

BLOCO B.B2

SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL (SMI)

I. OBJECTIVOS DA POLÍTICA MONETÁRIA EM ECONOMIA ABERTA

- Nas economias abertas → os decisores de política económica são motivados por dois objectivos principais:

■ Equilíbrio Interno

- Equilíbrio interno significa alcançar as metas macroeconómicas de:

→ Produção ao nível do produto potencial (ou de pleno emprego ou com utilização sustentável e efectiva dos recursos).

→ Estabilidade dos preços (ou baixa inflação).

- Uma utilização não sustentável dos recursos (sobreemprego):

→ Tende a aumentar os preços (inflação).

- Uma subutilização da capacidade produtiva (subemprego):

→ Tende a diminuir os preços (deflação).

- Enfim: A volatilidade da procura agregada e da oferta agregada → tende a produzir volatilidade dos preços.

■ Equilíbrio Externo

• Equilíbrio externo é alcançado quando não se verificam défices ou superávites da Balança Corrente e de Capital → $(X' - M' = 0)$.

→ Um défice excessivo da Balança Corrente e de Capital: pode minar a confiança dos investidores e contribuir para uma crise de crédito (externo).

→ Um superávit excessivo da Balança Corrente e de Capital: pode induzir ao proteccionismo ou a pressões políticas por governos estrangeiros (e.g.: pressões sobre o Japão na década de 80 (sec. XX) e sobre a China no presente).

- Equilíbrio externo pode também significar o equilíbrio da Balança de Pagamentos (Balança Corrente e de Capital + Balança Financeira não monetária) → de tal forma que as reservas internacionais não se alteram.

■ Sistema Monetário Internacional (SMI)

→ Entende-se todo o conjunto de regras e convenções que governam as relações monetárias e financeiras, entre as nações.

- A conduta financeira externa das nações → pode ser organizada, como veremos, de modo muito diverso.

→ Segundo Robert Saloman (1970)¹ → SMI deverá preencher basicamente quatro funções:

- Ajustamento das balanças de pagamento → com definição do regime cambial.

- Financiamento dos desequilíbrios externos dos diversos países → pela via de créditos e das reservas cambiais.

- Oferta (liquidez) de moeda internacional.

- Confiança no sistema evitando rupturas em situações de crise.

■ OBJECTIVANDO COMPREENDER A RELAÇÃO ENTRE “SMI” E HEGEMONIA MUNDIAL O ESTUDO É APRESENTADO EM TRÊS GRANDES FASES:

→ O PADRÃO OURO-CLÁSSICO (1870-1914)

→ INGLATERRA ERA O PAÍS HEGEMÓNICO.

¹ Robert, Saloman (1970) “Le Système Monétaire Internationale”. Económica.

→ **O PERÍODO ENTRE AS DUAS GRANDES GUERRAS MUNDIAIS (1914-1945):**

→ **DESORDEM MONETÁRIA INTERNACIONAL E POTÊNCIAS MÉDIAS BUSCAM A LIDERANÇA MUNDIAL (CASO DOS EUA).**

→ **O PADRÃO OURO-DÓLAR / SISTEMA DE BRETTON WOODS (1945-1971):**

→ **EUA ASSUME CLARAMENTE O PAPEL DE POTÊNCIA HEGEMÓNICA MUNDIAL.**

II. A EVOLUÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL ATÉ 1973

II.1 O PADRÃO OURO (1870-1914)

→ **O Padrão Ouro teve a sua origem (remota) → no uso de moedas de ouro como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor.**

→ Por volta de 1870 → as maiores economias mundiais operavam num sistema monetário internacional ao qual se veio chamar de **Padrão Ouro**.

Dates of Adopting Gold Standards

<i>1819</i>	<i>Great Britain</i>
<i>1854</i>	<i>Portugal</i>
<i>1871</i>	<i>Germany</i>
<i>1873</i>	<i>Sweden, Norway, Denmark</i>
<i>1874</i>	<i>France, Belgium, Switzerland, Italy, Greece</i>
<i>1875</i>	<i>Holland</i>
<i>1876</i>	<i>Uruguay</i>
<i>1879</i>	<i>United States</i>
<i>1892</i>	<i>Áustria</i>
<i>1895</i>	<i>Chile</i>
<i>1897</i>	<i>Japan</i>
<i>1898</i>	<i>Rússia</i>
<i>1901</i>	<i>Dominican Republic</i>
<i>1904</i>	<i>Panamá</i>
<i>1905</i>	<i>México</i>

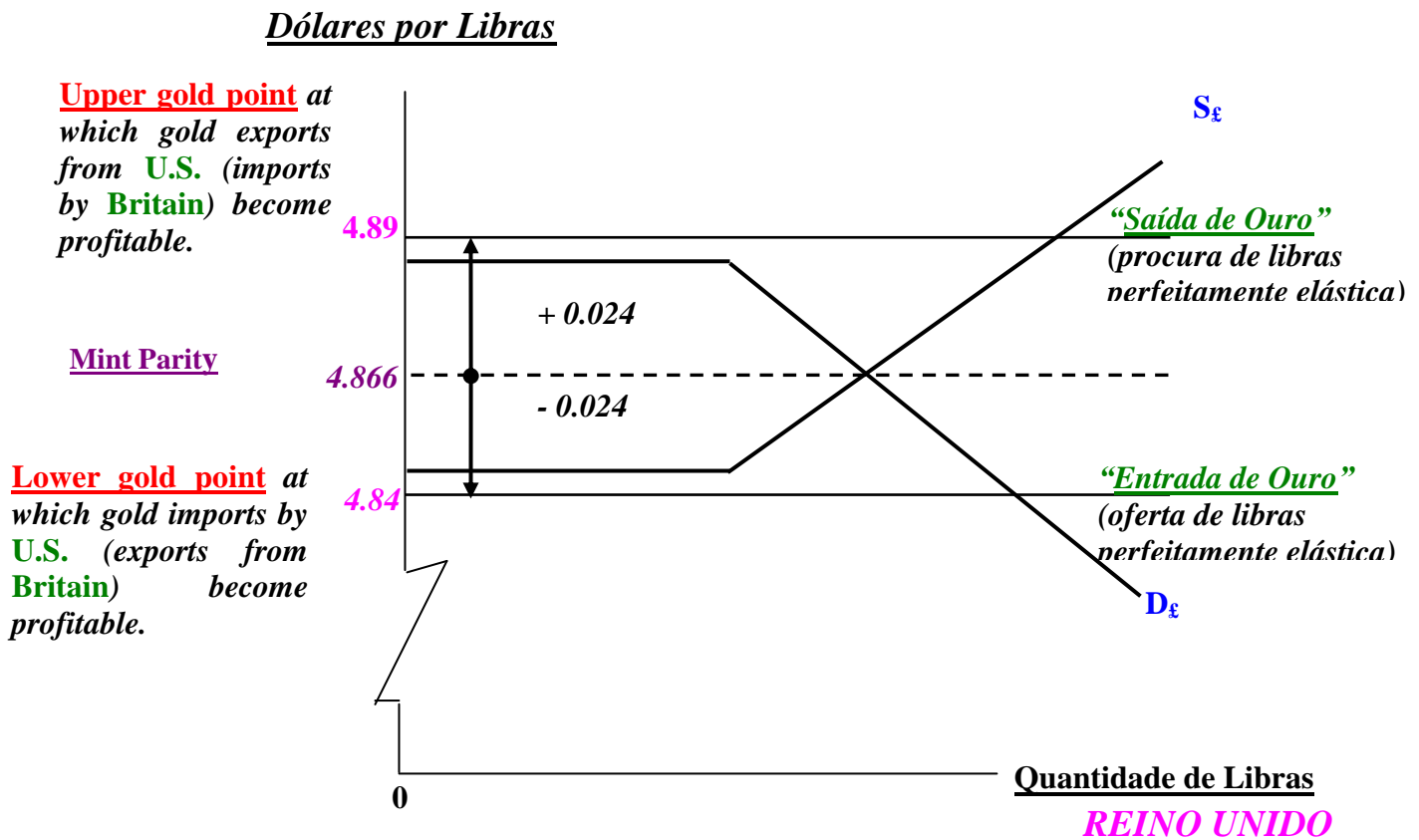
Note: The dates are approximate only, for some of the countries made the change from bimetallism or silver monometallism to gold in several steps.

Source: Adapted from The Economics of Money and Banking, 4th Edition, by Lester V Chandler, table on p. 472. Copyright 1948-1953 by Harper & Row, Publishers, Inc. Copyright 1959-1964 by Lester Y Chandler. Reprinted by permission of the publisher.

A ESTABILIDADE CAMBIAL NO SISTEMA PADRÃO OURO

EUA

Padrão Ouro: Funcionamento (1)



The Limits of the Dollar-Sterling Exchange Rate

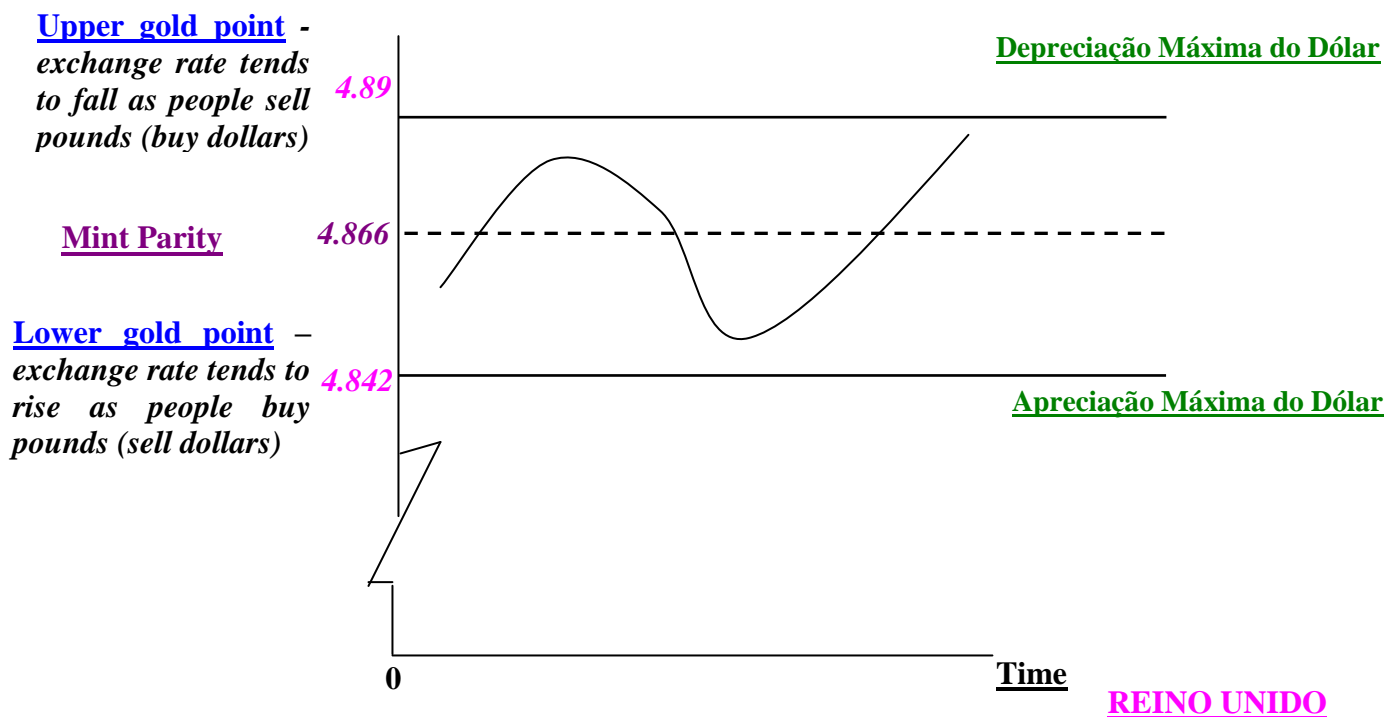
The official prices of gold in dollars and sterling determined the mint parity (4.866). The dollar-sterling exchange rate could not depart substantially from the mint parity: No one would pay more than \$4.89 per pound because at that price it was possible to convert dollars into sterling by buying gold with dollars, shipping the gold to Britain, and selling it for pounds. (Thus, the demand for pounds becomes perfectly elastic at an exchange rate of 4.89). Similarly, no one would sell sterling for less than £4.84, because at that price sterling could be converted into dollars by shipping gold from Britain to the United States. (Thus, the supply of sterling becomes perfectly elastic at 4.84)- The limits of the exchange rate, the gold points, were thus determined by the cost of shipping and insurance.

Fonte: "International Economics", Baker, S.A. (1990, p.228)

EUA

Padrão Ouro: Funcionamento (2)

Dólares por libras



Fonte: *International Economics, Baker, S.A. (1990, p.230).*

Notas:

- 1 onça (lei) de ouro “troy ounce” = 31,1035 gramas de ouro.
- 1 “troy ounce” = 20,67 dólares americanos.
- 1 “troy ounce” = 4,2474 libras esterlinas (Reino Unido).
- ENTÃO:

Câmbio Bilateral Oficial / Valor Par / “Mint Parity”:

→ 1 Libra Esterlina = 4,866 Dólares (EUA).

■ A LÓGICA DO SISTEMA PADRÃO OURO

- Como um sistema tão frágil na prática foi capaz de manter-se relativamente estável por tanto tempo, até a I Guerra Mundial?
- Antes de responder a essa questão, vejamos o funcionamento teórico do Padrão Ouro. Qual foi a lógica de operação do sistema?
- A mais influente explicação da operação do Padrão Ouro é o chamado:

Mecanismo Preço Fluxo de Ouro “Price Specie Flow Mechanism”

→ Originalmente elaborado por David Hume em 1752 – um mecanismo de ajuste automático.

■ Hipóteses Básica do Mecanismo Preço Fluxo de Ouro (O Modelo Simples – David Hume)

- Movimentos internacionais de ouro.

- Bancos Centrais nacionais têm papel passivo.
- Aplicação da Teoria Clássica/Liberal da **Teoria**
Quantitativa da Moeda.
- Livre comércio → mas neste modelo → não há fluxos
financeiros entre países → o ajustamento da Balança de
Pagamento:
 - Identifica-se com o ajustamento da Balança Corrente de
Capital: mais restritamente com o ajustamento da
Balança de Bens e Serviços ($X - M$).
 - Assim: em um país determinado → os exportadores
recebiam em ouro e o trocavam por moeda nacional
 - Enquanto os importadores enviavam ouro para o
exterior por meio de suas compras.

■ Correcção do Desequilíbrio Externo

- Por exemplo: se um País incorresse em défices na Balança de Pagamentos (Balança de Bens e Serviços) = $M > X$ → então haveria:

- Saída de ouro → com menos ouro (moeda) em circulação → os preços domésticos caíam.
- Paralelamente → o País Superavitário receberia um influxo/ entrada de ouro (moeda) → e haveria aumento de preços.
- No país deficitário → haveria redução da M e estímulo às X → reequilibrando a BP.
- No país superavitário → haveria aumento da M e queda das X → desequilíbrio da BP seria corrigido automaticamente.

■ O Modelo Ampliado

- O modelo clássico/simple (David Hume) pode ser ampliado para incluir → os fluxos financeiros entre países.
- A lógica do ajuste seria a mesma → Banco Central seguiria as chamadas → “Regras do Jogo” do Padrão Ouro.
- Sob tais “regras do jogo” → o Banco Central deveria mesmo reforçar os efeitos dos fluxos de ouro sobre a oferta monetária:
 - Através dos fluxos financeiros internacionais em resposta à política monetária interna e consequente variação das taxas de juro.
- Assim: quando houvesse saída de ouro → caso de um País Deficitário:
 - O Banco Central desse país deveria reduzir os seus activos domésticos (títulos): absorção de liquidez.

- Vendendo-os nos mercados monetários interbancários internos.
- “Operações de Absorção de Liquidez” → $\uparrow i$ → entrada de capitais.
- Com entrada de ouro → caso de um País Superavitário:
 - Banco Central deveria aumentar os seus activos domésticos (títulos): cedência de liquidez.
 - Comprando-os nos mercados monetários interbancários internos.
 - “Operações de Cedência de Liquidez” → $\downarrow i$ → saída de capitais.
- Uma acção oposta pelo Banco Central nos dois casos → não simétrica → conduziria as chamadas operações de esterilização/neutralização:

→ **Contudo:** na prática e de forma sistemática (criando dificuldades posteriores ao bom funcionamento do sistema):

→ O Banco Central do País Superavitário reduzia (em vez de aumentar, segundo as regras do jogo) os activos domésticos.

→ Operações de absorção de liquidez quando houvesse aumento de reservas em ouro: persistência dos superávites nos países superavitários à custa dos países deficitários.

■ A Lógica do Modelo Ampliado (Síntese)

• Um exemplo → se um país incorresse em Défice na Balança de Pagamentos, então haveria:

i) Saída de ouro → com menos ouro (moeda) em circulação
→ preços domésticos cairiam.

ii) Pelas “regras do jogo” → Banco Central aumentaria a sua taxa de juro de referência / venderia títulos:

→ Reforçando a redução da oferta monetária.

- iii) Paralelamente → o País Superavitário → receberia um influxo/entrada de ouro e haveria aumento de preços.
- iv) Pelas “regras do jogo” → Banco Central do país superavitário diminuiria a sua taxa de juro de referência / compraria títulos:
- Reforçando o aumento da oferta monetária.
- v) Em termos de Balança de Bens e Serviços
($X - M$):
- No país deficitário → haveria redução das M e estímulo às X.
 - No país superavitário → haveria aumento das M e queda das X.

vi) O ajuste operaria também via Balança Financeira não monetária:

- No país deficitário → ajuste por meio por meio de aumento da taxa de juros:

→ Atraindo fluxos financeiros internacionais + reduzindo o investimento interno, o produto interno e as importações.

- No país superavitário → ajuste por meio de redução da taxa de juros:

→ Provocando saída de fluxos financeiros + estimulando o investimento interno, o produto interno e as importações.

- Temos, portanto, o mesmo resultado visto no modelo simples de David Hume → o desequilíbrio externo seria corrigido automaticamente.

- Pergunta: Esse mecanismo descreve adequadamente a história efectiva do Padrão Ouro clássico?

■ O Sistema Padrão Ouro: Mito e Realidade

- Pesquisas posteriores ao funcionamento do sistema Padrão Ouro → têm mostrado que as supostas, como vimos → “regras do jogo” foram violadas frequentemente.
- Os países deficitários → tinham um forte incentivo para seguir as regras de forma a atraírem fluxos financeiros provenientes do exterior → reequilibrar a BP.
- Os países superavitários → tinham um fraco incentivo para seguir as regras → pois tal implicava em saída de fluxos financeiros e redução das suas reservas em ouro.
- Assim, na prática, os Países Superavitários:
→ Frequentemente violaram as “regras do jogo”.

- Esterilizaram / neutralizaram os fluxos de ouro.
- Tentando prevenir qualquer efeito sobre a oferta monetária e os preços → vendendo activos domésticos, títulos:
- Operações de absorção de liquidez nos MMI.
- Estas operações de esterilização/neutralização dos fluxos de ouro → por parte dos países superavitários:
 - Pioravam o problema de coordenação económica internacional inerente ao sistema Padrão Ouro:
 - Os países deficitários → competindo por uma oferta limitada de reservas em ouro:
 - Poderiam adoptar políticas económicas muito restritivas.
 - Que prejudicariam o produto e o emprego embora estivessem fazendo “pouco para melhorar suas posições de reservas”.

II.2 O PERÍODO ENTRE AS GUERRAS

MUNDIAIS: 1918 - 1939

- Com a 1ª Guerra Mundial (1914-1919) → deu-se a queda do Padrão Ouro → a maioria dos países suspendeu a convertibilidade das suas moedas em ouro e passou-se a um sistema de taxas flexíveis:



À medida que as políticas monetárias foram usadas para financiar as despesas com a guerra:

→ Deu-se um aumento generalizado da inflação, principalmente na Europa.

→ Com redução da capacidade produtiva das economias europeias (redução da oferta agregada).



Também para reconstruir seus países após a guerra:

→ Os governos utilizam gastos públicos para estimular a procura agregada, o produto e o emprego.

→ Que causaram intensos (monetização do déficit público) processos inflacionários → entre os quais se destacam a **HIPERINFLAÇÃO ALEMÃ.**



Com uma inflação mais baixa → os EUA ganharam competitividade externa (via preços) → aumentando a sua quota parte do comércio internacional.

→ Como o dólar ainda era convertível em ouro → este tornou-se mais atrativo e foi ganhando terreno face à libra esterlina e outras moedas europeias.

■ A EXPERIÊNCIA (EFÊMERA) DE RETORNO AO PADRÃO OURO



Depois da guerra → a grande questão acerca do restabelecimento do sistema de câmbios fixos (padrão ouro) → era a paridade que cada moeda devia ter com o ouro:

→ A paridade anterior à guerra ou uma que tivesse em conta as “paridades de poder de compra” atualizadas.

→ Neste último caso: tornando o ouro mais caro para os países com maiores inflações.

→ Porém: O Reino Unido restabeleceu a paridade com o ouro ao nível anterior à guerra.

→ Outros países se seguiram e houve como que um retorno ao Padrão Ouro, embora com características diferentes: 1925 – 1933.



Como os preços dos bens e serviços no Reino Unido não voltaram aos níveis anteriores à guerra:

→ A libra esterlina estava sobreavaliada (face ao ouro/dólar EUA) → 4, 2474 libras “per ounce” (1925 / 1931).



O dólar americano também manteve a sua cotação face ao ouro igual ao vigente antes da 1ª Grande Guerra:

→ *20, 67 dólares “per ounce” (1919 / 1933).*

→ *Na prática: devida a mais baixa inflação o dólar americano estava subavaliado (face ao ouro/libra).*

- *Outras moeda retornaram ao sistema desvalorizadas nominalmente (e.g.: franco francês).*



Os países que aderiram ao novo sistema Padrão Ouro por muito tempo:

→ *Sem desvalorizarem as suas moedas devido a terem inflações mais elevadas (caso do Reino Unido):*

→ *Sofreram bastante com a perda de competitividade externa (preço) das suas economias.*

Assim, surgem: elevados e persistentes défices externos +
+ redução de reservas em ouro + redução do
produto e do emprego (recessão).



A tentativa de retorno ao sistema Padrão Ouro
acabou depois da Grande Depressão (1929/1933).



O Reino Unido foi forçada a entregar o seu
ouro quando os detentores de libras esterlinas:

→ Em resultado dos enormes e duradouros défices
externos do país.

→ Perderam a confiança no compromisso britânico de
manter o valor da sua moeda.



Assim: com a forte especulação contra a libra
esterlina → o Reino Unido abandonou a
convertibilidade da libra em ouro: em 1931.



Mais tarde outros países → nomeadamente os Estados Unidos fizeram o mesmo: em 1933.



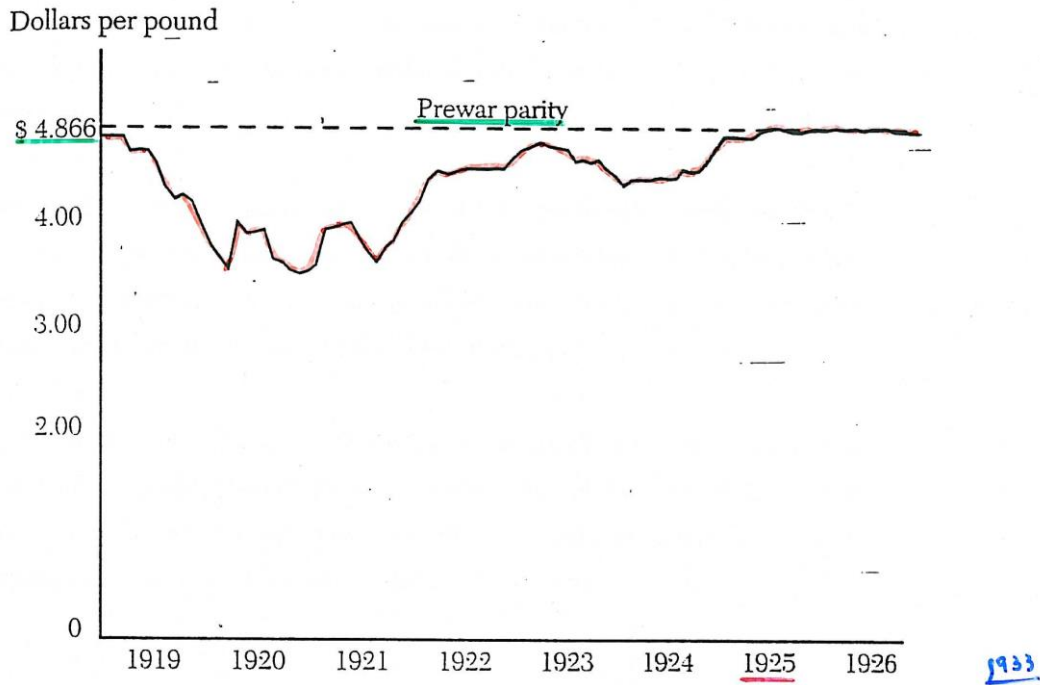
A seguir ao fracasso da tentativa de retorno ao sistema Padrão Ouro assistiu-se na fase pré 2ª Guerra Mundial:

→ A uma situação de autêntica desordem monetária internacional e completa falta de cooperação entre os países:

- Proliferação de políticas internacionais baseadas no bilateralismo → abandono do multilateralismo.
- Adopção sistemática pelos governos de políticas cambiais de: desvalorizações competitivas / políticas de “empobrecimento do seu vizinho” → muitas vezes seguida de retaliações.

- Aumento das barreiras alfandegárias

→ PROTECCIONISMO.




The Dollar-Sterling Exchange rate, 1919-1926

Source: Data from Brown (1940), p. 231

EM SUMA

1. Padrão Ouro:

- 1 “Troy-ounce” = 31,1035g  20, 67 dólares “per ounce”
4, 2474 libras esterlinas
“per ounce”

- Assim: na 2a. Metade Década 80 do séc. XIX (e entre as Guerras): 1 libra esterlina = 4,866 dólares.

2. Em 1934/1944 (desvalorização do dólar) → 35 dólares americanos “per ounce”.

3. Sistema “Bretton-Woods” (1944) → mantém-se os 35 dólares “per ounce”.

- Em Agosto 1971: desvalorização do dólar 7,9%

→ 1 “troy ounce” ≅ 38 dólares.

- Em Fevereiro 1973: nova desvalorização do dólar em 10% (face ao ouro) → 1 “troy ounce” ≅ 42,22 dólares.

II.3 O SISTEMA DE BRETTON WOODS: O PADRÃO OURO-DÓLAR (1945 /1971)

- **Da conferência de Bretton Woods em Julho de 1944**

(New Hampshire, EUA), que reuniu representantes de 44 países:

→ *Resultou um novo sistema monetário internacional: **Sistema de Bretton Woods** (Plano White vs Plano Keynes).*

→ *E uma instituição destinada a supervisionar e garantir o funcionamento do mesmo → Fundo Monetário Internacional (FMI).*

- **Para além disso foi criado o Banco Mundial e o Acordo Geral de Tarifas e Comércio (GATT).**

■ REGRAS DO SISTEMA DE BRETTON WOODS
(PADRÃO OURO-DÓLAR) “Gold Exchange
Standard”

- ☀ Cada país fixaria a paridade da sua moeda com o ouro ou com dólar americano → paridade oficial ou valor par.

- ☀ As flutuações cambiais deveriam estar limitadas a uma estreita margem à volta da cotação central oficial
→ ± 1%.

- ☀ Poderiam ser autorizadas (pelo FMI) alterações da cotação central oficial para corrigir → em caso de existência de “desequilíbrio fundamental” na Balança de Pagamentos (défices persistentes/duradouros):
→ Regime de Câmbios Fixos mas Ajustáveis
“Adjustable Peg”.



Contudo: na prática → *esta regra de ajustamento era apenas aplicável aos países deficitários:*
desvalorização da moeda nacional.

→ *E não para os países superavitários: valorização da moeda nacional.*



Os EUA (inicialmente superavitário- do final da 2ª G.G. até finais da década de 50, século passado):

→ *Ficava completamente a salvo de prestar contas da sua política económica.*

→ *A intervenção nos mercados cambiais visando manter as cotações oficiais caberia aos demais países participantes.*



O dólar era convertível em ouro ao preço de \$35/onça.

☀ Os restantes países teriam a obrigação de trocar a sua moeda por dólar à cotação central oficial.

☀ As taxas cambiais eram mantidas dentro dos limites de flutuação através de intervenções oficiais (nos mercados cambiais).

☀ Os EUA teriam que manter a cotação do dólar em termos de ouro (e a sua convertibilidade) e os restantes países defenderiam a cotação das suas moedas em dólar.

■ FUNCIONAMENTO DO SISTEMA DE BRETTON WOODS

→ Após o fim da 2ª Guerra Mundial e até inícios da década de 50 do século passado:

→ Assistiu-se na cena internacional um período de “escassez de dólares”

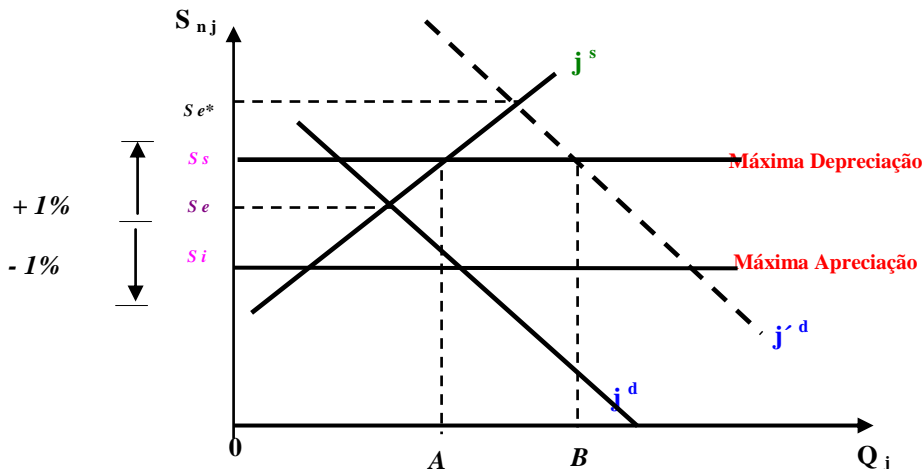
- Devido aos sucessivos superávites externos americano.
- O principal problema era conseguir dólares suficientes para financiar o comércio internacional.
- O excesso de ouro no banco central americano garantia perfeitamente a convertibilidade do dólar em ouro.
- O Plano Marshall (1948) → programa de doação dos EUA aos países europeus:
 - Apoio ao esforço de reconstrução pós guerra.
 - O plano ajudou a limitar a severidade da escassez do dólar.
- Porém: desde os inícios dos anos 50 → EUA começaram a registar sucessivos e cada vez mais elevados défices externos.
 - No entanto: inicialmente tal não era visto como um problema → pois os restantes países precisavam de acumular reservas em dólares.

- Os défices dos EUA foram se agravando ao longo dos anos 60 (século passado) → e passou a haver um excesso de dólares no sistema.
- Ao mesmo tempo: *diminuíam as reservas de ouro dos EUA.*
 - Este facto foi *reduzindo a confiança* na capacidade de os EUA serem capazes de trocar dólares por ouro
 - *Aumento dos movimentos especulativos internacionais contra a moeda americana.*
- Em 1968 o mercado do ouro foi segmentado:
 - ☀ *Os Bancos Centrais continuavam a trocar ouro à taxa de \$35/onça.*
 - ☀ *A cotação no mercado privado poderia flutuar consoante a procura e a oferta.*

■ Câmbios Fixos mas Ajustáveis “Adjustable Peg”

Mercado de Câmbios

País n



- $S^e \rightarrow$ 1 unidade moeda estrangeira (j) = x unidades de moeda nacional (n).

→ Cotação ao incerto (e.g: 1 dólar = 0,7 euros)

- “Support Points” → $\pm 0.75\%$ → “PONTOS DE APOIO OU DE INTERVENÇÃO”.

- Os Direitos Especiais de Saque – DES “Special Drawing Rights” – SDRs → foram criados pelo FMI em 1967
→ valendo então um dólar cada um.

- Nos anos 70: os DES passaram a ser uma moeda compósita
→ cujo valor se relaciona com as principais moedas internacionais.
- Em 1971: o saldo negativo da Balança de Pagamentos dos EUA foi de 30 bilhões de dólares → o que acabou de vez com a credibilidade do sistema.
 - ✿ Expectativas de que o preço do ouro em dólares ia subir levaram a fortes pressões especulativas.
 - ✿ Deparando-se com entradas maciças de capitais de curto prazo → alguns países deixaram as suas moedas flutuar.
 - ✿ Em 15/8/71: o presidente Nixon anuncia o fim da convertibilidade do dólar em ouro → o que aumentou o número de países a deixar a sua moeda flutuar.



Em Dezembro de 1971: no Smithsonian Institute
(Washington, EUA) → foi assinado o Acordo
Smithsoniano que estabelecia novas cotações
(mais altas) do ouro (\$ 38/onça) e das restantes
moedas face ao dólar.

- **No entanto: a convertibilidade do dólar em ouro**
não foi restabelecida.

Notas sobre o Acordo Smithsoniano:

1. **Depreciação do dólar em 7.9% face ao ouro e outras**
principais moedas, marco, iene, libra, etc.
2. **Flutuação permitida em termos das “taxas centrais**
bilaterais” → ± 2.25% face ao dólar.

. **Estabilidade cambial**

Objectivos

. **Convertibilidade das moedas no**
sistema

. **Aumento do papel do FMI: ↑**
participação (quotas) e ↑ D.S.E

3. CONTUDO:

- Falta confiança no sistema mantém-se.
- Novos ↑ défices externos dos EUA.
- Estamos na antecâmara das crises petrolíferas mundiais (“estagflações”- crises petrolíferas de 1973 e 1979).

→ EM FEVEREIRO DE 1973 → dá-se uma nova depreciação do dólar face as principais moedas mundiais em 10%:

→ 1 onça de ouro = 42.22 dólares.

→ Os câmbios mundiais passam a flutuar livremente.

→ Entrando-se na era do → Sistema de Câmbios Flexíveis/Flutuantes:

Embora → Sujo/Impuro/Manipulado
“Dirty/Managed Floating”.

■ CAUSAS DO COLAPSO DO SISTEMA DE BRETTON WOODS (SÍNTESE)

■ O Duplo Papel dos EUA



Manter a convertibilidade do dólar em ouro a um preço fixo de forma credível.



Manter uma oferta adequada da principal moeda de reserva mundial → o dólar americano.

■ O Segundo Papel dos EUA estava em conflito com o primeiro



Ao colocar mais dólares no mercado → *diminuiu* a proporção de dólares cobertos por reservas em ouro.

→ Reduzindo a confiança na convertibilidade dos mesmos.



**Assim: os EUA estavam face a um dilema
(identificado por Robert Triffin²):**

→ Qual dos papéis deveria ser privilegiado?

→ 1ª Grande Crise de Confiança (finais década 50).

O DILEMA DE TRIFFIN

- **O PADRÃO OURO-DÓLAR baseado no dólar → esteve associado à hegemonia exercida pelos EUA a nível mundial.**
- **Ao impor ao mundo o dólar como moeda internacional**
(Plano White vs Plano Keynes):
 - Os EUA legitimaram a sua soberania no campo monetário internacional.

² “Gold and the Dollar Prices” (1960).

→ Soberania que implicou um alto grau de liberdade na condução da sua política económica → bem como responsabilidade na condução das finanças mundiais.

- O DÓLAR É ENTÃO MOEDA DE CIRCULAÇÃO DENTRO

DOS EUA E MOEDA INTERNACIONAL AO MESMO TEMPO:

→ DUPLO PAPEL CONTRADITÓRIO.

→ CONTRADIÇÃO RECONHECIDA COMO **DILEMA DE TRIFFIN.**

- Este dilema → incompatibilidade do dólar (ou qualquer outra moeda de exercer **SIMULTANEAMENTE** as duas funções:

- **FUNÇÃO DE CIRCULAÇÃO.**

- **FUNÇÃO DE ACTIVO DE RESERVA DE VALOR INTERNACIONAL** → **BASEADA NA SUA LIGAÇÃO FACE AO OURO.**

- Cumprir com a **REGRA DA CONVERTIBILIDADE DO OURO** → **Banco Central dos EUA (FED)** → SOMENTE PUDESSEM EMITIR DÓLARES NA MESMA PROPORÇÃO DA ACUMULAÇÃO DE RESERVAS NA SUA BP:

→ NECESSIDADE DE CONSTANTE SUPERÁVITES EXTERNOS.

- CONSTANTES SUPERÁVITES EXTERNOS → ENTRADA DE DÓLARES SUPERIOR À SAÍDA:
→ NÃO SATISFAZENDO A PROCURA POR LIQUIDEZ EXTERNA NO MERCADO INTERNACIONAL.
- PARA QUE O DÓLAR CUMPRISSE SUA FUNÇÃO CIRCULAÇÃO COMO MOEDA INTERNACIONAL → OS EUA PASSARAM A APRESENTAR CONSTANTES DÉFICES EXTERNOS:

→ EXPORTANDO CAPITAL → PARA ATENDER AS

NECESSIDADES DE LIQUIDEZ MUNDIAL.

→ DESDE LOGO → ATRAVÉS DO PLANO MARSHALL E

GASTOS MILITARES.

→ NUM SEGUNDO MOMENTO → ATRAVÉS DA

INTERNACIONALIZAÇÃO DO CAPITAL PRODUTIVO

AMERICANO → ESPECIALMENTE NA EUROPA.



Medidas que fizeram ultrapassar

momentaneamente o problema → finais da

década de 50 (século passado):

→ Declaração do Presidente americano J.F.K. (1960)

em não desvalorizar o dólar (face as fortes pressões

especulativas nesse sentido.

→ Criação de um “pool” de ouro (pelos países mais ricos) ↑ Reservas FMI³.

→ Marco Alemão valorizado em 5% face ao dólar.

■ **CONTUDO:** era de se esperar que mais tarde ou mais cedo surgiria uma nova crise de confiança no dólar:

→ Dada a manutenção dos contradicções e problemas do sistema: ajustamento das balanças de pagamentos, confiança no sistema e liquidez internacional.

■ **Isto aconteceu efectivamente em 1971** → devido aos enormes défices da BP americana que se avolumaram em 1970 e 1971 (século XX) ► **VER QUADRO 2.**

● Os saldos estrangeiros em dólares cresceram de tal forma que excediam largamente os stocks em ouro norte-americano → EUA não poderiam resgatá-los
(VER FIGURA 2).

³ Empréstimos ao FMI das 10 nações + ricas (6 bilhões dólares).



Tal foi agravado pela política de “benévola negligência” seguida pelos EUA.

- Os EUA não se preocupavam com os seus défices externos:

→ Esperando que os mesmos fossem aceites sob a forma de um aumento das reservas em dólares dos restantes países ► **VER GRÁFICO 1.**



A par dos défices externos persistentes nos EUA verificavam-se → superávites das balanças de pagamentos duradouros em países como a Alemanha e o Japão.

- Resistência dos países supervitários → em revalorizar as suas moedas → argumentavam, que os EUA foi o primeiros e o principal beneficiário do sistema de BW.

- *E que agora os EUA que “arrumassem a sua casa”:*

→ *Que adoptassem medidas de política económica restritiva que reduzisse o seu défice comercial.*

→ *Situação não desejada pelas sucessivas administrações americanas, nomeadamente em momentos eleitorais.*

- *Assim: na prática* → *os bancos centrais dos países superávitários:*

→ *Não solicitavam o reajustamento cambial no sentido da valorização das suas moedas no quadro do “adjustable peg”.*

→ *Recorreram sistematicamente às chamadas Operações de Esterilização/Neutralização nos mercados monetários interbancários.*

→ Operações de cedência de liquidez (maior oferta de moeda) → impedindo apreciações de moeda mesmo dentro dos limites de 1% permitidos pelo sistema.



A partir de 1974 → entramos na era do Regime de Câmbios Flexíveis (Impuro, Sujo ou Manipulado “Dirty Floating/Managed Floating”).

SÍNTESE

Causas da Colapso do Sistema Bretton Wood

- *O problema da confiança no sistema.*
- *A questão do ajustamento das balanças de pagamento.*
- *A questão da liquidez monetária e internacional.*

Quadro 1

The Balance of Payments of the United States,

1947-60

(Millions of dollars)			
(1) <i>Current Account Balance</i>	(2) <i>Official Settlements Balance</i>	(3) <i>Net Change in Liabilities to Foreign Official Holders</i>	(4) ----- ----- <i>Reserves (-) increase</i>
1947	8992	—	-3315
1948	1993	—	-1736
1949	580	—	-266
1950	-2125	-3312	1554
1951	302	538	-505
1952	-175	-822	1237
1953	-1949	-2104	848
1954	-321	-1523	1043
1955	-345	-741	559
1956	1722	-261	1130
1957	3556	1145	20
1958	<u>-5</u>	<u>-3027</u>	<u>735</u>
1959	<u>-2138</u>	<u>-2283</u>	<u>1248</u>
1960	<u>1794</u>	<u>-3592</u>	<u>2143</u>

Sources: *Economic Report of the President, 1966, p. 301; 1975, p. 351.*

Quadro 2

The Balance of Payments of the United States,

1960-73

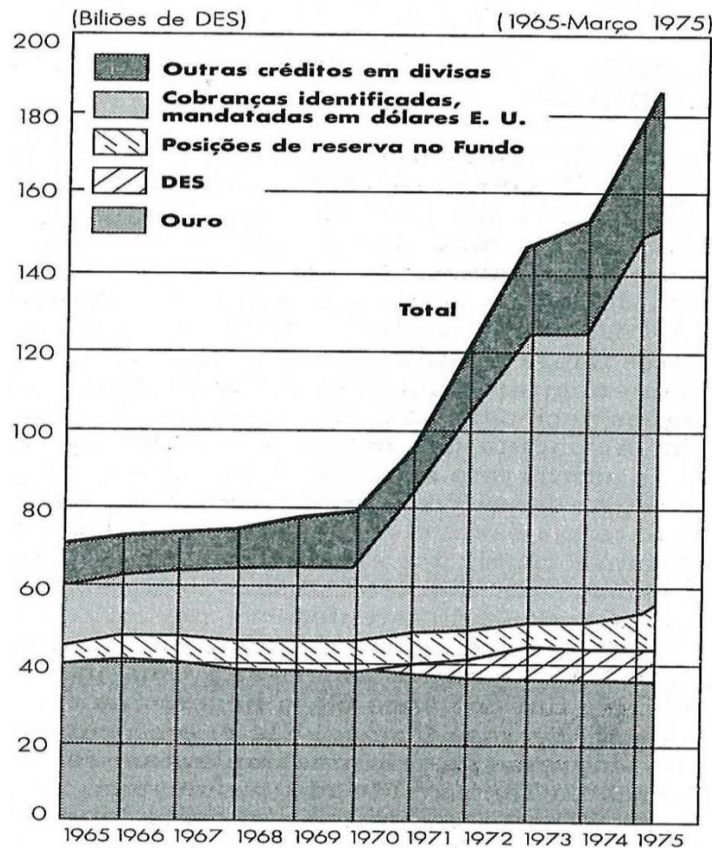
(Millions of dollars)				
<i>Current Account Balance</i>		<i>Official Settlements Balance</i>	<i>Net Change in Liabilities to Foreign Official Agencies</i>	----- ----- <i>Reserves (-) increase</i>
1960	1794	-3403	1258	2145
1961	3070	-1348 ↓	742 ↓	606 ↓
1962	2460	-2650	1117	1533
1963	3199	-1934	1557	377
1964	5788	-1534	1363	171
1965	4287	-1290	67	1222
1966	1943	219	-787	568
1967	1544	-3418	3366	52
1968	-962	1641	-761	-880
1969	-1633	2739	-1552	-1187
1970	-324	-9839	7362	2477
1971	-3817	-29753*	27405	2348
	↑			
1972	-9807	-10354*	10322	32
	↑			
1973	450 ↓	-5304	5095	209

Sources: Economic Report of the President, 1975, p. 351.

() Os maiores "Défices BP" (EUA) Pós IIª G.G.*

O Crescimento e Composição das Reservas Internacionais (1965-1975) (1)

Notas:



Fonte: Relatório anual 1975, FMI

- ▶ **Sistema BW** → **convertibilidade das moedas participantes** (princípio inicial do sistema).
- ▶ **Contudo: na prática** → **dólares** (**meios de pagamento internacional por excelência**).

- Actualmente: a moeda americana (dólar) → ainda mantém uma desproporcionada representação nas transacções internacionais nas reservas oficiais mundiais.

→ MAS, o cenário começa a alterar-se:

De acordo com o FMI, o Euro representa 27,5% dos capitais mundiais de reservas em divisas.

O Crescimento e Composição das Reservas Internacionais (1950-1973) (2)

(Billions of dollars)

	<u>Gold*</u>	<u>Foreign Exchange</u>	<u>IMF</u>	<u>SDRs</u>	<u>Total</u>
			<u>Position</u>		
1950	35.3	13.3	5.2 (1)	1.7	50.3
1960	37.9	26.3 (2)	18.5	3.6	32.8
1970	37.2	26.3 (2)	44.8	7.7	32.8
1971	35.9	75.0	6.4	5.9	123.1
1972	35.6	95.9	6.3	8.7	146.7
1973	35.6	101.8	6.2	8.8	152.4

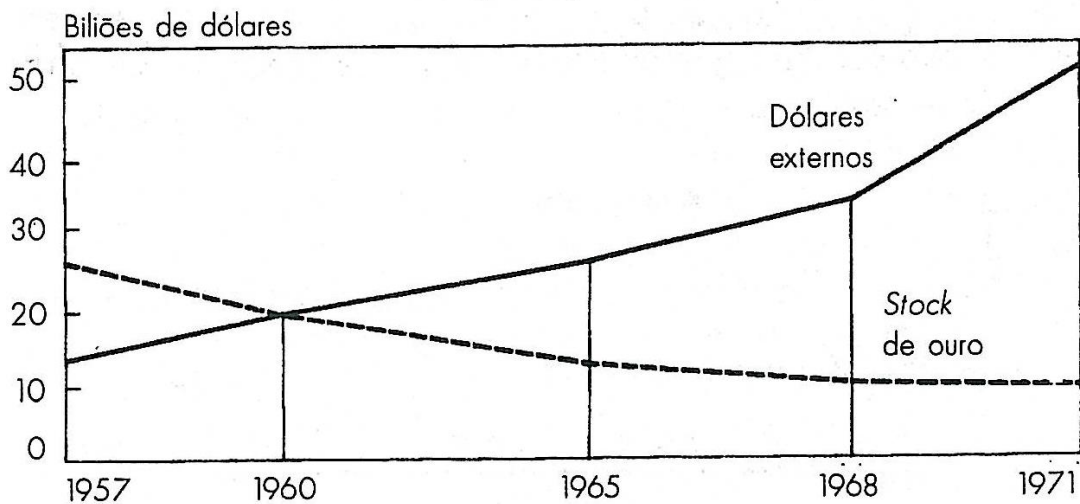
(*) Valued at \$35 per ounce

Source: IMF International Financial Statistics

● ≈ 50% da Δ Total (1950-1960)

● ≈ 80% da Δ Total (1960-1970)

GRÁFICO: A Tesoura da Segurança Metálica do Dólar



Feito a partir de um artigo de C. Goux, «Pourquoi la crise?»,
Cahiers français, n. 153, Março-Abril de 1972

APÊNDICE:

O FMI e o seu papel actual na economia mundial

■ **Pode aderir ao FMI qualquer país que aceite as suas normas “Articles of Agreement” e a quota que lhe for estipulada:**

- *75% da quota “paga” pelo país deverá ser em moeda nacional e o restante em DES (Direitos Especiais de Saque) ou numa moeda aceite pelo FMI → (nomeadamente: ouro + dólares).*
- *A quota depende do tamanho e da importância do país.*
- *Os votos são em proporção das quotas.*
- *Maioria qualificada corresponde a 85% dos votos.*

■ **Objectivo:** *Contribuir para a manutenção de um sistema de pagamentos internacionais estável e funcional que estimule desenvolva o comércio internacional e o crescimento económico à escala mundial.*

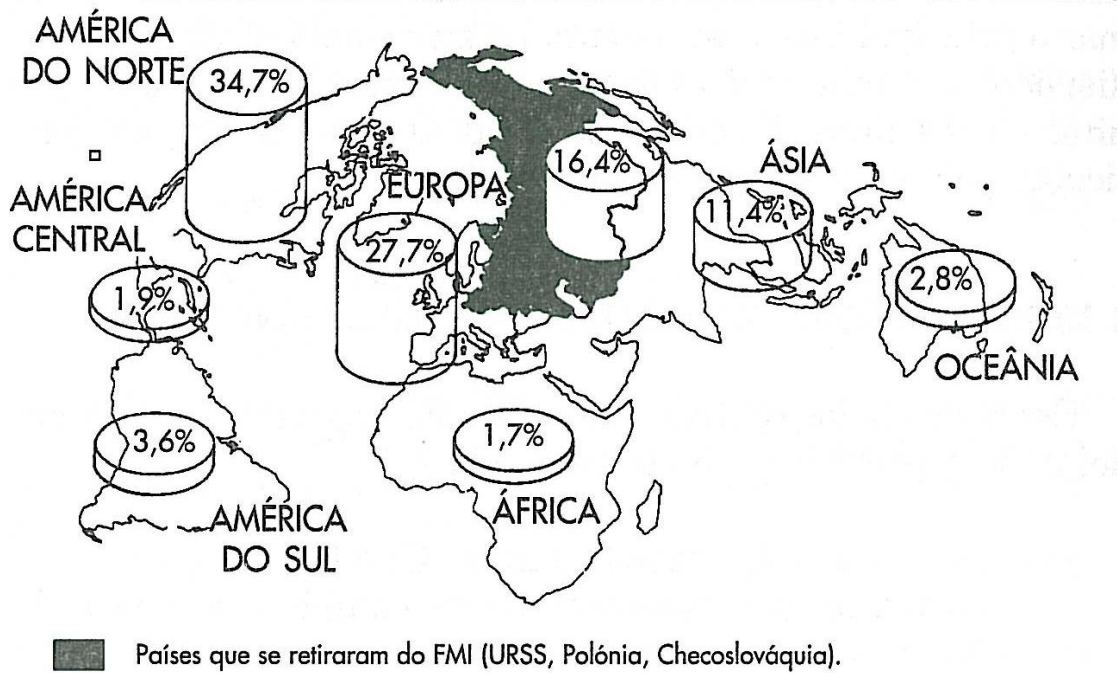
■ *Actualmente (em regime de câmbios flexíveis) o principal papel do FMI é emprestar dinheiro a países que sofram de problemas de curto prazo ao nível da balança de pagamentos.*

- *Tais empréstimos reforçam as reservas cambiais dos países em questão, aliviando os problemas da balança de pagamentos.*

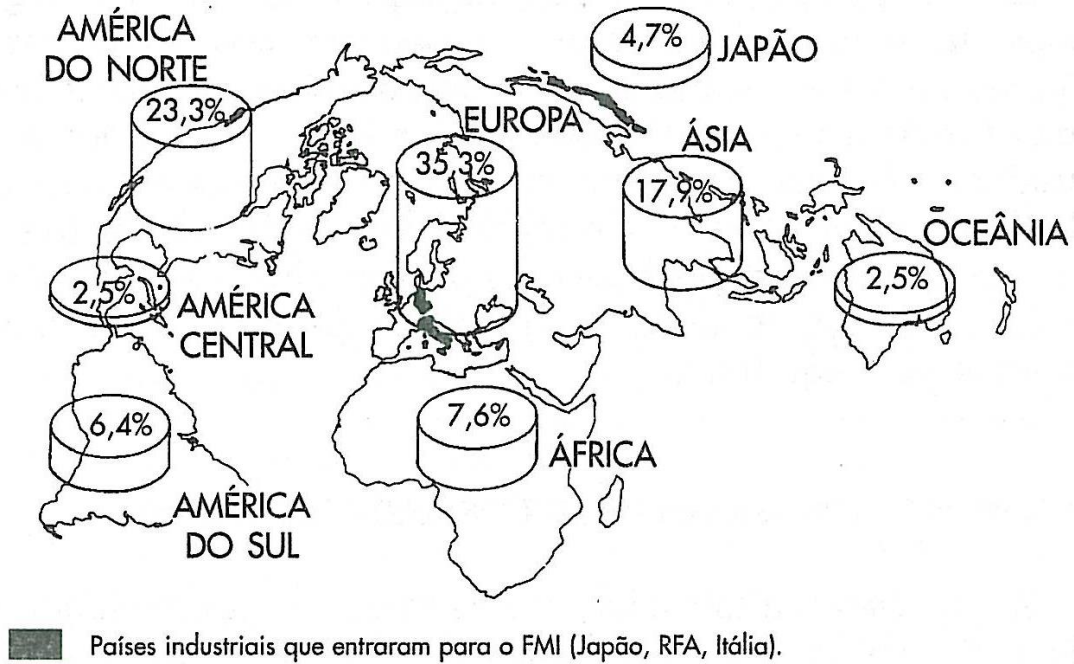
- *Muito dos empréstimos são condicionais: exigem normalmente uma redução do défice orçamental → ver “Cartas de Intenções” PORTUGAL/FMI (78/79 e 82/83) → medidas de política monetária, orçamental e de rendimentos altamente restritivas.*

- *As condições impostas aos países subdesenvolvidos são muitas vezes apontada por estes como uma forma de neocolonialismo.*

QUADRO: A Repartição das Quotas no FMI (1944)



Quadro: A Repartição das Quotas no FMI (1988)



III. O SISTEMA MONETÁRIO

INTERNACIONAL DEPOIS DE 1973

O Regime de Câmbios Flutuantes/Flexíveis:

MAS, Impuro / Sujo / Manipulado “Dirty

Floating / Managed Floating».

■ Em Regime de Câmbios Fixos:

→ A principal vantagem: como vimos, é a eliminação do risco cambial (estabilidade cambial) .

→ É normalmente considerada condição indispensável para o aumento das trocas comerciais → por consequência, no crescimento económico mundial.

→ As principais desvantagens são:

1. Não garante, à partida, o equilíbrio externo ($BP = 0$).

Nota: Nos sistemas de câmbios fixos históricos → Sistema de Bretton Woods e o Sistema Monetário Europeu:

→ Existiam “bandas de flutuação” (limites superior e inferior de flutuação cambial).

→ Em caso de verificação de “desequilíbrios externos fundamentais” (défices externos persistentes):

→ Havia a possibilidade de ajustamentos/ realinhamentos das taxas de câmbio visando ultrapassar o problema.

2. Não garante, à partida, o equilíbrio interno → pleno emprego e estabilidade dos preços.

3. É, ainda, susceptível aos “ataques especulativos”.

Exemplo: o caso de Inglaterra que nos anos 90 da década passada, por este facto, tiveram de abandonar o SME e ainda agora não faz parte da Zona Euro).

■ Em Regime de Câmbios

Flexíveis/Flutuantes:

→ Em 1975: os países membros do FMI reunidos em Rambouillet (França) → acordaram permitir a flutuação das taxas de câmbio.

→ Em 1976: em Kingston, Jamaica foi formalmente aprovado o Regime de Câmbios Flexíveis/Flutuantes na ordem internacional.

→ Argumentos a favor das taxas de câmbio flutuantes/flexíveis:

● Autonomia da política monetária

- Taxas de câmbio flutuantes devolvem o controle monetário aos bancos centrais.

- Os bancos centrais podem mais facilmente reagir a choques na procura agregada, produto e preços de forma a obter o equilíbrio interno.

• Simetria

- Os Estados Unidos tenham a mesma oportunidade que outros países de influenciar a sua taxa de câmbio em relação às moedas estrangeiras.
- Os bancos centrais de outros países determinem suas próprias ofertas de moeda domésticas.

• Taxas de câmbio como estabilizadores automáticos

- Taxas de câmbio flutuantes eliminam os “desequilíbrios fundamentais” que haviam levado a mudanças de paridade e ataques especulativos sob as taxas fixas.

→ Argumentos contrários às taxas de câmbio flutuantes:

- Disciplina: taxas de câmbio flutuantes não dão disciplina aos bancos centrais → podendo estes adoptar políticas inflacionárias.
- Especulação destabilizadora e perturbações no mercado monetário
 - Taxas de câmbio flutuantes permitem a especulação destabilizadora.
 - Os países poderiam entrar num “círculo vicioso” de depreciação e inflação.
 - Taxas de câmbio flutuantes deixam um país mais vulnerável às perturbações do mercado monetário.
- Danos ao comércio e aos investimentos internacionais

- As taxas flutuantes prejudicam o comércio e os investimentos internacionais porque tornam os preços internacionais relativos mais imprevisíveis.

● Políticas económicas descoordenadas

- Taxas de câmbio flutuantes deixam os países livres para fazer depreciações monetárias competitivas.

- Os países poderiam adoptar políticas sem levar em consideração os seus possíveis aspectos do tipo “empobreça-o-seu-vizinho”.

- A falta de coordenação pode causar volatilidade nas economias nacionais → as políticas de países grandes afectam outras economias.

● A ilusão de maior autonomia

- Taxas de câmbio flutuantes aumentam a incerteza económica sem dar de facto maior liberdade à política macroeconómica.

- Uma depreciação da moeda aumenta a inflação em virtude de salários mais altos exigidos pelos trabalhadores.

- Os bancos centrais continuam a intervir nos mercados cambiais para:

→ Evitar oscilações exageradas na taxa de câmbio.

→ Adopção de políticas económicas discricionárias/activas tendo em conta os objectivos conjunturais de elevado emprego/estabilidade dos preços.

■ O que se aprendeu desde 1973?

◆ Autonomia da Política Monetária

- As taxas de câmbio flutuantes levaram a uma divergência internacional muito maior nas taxas de inflação.

- No curto prazo, sob taxas flutuantes, os efeitos das mudanças monetárias e orçamentais atravessam as fronteiras dos países.
- Após 1973: os Bancos Centrais intervieram repetidamente no mercado cambial para alterar o valor da moeda “dirty floating”.
- Mudanças monetárias tiveram um impacto de curto prazo muito maior sobre a taxa de câmbio real com uma taxa de câmbio nominal flutuante do que em câmbios fixos.

◆ Simetria

- O sistema monetário internacional não se tornou simétrico após 1973 → os bancos centrais continuaram a manter reservas em dólares e a intervir.
- O actual sistema de taxa flutuante é, de alguma forma, similar ao sistema de moeda de reserva assimétrico estabelecido pelos arranjos de Bretton Woods:

- O dólar continua a ser a principal moeda de reserva internacional, conferindo um papel de destaque aos EUA.

● A Taxa de Câmbio como um Estabilizador Automático

- A experiência com dois choques do petróleo favorecem as taxas de câmbio flutuantes.

- Não teria sido possível manter câmbios fixos com taxa de inflação tão divergentes.

- Em consequência: Os efeitos da política monetária restritiva e da expansão orçamental dos Estados Unidos (“policy mix”) após 1981 ilustram a capacidade estabilizadora das taxas de câmbio flutuantes:

- À medida que o dólar se apreciou (cerca de 50% relativamente a 15 moedas estrangeiras entre 1980-1985):

- A economia americana recuperou e a recuperação económica alargou-se a outros países.
- Embora tenha contribuído para o crescimento dos défices gémeos americanos: orçamental e da balança corrente:

Esta última, dado que as importações tornaram-se mais baratas e as mercadorias americanas mais caras).

◆ Disciplina

- As taxas de inflação aceleraram em 1973, com o primeiro choque petrolífero, e permaneceram altas durante o segundo choque do preço do petróleo (1979).
- Mas foram reduzidas após o choque de 1979 com a adopção de políticas monetárias restritivas.
- O sistema impunha menores restrições óbvias às políticas orçamentais desequilibradas → e.g.: os elevados défices orçamentais do governo dos EUA nas décadas de 1980 e de 2000.

◆ Especulação Destabilizadora

- As taxas de câmbio flutuantes têm exibido muito mais volatilidade no dia-a-dia, mas a questão de a volatilidade ser ou não excessiva é controversa.
- A experiência com as taxas de câmbio flutuantes não confirmou a ideia de que os movimentos arbitrários da taxa de câmbio podem levar a “círculos viciosos” de inflação e depreciação.

◆ Comércio e Investimento Internacionais

- A intermediação financeira internacional expandiu-se fortemente após 1973 → à medida que os países abriram as fronteiras ao movimento de capitais.
- Na maioria dos países: o comércio mostra uma tendência de aumento em todo o período:
 - Sem uma diminuição considerável na tendência após a mudança para o regime de câmbios flutuantes.

◆ Coordenação da Política Económica

- As taxas de câmbio flutuantes em si não promoveram a coordenação da política internacional.

Mas → dificuldades de coordenação existem em qualquer regime cambial.

■ Para a Maioria dos Países, as Taxas de Câmbio Fixas Ainda Podem Ser uma Opção?

- Manter as taxas de câmbio fixas no longo prazo requer rígidos controlos sobre os movimentos de capitais.

- Outra hipótese é adoptar uma moeda comum.

- Tirando estes dois casos extremos → as tentativas de fixar taxas de câmbio acabarão por perder credibilidade e terão vida relativamente curta.

● Na realidade económica e financeira global actual

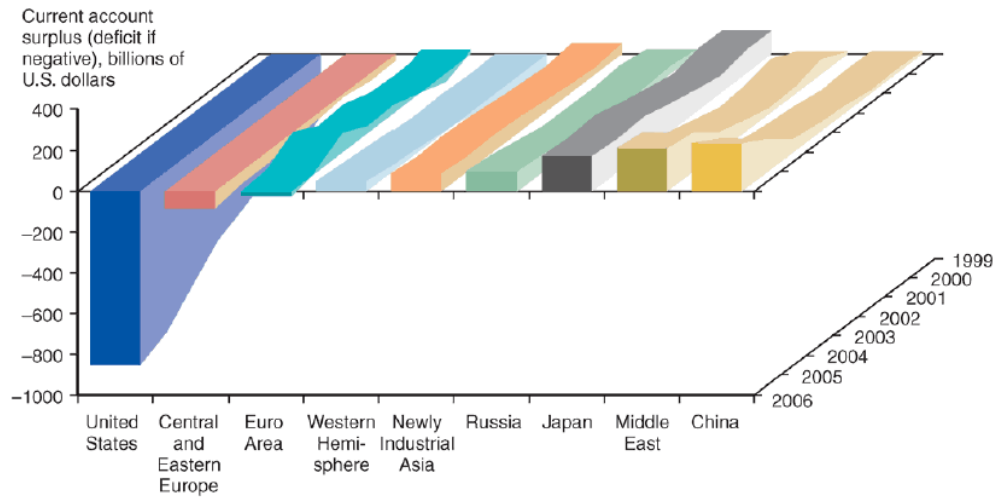
não é possível conciliar durante muito tempo:

Taxas fixas + Perfeita mobilidade de capitais +
+ Autonomia da política monetária.

■ Direcções para uma Reforma!

- Uma lição importante é que nenhum sistema de taxas de câmbio funciona bem → quando os países “o adoptam sozinhos” e seguem rigorosamente o seu interesse próprio.
- É improvável que limites rígidos para a flexibilidade da taxa de câmbio sejam imposto novamente num futuro próximo.
- Uma maior cooperação entre os decisores de políticas dos países industrializados → deverá melhorar o desempenho das taxas de câmbio flutuantes.

Global External Imbalances: 1999-2006



Source: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, April 2007.