



**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO,
CONTABILIDADE, ECONOMIA E GESTÃO PÚBLICA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

CATHARINA VIOTTI ISAAC FREIRE

**EVOLUÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL
E AS TENTATIVAS DE DESDOLARIZAÇÃO**

**Brasília
2023**

CATHARINA VIOTTI ISAAC FREIRE

**EVOLUÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL
E AS TENTATIVAS DE DESDOLARIZAÇÃO**

Versão final do Trabalho de Conclusão de Curso apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas, Universidade de Brasília, como requisito para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Professor Dr. Roberto de Goes Ellery Junior

Brasília

2023

CATHARINA VIOTTI ISAAC FREIRE

**EVOLUÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL
E AS TENTATIVAS DE DESDOLARIZAÇÃO**

Versão final do Trabalho de Conclusão de Curso apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas, Universidade de Brasília, como requisito para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovado em 21 de dezembro de 2023

Orientador: _____

Prof. Dr. Roberto de Goes Ellery Junior
Faculdade de Economia da UnB

Prof. Dra. Adriana Moreira Amado
Faculdade de Economia da UnB

RESUMO

Ao longo dos séculos, o Sistema Monetário Internacional sofreu transformações significativas e o componente central desse sistema é o dólar – que emergiu como a principal moeda de reserva e meio de troca após a Segunda Guerra Mundial. Em 1971, os EUA cortaram unilateralmente os vínculos entre o dólar e o ouro, encerrando o sistema Bretton Woods. Logo, o regime de taxas de câmbio passou a ser flutuante e desvinculado do ouro. Após esses acontecimentos, uma política de “diplomacia do dólar forte” foi adotada pelos EUA para proteger a posição da sua moeda na hierarquia monetária global – consolidando o privilégio exorbitante. Contudo, a crise de 2008 levantou suspeitas sobre os suportes fundamentais do dólar como moeda dominante e causou um aumento de moedas emergentes nas reservas dos Bancos Centrais. Concluiu-se que, atualmente, nenhuma moeda possui força suficiente para trazer a hegemonia do dólar ao fim. Dito isso, o objetivo desta monografia é estudar por meio de uma revisão de literatura a evolução do Sistema Monetário Internacional e atual fenômeno da desdolarização – com foco no euro, iene e renminbi/yuan.

Palavras-chave: Sistema Monetário Internacional. Moeda de Reserva Mundial. Desdolarização.

ABSTRACT

Over the centuries, the International Monetary System has undergone significant transformations and the central component of this system is the dollar – which emerged as the main reserve currency and medium of exchange after the Second World War. In 1971, the US unilaterally severed links between the dollar and gold, ending the Bretton Woods system. Soon, the exchange rate regime became floating and disconnected from gold. After these events, a policy of “strong dollar diplomacy” was adopted by the USA to protect the position of its currency in the global monetary hierarchy – consolidating the exorbitant privilege. However, the 2008 crisis raised suspicions about the fundamental underpinnings of the dollar as the dominant currency and caused an increase in emerging currencies in Central Bank reserves. It was concluded that, currently, no currency has enough strength to bring the dollar's hegemony to an end. That said, the objective of this monograph is to study, through a literature review, the evolution of the International Monetary System and the current phenomenon of de-dollarization – with a focus on the euro, yen, and renminbi/yuan.

Keywords: International Monetary System. World Reserve Currency. De-dollarization.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	7
2 REFERENCIAL TEÓRICO	9
2.1 Liquidez	9
2.2 Dívida Externa	10
2.3 Confiança da Moeda	11
2.4 Moeda de Reserva Mundial	12
2.5 Custo de Transação	13
2.6 Acordos Comerciais	14
2.7 Regimes Cambiais	15
2.8 Balança de Pagamento	16
3 COMO O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL INFLUENCIOU A FORMULAÇÃO DE POLÍTICA MACROECONÔMICA DURANTE QUATRO PERÍODOS	18
3.1 Era Padrão-Ouro (1870 – 1914)	18
3.2 Período Entreguerras (1918 – 1939).....	20
3.3 Pós Segunda Guerra Mundial – O sistema de Bretton Woods e o Fundo Monetário Internacional	22
3.4 Período de confiança nas taxas de câmbio flutuantes (1973 – presente).....	25
3.4.1 Autonomia da Política Monetária.....	25
3.4.2 Simetria.....	27
3.4.3 Taxas de Câmbio como Estabilizadores Automáticos	28
3.4.4 Taxas de Câmbio e Equilíbrio Externo.....	29
4 A HIERARQUIA INTENSIFICADA DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL FINANCEIRIZADO: A MOEDA-RESERVA MUNDIAL	31
4.1 Moeda Definida: uma breve revisão.....	31
4.2 Consolidação e Expansão do Privilégio Exorbitante.....	32
4.3 Principais Condicionantes Impostos ao SMI pela Financeirização	37
4.3.1 Natureza da Moeda Reserva	38
4.3.2 Natureza da Moeda Periférica	41
5 O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL REVISITADO: FIM DA HEGEMONIA DO DÓLAR?	44
5.1 O Euro.....	45
5.2 O Iene	47
5.3 O Renminbi.....	48
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	53
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	54

1 INTRODUÇÃO

O Sistema Monetário Internacional (SMI) desempenha um papel fundamental na interconexão econômica global, influenciando as transações comerciais, os investimentos internacionais e a estabilidade financeira entre as nações. Ao longo dos séculos, o sistema monetário sofreu transformações significativas, influenciadas por mudanças nos fatores políticos, econômicos e tecnológicos. O componente central desta narrativa gira em torno da hegemonia do dólar, que emergiu como a principal moeda de reserva e meio de troca internacional após a Segunda Guerra Mundial.

Como moeda global, o dólar traz aos Estados Unidos uma posição de influência sem precedentes – conceito conhecido como Privilégio Exorbitante. No entanto, as crescentes disparidades econômicas, as flutuações cambiais e a busca por maior autonomia econômica levaram diversas nações a explorar alternativas à dependência excessiva do dólar.

Além disso, a moeda chinesa renminbi vem apresentando um forte crescimento nos bancos centrais de vários países e a realização de vários acordos bilaterais para a realização de comércio nesta moeda – trazendo uma ameaça à hegemonia do dólar. De acordo com o Banco Central Brasileiro, o renminbi/yuan chinês ultrapassou o euro e se tornou a segunda moeda mais importante nas reservas internacionais brasileiras – representando 5,37% do total das reservas estrangeiras em 2022.

Logo, o dólar apresenta um papel central na economia global atual, afetando mercados financeiros e decisões de política monetária e fiscal de diversos países. Portanto, compreender as razões por trás dos privilégios do dólar e as implicações de uma possível desdolarização é de grande importância para entender as dinâmicas econômicas e políticas do cenário internacional.

Dito isso, o trabalho proposto tem por objetivo estudar a evolução do Sistema Monetário Internacional a partir do século XIX e o fenômeno da desdolarização, analisando como o dólar se tornou a moeda reserva do mundo e as consequências desse ocorrido. Além do mais, será discutido os benefícios econômicos de ser a moeda reserva do mundo, as tentativas de desdolarização – iene, euro, yuan – e suas principais características.

A metodologia adotada deste trabalho é fundamentada em uma revisão de literatura abrangente e rigorosa, a qual é essencial para obter uma compreensão do tema “Evolução do Sistema Monetário Internacional e as Tentativas de Desdolarização”, uma vez que permite explorar as principais teorias, pesquisas e debates existentes.

Para a realização dessa revisão de literatura, foi realizada uma extensa pesquisa em bancos de dados acadêmicos – Google Acadêmico, SciELO, Revista de Economia Contemporânea –, utilizando palavras-chaves relevantes, como: “sistema monetário internacional”; “privilégio exorbitante do dólar”; “desdolarização”; “moedas de reserva”; “sistema financeiro global”; “crescimento da utilização do yuan”. Além disso, foram consultados livros – como “Economia Internacional” de Barry Einchengreen –, artigos de revistas acadêmicas e dados oficiais de instituições financeiras – Bancos Centrais, FMI, World Development Indicators.

É de extrema importância destacar que esta revisão da literatura não é uma investigação empírica independente, mas sim uma compilação e análise de pesquisas pré-existentes. Dessa forma, ao realizá-la, contribui para o avanço e ampliação do conhecimento prévio sobre o tema, possibilitando uma compreensão mais abrangente e fundamentada sobre o Sistema Monetário Internacional e o processo de desdolarização em curso.

A monografia irá seguir uma divisão em capítulos, contendo seis seções, de modo que seja capaz de apresentar as particularidades do SMI e as tentativas de desdolarização. O atual capítulo aborda as considerações iniciais a respeito do tema deste trabalho, ou seja, apresenta a proposta de trabalho, delimitando o tema. Isso posto, o segundo capítulo será o referencial teórico do trabalho, onde será apresentado conceitos como: liquidez, dívida externa, confiança da moeda, moeda reserva mundial, acordos comerciais, custo de transação, regimes cambiais e balança de pagamento.

Iniciando o desenvolvimento do trabalho, será abordada uma revisão histórica de como o Sistema Monetário Internacional influenciou a formulação de política macroeconômica durante quatro períodos – 1870 até o presente. No quarto capítulo será analisado a hierarquia do SMI financeirizado com foco na moeda de reserva mundial (o dólar) – a consolidação e expansão do privilégio exorbitante, os principais condicionantes impostos ao SMI, natureza da moeda reserva e natureza da moeda periférica.

Segue-se para o último capítulo do desenvolvimento, onde será abordado o fenômeno da desdolarização e a importância de outras moedas – iene, euro, renminbi. Além disso, como e porque essas tentativas passadas falharam (motivações econômicas e geopolíticas) e as diferenças da atual tentativa – yuan. Por fim, será finalizado o trabalho com as considerações finais.

2 REFERÊNCIAL TEÓRICO

O objetivo deste capítulo é aprofundar os princípios e teorias fundamentais que regem o domínio da economia monetária. Isto estabelecerá uma base sólida para a compreensão da influência das decisões de políticas macroeconômicas na atividade econômica, bem como a dinâmica que existe entre os agentes econômicos e o sistema financeiro.

2.1 Liquidez

A liquidez da moeda é um conceito fundamental na economia que se refere à facilidade e rapidez com que um ativo monetário pode ser convertido em dinheiro sem perdas significativas de valor. É uma medida da prontidão com que um ativo monetário pode ser usado como meio de troca ou para realizar transações financeiras. (Keynes; 1936)

A liquidez da moeda desempenha um papel crucial na economia, pois afeta diretamente a eficiência dos mercados financeiros e a capacidade das pessoas e das empresas de gerenciar suas necessidades de gastos e fluxo de caixa (Mishkin; 2018). Quanto mais líquida for uma moeda, mais facilmente ela pode ser convertida em bens e serviços, reduzindo os custos de transação e aumentando a eficiência do sistema econômico.

Existem diferentes níveis de liquidez para os ativos monetários. A moeda fiduciária, como notas e moedas em circulação, é geralmente considerada o ativo monetário mais líquido, pois é amplamente aceito como meio de pagamento em todas as transações (Mishkin; 2018). Essa forma de moeda pode ser prontamente utilizada em transações diárias, garantindo sua alta liquidez.

Além disso, os depósitos bancários em contas correntes também são considerados ativos monetários líquidos, pois podem ser facilmente acessados e usados para pagamentos. No entanto, a liquidez dos depósitos bancários é ligeiramente menor em comparação com a moeda fiduciária, pois pode exigir a utilização de cheques, cartões de débito ou transferências eletrônicas para efetuar pagamentos (Mishkin; 2018).

Por outro lado, existem ativos monetários menos líquidos, como títulos de dívida, ações ou imóveis. Embora esses ativos possam ter valor econômico substancial, sua conversão em dinheiro pode ser mais demorada ou envolver custos significativos. Portanto, sua liquidez é menor em comparação com a moeda fiduciária e os depósitos bancários (Mishkin; 2018).

A liquidez da moeda é influenciada por vários fatores, incluindo a confiança na estabilidade econômica e no sistema financeiro, a disponibilidade de instituições financeiras

sólidas que facilitem a conversão de ativos monetários e a política monetária adotada pelas autoridades (Friedman; 1956). Uma política monetária expansionista que aumenta a oferta de moeda pode aumentar a liquidez geral da economia, tornando mais fácil para os agentes econômicos acessarem dinheiro.

No entanto, é importante ressaltar que uma alta liquidez nem sempre é desejável. Em certas circunstâncias, uma alta liquidez pode levar a pressões inflacionárias, especulação financeira excessiva ou instabilidade nos mercados financeiros (Bernanke; 2010). Portanto, é crucial que as autoridades monetárias busquem um equilíbrio adequado entre liquidez e estabilidade para promover um funcionamento eficiente da economia.

Em resumo, a liquidez da moeda refere-se à facilidade e rapidez com que um ativo monetário pode ser convertido em dinheiro sem perdas significativas de valor. É um conceito fundamental na economia, pois afeta a eficiência dos mercados financeiros e a capacidade dos agentes econômicos de realizar transações. (Huerta de Soto; 2006)

2.2 Dívida Externa

A dívida externa é o montante total de dinheiro que um país deve a credores estrangeiros. Ela representa o resultado do endividamento de um país com entidades estrangeiras para financiar suas atividades econômicas, como investimentos em infraestrutura, desenvolvimento social e importação de bens e serviços. (Krugman & Obstfeld; 2009)

A dívida externa pode ser dividida em duas categorias principais: dívida pública externa e dívida privada externa. A dívida pública externa refere-se aos empréstimos contraídos pelo governo em nome de toda a nação, enquanto a dívida privada externa é contraída por empresas privadas e indivíduos residentes no país com entidades estrangeiras (Reinhart & Rogoff; 2009).

Esse tipo de endividamento surge quando um país enfrenta déficits orçamentários ou precisa de recursos adicionais para financiar seus projetos e investimentos. É comum que os governos recorram a empréstimos no exterior quando os recursos domésticos não são suficientes para suprir essas necessidades (Eichengreen; 2018).

No entanto, é importante ressaltar que a dívida externa também envolve riscos. Um alto nível de endividamento pode levar a dificuldades no pagamento da dívida, aumento da dependência de credores estrangeiros e vulnerabilidade a mudanças nas condições financeiras globais. Além disso, uma crise da dívida pode ocorrer caso o país não consiga honrar seus compromissos, resultando em consequências econômicas graves. (Reinhart & Rogoff; 2009)

A relação entre a dívida externa de um país e a moeda de reserva mundial – particularmente o dólar –, é crucial e complexa. Em muitos casos, os países contraem empréstimos em dólar devido à sua posição como moeda de referência global. Contudo, essa prática apresenta um risco considerável, tendo em vista que a dívida aumenta se a moeda local se desvaloriza em relação ao dólar, dificultando o pagamento e gerando instabilidade financeira.

A dependência excessiva do dólar para financiar a dívida externa pode tornar os países mais vulneráveis a choques econômicos e flutuações cambiais, especialmente aqueles em desenvolvimento ou emergentes. Essa vulnerabilidade pode levar países a buscar maneiras de reduzir sua dependência, iniciando esforços de desdolarização.

Portanto, a gestão responsável da dívida externa é essencial. Os governos devem buscar um equilíbrio entre a obtenção de recursos necessários para estimular o crescimento econômico e a sustentabilidade financeira. Isso envolve a avaliação cuidadosa dos termos e condições dos empréstimos, a diversificação das fontes de financiamento e a implementação de políticas econômicas sólidas que promovam o crescimento e a estabilidade financeira a longo prazo (FMI; 2021).

2.3 Confiança da Moeda

A confiança na moeda é um elemento fundamental para o funcionamento adequado de um sistema monetário. Refere-se à crença geral dos agentes econômicos de que a moeda aceita em uma economia tem valor intrínseco e será amplamente aceita como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor (Friedman; 1992).

A confiança na moeda pode ser influenciada por diversos fatores. Em primeiro lugar, a credibilidade e a estabilidade da política monetária são cruciais. Quando os bancos centrais adotam uma postura sólida e consistente na condução da política monetária, mantendo a inflação baixa e estável, isso ajuda a fortalecer a confiança dos agentes econômicos na moeda (Bernanke; 2010).

Além disso, a confiança na moeda também está relacionada à solidez do sistema financeiro e à capacidade do governo em manter a estabilidade macroeconômica. Uma economia saudável, com baixo desemprego, crescimento econômico sustentável e políticas fiscais responsáveis, tende a gerar maior confiança na moeda (Blinder; 2013).

Outro fator importante é a governança e a transparência das instituições monetárias. Quando os processos de tomada de decisão são transparentes, as políticas monetárias são claras

e as instituições são eficientes e responsáveis, isso ajuda a reforçar a confiança na moeda (Eijffinger & Hoerberichts; 2002).

A confiança na moeda pode ser rapidamente abalada por eventos econômicos ou políticos que minam a credibilidade do sistema monetário. Por exemplo, crises financeiras, instabilidade política, corrupção ou medidas monetárias irresponsáveis podem afetar negativamente a confiança na moeda, resultando em uma fuga de capitais, desvalorização cambial e aumento da incerteza econômica (Reinhart & Rogoff; 2009).

Para preservar e fortalecer a confiança na moeda, os governos e as autoridades monetárias devem adotar políticas responsáveis, manter a estabilidade macroeconômica, garantir a integridade das instituições financeiras e promover a transparência nas políticas monetárias (Rogoff; 2016).

Em suma, a confiança na moeda é essencial para o funcionamento eficiente da economia. Ela é influenciada pela credibilidade da política monetária, estabilidade macroeconômica, governança transparente e solidez do sistema financeiro. A confiança na moeda é um elemento-chave para a realização de transações comerciais e investimentos, bem como para promover a estabilidade econômica e o desenvolvimento sustentável.

2.4 Moeda de Reserva Mundial

A moeda de reserva mundial é aquela amplamente aceita e utilizada pelos países como uma forma de pagamento internacional e como reserva de valor. Ela desempenha um papel fundamental no comércio internacional e no sistema financeiro global. Atualmente, o dólar dos Estados Unidos (USD) é considerado a principal moeda de reserva mundial, seguido pelo euro (EUR) e, em menor medida, pelo iene japonês (JPY) e pela libra esterlina britânica (GBP).

O dólar americano se tornou a principal moeda de reserva após a Segunda Guerra Mundial, com o estabelecimento do sistema de Bretton Woods em 1944. Esse sistema adotou o dólar como a âncora do sistema monetário internacional, com uma taxa de câmbio fixa em relação ao ouro. Embora o padrão ouro tenha sido abandonado em 1971, o dólar continuou a desempenhar um papel proeminente como moeda de reserva devido à estabilidade econômica e política dos Estados Unidos e à profundidade e liquidez dos mercados financeiros em dólar. (Eichengreen; 2011)

O euro, introduzido em 1999 como moeda única de várias nações europeias, também desempenha um papel significativo como moeda de reserva mundial. Ele beneficia-se da

influência econômica e do tamanho do mercado da União Europeia, sendo amplamente utilizado nas transações comerciais e financeiras internacionais. (Fratzscher; 2012)

Outras moedas, como o iene japonês e a libra esterlina, também são consideradas moedas de reserva, embora em menor escala. O iene tem uma posição sólida devido à estabilidade econômica e financeira do Japão, enquanto a libra esterlina é influenciada pelo papel histórico do Reino Unido como potência econômica e financeira. (Chinn & Frankel; 2008)

No entanto, a discussão sobre uma possível diversificação da moeda de reserva mundial tem ganhado atenção nos últimos anos. Alguns economistas argumentam que a dependência excessiva do dólar como moeda de reserva pode gerar vulnerabilidades para a estabilidade financeira global (Prasad; 2014). Isso tem levado a propostas de inclusão de outras moedas, como o renminbi chinês (RMB), no sistema de reserva global (García-Herrero & Xu; 2015).

2.5 Custo de Transação

O conceito de custo de transação refere-se aos custos envolvidos na realização de uma transação econômica, além do preço ou valor monetário direto do bem ou serviço em si. Esses custos adicionais podem incluir despesas como pesquisa de mercado, negociação, contratos, transporte, logística, seguro e até mesmo tempo e esforço dedicados à transação. O estudo dos custos de transação ganhou destaque na economia a partir das contribuições de Ronald Coase (1937) e Oliver Williamson (1975).

Segundo Coase (1937), os custos de transação são resultantes da existência de incerteza, assimetria de informações, dificuldades na coordenação de atividades econômicas e problemas de agência. Esses custos podem afetar a eficiência dos mercados e a alocação de recursos, uma vez que podem desencorajar ou dificultar as transações.

Williamson (1975) expandiu o conceito de custo de transação, enfatizando as relações contratuais e as estruturas de governança. Ele argumentou que os custos de transação são influenciados pelas características específicas das transações, como a complexidade, a incerteza, a especificidade dos ativos e a frequência das transações. Williamson propôs a análise das estruturas de governança, ou seja, as diferentes formas de coordenação econômica, como os mercados, hierarquias e contratos, como meio de minimizar os custos de transação.

Além disso, a teoria dos custos de transação tem sido aplicada em diversas áreas, como economia industrial, finanças, organização industrial e direito. Ela fornece insights importantes sobre a forma como as transações são realizadas e como as instituições e políticas podem ser

projetadas para reduzir os custos de transação e melhorar a eficiência econômica (Williamson; 1985).

É importante ressaltar que a redução dos custos de transação pode resultar em benefícios econômicos significativos. Quando os custos de transação são baixos, as trocas econômicas podem ocorrer de maneira mais eficiente, facilitando a entrada de novos concorrentes, promovendo a concorrência, aumentando o volume de negócios e contribuindo para o desenvolvimento econômico (North; 1990).

Em resumo, o custo de transação é o conjunto de custos adicionais além do preço monetário direto envolvido na realização de uma transação econômica. O estudo dos custos de transação é importante para entender os obstáculos e as formas de melhorar a eficiência das transações econômicas. A análise dos custos de transação tem sido aplicada em diversas áreas da economia, fornecendo insights valiosos sobre as estruturas de governança e as políticas para reduzir esses custos.

2.6 Acordos Comerciais

Os acordos comerciais desempenham um papel crucial no contexto econômico internacional, visando promover o comércio de bens e serviços entre países por meio da redução de barreiras comerciais. Esses acordos abrangem uma variedade de questões, como tarifas, quotas, regras de origem, facilitação do comércio e proteção de propriedade intelectual. O estudo dos acordos comerciais ganhou destaque na literatura econômica e política a partir das contribuições de Paul Krugman (1991) e Andrew Rose (2004).

Os acordos comerciais podem ser bilaterais, envolvendo apenas dois países, ou multilaterais, envolvendo vários países. Um exemplo importante de acordo multilateral é a Organização Mundial do Comércio (OMC), que busca promover o livre comércio e estabelecer regras e regulamentos para o comércio internacional. A OMC é responsável por supervisionar e negociar acordos comerciais entre seus membros (Bagwell & Staiger; 2002).

Além da OMC, também existem acordos comerciais regionais, como a União Europeia (UE), o Acordo de Livre Comércio da América do Norte (NAFTA) (agora substituído pelo Acordo Estados Unidos-México-Canadá - USMCA) e o Acordo Transpacífico de Cooperação Econômica (TPP). Esses acordos visam facilitar o comércio e a cooperação econômica entre os países membros, eliminando ou reduzindo tarifas e outras barreiras comerciais (Limão & Venables; 2001).

Os acordos comerciais têm sido objeto de estudos que analisam seus efeitos econômicos. Krugman (1991) desenvolveu o modelo de integração econômica, destacando os benefícios potenciais da liberalização do comércio para o crescimento econômico e o bem-estar. Esse modelo argumenta que a redução das barreiras comerciais permite a especialização produtiva e o aproveitamento dos ganhos de escala, levando ao aumento da eficiência e ao crescimento econômico.

Estudos empíricos também examinaram os efeitos dos acordos comerciais sobre o comércio e o crescimento econômico. Rose (2004) analisou um grande conjunto de acordos comerciais e concluiu que eles tendem a aumentar o comércio entre os países membros, resultando em ganhos econômicos significativos. No entanto, a magnitude dos efeitos varia dependendo das características específicas dos acordos e dos países envolvidos.

Em resumo, os acordos comerciais desempenham um papel importante no comércio internacional, buscando reduzir as barreiras comerciais e promover a cooperação econômica entre os países. Esses acordos podem ser multilaterais ou regionais e têm sido objeto de estudos que analisam seus efeitos econômicos. A literatura destaca os benefícios potenciais da liberalização do comércio para o crescimento econômico e o bem-estar, enquanto estudos empíricos têm examinado os impactos específicos dos acordos comerciais sobre o comércio e o crescimento econômico.

2.7 Regimes Cambiais

Para que as transações entre países sejam viáveis, é necessário ter um meio de comparar preços em diferentes nações, bem como um método para converter uma moeda em outra. A taxa de câmbio é o indicador da relação entre duas unidades monetárias distintas, ou o preço relativo entre diferentes moedas. Existem dois tipos de taxas de câmbio: fixas e flexíveis.

Dentro de um sistema de taxa de câmbio fixa, o Banco Central fixa o preço da moeda nacional em comparação com a moeda estrangeira (também conhecida como paridade cambial) e inicia a troca da moeda nacional por moeda estrangeira (ou vice-versa) para manter uma taxa de câmbio estável. Ou seja, a oferta interna de moeda aumenta ou diminui para manter a taxa cambial constante. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

Existem dois métodos pelos quais os países podem fixar as suas taxas de câmbio. A primeira é uma âncora unilateral, que é mais frequentemente utilizada pelos países em desenvolvimento. Este método envolve a fixação do valor da moeda do país em relação à de uma nação industrializada, assumindo que o país em desenvolvimento tenha total

responsabilidade pela manutenção da taxa de câmbio comprometida. O segundo método é um acordo cooperativo, que é mais comum entre economias médias e grandes. Neste caso, a responsabilidade pela manutenção de taxas de câmbio fixas é partilhada por várias nações. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

No sistema cambial flexível, a autoridade monetária não é obrigada a manter uma determinada taxa de câmbio. As flutuações na demanda e na oferta de moedas estrangeiras são absorvidas pelo ajustamento do preço da moeda estrangeira em relação à moeda nacional. O Banco Central estabelece a oferta monetária independentemente de quaisquer compromissos com taxas de câmbio específicas, permitindo-lhe flutuar em resposta a perturbações econômicas.

Os regimes cambiais situam-se entre dois extremos: as taxas semifixas que existem dentro de bandas de variação ampla ou estreita, e a flutuação “suja” das taxas que resulta da intervenção do Banco Central. Outros casos podem envolver o estabelecimento de taxas de câmbio reais como objetivo político, o que por sua vez influencia a taxa nominal. Estes casos são inevitavelmente uma combinação de taxas fixas e flexíveis. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

Segundo a classificação das taxas de câmbio, pode-se ter um sistema de taxas de câmbio fixas com uma banda de flutuação estreita em torno de um valor de paridade, um sistema de taxas de câmbio fixas com uma banda de flutuação ampla, um sistema de paridade ajustável, um sistema de paridade administrada ou um sistema de taxas de câmbio de livre flutuação. Em síntese, pode-se considerar os diferentes regimes cambiais como regimes de câmbio fixos (de puro à ajustável) e regime de câmbio flutuante (de puramente livre a administrado).

2.8 Balança de Pagamento

O balanço de pagamentos é um registro contábil de todas as transações financeiras que ocorrem entre um país e outras nações durante um período específico. Este conceito é normalmente utilizado na economia aplicada para avaliar a situação financeira de um país no cenário global. Um saldo negativo numa determinada conta implica que os pagamentos de um país no estrangeiro ultrapassam as suas receitas provenientes de fontes estrangeiras nesse tipo específico de transação. Portanto, o balanço de pagamentos é uma ferramenta crítica na análise econômica, uma vez que permite o acompanhamento do movimento de recursos financeiros e materiais entre agentes não residentes e residentes num sistema econômico específico. (Feijó, Ramos; 2013)

O balanço de pagamentos, tal como qualquer outro plano contábil, é composta por um conjunto de contas agregadas que podem ser divididas em subcontas, dependendo do objetivo da análise. Em essência, a estrutura fundamental do balanço de pagamentos pode ser resumida em três contas analíticas – que são determinadas por uma classificação econômica das transações entre não residentes e residentes. Além disso, existem três contas auxiliares projetadas para resumir informações ou fornecer consistência ao sistema. As três contas analíticas são:

1. Conta-corrente: registra o comércio de bens e serviços, pagamentos e recebimentos de rendas de capital e trabalho e as transferências unilaterais de renda entre o país e o resto do mundo.
2. Conta capital: registra as transferências unilaterais de ativos reais, ativos financeiros ou ativos intangíveis entre residentes e não residentes.
3. Conta financeira: registra todos os tipos de fluxos de capitais entre o país e o resto do mundo.

O saldo do balanço de pagamentos é igual à soma de três contas, desde que não haja erros ou omissões. Estas contas refletem as transações entre a autoridade monetária do país e o resto do mundo, e a alteração resultante nas reservas internacionais. Compreendendo as implicações intuitivas desta afirmação, pode-se concluir que o país acumula reservas internacionais quando os recebimentos do exterior superam os pagamentos para o exterior e vice-versa. (Feijó, Ramos; 2013)

É comum que a autoridade monetária não registre formalmente todas as transações entre residentes e não residentes, resultando em disparidades entre o somatório das contas correntes, de capital e financeiras e, conseqüentemente, a variação das reservas monetárias do país ao final do período em análise. Para conciliar esta questão, dispõe de uma quarta conta de natureza residual, conhecida como conta de erros e omissões, que engloba transações que não foram registadas pela autoridade monetária, mas que ainda assim impactaram as reservas internacionais do país.

A quinta conta do balanço de pagamentos é o saldo do balanço de pagamentos, que é o total dos saldos das contas corrente, de capital e financeira, juntamente com a conta de erros e omissões. Para manter o equilíbrio dentro do sistema, é adicionada uma sexta conta: a conta de ativos da autoridade monetária. Os resultados desta conta mostra que um saldo negativo representa um aumento nas reservas internacionais do país, e um saldo positivo, uma queda nas reservas internacionais. (Feijó, Ramos; 2013)

3 COMO O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL INFLUENCIOU A FORMULAÇÃO DE POLÍTICA MACROECONÔMICA DURANTE QUATRO PERÍODOS

Alcançar objetivos políticos – como garantir o pleno emprego e manter níveis de preços estáveis – tornou-se cada vez mais difícil para os governos devido à interdependência inerente às economias nacionais abertas. Os canais específicos desta interdependência dependem dos quadros monetário, fiscal e cambial que cada país escolhe adotar, coletivamente referidos como sistema monetário internacional.

Segundo Salvatore, um bom sistema monetário internacional é aquele que maximiza o fluxo do comércio e dos investimentos internacionais, visando atingir uma distribuição equitativa dos ganhos provenientes do comércio entre as nações do mundo. Nos seguintes tópicos será analisado como o sistema monetário internacional influenciou a formulação de política macroeconômica durante o período 1870 – Presente.

3.1 Era Padrão-Ouro (1870 – 1914)

O ouro desempenha papéis como meio de troca, unidade contábil e reserva de valor desde os tempos antigos, porém, o padrão-ouro como uma instituição legal tem origem em 1819, quando o Parlamento Britânico aprovou o *Resumption Act* – lei que exigia que o Bank of England reassumisse sua prática de trocar notas por ouro após as Guerras Napoleônicas (De Cecco, 1974). Posteriormente, países como Estados Unidos, Alemanha, Japão adotaram o padrão-ouro. Devido ao seu poder econômico mundial, Londres tornou-se o centro do sistema monetário internacional construído sobre o padrão-ouro. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

Dentro do padrão-ouro, o Banco Central tinha a responsabilidade de fixar a taxa de câmbio entre sua moeda e o ouro, precisando manter um estoque considerável de reserva de ouro. Assim, como as reservas internacionais tomaram a forma de ouro, o superávit ou o déficit na balança de pagamentos tinha de ser financiado por envios de ouro entre os bancos centrais. Desse modo, o padrão-ouro resulta em taxas de câmbio fixas entre todas as moedas – paridade da moeda -, podendo ficar acima e abaixo desse fenômeno. (Eichengreen; 2000)

Os superávits britânicos entre 1870 e a Primeira Guerra Mundial tiveram em média 5,2% de seu PNB, podendo atribuir esse feito a ser o centro do sistema monetário internacional – como acontece com os Estados Unidos após a adoção do padrão dólar-ouro. Entretanto, vários países que pegaram empréstimos vivenciaram dificuldades para pagarem suas dívidas externas.

Para entender por completo o padrão-ouro, é necessário analisar o mecanismo do fluxo do preço em espécie descrito por David Hume (1752). Por a oferta de moeda de cada nação consistir em ouro ou papel moeda lastreada pelo ouro, esse mecanismo consistia na ideia de que os países com superávits sofreriam expansão monetária – trazendo um aumento de seus passivos monetários –, e os países com déficits sofreriam contração monetária. Em resultado, as exportações das nações deficitárias seriam estimuladas e as suas importações desencorajadas, até que o déficit fosse eliminado – o oposto para os países superavitários.

Em teoria, esse mecanismo poderia operar automaticamente. Porém, quando os bancos centrais registaram uma diminuição contínua das suas reservas de ouro, enfrentaram a possibilidade de não conseguirem honrar os seus compromissos de troca notas monetárias. Assim, foram motivados a vender ativos nacionais numa tentativa de mitigar a perda de ouro. Isto resultou num aumento das taxas de juro nacionais e num aumento das entradas de fundos estrangeiros. (Serrano; 2002)

Por outro lado, os bancos centrais que ganharam ouro tiveram pouco incentivo para reduzir as suas importações de ouro. A principal motivação para eles foi a maior rentabilidade dos ativos nacionais que geravam juros, em comparação com o ouro “improdutivo”. Em contraste, um banco central que acumulava ouro teve a tentação de comprar ativos nacionais, levando a uma diminuição das taxas de juro, a um aumento dos fluxos financeiros e à exportação de ouro. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

A era pós-Primeira Guerra Mundial viu o conjunto de práticas – muitas vezes atribuídas a Keynes e apeladas de “regras do jogo” – que envolviam a venda de ativos nacionais durante os défices e a compra de ativos durante os excedentes. Estas medidas serviram para acelerar o movimento de todas as nações em direção aos seus respectivos objetivos de equilíbrio externo, aumentando assim a eficiência do processo de ajustamento automático incorporado no padrão-ouro. No entanto, pesquisas realizadas posteriormente revelaram que as chamadas "regras do jogo" eram frequentemente desrespeitadas antes de 1914. (Eichengreen; 2000)

Ao fixar o preço das moedas em ouro, o padrão-ouro pretendia limitar o crescimento monetário na economia mundial e, assim, garantir a estabilidade do nível de preços mundiais. Embora o nível de preços dentro dos países do padrão ouro não tenha aumentado tão acentuadamente entre 1870 e 1914, após a Segunda Guerra Mundial, os níveis de preços apresentaram mudanças imprevisíveis em um período curto de tempo, seguido por inflação e deflação. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

3.2 Período Entreguerras (1918 – 1939)

Durante a Primeira Guerra Mundial, os governos suspenderam a utilização do padrão-ouro e as despesas militares foram financiadas imprimindo moeda, resultando na rápida expansão da dívida internacional (Miaguti; 2000). Esta dívida continuou a aumentar no pós-guerra, em grande parte devido ao Tratado de Versalhes, que exigia que a Alemanha pagasse elevados níveis de reparações. Além disso, a Alemanha e outros países da Europa Central sofreram graves episódios de inflação após a guerra. Dito isso, as taxas de câmbio foram altamente instáveis entre 1919 e 1924. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

Para resolver a situação desordenada e reconhecendo a potencial insuficiência do ouro para satisfazer a necessidade de reservas estrangeiras dos bancos centrais, os governos optaram por implementar um padrão cambial de ouro modificado (Eichengreen; 2000). Este padrão, mais parecido com um padrão de câmbio-ouro do que com um padrão-ouro puro, utilizava ouro e moedas que eram conversíveis em ouro como meio de reservas internacionais.

No padrão câmbio-ouro, os países com moedas ligadas ao ouro e com défices reduziram os seus passivos do banco central se os seus ativos fossem adquiridos por países com excedentes e moedas desvinculadas. Consequentemente, os países com excedentes veriam um aumento dos seus recursos circulantes sem uma correspondente diminuição dos meios de pagamento nos países com défices, uma vez que estes últimos não adeririam às regras estabelecidas. (Eichengreen; 2000)

A competitividade econômica de Inglaterra já estava em declínio muito antes da Primeira Guerra Mundial, e o regresso da paridade do ouro em 1925 apenas serviu para agravar o problema. A inflação durante a guerra já tinha enfraquecido a posição da Inglaterra, e a emergência de Nova Iorque como um importante centro financeiro significou que Londres já não podia controlar as condições de crédito como antes. Como resultado, a instabilidade econômica da Inglaterra representou uma ameaça significativa à estabilidade do padrão-ouro reinstaurado. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

Os anos de 1929 e 1930 marcou um período de crise, à medida que os países procuravam reforçar as suas moedas, aumentando a relação entre a moeda em circulação e o stock de ouro monetário. Esta política pretendia mitigar a inflação, mas teve a consequência não intencional de causar um aumento significativo na procura de ouro monetário, ultrapassando a oferta disponível. Como resultado desta procura, o nível de preços mundiais sofreu um declínio que levou diretamente ao início da depressão. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

A crise financeira global conhecida como Grande Depressão, trouxe consigo uma onda de falências bancárias à escala mundial. A Inglaterra, em particular, foi severamente afetada e foi forçada a renunciar às suas reservas de ouro em 1931. Isto deveu-se a uma diminuição da confiança dos detentores de libras esterlinas, incluindo vários bancos, na capacidade da Inglaterra de manter o valor da sua moeda. Como resultado, estes detentores começaram a trocar as suas libras por ouro. Os países que se mantiveram fiéis ao padrão-ouro sem desvalorizar suas moedas sofreram mais durante a Grande Depressão.

Nos anos de 1929 a 1932, várias nações menores tomaram a decisão de abandonar o padrão-ouro, enquanto outras optaram por implementar taxas de câmbio flutuantes. Estes últimos países também impuseram regulamentações diretas sobre o comércio e os pagamentos, com o objetivo de isolar a crise econômica. Em 1933, os Estados Unidos também tomaram a decisão de abandonar o padrão-ouro. No ano seguinte, em 1934, foi estabelecido um novo preço para o ouro. Este novo preço resultou numa desvalorização de 70% do dólar, causada pelas moedas atreladas ao ouro e pela diferença entre os preços antigos e novos. (Miaguti; 2016)

A França e a Itália estavam entre os países que aderiram ao regime cambial com paridades fixas em relação ao ouro. Para proteger as suas taxas de câmbio, recorreram a controles comerciais para diminuir as importações. No entanto, também tiveram de utilizar medidas deflacionárias para evitar a perda de ouro. Acabaram por abandonar esta estratégia em 1936, o que levou à desvalorização das suas moedas. Apesar das grandes flutuações anteriores nas taxas de câmbio, as novas taxas estabilizaram e não foram significativamente diferentes daquelas de 1930, antes do abandono do padrão-ouro pela Inglaterra. Embora a estabilização da taxa de câmbio tenha sido alcançada, os controles comerciais e de pagamentos não foram significativamente reduzidos. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

Devido a Grande Depressão, a maioria das nações escolheu entre procurar o equilíbrio externo ou interno. Isto envolveu a redução das relações comerciais com outros países e a eliminação de desequilíbrios externos significativos através de decretos governamentais. No entanto, esta abordagem acarretou custos elevados para a economia global ao diminuir os benefícios do comércio e contribuiu para uma recuperação lenta da depressão que ainda estava incompleta em 1939 em muitos países. Se todos os países tivessem se envolvido mais no comércio internacional, teriam ficado em melhor situação, desde que a cooperação internacional tivesse ajudado cada país a manter o seu equilíbrio externo e a estabilidade financeira sem comprometer as suas políticas internas. Esta constatação foi a causa principal por trás da criação do acordo de Bretton Woods, que estabeleceu o sistema monetário internacional do pós-guerra. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

3.3 Pós Segunda Guerra Mundial – O sistema de Bretton Woods e o Fundo Monetário Internacional

Durante a década de 1930, a maioria dos países implementou regulamentações comerciais e de pagamentos rigorosas. A circulação de bens e capitais ficou restrita à permissão dos governos, promovendo um sentimento de nacionalismo no comércio internacional e nos sistemas de pagamentos. A principal intenção atrás destas políticas era combater o desemprego e salvaguardar as moedas nacionais. (Eichengreen; 2000)

Os planos para um novo sistema financeiro global após a Segunda Guerra Mundial já estavam a ser desenvolvidos por representantes de Inglaterra, liderados por John Maynard Keynes, e representantes dos Estados Unidos, guiados por Harry D. White do Tesouro dos EUA, mesmo antes do fim da guerra.

Em julho de 1944, representantes de 44 países reunidos em Bretton Woods, New Hampshire, redigiram e assinaram os estatutos do Fundo Monetário Internacional (FMI), com o objetivo de conceber um sistema monetário internacional que promovesse a estabilidade, o pleno emprego e o crescimento econômico. O acordo de Bretton Woods exigia taxas de câmbio fixas em relação ao dólar norte-americano e um preço em dólares do ouro invariável – US\$35 por onça. O sistema era uma troca de câmbio do padrão-ouro, com o dólar como principal moeda de reserva. Os EUA raramente intervieram no mercado cambial, deixando aos bancos centrais estrangeiros a intervenção quando necessário para fixar as taxas de câmbio (Serrano; 2004). Os Estados Unidos eram responsáveis, em teoria, por definir o preço do dólar em ouro. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

Em um esforço para evitar a recorrência do clima econômico caótico dos anos entre guerras, os estatutos do FMI procuraram equilibrar disciplina e adaptabilidade. A forma de controle mais rigorosa era a adesão obrigatória a taxas de câmbio fixas face ao dólar americano, que por sua vez estava ancorado ao ouro. Qualquer banco central que se envolvesse numa expansão monetária extrema para além da Reserva Federal sofreria um esgotamento das suas reservas globais. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

Após a Grande Depressão, o consenso geral foi que os governos tinham a responsabilidade de garantir o pleno emprego. Antes disso, o período entre guerras demonstrou que os governos nacionais não estavam dispostos a sacrificar o emprego interno a longo prazo em favor da manutenção do comércio livre. O acordo do Fundo Monetário Internacional (FMI) visava proporcionar margem de manobra suficiente para os países alcançarem o equilíbrio externo de forma organizada.

Os arquitetos do sistema de Bretton Woods esperavam evitar que os países fossem obrigados a implementar políticas monetárias que restringiriam o crescimento econômico. Este novo sistema era essencialmente o oposto do padrão-ouro, que subordinava a política monetária a fatores externos. Teoricamente, os decisores políticos seriam capazes de manipular deliberadamente as taxas de câmbio, sem a ameaça de ataques especulativos massivos.

A aceitação de uma moeda nacional numa economia única elimina os custos de transação. Da mesma forma, a utilização de moedas nacionais no comércio internacional promove um funcionamento mais eficiente da economia global. Para garantir o sucesso do comércio multilateral, a carta do FMI incentivou os seus membros a tornarem as suas moedas nacionais conversíveis o mais rapidamente possível. Isso significava que os residentes de um país poderiam usar a moeda estrangeira adquirida para comprar bens no exterior, vendê-la no mercado de câmbio ou vendê-la ao banco central do seu país, que poderia então trocá-la por ouro com o Federal Reserve ao preço fixo do dólar/taxa de câmbio do ouro. (Serrano; 2004)

A maioria dos países da Europa não restaurou a conversibilidade até o final de 1958, com o Japão seguindo até 1964. Dito isso, a convertibilidade inicial do dólar americano juntamente com a influência econômica e política dos Estados Unidos, bem como o seu estatuto especial no sistema de Bretton Woods, desempenharam um papel crucial no estabelecimento do dólar como a principal moeda do mundo após a Segunda Guerra Mundial.

Devido à sua livre conversibilidade, o dólar dos Estados Unidos tornou-se a principal moeda para o comércio internacional. Portanto, muitos importadores e exportadores mantêm saldos em dólares para transações. Como resultado, o dólar tornou-se uma moeda internacional que serve como meio universal de troca, unidade de conta e reserva de valor. (Serrano; 2004)

As oportunidades crescentes de transferência de fundos através das fronteiras levaram a uma correlação mais estreita entre as taxas de juro nacionais. Além disso, aceleraram-se as mudanças políticas que poderiam fazer com que um país perdesse ou ganhasse reservas internacionais. Os bancos centrais tiveram de monitorizar de perto as condições financeiras estrangeiras ou correriam o risco de perdas súbitas de reservas e da incapacidade de manter taxas de câmbio fixas. Esta necessidade de vigilância tornou-se cada vez mais imperativa a partir de 1958 e nos quinze anos subsequentes. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

Se um banco central for subitamente confrontado com uma subida nas taxas de juro externas, será obrigado a vender ativos nacionais e a aumentar a taxa de juro interna, a fim de estabilizar as suas reservas internacionais. A reintrodução da convertibilidade não resultou numa integração financeira internacional imediata e completa, como foi previsto pelo modelo de taxa de câmbio fixa (Eichengreen; 2000). Em vez disso, a maioria das nações continuou a

impor restrições às transações das contas financeiras, o que o FMI explicitamente tolerou. Embora a condição de taxas de juro internacionais iguais, conforme especificada no capítulo anterior, não tenha necessariamente persistido, as ligações entre as taxas de juro dos países tornaram-se mais inflexíveis à medida que o sistema de Bretton Woods amadureceu.

Quando um país possui um déficit persistente e considerável na balança corrente, pode ser considerado num estado de "desequilíbrio fundamental" pelos estatutos do FMI, resultando numa maior probabilidade de desvalorização da moeda. Esta suspeita de uma desvalorização iminente poderia desencadear uma crise na balança de pagamentos.

Durante uma desvalorização da libra, por exemplo, os depositantes com participações em libras esterlinas sofreriam uma perda, uma vez que o valor em moeda estrangeira dos seus ativos diminuiria com a taxa de câmbio alterada. No caso de um déficit em conta corrente na Grã-Bretanha, os detentores de libras ficariam apreensivos e transfeririam a sua riqueza para outras moedas. Para manter a taxa de câmbio da libra face ao dólar, o Banco de Inglaterra – banco central da Grã-Bretanha – teria de comprar libras e fornecer os ativos externos que os participantes no mercado desejassem deter. Caso as reservas cambiais diminuam significativamente, o Banco de Inglaterra poderá enfrentar uma escassez de recursos necessários para manter a taxa de câmbio, resultando potencialmente numa desvalorização forçada. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

Além disso, os países com excedentes substanciais na balança corrente podem ser vistos pelo mercado como candidatos viáveis à reavaliação. Como resultado, os governos tornaram-se cautelosos em relação aos realinhamentos das taxas de câmbio devido ao receio dos subsequentes ataques especulativos. Apesar disso, as crises de balança de pagamentos tornaram-se cada vez mais frequentes e intensas ao longo da década de 1960 e início da década de 1970, levando em última análise ao colapso do sistema de taxas de câmbio fixas de Bretton Woods. Como tal, a perspectiva de uma crise na balança de pagamentos aumentou a importância de atingir uma meta de conta corrente na política externa. (Eichengreen; 2000)

Por fim, o colapso do sistema de Bretton Woods pode ser atribuído, em parte, à supremacia macroeconômica dos Estados Unidos, que resultou na inflação global. Contudo, o fator-chave que levou a esta desintegração foi a inviabilidade do crucial mecanismo de ajustamento cambial, que era necessário tanto para o equilíbrio interno como externo. À medida que os fluxos financeiros internacionais se tornaram mais difíceis de gerir, os decisores políticos foram forçados a fazer um compromisso entre a estabilidade da taxa de câmbio e as metas monetárias nacionais, fazendo com que as taxas de câmbio fixas desaparecessem inevitavelmente de cena. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

3.4 Período de confiança nas taxas de câmbio flutuantes (1973 – presente)

De acordo com Einchengreen, a moeda americana mantém-se enquanto a moeda mais importante para faturamento e liquidação das transações internacionais e corresponde por quase metade do estoque mundial de títulos de dívidas internacionais. Além disso, as principais commodities são precificadas em dólar (como o petróleo).

Os EUA cortaram unilateralmente os vínculos entre o dólar e o ouro em 1971, encerrando efetivamente o sistema de Bretton Woods. Contudo, o dólar ainda continua sendo a moeda de reserva internacional, só que agora finalmente livre das duas limitações que tanto o padrão ouro-libra, quanto ouro-dólar impunham aos países que emitiam a moeda-chave. Logo, desde o colapso do Sistema Bretton Woods, o regime de taxas de câmbio passou a ser flutuante (desvinculado do ouro).

Entretanto, o aumento dos preços do petróleo a partir de 1975, a recessão dos anos 80 e a transformação de ex-países socialistas em economias de mercado não permitiu que as taxas, de fato, flutuassem no mercado. Os governos, devido a esses problemas, não permitiam que as taxas de câmbio flutuassem livremente, pois as flutuações nas taxas de câmbio afetam suas economias de maneiras mais consideráveis e diferentes que o que foi previsto por seus defensores. O caso das taxas de câmbio flutuantes se assentava em pelo menos quatro reivindicações principais, que serão discutidas a seguir.

3.4.1 Autonomia da Política Monetária

Após a dissolução do sistema de taxas fixas de Bretton Woods, outros países – além dos Estados Unidos – viram-se com opções limitadas para alcançar o equilíbrio interno e externo através da política monetária. Para manter uma taxa de câmbio fixa do dólar, estes países foram obrigados a igualar as suas taxas de juro internas com as dos Estados Unidos. Como resultado, os bancos centrais, nos últimos anos de taxas de câmbio fixas, impuseram limitações cada vez mais rigorosas aos pagamentos internacionais para gerir as suas taxas de juro e a oferta de moeda. Apesar dos seus esforços, estas limitações tiveram apenas um sucesso parcial no fortalecimento da política monetária e tiveram a consequência indesejável de distorcer o comércio internacional. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

Os defensores das taxas de câmbio flutuantes destacam que, ao eliminar a exigência de indexar os valores das moedas a outras, os bancos centrais poderiam recuperar a autoridade monetária. Por exemplo, se um banco central se deparasse com um aumento do desemprego e

desejasse aumentar a sua oferta monetária, poderia desvalorizar a sua moeda sem qualquer obstáculo legal. Da mesma forma, numa economia superaquecida, o banco central poderia reduzir a oferta monetária para diminuir a atividade sem se preocupar com entradas indesejadas de reservas que minem a sua estratégia de estabilização. Ao terem maior controle sobre a política monetária, as nações poderiam eliminar as suas barreiras distorcidas aos pagamentos internacionais. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

Além disso, os defensores das taxas flutuantes também argumentam que elas permitem que cada nação escolha a taxa de inflação desejada a longo prazo, evitando importações de inflação passiva de taxas fixadas no exterior. A manutenção de uma taxa de câmbio fixa resulta numa deslocação do equilíbrio, fazendo com que o país adote inevitavelmente a inflação externa se encontrar um aumento nos níveis de preços externos. O final da década de 1960 fez com que vários países sucumbissem à inflação das importações americanas. Ao revalorizar a sua moeda e, portanto, reduzir os preços da moeda nacional em moeda estrangeira, uma nação pode efetivamente desligar-se da inclinação inflacionista dos preços estrangeiros, assegurando a continuação do equilíbrio interno e externo. Um dos argumentos mais reveladores a favor das taxas flutuantes foi a sua capacidade, em teoria, para gerar automaticamente as alterações das taxas de câmbio que isolam as economias da inflação vigente no exterior. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

No longo prazo, a paridade do poder de compra (PPC) é responsável pelo isolamento que é observado. Quando se trata de mudanças monetárias na economia mundial, a PPC entra em ação – as taxas de câmbio acabarão por mudar para equilibrar as discrepâncias nas taxas de inflação nacionais. O crescimento monetário dos Estados, por exemplo, também está sujeito a este mecanismo. De acordo com a PPC, uma duplicação a longo prazo dos preços norte-americanos leva a uma alteração no preço do euro em dólares, reduzindo-o para metade. No entanto, isto mantém o equilíbrio interno e externo da Europa, uma vez que a taxa de câmbio real entre o dólar e o euro permanece inalterada. Efetivamente, a PPC prevê a alteração exata da taxa de câmbio que protege a Europa da inflação dos EUA.

As flutuações cambiais nos EUA podem levar a um aumento instantâneo dos preços e a um aumento correspondente nas taxas de câmbio. Este aumento pode nem sempre seguir os níveis previstos de paridade do poder de compra (PPC), uma vez que os negociantes de moeda podem intervir para corrigir as flutuações. Ao deslocarem as taxas de câmbio para os valores de longo prazo previstos, aceleram o ajustamento de taxas flutuantes imprevisíveis.

De acordo com as diretrizes de Bretton Woods, os países tiveram de tomar uma decisão entre manter as suas taxas de câmbio do dólar e ajustar as suas moedas com base na inflação

dos EUA. Isto contrastou com outras nações que não estavam sujeitas a estas regras e tinham mais liberdade nas suas taxas de câmbio (Serrano; 2004). Contudo, sob o câmbio flutuante, o mercado cambial gera automaticamente as alterações das taxas de câmbio que protegem os países da inflação dos Estados Unidos. Uma vez que esse resultado não requer quaisquer decisões de política governamental, as crises de reavaliação ocorridas sob taxas de câmbio fixas são evitadas. (Gaspar; 2015)

A noção de que o isolamento da inflação é parte integrante da autonomia política é apoiada por propostas de longo prazo, mas a análise econômica revela que, no curto prazo, as mudanças monetárias e fiscais têm um impacto para além das fronteiras nacionais quando estão em jogo taxas flutuantes. Os críticos das taxas flutuantes estavam certos ao afirmar que não protegeriam totalmente os países contra choques de política externa. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

3.4.2 Simetria

O abandono do sistema de Bretton Woods foi defendido pelos defensores das taxas flutuantes para eliminar as assimetrias que criaram conflitos internacionais nas décadas de 60 e 70. A posição central do dólar no sistema monetário levou a duas principais assimetrias. Primeiro, os bancos centrais internacionais mantiveram as suas moedas em relação ao dólar e acumularam dólares como reservas, resultando na Reserva Federal dos EUA a ditar a oferta monetária mundial, apesar dos bancos centrais estrangeiros terem pouca influência sobre as suas próprias ofertas monetárias. Segundo, sob condições de “desequilíbrio fundamental”, qualquer país estrangeiro tinha a capacidade de reduzir o valor da sua moeda em comparação com o dólar. Contudo, os Estados Unidos não conseguiram desvalorizar a sua moeda em relação às moedas estrangeiras devido às regras do sistema. Em vez disso, a desvalorização do dólar levou a um período de negociações extensas entre múltiplas partes.

A eliminação das assimetrias econômicas pode ser conseguida através da implementação de um sistema de taxas de câmbio flutuantes. Com os países já não vinculando as suas taxas de câmbio ao dólar dos EUA, podem agora manipular eficazmente as suas próprias políticas monetárias. Da mesma forma, os EUA podem agora modificar as suas taxas de câmbio através de políticas monetárias ou fiscais sem enfrentar quaisquer obstáculos. O mercado cambial será agora responsável por determinar as taxas de câmbio, e não o governo. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

Depois de 1973, o sistema monetário internacional não conseguiu alcançar a simetria, apesar da contínua intervenção e retenção de reservas em dólares pelos bancos centrais. Embora o euro tenha crescido em importância como moeda de reserva global, a libra esterlina perdeu recuo. No entanto, o dólar continuou a ser o principal elemento das reservas oficiais de praticamente todos os bancos centrais. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

O sistema de taxas flutuantes, segundo o economista Ronald McKinnon, tem semelhanças com o sistema monetário de reserva dos acordos de Bretton Woods em alguns aspectos. McKinnon aconselha a implementação de um mecanismo de correção monetária mais simétrico para compensar as flutuações na oferta monetária global. No início da década de 2000, os esforços da China para restringir a valorização da sua moeda em relação ao dólar dos EUA resultaram num aumento substancial das reservas em dólares, o que pode ter apoiado a anterior expansão econômica mundial e contribuído para a crise financeira de 2007-2009. Como resultado, alguns economistas têm caracterizado o período do início e meados da década de 2000 como um “sistema de Bretton Woods revivido”. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

3.4.3 Taxas de Câmbio como Estabilizadores Automáticos

Um longo período de desemprego doméstico poderia surgir sob o sistema de Bretton Woods se a procura de exportações diminuísse permanentemente, conduzindo a uma situação de “desequilíbrio fundamental”. Isto causaria a desvalorização da moeda ou a queda dos salários e dos preços, resultando em incerteza sobre as intenções do governo. Seriam incentivadas as saídas de capitais especulativos, o que agravaria a situação ao reduzir as reservas do banco central e reduzir a oferta de moeda nacional durante um período de desemprego (Serrano; 2004). Os defensores das taxas flutuantes argumentam que o mercado cambial resultaria automaticamente na necessária depreciação da moeda real através de uma alteração da taxa de câmbio nominal, o que reduziria ou mesmo eliminaria a necessidade de aumentar o nível de preços através do desemprego. Como isso aconteceria instantaneamente, não haveria risco de perturbação especulativa, como ocorreria sob uma taxa fixa.

Desde 1973, a economia global passou por transformações estruturais significativas. Isto teve impacto no custo da produção nacional, tornando improvável que qualquer regime cambial definido fosse sustentável sem grandes mudanças. Se as economias dos países industrializados tivessem de continuar comprometidas com taxas de câmbio fixas, não teriam sido capazes de resistir tão bem ao ataque de duas crises petrolíferas. Na ausência de restrições ao capital, haveria ataques frequentes de especuladores semelhantes aos que levaram à queda

do sistema de Bretton Woods. O setor financeiro global registou um rápido crescimento devido ao relaxamento de alguns controlos de capital previamente estabelecidos sob taxas de câmbio flutuantes. O afrouxamento dos controles permitiu maiores ganhos no comércio intertemporal e no comércio de mercadorias, dos quais muitos países puderam tirar partido. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

Depois de 1981, a expansão fiscal dos EUA teve implicações interessantes para a capacidade de estabilização de uma taxa de câmbio flutuante. A valorização do dólar levou a uma desaceleração da inflação internamente, o que acabou por melhorar os termos de troca do consumidor norte-americano. Esta recuperação econômica teve um efeito de repercussão que se estendeu para além das fronteiras da América. (Serrano; 2004)

As alterações na procura agregada podem prejudicar determinados setores da economia, mesmo durante mudanças globais nos níveis de produção e de preços, como evidenciado pelo fortalecimento do dólar após 1981. Tais impactos prejudiciais podem ser vistos nas lutas enfrentadas pela agricultura dos EUA, que não recebeu quaisquer benefícios diretos, apesar da transmissão da expansão fiscal dos EUA para o exterior. Complicações regulatórias excessivas e a necessidade de maior proteção também podem surgir como consequências de alterações na taxa de câmbio real. Estes resultados desafiam a noção de que as taxas flutuantes podem funcionar como um amortecedor estabilizador para a economia como um todo. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

A flexibilidade de um sistema de taxas flutuantes pode ajudar a facilitar os ajustamentos necessários nas taxas de câmbio reais quando existem alterações permanentes nas condições do mercado de bens. As tentativas de intervir nas taxas de câmbio nominais indexadas para evitar este eventual ajustamento são inúteis porque a moeda é neutra no longo prazo, o que a torna incapaz de criar alterações duradouras nos preços relativos. A década de 1980 ensinou que a indexação das taxas pode ser necessária nos casos em que é dispendioso para os fatores de produção movimentarem-se entre diferentes setores de uma economia durante choques temporários no mercado de produção. (Serrano; 2004)

3.4.4 Taxas de Câmbio e Equilíbrio Externo

Um benefício final alegado para taxas de câmbio é ser uma forma de contornar a emergência de elevados défices ou excedentes da balança corrente. Por exemplo, os países com grandes défices da balança corrente incorreriam em dívidas externas e aumentariam gradualmente a sua dívida externa. Isto resultaria na obrigação de maiores excedentes de

exportação, a fim de saldar dívidas. Para conseguir isso, seria necessária uma moeda em queda livre (Serrano; 2004). A depreciação da moeda pode ser antecipada pelos especuladores, fazendo com que os defensores das taxas flutuantes recomendem antecipadamente a redução da moeda. Isto, por sua vez, criará um aumento a curto prazo na competitividade das exportações e nas despesas de importação. A manutenção desta especulação evitará que os défices da balança corrente se tornem demasiado elevados. Alternativamente, se a apreciação substituir a depreciação, os excedentes externos tornam-se limitados através do mesmo mecanismo. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

Os especuladores experimentariam a estabilização através de taxas de câmbio flutuantes, o que significa que as taxas seriam consistentemente ajustadas em direção ao equilíbrio externo. Esta crença implica que a flutuação cambial não seria excessivamente errática.

Após 1973, o resultado dessas previsões foi uma mistura - certas previsões foram consideradas verdadeiras, mas no geral, os defensores de um sistema de taxas flutuantes estavam demasiado esperançosos de que um mecanismo de taxa de câmbio orientado para o mercado pudesse funcionar sem enfrentar quaisquer problemas relacionados com a turbulência do mercado cambial ou disputas políticas entre nações. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

Pode-se dizer que a decisão da China de restringir a livre flutuação da sua própria moeda desempenhou um papel nos desequilíbrios que ocorreram globalmente na década de 2000. Caso o yuan chinês tivesse sido autorizado a valorizar-se no mercado cambial, os excedentes da China e os défices noutras partes do mundo poderiam ter sido menores.

Antes de a China se tornar um ator importante na economia global e de o euro ser criado, já víamos grandes défices e excedentes na balança corrente, como o défice dos EUA na década de 1980 e os consistentes excedentes do Japão. Estes desequilíbrios permaneceram por longos períodos antes de serem feitos ajustamentos. Quando as taxas de câmbio reais sofrem grandes flutuações, fazendo com que os países se desviem significativamente do equilíbrio externo, chamamos isso de desalinhamento, muitas vezes provocando pressão política para proteger os mercados internos contra as importações.

4 A HIERARQUIA INTENSIFICADA DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL FINANCEIRIZADO: A MOEDA-RESERVA MUNDIAL

Foi visto no capítulo anterior como o SMI – Sistema Monetário Internacional – influenciou a formulação de políticas macroeconômicas de 1970 até o presente. Neste capítulo será examinado as repercussões dessa financeirização no SMI. A premissa central desta análise é que a financeirização – que se refere à criação de um quadro sistêmico para a acumulação de capital onde as finanças desempenham um papel fundamental – levou a alterações na natureza fundamental da moeda dominante. Estas alterações resultaram, por sua vez, em modificações significativas nas características e consequências da hierarquia monetária.

4.1 Moeda Definida: uma breve revisão

De acordo com Krugman, Obstfeld e Melitz (2009), a moeda serve um propósito crucial como meio de troca, uma ferramenta aceita para efetuar pagamentos. A necessidade de um meio de troca torna-se evidente quando se considera um mundo onde o comércio de escambo é a única forma de comércio. Num mundo assim, a aquisição de bens e serviços exigiria a negociação direta com terceiros, o que conduziria a uma perda de tempo significativa.

Uma das vantagens mais significativas da moeda é a sua capacidade de eliminar enormes custos de investigação associados aos sistemas de troca. Isto deve-se ao fato de a moeda ser universalmente aceita, permitindo assim que os indivíduos vendam os seus produtos e serviços àqueles que deles necessitam, sem terem de se envolver em extensas pesquisas para negociar com os produtores dos bens e serviços de que necessitam. Sem um meio de troca padronizado e conveniente, uma economia contemporânea e complexa não funcionaria.

O segundo papel importante da moeda é como unidade de conta, ou seja, uma medida de valor amplamente reconhecida. A função das taxas de câmbio é facilitar a conversão dos preços expressos nas moedas de vários países em termos que possam ser comparados entre si. A prática de fixar preços de bens e serviços em termos de uma moeda única – atualmente o dólar – agiliza os cálculos econômicos, simplificando o processo de comparação de preços entre diferentes mercadorias. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

O último papel significativo da moeda é ser utilizada para transferir poder de compra do presente para o futuro, ou seja, a moeda também é um ativo ou uma reserva de valor. Essa característica é essencial para qualquer meio de troca, tendo em vista que ninguém aceitaria como forma de pagamento de bens e serviços caso o seu valor desaparecesse. A função da

moeda como meio de troca torna-a inerentemente o ativo mais líquido disponível – facilmente convertido em bens e serviços sem incorrer em elevados custos de transação. Logo, dado que a moeda é amplamente aceita como forma de pagamento, ela serve como referência para avaliar a liquidez de outros ativos. (Krugman, Obstfeld, Melitz; 2009)

4.2 Consolidação e Expansão do Privilégio Exorbitante

Como foi observado no capítulo anterior, ao longo da Segunda Guerra Mundial junto com acordos comerciais – como Bretton Woods –, os Estados Unidos lograram tornar sua moeda a de referência internacional.

Após a Segunda Guerra Mundial em 1947, a Europa e o Japão passaram por esforços de reconstrução que foram influenciados pela política de contenção da União Soviética. O Plano Marshall, que foi implementado durante este período, acabou por solidificar a posição do dólar dos Estados Unidos no sistema econômico global. Isto foi conseguido através da utilização do dólar como um componente chave na resolução de questões relacionadas com o abastecimento de petróleo e na prestação de uma assistência econômica mais ampla. (Metri; 2015)

As décadas seguintes testemunharam uma situação semelhante como resultado do prolongamento da Guerra Fria e das políticas de contenção da URSS. O posicionamento estratégico dos Estados Unidos desempenhou um papel significativo não só ao facilitar o acesso ao seu mercado interno para as exportações dos países aliados, mas também ao encorajar o financiamento e o investimento direto das suas empresas e bancos no estrangeiro. Este apoio externo proporcionou condições favoráveis ao desenvolvimento econômico destas nações. No entanto, também levou ao que ficou conhecido como “desenvolvimento a convite”, que fortaleceu a moeda dos EUA ao consolidar estas economias nacionais sob o domínio monetário do dólar. Arrigui (1996, p. 306) reforça esse posicionamento:

A integração europeia e a expansão econômica mundial exigiam uma reciclagem muito mais abrangente da liquidez mundial [em dólares] do que estava implícita no Plano Marshall e em outros programas de assistência. Essa reciclagem mais abrangente [em dólares] acabou por se materializar no mais maciço esforço de rearmamento que o mundo já vira em tempos de paz.

À medida que os países do mundo capitalista começaram a acumular reservas em dólares em maiores quantidades, os Estados Unidos capitalizaram as suas capacidades de despesa e financiamento. As suas instituições financeiras garantiram inicialmente uma posição

privilegiada nas operações internacionais, sendo as únicas entidades com capacidade de manter depósitos e gerar poder de compra em dólares (Helleiner; 1994). Isto concedeu à política externa americana uma ferramenta influente de reforço. No meio da Guerra Fria, os EUA forneceram ajuda econômica aos seus aliados mais cruciais, ao mesmo tempo que impuseram sanções e bloqueios econômicos aos seus adversários. (Grzybowski; 1973)

Os acordos de Bretton Woods, embora concedessem aos Estados Unidos uma posição privilegiada na economia mundial, também impuseram certas limitações. Estas restrições centraram-se na manutenção da paridade entre o ouro e o dólar, bem como na garantia de um equilíbrio nas Transações Correntes dos Estados Unidos na sua Balança de Pagamentos, de modo a evitar um crescimento excessivo da dívida externa em dólares sem um aumento correspondente na reservas de ouro. Os Estados Unidos atuaram como uma espécie de banco para o sistema econômico global, emprestando dinheiro para investimentos a longo prazo e contraindo empréstimos a curto prazo através de uma conta de capital autônoma, mantendo ao mesmo tempo um nível consistente de reservas de ouro na conta de capital compensatório. (Minsky; 1993)

Durante a década de 1970, após o fim do sistema Bretton Woods, os esforços diplomáticos monetários para preservar o valor do dólar apoiaram-se fortemente no petróleo. A presença militar dos Estados Unidos e a correspondente influência sobre o governo da Arábia Saudita garantiram que o preço das exportações de petróleo da Arábia Saudita permanecesse denominado em dólares, apesar da sua conduta nos mercados cambiais. Isto persistiu apesar das sugestões da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) para utilizar uma moeda diferente para definir os preços das exportações de petróleo.

Os EUA também exerceram o seu direito de veto dentro do FMI para impedir qualquer sugestão de substituição do dólar por Direitos Especiais de Saque como moeda de referência internacional. Ao mesmo tempo, também se opuseram a quaisquer propostas de redirecionamento de petrodólares através do FMI. (Helleiner; 1994; p. 111)

Tavares sugere que os Estados Unidos adotaram uma política de "diplomacia do dólar forte" para proteger a posição da sua moeda na hierarquia monetária global e para estabelecer cooperação econômica com os países centrais. Isto foi conseguido através da aplicação de políticas econômicas que resultaram numa recessão econômica, bem como da implementação de uma agenda global que promoveu a liberalização e a desregulamentação financeiras. Em suas palavras:

Na reunião mundial do FMI de 1979, Mr. Volcker, presidente do FED, retirou-se ostensivamente, foi para os EUA e de lá declarou ao mundo que estava contra as propostas do FMI e dos demais membros (...). A partir desta reviravolta, Volcker subiu violentamente as taxas de juros interna e declarou que o dólar manteria sua situação de padrão internacional e que a hegemonia da moeda americana iria ser reestruturada (Tavares, 1985, p. 33).

No final do século XX, a globalização teve um impacto profundo na economia mundial, levando a um aumento exponencial das atividades financeiras nos mercados internacionais. Este aumento nos fluxos de capitais, juntamente com a liberalização cada vez maior dos seus movimentos, resultou numa imensa pressão sobre os mercados cambiais e subsequentemente causou uma instabilidade nas paridades entre as principais moedas do mundo a partir de meados da década de 70 e continuando com ainda mais intensidade nos anos que se seguiram.

Nesse novo contexto, a autonomia sobre a política econômica e a promoção do desenvolvimento nacional tornaram-se mais complexas, acentuando o papel das reservas internacionais. Na era do liberalismo pós-Guerra Fria, onde os controles de capitais estavam ausentes e os fluxos de capitais especulativos cresceram desproporcionalmente, as taxas de câmbio começaram a seguir diferenciais de juros. Consequentemente, as autoridades foram obrigadas a acumular reservas internacionais nos seus bancos centrais para fazer frente à violência que os ataques especulativos adquiriram, para assim garantir a autonomia sobre a política econômica, resguardar a capacidade de importação e viabilizar o desenvolvimento econômico.

Dito isso, foi observado predomínio do dólar como principal moeda na composição das reservas internacionais. De acordo com os dados do FMI relativos à *currency composition of official foreign exchange reserves (COFER)*, em 1990, das reservas alocadas, 47% eram em dólares; em 2000, 71%; em 2010, 62%; e, em 2017, 64%²⁰. Na composição das reservas em dólar nos Bancos Centrais há o predomínio dos títulos públicos dos Estados Unidos.

Os Estados Unidos conseguiram garantir os seus títulos públicos com risco de crédito mínimo, elevada liquidez e uma ampla gama de vencimentos, bem como uma infraestrutura de mercado de última geração, ao promoverem a utilização de dólares num mercado global desregulamentado e liberalizado. Esta política resultou numa procura quase infinita por estes ativos financeiros. Essa demanda sem limites aparentes pelos U.S. Treasuries foi percebida por Tavares ainda nos primeiros momentos da formação desse sistema globalizado.

Estes ativos tornaram-se um ponto de referência crucial para determinar o preço de outros títulos nos mercados privados de rendimento fixo. Servem como importantes

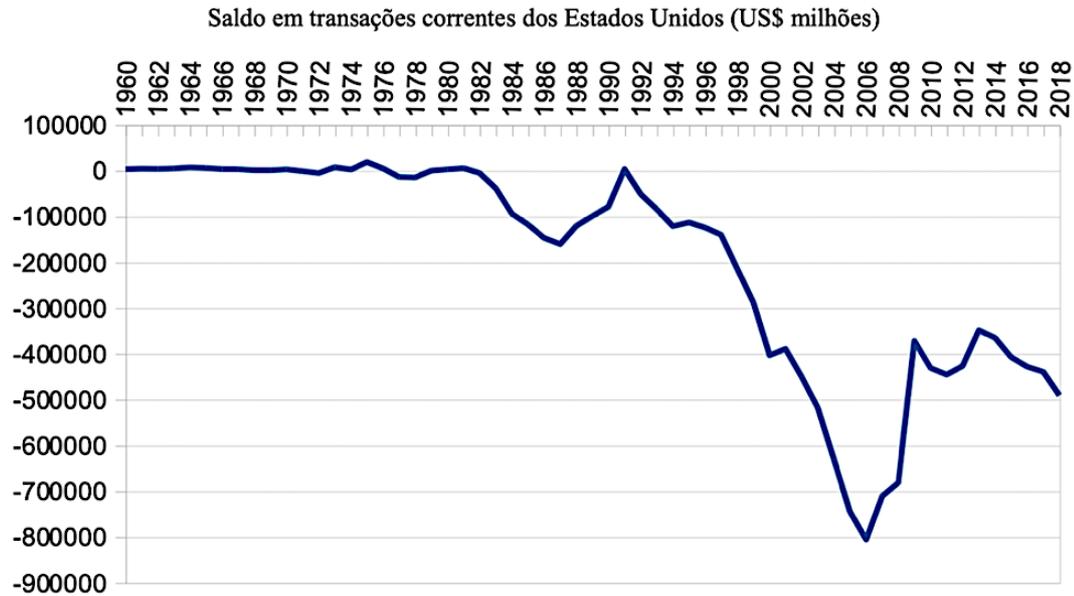
ferramentas de cobertura para a gestão do risco associado às flutuações das taxas de juro e permitem o financiamento de posições no mercado financeiro, ao mesmo tempo que gerem eficazmente a liquidez. Dado o seu baixo risco de crédito, os títulos do Tesouro são uma opção segura de investimento a longo prazo que os investidores institucionais incluem frequentemente nas suas carteiras. Além disso, emergiram como o porto seguro mais significativo dentro do sistema financeiro internacional. Sendo o ativo mais líquido, os títulos do Tesouro funcionam como quase-moedas, tornando-os uma parte indispensável do panorama financeiro. (Metri; 2003)

Essa demanda sem limites aparentes pelos U.S. Treasuries foi percebida por Tavares ainda nos primeiros momentos da formação desse sistema globalizado.

Um aspecto muito importante é que isso [uma maciça transferência de renda e de capitais do resto do mundo para os EUA] permite fechar o déficite estrutural financeiro do setor público. Tudo se passa como se cada vez que o FED joga títulos de dívida pública no mercado, ele tivesse certeza de que os títulos serão colocados em todas as estruturas bancárias e junto a todos os rentistas, de países desenvolvidos ou não (Tavares, 1984, p. 41).

Pelo lado das contas externas, o sistema monetário pós Guerra Fria vem proporcionando expressiva liberdade para os Estados Unidos acumularem crônicos e estruturais desajustes. Em 1980 e 1981, os saldos das transações correntes foram algo positivos, conforme ilustrado no gráfico abaixo. Contudo, a partir do ano seguinte, a economia dos EUA começou a apresentar déficits repetidos alimentados por resultados negativos da balança comercial.

A situação deteriorou-se ainda mais no resto da década de 1990, à medida que o déficite da balança corrente se tornou cada vez mais grave. Após um breve excedente em 1991, os Estados Unidos começaram a registar um declínio constante que durou mais de 15 anos, até à crise econômica de 2008. Embora tenha ocorrido um ajustamento de metade do déficite, embora sem a sua eliminação, mantêm-se desde então em patamares bastante elevados.



Fonte: Bureau of Economic Analysis. Disponível em: <http://beagov.prod.acquia-sites.com>.

É nesse sentido que os déficits em Transações Correntes devem ser entendidos como a contrapartida da capacidade da economia dos Estados Unidos absorver parte significativa da riqueza financeira mundial, sobretudo na forma de capital de curto prazo (especulativo), para dentro de seu sistema financeiro nacional.

Em resumo, apesar dos problemas crônicos e estruturais nas Transações Correntes, não há como escapar da posição do dólar ou de ataques de natureza especulativa. Não existem pressões para tornar consistentes os desequilíbrios macroeconômicos dos EUA. Tendo em vista que este país consegue transferir o fardo dos seus desajustamentos para outros, assim que a estratégia mais eficaz para o desenvolvimento e o avanço econômico autônomo é acumular ativos em dólares, especialmente títulos do Tesouro dos EUA.

Portanto, a capacidade dos Estados Unidos de financiar e gastar após a Guerra Fria está diretamente ligada ao estabelecimento desse sistema monetário. Este sistema permitiu ao país expandir ainda mais a sua presença militar através de continentes, mares e oceanos. Atualmente, é possível falar que os Estados Unidos têm um privilégio exorbitante ampliado. Embora outros possam ver a dívida excessiva como um sinal de vulnerabilidade e confiança, para os Estados Unidos é visto como um sinal de força. Esta força está enraizada num sistema de coerção e tributação mundial.

4.3 Principais Condicionantes Impostos ao SMI pela Financeirização

A financeirização, vista como um padrão sistemático de acumulação de capital, envolve inerentemente uma hiper valoração de ativos em forma líquida, que traz uma preferência por liquidez. Carneiro (2019, 2020) sugere que esta tendência é acompanhada por períodos de avaliação mais curtos, bem como pelo aumento da liquidez dos ativos, definida como a capacidade de os converter rapidamente numa forma mais geral de riqueza, através do surgimento de mercados secundários. Um dos resultados significativos da financeirização é a conversão de ativos ilíquidos em líquidos, impulsionada por uma estratégia de valorização e realização de ativos.

Buiter (2007) enfatiza que um dos elementos primários da financeirização é a conversão de ativos difíceis de vender em ativos facilmente negociáveis por meio de securitização. Aglietta e Valla (2017) baseiam o seu argumento em uma noção keynesiana clássica, a especulação, e postulam uma diferenciação entre valor fundamental e valor especulativo nos mercados organizados. A primeira deriva dos retornos e das taxas de juro esperados, enquanto a segunda se baseia na antecipação de alterações nos preços dos ativos, que são algo autónomas das primeiras variáveis.

No contexto da financeirização, o funcionamento do SMI traz à tona a ampliação do papel da moeda como reserva de valor, bem como a liquidez da riqueza financeira, mesmo a nível internacional. Como resultado, a moeda de reserva da economia global é a forma de riqueza mais líquida entre as diversas moedas de ativos que circulam no mundo, e a sua expansão é provocada pela abertura de contas financeiras em diferentes nações.

Atualmente, a natureza dominante da moeda de reserva deriva da sua função de garantir riqueza em forma líquida ou em mercados financeiros profundos. As demais funções concorrentes, como meios de pagamento ou unidades de conta, estão vinculadas e, até certo ponto, subordinadas a esta função primária. Além disso, mercados financeiros amplos e o tamanho da economia e das suas relações comerciais são dois elementos cruciais para a eleição de uma moeda reserva. (Eichengreen, Mehl e Chitu; 2018)

Dito isso, quando se analisa os vários propósitos da moeda conclui-se que cada uma destas funções – servir como unidade de conta, facilitar transações como meio de troca e armazenar valor – são igualmente importantes, interligadas e reforçam-se mutuamente quando se trata da seleção e manutenção de uma moeda de reserva. Embora esta afirmação seja indiscutível por si só, é válido ressaltar que em uma economia moderna com fluxo de capitais

irrestrito, a função de reserva da moeda tem precedência sobre as outras, fazendo com que sejam subordinados a ela.

4.3.1 Natureza da Moeda Reserva

Uma das características mais notáveis do atual SMI é a natureza fiduciária da moeda de reserva, o dólar, tendo em vista que contrasta com períodos anteriores em que a moeda estava diretamente ligada ao ouro (padrão libra-ouro) ou tinha paridade com ele (padrão dólar). É fundamental reconhecer que a presença de lastro ou títulos restringe o funcionamento da moeda de reserva, exigindo a sua submissão e facilitando a sua aceitação.

Em contraste, a moeda fiduciária de reserva é uma moeda concebida para o uso internacional, sem que nenhum Estado supranacional seja responsável pela sua emissão. Baseia-se apenas na confiança porque, além de estar desvinculado do ouro, o banco central do país emissor não atua como credor de última instância neste cenário. Portanto, a manifestação mais significativa da natureza fiduciária da moeda de reserva é o fato de ser uma moeda internacional sem quaisquer instituições, como o BC e o Tesouro, garantindo o seu sustento.

Como foi analisado no capítulo anterior, nos regimes progressos – padrão-ouro e dólar-ouro – a vinculação ao metal era um mecanismo que tinha como objetivo ampliar a confiança em uma moeda que circulava fora de suas fronteiras. De acordo com Eichengreen (2019), os sistemas em vigor na época eram definidos por duas propriedades principais. Em primeiro lugar, a paridade da moeda era fixa ou reajustável e estava associada ao ouro. Em segundo lugar, a convertibilidade do ouro assegurava a garantia da paridade. Estas características faziam com que a utilização da moeda a nível internacional se baseasse não apenas na confiança, mas também em fatores empíricos.

Caso uma moeda reserva – a qual um dos principais atributos é exatamente o de ser reserva de valor – se desvaloriza em relação ao ouro ou as demais moedas do sistema, muito provavelmente perderia seu status como tal. Porém, isso não é verdadeiro no regime do dólar fiduciário, onde a moeda reserva sofre flutuações significativas. Isto deve-se em grande parte ao fato de outras moedas – com exceção de algumas – perderem seu caráter enquanto tal, convertendo-se em ativos. Ou seja, o dólar seria rigorosamente a única moeda reserva e estritamente reconhecida. (Carneiro & De Conti, 2020)

A questão da seleção/eleição de uma moeda de reserva é destacada pela observação acima. Normalmente, esta questão tem sido abordada através da análise de quão bem uma moeda desempenha funções monetárias essenciais em uma escala internacional – unidade de

conta, meio de pagamento e reserva de valor. Como visto acima, é geralmente aceita que a utilização de uma moeda internacional nestas três funções está ligada à dimensão da sua economia, particularmente à sua importância no comércio internacional e na geração de fluxos de investimento direto. O papel da moeda como reserva de valor é reforçado pelas funções de meio de pagamento e unidade de conta de forma sinérgica. (Carneiro & De Conti, 2020)

Além disso, a proposição acima fornece uma interpretação robusta dos fatores econômicos que fizeram com que a libra-ouro ou o dólar-ouro tivessem um status proeminente nos seus respectivos SMIs. No entanto, não explica como o dólar continua a ser a moeda de reserva no atual SMI, apesar do fato dos EUA terem registado déficits nas transações correntes das suas contas externas desde a década de 1970 e já não serem um exportador líquido de capital – diminuindo sua influência no comércio internacional.

De acordo com autores como Helleiner e Kirshner (2012), é justamente esse *turning point* de déficits sistemáticos em transações correntes que caracterizam a perda de preeminência tecnológico-produtiva dos EUA. Como resultado, os EUA apoiam cada vez mais a liberalização dos fluxos de capitais para ancorar o seu domínio nas finanças, em vez de no comércio e na produção. Segundo a OMC, o peso das exportações dos EUA no total mundial cai de 22% em 1948 para 9% em 2018. Sua importância no comércio internacional só não declina na mesma proporção por conta do seu peso nas importações totais que se mantem em torno de 13% no mesmo período. Obviamente, às custas de um crescente e recorrente déficit comercial.

Todavia, o principal fator que demonstra a mudança na natureza do dólar como moeda de reserva é a posição internacional de investimento dos EUA. Inicialmente, esta posição era positiva, indicando ativos líquidos, e aumentou de forma constante até 1980. No entanto, começou a diminuir e atingiu o seu primeiro valor negativo em 1989, indicando um passivo externo líquido. Desde então, este valor continuou a aumentar e atingiu 51% do PIB em 2019. Estes dados indicam a acumulação de défices externos e, mais significativamente, a perda de preeminência como exportador de capitais vis a vis a absorção de capitais externos, sob várias formas.

Logo, a explicação para a contínua prevalência e amplificação do dólar como moeda de reserva pode ser atribuída à sua função como reserva de valor, como evidenciado pelos fatos históricos. Em uma economia financeirizada e com um SMI marcado pela abertura gradual, crescente e abrangente das contas de capital, o principal determinante da posição de uma moeda como reserva de valor é a sua capacidade de ancorar a riqueza financeira. Os amplos e resilientes mercados de capitais dos EUA são um fator crítico para transformar o dólar na moeda que estabiliza a riqueza global. Os dados recolhidos nas bases de dados estatísticas do FMI e

do BIS, compilados por Carneiro (2010) e atualizados por Kaltenbrunner e Lysandrou (2017), mostram que os mercados de capitais americanos representam 40% do conjunto dos mercados de capitais de todos os países.

A partir desta caracterização, cabe discutir no que consistiria o privilégio exorbitante da moeda nesse SMI, no qual o dólar é a moeda reserva. Durante os anos 60, o presidente francês Charles de Gaulle chamava de “Privilégio Exorbitante” dos Estados Unidos que podiam financiar seus déficits na balança de pagamentos emitindo sua própria moeda sem lastro e, portanto, se beneficiando de um ganho de senhoriagem internacional. Dito isso, esse ganho seria medido exatamente pelo tamanho do déficit na balança de pagamentos americana, que seria idêntico à emissão de moeda internacional pelos Estados Unidos.

Parboni (1981) foi um dos autores que questionou parcialmente esse fato pois, pelo menos a partir do final dos anos 1960, com o crescimento do circuito offshore do eurodólar, os bancos internacionais também eram vistos como fonte de emissão de dólares para a economia internacional. Sendo assim, o déficit da balança de pagamentos americano seria apenas o aumento da “base monetária” internacional e que os bancos internacionais “multiplicariam”, aliás sem grande controle das autoridades americanas, criando a “oferta monetária” internacional. Nesse caso, o ganho de senhoriagem internacional seria dividido entre os Estados Unidos e os bancos internacionais.

Segundo Kindleberger (1987), a questão da senhoriagem – lucro do governo derivado da emissão de moeda – não foi considerada muito significativa no argumento americano. Isto aconteceu pois os bancos centrais dos países aliados não detinham dólares como reservas, a fim de compensar os déficits americanos na balança de pagamentos. Em vez disso, estes bancos mantinham as suas reservas em títulos do governo americano que eram altamente líquidos e pagavam “juros de mercado”. Consequentemente, nenhum ganho de senhoriagem foi alcançado. O único ganho possível que poderia ser alcançado, como apontou Kindleberger, seria o resultado de uma diferença potencial entre as taxas de juros de curto prazo e as taxas mais longas, que também eram consideradas como “de mercado”. Como os Estados Unidos forneceram liquidez internacional através de empréstimos a longo prazo e de empréstimos a curto prazo, este ganho foi visto como o único viável.

Assim, para Kindleberger (1987), os Estados Unidos apenas supriam uma serviço (liquidez internacional) para a economia mundial e recebiam a remuneração “de mercado”. Dessa forma, os Estados Unidos agiam como se fossem um banco comercial para o mundo. Não haveria, então, “Privilégio Exorbitante” algum e sim apenas uma divisão do trabalho entre os Estados Unidos e os demais países.

Contudo, ao contrário do que Kindleberger (1987), Solomon (1982) e o governo americano argumentavam, o fato de emitir a moeda internacional dá um privilégio aos Estados Unidos maior ou mais “exorbitante” do que os ganhos de senhoriagem calculados. Os Estados Unidos não funcionavam como um banco comercial que fornecia taxas de juro “de mercado” para os seus passivos externos de curto prazo. Dito isso, a analogia correta é a de que os EUA assumiu o papel de principal banco central do mundo, governando a emissão de moeda internacional.

Portanto, este privilégio significava que o país não enfrenta restrições globais na sua balança de pagamentos e que a sua autoridade monetária detinha o controle unilateral sobre a determinação da taxa de juros mundial. É evidente que os Estados Unidos, até os dias atuais, não estão dispostos a abrir mão deste privilégio.

4.3.2 Natureza da Moeda Periférica

Além da inquestionável supremacia do dólar, o SMI é composto por uma infinidade de outras moedas, com graus muito distintos de importância para a economia internacional. Entre as moedas centrais, podemos citar o euro, a libra esterlina, o yuan chinês, o franco suíço e os dólares canadense e australiano, além do dólar norte-americano. As restantes moedas que constituem o SMI são consideradas moedas periféricas ou não conversíveis, com importância marginal para a economia mundial e vítimas de um fardo compulsório. Algumas dessas moedas são demandadas por investidores internacionais, mas de forma especulativa – ou seja, não são demandadas propriamente como moedas, mas como ativos financeiros (De Conti, 2011).

No contexto da financeirização, vale destacar que as características da moeda-chave (dólar) determinam certas características para as demais moedas do SMI. Como foi dito no capítulo anterior, a partir de 1971 – e de forma unilateral –, os EUA decretaram o fim da conversibilidade do dólar em ouro. Assim, as moedas pareadas no dólar deixavam de ter essa âncora no metal, trazendo uma necessidade de estabelecimento de uma nova âncora que permita que essas moedas gozem de alguma confiabilidade. Dito isso, essa âncora é o próprio estoque acumulado da moeda-chave (ou de títulos públicos nela dominados).

Como se sabe, a natureza fiduciária da moeda se baseia na confiança que os agentes depositam nela, mais precisamente, os agentes aceitam pagamentos em uma determinada moeda. No entanto, é importante notar que esta confiança tem uma dupla dimensão. A primeira delas é doméstica, que diz respeito aos assuntos internos e gira em torno dos riscos que os residentes percebem em termos da capacidade da moeda funcionar como uma reserva fiável de valor –

isto inclui a manutenção de taxas de inflação baixas, bem como a manutenção de obrigações de baixo risco de crédito denominadas pela moeda. (Carneiro & De Conti, 2020)

O segundo aspecto diz respeito a fatores externos e está relacionado com a capacidade dos não residentes (e, em alguns casos extremos, também dos residentes) de converter e reconverter os seus ativos na moeda chave – o repositório e denominador da riqueza global – sem sofrer perdas significativas. Esta capacidade depende da existência de uma institucionalidade permissiva, que é provocada pela liberalização financeira, bem como da estabilidade relativa da taxa de câmbio, que é apoiada por uma oferta permanente de moeda de reserva. (Carneiro & De Conti, 2020)

A segunda característica da moeda-chave que foi gradualmente se impondo como norma às moedas periféricas é a flexibilidade de suas taxas de câmbio. Após o fim da conversibilidade do dólar em ouro, foram feitos esforços para manter as taxas de câmbio fixas que caracterizavam o sistema de Bretton Woods, mas em 1973, a maioria dos países em todo o mundo começou a permitir que as suas moedas flutuassem livremente. Porém, moedas periféricas tendem a apresentar elevado volatilidade cambial e, no longo prazo, tendência a oscilações muito grandes de patamar, normalmente em função da maior sensibilidade aos ciclos de liquidez.

Assim, é evidente que a despeito de a maior parte dos países do globo declarar oficialmente que adota regimes cambiais de livre flutuação, na prática, predomina, sobretudo nos países de moedas periféricas, a flutuação suja (Calvo e Reinhardt, 2000). Ou seja, se no país emissor da moeda-chave é possível que a política monetária efetivamente se desconecte da necessidade de administrar a taxa de câmbio, dado que a riqueza global e as dívidas do país emissor estão denominando na sua própria moeda. Nos países emissores de moedas periféricas a realidade é outra, e a política monetária é frequentemente usada no esforço para reduzir a volatilidade cambial ou evitar apreciações ou depreciações excessivas.

Uma terceira característica da moeda-chave que se impôs ao conjunto das moedas periféricas é a necessidade de serem facilmente convertíveis noutras moedas do ponto de vista legal e institucional. Como resultado, existe um ambiente competitivo entre as moedas periféricas que leva à procura da maior liquidez possível para atrair investidores estrangeiros. Afinal, essa atividade é essencial para a função fiduciária destas moedas no cenário financeiro global, o que, por sua vez, concede às respectivas nações maiores oportunidades para fluxos de capital internacional.

Contudo, é crucial considerar que as moedas são os únicos ativos que possuem liquidez inerente devido ao seu caráter como riqueza geral. Em contrapartida, outros ativos não possuem

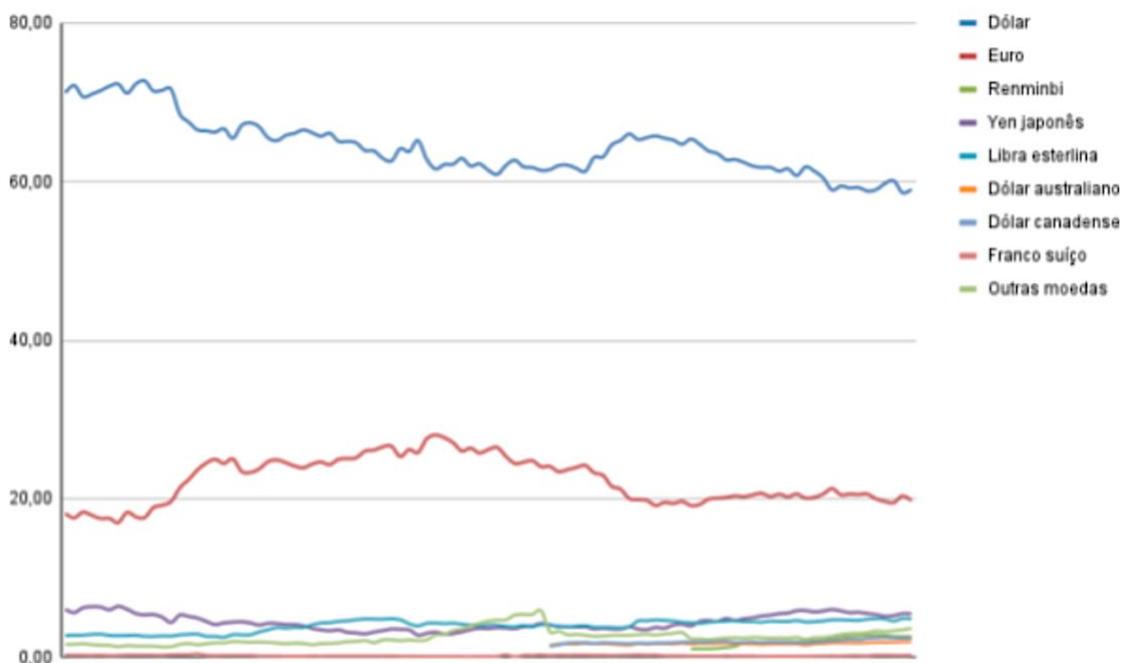
liquidez inerente e sua intercambialidade é determinada pelos seus respectivos mercados, segundo Orléan (1999). Além disso, apenas as moedas centrais – moedas a nível internacional – possuem a liquidez que é exclusiva da moeda, o que é referido como “liquidez da divisa” por De Conti (2011). As moedas periféricas, por outro lado, detêm a liquidez da moeda apenas nos seus países de origem e são consideradas ativos financeiros e não moedas internacionais, carecendo assim da liquidez da moeda neste contexto.

Assim, ainda que os mercados cambiais dos países periféricos se tornem extremamente abertos e líquidos – e de certa maneira garantidos ou “lastreados” na sua operação corrente por elevadas reservas em divisas –, essas moedas não serão jamais detentoras da liquidez que é própria da divisa, que advém de seu papel de meio de pagamento e reserva de valor em âmbito internacional (e que depende, por sua vez, de aspectos estruturais da configuração do SMI). (Carneiro & De Conti, 2020)

5 O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL REVISITADO: FIM DA HEGEMONIA DO DÓLAR?

A moeda americana, até hoje, é a principal moeda em reservas internacionais (FMI, 2022). A manutenção do dólar como principal moeda é essencial à hegemonia dos Estados Unidos, tendo em vista que o país já inflacionou e ampliou tanto a sua base monetária que precisa que os depósitos em dólar se mantenham nas reservas dos demais países. Caso esse dinheiro todo voltasse aos Estados Unidos, a economia do país entraria em estagflação, o que geraria uma crise mundial sem precedentes (Mundell, 2005).

Dito isso, desde a crise financeira mundial do subprime de 2008 – resultado da má gestão dos recursos privados nos Estados Unidos –, o dólar vem perdendo força. É justamente pela falta de confiança no dólar que o mundo está em busca de alternativas. O processo de redução no uso do dólar, que vem tomando força internacionalmente, é chamado desdolarização.



Composição das Reservas Internacionais de Bancos Centrais do Mundo em 2023

Fonte: FMI e BCE. Elaboração: Pedro Bauermann

De acordo com o gráfico apresentado, a moeda americana, que representava mais de 71% das reservas internacionais no final de 1999, caiu para 59% das participações de todo o valor guardado pelos bancos centrais. Apesar dos ganhos mínimos, o euro permanece

relativamente estável ao longo do período apresentado. O aumento mais significativo no valor é atribuído a outras moedas, com especial destaque para o Renminbi, a moeda chinesa. Apesar do seu crescimento, o Renminbi ainda é considerado menos significativo do que as moedas japonesa e britânica no que diz respeito à compilação de reservas internacionais.

Segundo Castelli (2015), a crise de 2008 levantou suspeitas sobre os suportes fundamentais do dólar como moeda dominante, e até questionou a posição dos Estados Unidos. Carneiro (2010) também acreditava que a crise criou uma atmosfera de incerteza em relação ao futuro do dólar como moeda de reserva, e que quaisquer alterações potenciais trariam fortes impactos sobre a globalização financeira e sobre os mercados emergentes. Isso porque a crise gerou um forte abalo no SMI, onde o dólar já apresentava uma tendência de queda e esse movimento só continuou após a crise.

Logo, a desvalorização do dólar como moeda global é um fenômeno que acontece há décadas. Segundo Duménil e Lévy (2013), uma queda do dólar é uma solução possível, dado que, além do abalo dos alicerces da moeda, o massivo aumento do déficit da economia americana e também sua necessidade de fortes financiamentos externos podem gerar desequilíbrios monetários na economia.

Por outro lado, o ano de 2008 também marcou um movimento significativo em direção a um sistema monetário multipolar entre os países. A China foi uma das primeiras a iniciar esta mudança, aumentando a utilização da sua própria moeda nas transações comerciais com os países vizinhos. Esta medida foi fundamental para promover a utilização do renminbi por não residentes, conforme relatado por Castelli (2015). Além disso, os dados do FMI revelam que os países estão cada vez mais a recorrer a moedas alternativas para as suas reservas internacionais, o que resultou num declínio na utilização tanto do euro como do dólar.

Por fim, o objetivo deste capítulo é compreender os principais fatores que podem resultar na perda de participação do dólar na economia mundial e se eles são suficientes para a superação da moeda dos Estados Unidos no topo da hierarquia monetária.

5.1 O Euro

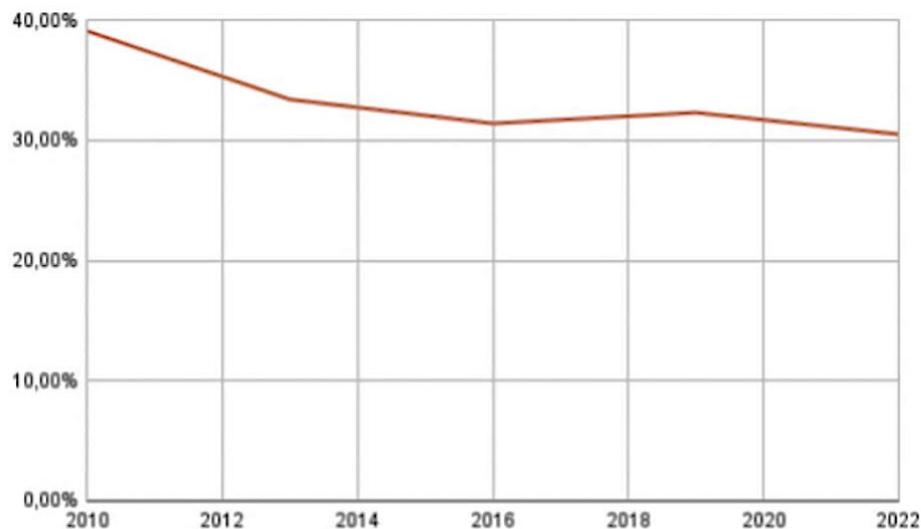
A criação do euro em 1999 fez com que entusiastas da moeda previssem a superação do dólar. Dito isso, vários fatores econômicos e políticos foram considerados para sugerir que a moeda da Zona do Euro ficaria no topo da hierarquia global. Posen (2008) postulou que a dimensão financeira dos países membros, o objetivo explícito do bloco de manter taxas de

inflação baixas e a estabilidade do mercado financeiro do bloco seriam fundamentais para elevar o estatuto do euro na hierarquia monetária.

Porém, o que foi observado na prática é a ascensão de uma moeda que, tal como o dólar, tem perdido importância nas reservas internacionais dos países. Não obstante este fato, o euro continua sendo uma grande reserva de valor dos bancos centrais e é considerado uma moeda confiável devido ao sólido quadro político e econômico do bloco.

Então, desde 1999 o uso do euro não teve uma alta expressiva que justificasse a substituição do dólar como moeda de reserva mundial. No ano de criação da moeda, o euro apresentava 18% das reservas internacionais de bancos centrais. A porcentagem mais elevada de utilização do euro ocorreu em 2009, quando atingiu 28,03% das reservas internacionais. No início de 2023, a porcentagem das reservas internacionais constituída pelo euro era de aproximadamente 20%.

Além disso, registraram-se poucas alterações na utilização do euro nas transações comerciais. Em 2010, aproximadamente 39% das transações comerciais mundiais foram realizadas utilizando o euro. No entanto, este número diminuiu para 33,4% em 2013, e caiu ainda mais para 31,4% em 2016. Nos anos seguintes, os valores foram de 32,3% em 2019 e 30,5% em 2022, respectivamente.



Uso do Euro nas Transações Comerciais entre 2010 e 2022

Fonte: Bank for International Settlements (BIS). Elaboração: Pedro Bauermann

Com base nos dados apresentados, é evidente que o euro continua a ter uma importância significativa na hierarquia monetária global. Contudo, não indica uma substituição da dominância do dólar. Segundo Cohen (2009, 2011), a moeda enfrenta quatro dilemas

estruturais. A primeira questão diz respeito à relutância dos agentes econômicos em mudar de moeda. O autor argumenta que a transição para uma nova moeda para transações é um processo caro que exigiria a criação e o aprendizado de novos instrumentos de negociação entre instituições. A segunda questão está associada à falta de vantagens de um mercado financeiro mais integrado na União Europeia. Cohen destaca que os aspectos regulatórios não são claros, os métodos de pagamento são fragmentados e os custos aumentam, o que impede a integração do euro em níveis mais elevados de transações internacionais (Cohen, 2011). O terceiro problema, segundo o autor, diz respeito ao ceticismo dos investidores quanto à conversão das políticas monetárias e fiscais para promover uma produção genuína nas economias do bloco. Com isso, as previsões de crescimento de longo prazo ficam afetadas. Por fim, a razão mais significativa para o autor é a ausência de um responsável claro na Zona Euro. Como resultado, a falta de governança representa um desafio substancial para estabelecer o euro como a moeda dominante na estrutura monetária global (Cohen, 2011).

Em detrimento dessa moeda, os dados apontam para o maior uso das moedas de mercados emergentes. Além disso, outra moeda que teve um aumento de relevância foi o iene japonês – que tem uma posição sólida devido à estabilidade econômica e financeira do país –, que também poderia ocupar o espaço dos Estados Unidos na hierarquia monetária mundial.

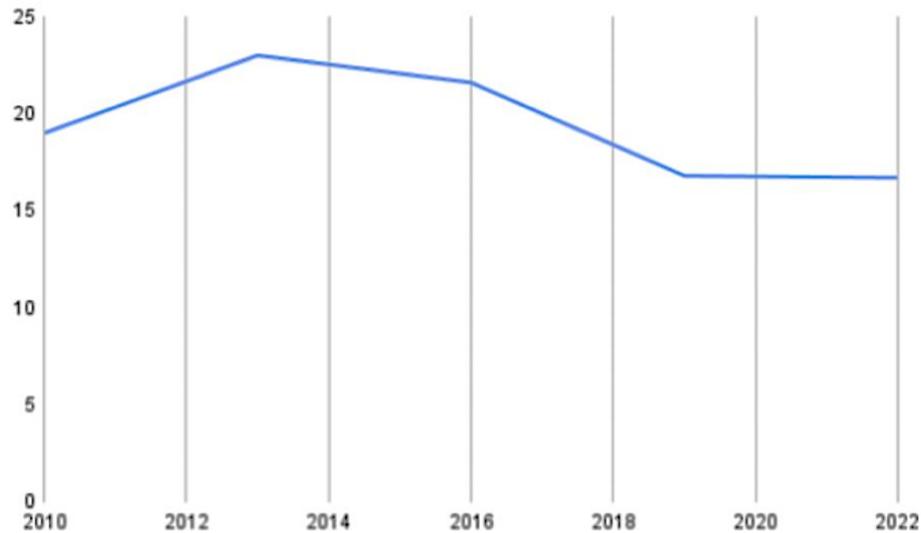
5.2 O Iene

Desde 1999, o iene tem mantido consistentemente o seu lugar como a terceira moeda mais utilizada nas reservas internacionais em todo o mundo. Manteve a sua reputação como uma moeda valiosa, com apenas pequenas flutuações ao longo do tempo. No entanto, houve um declínio temporário no seu uso antes de finalmente se recuperar.

Entre os anos de 1999 e 2009, o iene registou um declínio nas reservas internacionais, indo de 6% para 2,79%. Porém, de 2009 a 2023, a moeda apresentou crescimento na sua participação nas reservas internacionais, passando de 2,79% para 5,47%. Ainda assim, este ressurgimento foi insuficiente para superar os níveis alcançados em 2000, onde a representação do iene nas reservas internacionais atingiu o pico de 6,43%, – percentagem mais elevada alcançada até hoje.

Em relação ao uso do iene nas transações internacionais, os dados apontam para uma redução do uso da moeda japonesa ao longo dos anos. Em 2010, o iene representava 19% das transações internacionais; em 2022, esse número caiu para 16,7%. No entanto, é importante

notar que durante este período, o iene chegou a representar 21,6% das transações – que foi o nível mais elevado dos últimos 13 anos.



Uso do Euro nas Transações Comerciais entre 2010 e 2022

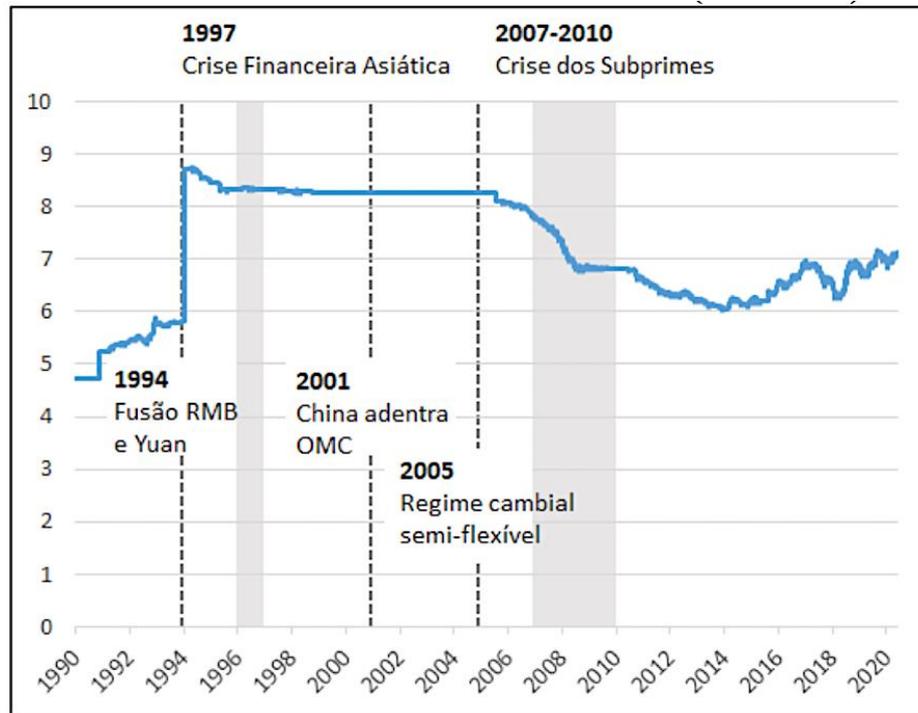
Fonte: Bank for International Settlements (BIS). Elaboração: Pedro Bauermann

Cohen (2009) afirma que o iene japonês possui diversas qualidades que o tornam uma escolha atraente para os agentes econômicos internacionais. O autor observa que o tamanho da economia do Japão, o seu clima político estável e as baixas taxas de inflação são fatores favoráveis. Além disso, as externalidades na economia asiática também são consideradas pontos fortes. Segundo Eichengreen et al (2014), a internacionalização do iene foi observada principalmente no mercado financeiro, onde a sua valorização consistente resultou no seu reconhecimento como reserva de valor. Apesar disso, Cohen reconhece que, embora o iene tenha vantagens estruturais que o posicionam para potencialmente substituir o dólar dos EUA, ainda está atrás do euro em termos de probabilidade (Cohen, 2009).

5.3 O Renminbi

Após a crise econômica/monetária de 1997-1998, os países asiáticos enriqueceram graças ao padrão estabelecido pelos Estados Unidos ao impor a dolarização institucional – racionalmente atrelar-se ao dólar (Nakai, 2003). Ao desvalorizar suas moedas em relação ao dólar, as empresas multinacionais foram atraídas aos países e foi construído um mercado voltado à exportação. A presença de empresas multinacionais nos países também alavancou a demanda por dólares, sendo que muitas dessas empresas tem preferência em comercializar

nessa moeda (Nakai, 2003). A China foi o principal ator a emergir nesse contexto, tirando mais pessoas da pobreza do que qualquer país do mundo na história (Stuenkel, 2018). No gráfico abaixo pode ser observada a relação cambial entre o dólar e o RMB.



Taxa de Câmbio Dólar-RMB (1990-2020)

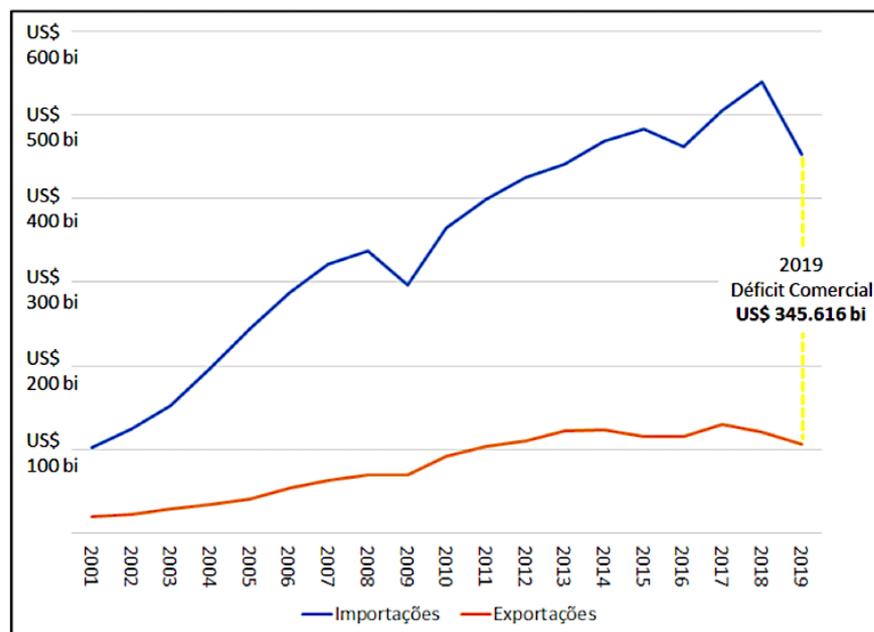
Fonte: Macrotrends, 2020. Elaboração: Glória Sandi

Com o objetivo de manter as multinacionais dentro de seus países, os governos asiáticos precisaram continuar desvalorizando as suas moedas, para que os custos de produção não se elevassem (Dooley, 2005). Porém, o governo chinês preferiu manter o RMB estável durante a crise financeira asiática, apesar a pressão para desvalorizar – como é notado no gráfico acima. A pressão para valorização do RMB frente ao dólar começou em 2001, quando a China passou a fazer parte da Organização Mundial do Comércio (OMC). No entanto, nota-se que a valorização do RMB deslança quando o país adota um regime de câmbio semiflexível em 2005. Em 2008, essa valorização tem uma pausa quando o RMB é fixado ao dólar por dois anos durante a crise dos subprimes e, após esse período, retorna à valorização. Em 2012, a China permitiu que todas as empresas no país pagassem importações e exportações em RMB, importante passo para a internacionalização da moeda (Macrotrends, 2019).

A China está entre as maiores economias do mundo há dois milênios. Entre 2002 e 2019, o PIB da China aumentou em mais de 9 vezes – de UDS 1.470 bilhões para UDS 14.200 bilhões (Trading Economics, 2020). O crescimento exponencial, somada à recente participação

internacional do país – inserção na OMC e a proposta para a Nova Rota da Seda – aumentaram as tensões com os Estados Unidos.

A Guerra Comercial entre China e Estados Unidos continua até o presente. Entre 2018 e 2019, ambas nações já tarifaram sobre o equivalente a US\$ 360 bilhões em mercadorias uma da outra. Entre as principais motivações dos Estados Unidos encontra-se o desejo de diminuir seu déficit comercial com a China – o qual cresce exponencialmente desde 1985 – e punir o governo chinês por “práticas comerciais injustas” – nesse âmbito, as acusações incluem roubo de propriedade intelectual e subsídios que favoreceriam empresas nacionais injustamente (Escritório do Censo dos EUA, 2019).



Déficit Comercial dos Estados Unidos com a China

Fonte: United States Census, 2020. Elaboração: Glória Sandi

O déficit alarmante se deve ao consumismo dos Estados Unidos ser financiado em grande parte pelo governo chinês, o qual é o maior credor da dívida estadunidense (United States Census, 2019). A China produz a baixos custos em seu sistema de crescimento guiado pelas exportações, e os EUA compram produtos mais baratos (Paley, 2006). Esse processo configura uma relação simbiótica entre os EUA e a China (Ferguson; Schularick; 2007). Como explica Rajan Raghuram, economista e ex-governador do Banco Central Indiano, “a nível nacional, as economias mais prósperas do mundo, como Japão e os Estados Unidos, não podem crescer sem pedir empréstimos à China e a outras nações financiadoras”.

Em âmbito macroeconômico, os Estados Unidos vêm efetuando contínuos ataques a empresas privadas chinesas devido à guerra comercial. Por exemplo, no final de 2018, a diretora financeira da Huawei foi presa no Canadá a mando dos EUA – sob acusação de que a Huawei burlou as sanções ao Irã por intermediário de uma subsidiária. O governo chinês culpou o bloqueio de produtos da Huawei – que ocorre devido às práticas protecionistas e discriminatórias dos EUA (BBC News, 2018). Ou seja, a disputa e as rivalidades geopolíticas entre os países já estão atingindo o âmbito da produção e prejudicando o mercado internacional.

Em relação ao uso da moeda chinesa como reserva de valor, ainda apresenta uma ascensão de menor magnitude. Em 2023, os dados do FMI estimam que o RMB compõe 2,58% das reservas internacionais. Segundo Prasad (2017), a economia chinesa enfrenta limitações devido à sua estrutura econômica. Isto terá um impacto inevitável no potencial do renminbi para servir como reserva de valor. Além disso, o autor argumenta que o sistema político na China também impõe restrições ao uso da sua moeda como reserva internacional. Por outro lado, a China tem gradualmente relaxado as restrições nos seus mercados financeiros, permitindo maior acesso a investidores estrangeiros – uma maior abertura e integração dos mercados financeiros chineses podem aumentar a demanda pelo RMB.

De acordo com Eichengreen (2018), o cenário provável é que os líderes chineses implementem, cuidadosamente e intencionalmente, estratégias de reforma econômica de longo prazo que são reforçadas pela utilização do renminbi como moeda para transações internacionais. Algumas das ações do governo chinês para promover o uso do RMB inclui a assinatura de acordos de swap de moeda com outros países e o estabelecimento de centros financeiros internacionais em cidades como Hong Kong, para facilitar o uso da moeda em transações.

Dessa forma, segundo Eichengreen, não haverá uma mudança rápida de moeda hegemônica no mundo, semelhante à substituição da libra esterlina pelo dólar no ápice da hierarquia monetária. No entanto, para o renminbi alcançar o posto de moeda hegemônica do mundo, a China teria que adotar reformas mais profundas, em comparação com as reformas feitas nos Estados Unidos entre 1914 e 1924 (Eichengreen, 2018).

Para Cohen et al (2022), o RMB ainda é uma moeda irrelevante no cenário internacional que “ainda é pouco registrada” nos principais levantamentos da hierarquia monetária internacional. Arslanalp et al (2022), por outro lado, consideram a utilização crescente de moedas não tradicionais, que representam países sem escala econômica em termos de transações internacionais, como a tendência mais significativa na hierarquia monetária nos últimos anos. Dito isso, ainda existem diversos desafios para o RMB ultrapassar o dólar na

hierarquia mundial, como: convertibilidade da moeda – o RMB ainda não é totalmente conversível e o governo chinês mantém controles rígidos sobre o câmbio e a movimentação de capitais; estabilidade financeira e política – a confiança dos investidores e a aceitação internacional de uma moeda como reserva global estão intimamente ligadas à estabilidade econômica, política e ao estado de direito do país emitente; controle do estado – a influência significativa do governo chinês sobre a economia e o sistema financeiro pode ser vista por alguns como uma preocupação em relação à autonomia e confiabilidade do yuan como uma moeda global.

Por fim, – para Armijo et al (2022) – uma moeda manter o status de hegemonia na hierarquia monetária é um fato que não é eterno. Por isso, a ascensão do renminbi, ainda que com patamares pequenos no uso de reservas internacionais e nas transações comerciais, não é um fato que esteja isolado da dinâmica do uso de outras moedas e nada impede que a moeda chinesa atinja patamares mais elevados nos próximos anos.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O Sistema Monetário Internacional (SMI) desempenha um papel fundamental na interconexão econômica global, e ao longo dos séculos sofreu transformações significativas, influenciadas por mudanças nos fatores políticos, econômicos e tecnológicos. O componente central desta narrativa gira em torno da hegemonia do dólar, que emergiu como a principal moeda de reserva e meio de troca internacional após a Segunda Guerra Mundial.

O presente trabalho alcançou seu objetivo de estudar a evolução do Sistema Monetário Internacional a partir do XIX e o fenômeno da desdolarização – analisando como o dólar se tornou a moeda reserva do mundo, os benefícios econômicos de ser tal moeda, as tentativas de desdolarização e suas principais características.

A partir do referencial teórico exposto, discutiu-se como o Sistema Monetário Internacional influenciou a formulação de política macroeconômica durante quatro períodos, esses sendo: Era Padrão-Ouro (1870 – 1914); Período Entreguerras (1918 – 1939); Pós Segunda Guerra Mundial – O sistema Bretton Woods e o Fundo Monetário Internacional; Período de confiança nas taxas de câmbio flutuantes (1973 – presente). Em síntese, nesse capítulo foi analisado como o dólar se tornou a moeda reserva do mundo.

Em seguida, foi discutido a hierarquia intensificada do SMI financeirizado com foco na moeda reserva mundial. Foi analisado a consolidação e expansão do privilégio exorbitante do dólar e os principais condicionantes impostos ao SMI pela financeirização – natureza da moeda reserva e da moeda periférica. Dito isso, nesse capítulo foi analisado a natureza e os benefícios de ser a moeda de reserva mundial.

Finalizando o desenvolvimento do trabalho, foi discutido o SMI revisitado com o foco no possível fim da hegemonia do dólar. Foi discutido outras três moedas que fazem parte das reservas dos Bancos Centrais – o euro, o iene e o renminbi/yuan. Em suma, tanto o euro quanto o iene eram escolhas atraentes para os agentes econômicos internacionais, porém possuíam grandes desafios para superar a hegemonia do dólar. Em relação ao renminbi, ainda que com patamares pequenos no uso de reservas internacionais e nas transações comerciais, nada impede que a moeda chinesa atinja patamares mais elevados nos próximos anos. Contudo, nenhuma moeda atualmente tem força suficiente para trazer a hegemonia do dólar ao fim.

Por fim, temas relevantes como as consequências do fim da hegemonia do dólar, as futuras transformações do comércio e da geopolítica mundial, o impacto das criptomoedas e tecnologia Blockchain no SMI e nas finanças globais não foram discutidos. Logo, a análise limita-se a uma dimensão específica e um contexto delimitado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, M. VALLA, N. (2017). **Macroéconomie financière**. Paris: Collection grands repères manuels.
- ARMIJO, Leslie Elliott. TIRONE, Daniel C. CHEY, Hyung-kyu. (2022). **The monetary and financial powers of states: theory, dataset, and observations on the trajectory of American dominance**. New Political Economy.
- ARRIGHI, G. (1996). **O longo século XX**. Rio de Janeiro: Contraponto.
- BAUERMAN, Pedro. (2023) **O Sistema Monetário e Financeiro Internacional Revisitado: Fim da Hegemonia do Dólar**. Trabalho de Conclusão de Curso, Porto Alegre.
- BERNANKE, Ben S. (2010). **The Economic Outlook and Monetary Policy**. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- BUITER, W. H. (2007). **Lessons from the 2007 financial crisis**.
- CALVO, G. A. REINHART, C. M. (2000). **Fear of Floating**. NBER Working Paper.
- CARNEIRO, R. (2010). **O dólar e seus rivais**. Observatório da Economia Global, Textos Avulsos, Campinas.
- CARNEIRO, R. (2019). **Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira. Parte I: uma reflexão sobre a financeirização a partir de Marx, Keynes e Minsky**. Economia e Sociedade.
- CARNEIRO, R. (2020). **Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira. Parte II: uma reflexão sobre a financeirização a partir da literatura contemporânea**. Economia e Sociedade.
- CARNEIRO, R. DE CONTI, B. (2020). **Privilégio Exorbitante e Fardo Compulsório: a dupla face do SMI financeirizado**. Instituto de Economia, Unicamp.
- CASTELLI, Jonattan Rodriguez. (2015). **A ascensão da China e a contestação do Dólar após a crise financeira global**.
- COASE, R. H. (1937). **A Natureza da Firma**. Economica.
- COHEN, Benjamin J. (2009). **International political economy**. London: Routledge.
- DE CECCO, Marcello. (1974). **Money and Empire. The International Gold-Standard, 1890-1914**. Basil Blackwell: Oxford.
- DE CONTI, B. (2011). **Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas**. Tese (Doutoramento)–Campinas, IE/Unicamp.
- DOOLEY, M. P. (2005). **International Financial Stability**. Deutsche Bank.

- EICHENGREEN, B. (2019). **Globalizing capital: a history of the international monetary system**. Princeton University Press.
- EICHENGREEN, B. MEHL, A. CHITU, L. (2018). **How global currencies work: past, present, and future**. Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- EICHENGREEN, Barry. (2000). **A globalização do capital: Uma história do Sistema Monetário Mundial**. São Paulo: Ed. 34.
- EICHENGREEN, Barry. (2011). **Privilégio Exorbitante**. Editora Elsevier.
- EICHENGREEN, Barry. (2018). **A globalização do capital: uma História do Sistema Monetário Internacional**. Editora 34.
- EICHENGREEN, Barry. KAWAI, Masahiro (2014). **Renminbi internationalization: Achievements, prospects, and challenges**.
- FEIJÓ, Carmem. RAMOS, Roberto. (2013). **Contabilidade Social**. Editora Elsevier.
- FRIEDMAN, M. (1956). **Teoria Quantitativa da Moeda**. University of Chicago Press.
- FRIEDMAN, M. (1992). **Episódios da História Monetária**. Mariner Books.
- GASPAR, Debora G; SERRANO, Franklin. (2015). **O dólar, os conflitos distributivos nacionais e a cooperação monetária europeia**. Tese de Doutorado – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- GRZYBOWSKI, Kazimierz. (1973). **Control of U.S. trade with China: an overview**. Law and Contemporary Problems.
- HELLEINER, E. (1994). **States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990s**. Cornell University Press.
- HELLEINER, E. KIRSHNER, J. (2012). **The future of the dollar**. Cornell University Press.
- IMF (International Monetary Fund). (2022). **Moeda de Reserva**. Disponível em: <https://www.imf.org/en/About/FAQ/sovereign-debt>.
- KALTENBRUNNER, A. LYSANDROU, P. (2017). **The US dollar's continuing hegemony as an international currency: a double-matrix analysis**. Development and Change.
- KEYNES, J. M. (1936). **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. Palgrave Macmillan.
- KINDLEBERGER, Charles P. (1987). **International Capital Movements**. Cambridge University Press.
- KRUGMAN, P. (1991). **Increasing Returns and Economic Geography**. Journal of Political Economy.

- KRUGMAN, P. OBSTFELD, M. MELITZ, M. (2009). **Economia Internacional**. Pearson.
- MACROTRENDS. (2019). **Us Dollar and Yan Exchange Rate Historical Chart**.
- METRI, M. (2003). **Hierarquia e competição entre estados nacionais no atual sistema monetário internacional**. Dissertação (Mestrado) – PPGE/IE-UFRJ, Rio de Janeiro.
- METRI, M. (2015). **A ascensão do dólar e a resistência da libra: uma disputa político-diplomática**. Revista Tempo do Mundo.
- METRI, Mauricio. (2020) **Geopolítica e Diplomacia Monetária: o sistema dólar de tributação global e as iniciativas de desdolarização da economia internacional**. Economia e Sociedade, Unicamp.
- MIAGUTI, Caroline. SERRANO, Franklin. (2016). **A ascensão do dólar e a crise do padrão ouro-libra (1913-1931)**. Dissertação de Mestrado – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- MINSKY, H. (1993). **Financial integration and national economic policy**. Unicamp, Campinas.
- MISHKIN, F. S. (2018). **Moeda, Bancos e Mercado Financeiro**. Pearson.
- MUNDELL, R. (2005). **International Monetary Policy after the Euro**. Great Britain by MPG Books Ltd.
- NAKAI, Hiroyuki. (2003). **Institutional Dollarization of Asian Currencies**. AT10 Research Conference, Tokyo.
- NORTH, D. C. (1990). **Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico**. Cambridge University Press.
- ORLÉAN, A. (1999). **Le pouvoir de la finance**. Paris: Editions Edile Jacob.
- PRASAD, Eswar. (2017) **Gaining currency: The rise of the renminbi**. Oxford University Press.
- REINHAR, C. M., ROGOFF, K. S. (2009). **This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly**. Princeton University Press.
- ROSE, A. K. (2004). **Do We Really Know That the WTO Increases Trade**. American Economic Review.
- SANDI, Glória. (2022). **Desdolarização e Balança de Poder no Sistema Internacional: China e Rússia confrontam a hegemonia dos Estados Unidos**. ESPM, Porto Alegre.
- SERRANO, Franklin. (2002). **Do ouro imóvel ao dólar flexível**. Economia e Sociedade, Campinas.

SERRANO, Franklin. (2004). **Relações de Poder e a Política Macroeconômica Americana, de Bretton Woods ao Padrão Dólar Flexível**. Petrópolis: Vozes.

SOTO, Huerta. (2006). **Moeda, Crédito Bancário e Ciclos Econômicos**. Instituto Ludwig von Mises Brasil.

STUENKEL, Oliver. (2018). **O Mundo Pós-Occidental: Potências Emergentes e a Nova Ordem Global**. Jorge Zahar Editor LTDA.

TAVARES, M. C. (1985). **A retomada da hegemonia norte-americana**. Revista de Economia Política, São Paulo.

TRADING ECONOMICS. (2020). **China GDP**.

WILLIAMSON, O. E. (1975). **Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications**. Free Press.