar déficits prolongados e expressivos na CC

Primeiros Anos das Taxas Flutuantes

1973 - 1º Choque do Petróleo

- estagnação econômica e inflação
- resposta expansionista dos governos (desvalorização)

1979 - 2º Choque do Petróleo

- Resposta contracionista e anti-inflacionista
- valorização do dólar
- exportação da inflação
- contracionismo disseminado
- recessão global
- Acordo de Plaza

A Interdependência sob uma taxa flutuante

Na prática, quais os efeitos de taxas flutuantes de países que podem afetar a produção externa de outro país?

- Em uma **expansão monetária** permanente: produção Doméstica sobe; moeda doméstica desvaloriza; produção Estrangeira pode ou não subir
- Em uma **expansão fiscal** permanente: produção doméstica sobe; moeda doméstica valoriza; produção Estrangeira sobe

Transformações na economia mundial pós década de 1990

- **Crise europeia:** reunificação alemã → inflação; fixação da taxa de câmbio pelo SME no marco alemão → crescimento europeu lento
- **Crise japonesa:** Acordo de Plaza → valorização do ¥ → Política monetária frouxa → deflação e estagnação por 2 décadas → problema espalha pelo leste asiático
- **Crise das empresas de tecnologia norte americanas:** Florescimento do mercado de ações de alta tecnologia → ↑ I e ↑ déficit → Res. Fed: ↓ taxa de juros → ↓ S → ↑ déficit; \$ depreciado

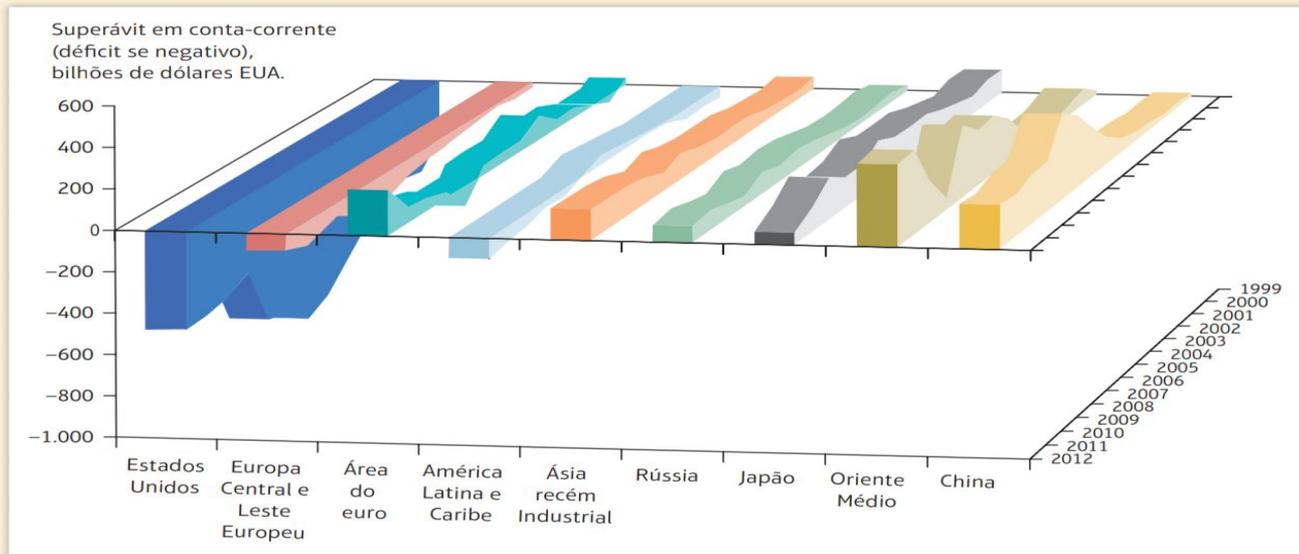
Obs.: Por que taxa de juros continuava caindo com aumento do déficit? Constante superávit nos países emergentes (China, Rússia, Oriente Médio, Am Latina)

Transformações na economia mundial pós década de 1990

FIGURA 19.9

Desequilíbrios externos globais, 1999–2012

Durante os anos 2000, o grande aumento do déficit em conta-corrente dos Estados Unidos foi financiado pelo aumento dos excedentes de países da Ásia (principalmente China), América Latina e países exportadores de petróleo. Depois de 2007, os desequilíbrios encolheram, mas permaneceram substanciais.



Fonte: Fundo Monetário Internacional, banco de dados do World Economic Outlook.

Transformações na economia mundial pós década de 1990

- **Crise financeira global:** taxas de juros baixas → ↑ preços no mercado de hipoteca. Quando a taxa de juros sobe, população não consegue pagar seus empréstimos → Recessão Mundial: ↑ desemprego, ↓ produção

Obs.: políticas ultraflexíveis de países industrializados geraram valorização da moeda de países em desenvolvimento → dificuldade de exportação para os países mais ricos

Câmbio flutuante: previsões e experiência

1) **Autonomia da Política Monetária:**

Expectativa: isolamento dos países da inflação externa

Realidade: no curto prazo, efeitos inflacionários internos foram sim transmitidos através das fronteiras

2) **Simetria:**

Expectativa: taxas de câmbio simetricamente determinadas pelo mercado, e não por políticas

Realidade: continuidade de interferência de BCs + continuidade de acumulação de dólares

Câmbio flutuante: previsões e experiência

3) Taxas de câmbio como estabilizadores automáticos:

Expectativa: pelo modelo DDAA, a taxa de câmbio flutuante implica em menor queda de produção

Realidade: crescimento do setor financeiro ,e global; piora de outros setores (agricultura norte americana)

4) Taxas de câmbio e equilíbrio externo:

Expectativa: evitar déficits prolongados e expressivos na CC

Realidade: não evitou (figura 19.9)

Fontes

http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/Papers/081219_chapter_v03.PDF