

# ECONOMIA POLÍTICA DAS RELAÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS INTERNACIONAIS

Economia Política Internacional  
IRI-USP

Maio 2023

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
- Referências
  - 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

3

## Ordem e sistema monetário

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

## Conceitos iniciais

5

- No texto do início dos 1990, McKinnon começa afirmando que a emissão de moeda pelos bc's não tem como objetivo criar um meio de troca para transações internacionais
- A pergunta inevitável é como se fazem as relações de comércio e finanças?
  - Da interação entre os participantes destes mercados, usando moedas nacionais
  - E esta interação muda ao longo tempo, de acordo com o quadro econômico, político, tecnológico

## Sistema e ordem monetária internacional

segundo Mundell, 1972 (apud McKinnon, 1993)

6

- **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

## Ordens monetárias

7

- Texto se propõe a analisar diferentes ordens monetárias ao longo do tempo
  1. Padrão ouro, 1879-1913
  2. O Acordo de Bretton Woods em 1945: O espírito do Tratado
  3. O padrão dólar – câmbio fixo, entre 1950-1970
  4. O padrão dólar – câmbio flutuante, 1973-1984
  5. Acordos Plaza-Louvre - Intervenção para defender o dólar, 1985-1992

## Padrão-ouro internacional (1879-1913) ou (1870-1914?)

8

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

## Padrão-ouro internacional

9

- 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)

10

- *"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

11

- 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)

12

- 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

13

- 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

14

- 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

15

- 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

## O acordo de BW

16

### Rule Box 2

#### THE BRETTON WOODS AGREEMENT IN 1945: THE SPIRIT OF THE TREATY

#### *All Countries*

- I. Fix a foreign par value for the domestic currency by using gold, or a currency tied to gold, as the numeraire; otherwise demonetize gold in all private transacting.
- II. In the short run, keep the exchange rate within one percent of its par value; but leave its long-run par value unilaterally adjustable if the International Monetary Fund (IMF) concurs.
- III. Free currency convertibility for current-account payments; use capital controls to dampen currency speculation.
- IV. Use national monies symmetrically in foreign transacting, including dealings with the IMF.
- V. Buffer short-run payments imbalances by drawing on official exchange reserves and IMF credits; sterilize the domestic monetary impact of exchange-market interventions.
- VI. National macroeconomic autonomy: each member government to pursue its own price level and employment objectives unconstrained by a common nominal anchor or price rule.

## Sistema de Bretton Woods

17

- 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)

18

- 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 ajustamentos 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)

19

- 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)

## 1950-1970

20

### Rule Box 3

#### THE FIXED-RATE DOLLAR STANDARD, 1950-1970

##### *Industrial Countries Other Than the United States*

- I. Fix a par value for the national currency with the U.S. dollar as the numeraire, and keep exchange rate within one percent of this par value indefinitely.
- II. Free currency convertibility for current-account payments; use capital controls to insulate domestic financial markets, but begin liberalization.
- III. Use the dollar as the intervention currency, and keep active official exchange reserves in U.S. Treasury Bonds.
- IV. Subordinate long-run growth in the domestic money supply to the fixed exchange rate and to the prevailing rate of price inflation (in tradable goods) in the United States.
- V. Offset substantial short-run losses in exchange reserves by having the central bank purchase domestic assets to partially restore the liquidity of domestic banks and the money supply (Bagehot's Rule).
- VI. Limit current account imbalances by adjusting national fiscal policy (government net saving) to offset any divergences between private saving and investment.

##### *The United States*

- VII. Remain passive in the foreign exchanges: practice free trade with neither a balance-of-payments nor an exchange-rate target. Do not hold significant official reserves of foreign exchange.
- VIII. Keep U.S. capital markets open to foreign governments and private residents as borrowers or depositors.
- IX. Maintain position as a net international creditor (in dollar-denominated assets) and limit fiscal deficits.
- X. Anchor the dollar (world) price level for tradable goods by an independently chosen American monetary policy.

## 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

22

- 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

23

- 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

24

- 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