

Unesp  **UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA**
“JÚLIO DE MESQUITA FILHO”
Faculdade de Ciências e Letras
Campus de Araraquara - SP

LARA ABRÃO DE MORAES

**TAXA DE CÂMBIO: UMA ABORDAGEM
INTEGRADA – TEORIA E HISTÓRIA
ECONÔMICA**



ARARAQUARA – S.P.
2012

LARA ABRÃO DE MORAES

TAXA DE CÂMBIO: UMA ABORDAGEM INTEGRADA – TEORIA E HISTÓRIA ECONÔMICA

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-graduação em Economia da Faculdade de Ciências e Letras – UNESP/Araraquara, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

Linha de pesquisa: Economia Internacional e Macroeconomia Aberta

Orientadora: Prof^ª. Dr^ª. Luciana Togeiro de Almeida

Bolsa: CAPES

ARARAQUARA – S.P.
2012

Moraes, Lara Abrão de

Taxa de câmbio: uma abordagem integrada: teoria e história econômica / Lara
Abrão de Moraes. – 2012

140 f. ; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Estadual Paulista,
Faculdade de Ciências e Letras, Campus de Araraquara

Orientador: Luciana Togeiro de Almeida

1. Economia internacional. 2. Câmbio. I. Título.

LARA ABRÃO DE MORAES

TAXA DE CÂMBIO: UMA ABORDAGEM INTEGRADA – TEORIA E HISTÓRIA ECONÔMICA

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-graduação em Economia da Faculdade de Ciências e Letras – UNESP/Araraquara, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

Linha de pesquisa: Economia Internacional e Macroeconomia Aberta
Orientadora: Prof^a. Dr^a. Luciana Togeiro de Almeida
Bolsa: CAPES

Data da defesa: 17/08/2012

MEMBROS COMPONENTES DA BANCA EXAMINADORA:

Presidente e Orientadora: Prof^a. Dr^a. Luciana Togeiro de Almeida
Departamento de Economia – UNESP/ FCLAR

Membro Titular: Prof^a. Dr^a. Stela Luiza de Mattos Ansanelli
Departamento de Economia – UNESP/ FCLAR

Membro Titular: Prof^a. Dr^a. Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti
Instituto de Economia - UNICAMP

Local: Universidade Estadual Paulista
Faculdade de Ciências e Letras
UNESP – Campus de Araraquara

Aos meus pais, Sônia e Vivaldo.

AGRADECIMENTOS

À minha orientadora, Prof^ª. Dr^ª. Luciana Togeiro de Almeida pela confiança e por todo o conhecimento transmitido.

À tia Aparecida pelo incentivo e apoio à realização do mestrado.

À minha querida avó Odete pelas orações e dedicação.

Ao Rafael, meu namorado, por estar sempre ao meu lado, com muita paciência, compreensão, apoio e dedicação.

Meu maior agradecimento, aos meus pais, Sônia e Vivaldo, por compartilhar comigo todos os momentos desta dissertação, com palavras e gestos de carinho, incentivo, apoio, preocupação, confiança e oração.

Muito Obrigada!

RESUMO

O objetivo geral desta pesquisa é construir um material de apoio para auxiliar alunos de graduação em economia na compreensão dos modelos teóricos de referência na área de macroeconomia aberta e economia internacional, especialmente, com relação ao papel da taxa de câmbio. Para isso, é proposto um estudo integrado de teoria e história econômica. Os modelos teóricos são representações da realidade econômica, fazem referência a específicos momentos históricos, caracterizados por distintas relações inter-países, com diferentes políticas macroeconômicas e intensidades variadas de fluxos comerciais e de capitais. Assim sendo, o contato estreito com os fatos reais torna os modelos mais fáceis de serem assimilados, por isso, a importância do estudo integrado – macroeconomia aberta, economia internacional e história econômica. O desenvolvimento da dissertação é dividido em três etapas. A primeira consiste em estudar os manuais de referência em economia internacional e macroeconomia aberta, aprofundando estritamente os modelos teóricos – construção, desenvolvimentos e conclusões preliminares. A segunda é o estudo de história econômica, contexto econômico ao qual cada modelo faz referência. Por fim, é necessário fazer a correspondência entre história e teoria, averiguando como é o funcionamento do câmbio no período econômico descrito pelo modelo e como é fundamentada a abordagem teórica dessa variável. As leituras e revisões bibliográficas são essenciais em todas as etapas desta dissertação. A bibliografia é selecionada tendo como base os manuais amplamente utilizados no ensino de Economia no Brasil.

Palavras-chave: taxa de câmbio, macroeconomia aberta, economia internacional, finanças internacionais, história econômica, modelos econômicos.

ABSTRACT

The objective of this research is to build a supportive material to assist undergraduate economic students in the understanding of theoretical models of reference in the open macroeconomics and international economics, noting especially the exchange rate. To achieve the objective, an integrated study of theory and economic history is proposed. Theoretical models are representations of the economic reality which make reference to specific historical moments, characterized by different inter-countries relations, with different macroeconomic policies and varied intensity of trade and capital flows. Thus, the proximity with the real world facts makes the theoretical models more easier to assimilate, confirming the importance of integrated approach - open macroeconomics, international economics and economic history. The dissertation development is divided into three steps. The first one is the study the reference manuals in international economics and open macroeconomics, deeply studying the theoretical models - construction, developments and preliminary conclusions. The second step covers the study of economic history, the economic context which each model refers to. Finally, it is necessary to match history and theory by examining how is the functioning of economic exchange rate in the period described by the model and how the theoretical approach of this variable is sustained. Readings and literature reviews are essential in all stages of this dissertation. The bibliography is selected from the widely used textbooks in the teaching of economics in Brazil.

Keywords: exchange rate, open macroeconomics, international economics, international finance, economic history, economic models.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 2.1	Oferta e demanda de divisas	35
GRÁFICO 2.2	Curva J	42
GRÁFICO 3.1A	Política fiscal e monetária para a correção dos desequilíbrios internos e externos	78
GRÁFICO 4.1	A determinação da taxa de câmbio de equilíbrio	105
GRÁFICO 4.2	A determinação da taxa de juros de equilíbrio	108
GRÁFICO 4.3	Efeitos de curto e longo prazo de um aumento na oferta de moeda	109
GRÁFICO 4.4	Equilíbrio: intersecção das curvas DD e AA	110
GRÁFICO 4.5	Risco-retorno dos ativos	116
GRÁFICO 4.6	Perfil do investidor	117
GRÁFICO 5.1	Importância da variável taxa de câmbio nos modelos econômicos estudados	124

LISTA DE TABELAS

TABELA 2.1	Valor do comércio internacional e da conta capital na Inglaterra	46
-------------------	---	----

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	12
1.1 Proposta de pesquisa e justificativa	12
1.2 Escolha dos modelos	17
1.3 Apresentação da dissertação	20
2. MODELO KEYNESIANO SIMPLES ABERTO	21
2.1 A história econômica no período do padrão ouro e da Grande Depressão	21
2.1.1 O surgimento do padrão ouro	21
2.1.2 Funcionamento do padrão ouro	23
2.1.3 Fim do padrão ouro e a Depressão dos anos 30	29
2.2 Um modelo de macroeconomia para o período da Grande Depressão:	32
Modelo Keynesiano Simples Aberto	
2.2.1 Modelo Keynesiano Simples Aberto: Principais considerações	35
2.2.2 Modelo Keynesiano Simples Aberto: Análise teórica	45
2.3 A teoria macroeconômica e o período da Grande Depressão	47
2.4 Apêndice	47
2.4.1 Construção do Modelo Keynesiano Simples Aberto	57
2.4.2 Saldo da balança comercial	49
3. MODELO MUNDELL-FLEMING	50
3.1 A história econômica no período de funcionamento de Bretton Woods	51
3.1.1 A negociação do Acordo de Bretton Woods	51
3.1.2 O período pós II Guerra: a reconstrução da conversibilidade	60
3.1.3 As décadas de 60 e 70: fim do sistema monetário de Bretton Woods	64
3.2 Um modelo de macroeconomia para o período de Bretton Woods:	69
Modelo Mundell-Fleming	
3.3 A teoria macroeconômica período de funcionamento de Bretton Woods	75
3.4 Apêndice	76

3.4.1 Análise de Robert Mundell (1962)	76
3.4.2 Modelo Mundell-Fleming	80
4. MODELO CAMBIAL-MONETÁRIO-INTEGRADO	82
4.1 A história econômica no período pós Bretton Woods	82
4.1.1 O sistema monetário	82
4.1.2 O sistema financeiro	90
4.1.3 A integração do sistema monetário e financeiro	98
4.2 Um modelo de macroeconomia para o período pós Bretton Woods:	99
Modelo Cambial-Monetário-Integrado	
4.2.1 O mercado cambial	100
4.2.2 A integração entre o mercado cambial e o mercado monetário	106
4.2.3 A integração entre o mercado cambial, monetário e de produtos	109
4.4 A teoria macroeconômica e a globalização financeira no pós Bretton Woods	111
5. CONCLUSÃO	120
6. GLOSSÁRIO	126
7. BIBLIOGRAFIA	133

1. Introdução

1.1 Proposta de pesquisa e justificativa

O objetivo geral desta pesquisa é construir um material de apoio para auxiliar os alunos de graduação na compreensão dos modelos teóricos de referência na área de macroeconomia aberta e economia internacional, particularmente esclarecer como a variável taxa de câmbio é abordada nesses modelos.

Os objetivos específicos são os seguintes:

- Fazer um estudo integrado com as subáreas da Economia: macroeconomia aberta, economia internacional e história econômica;
- Analisar cada modelo, esclarecendo seus principais conceitos teóricos e variáveis incorporadas;
- Descrever o período histórico ao qual cada modelo faz referência;
- Descrever como a taxa de câmbio é abordada em cada modelo;
- Observar a correspondência entre as explicações dos modelos e as específicas realidades econômicas, ou melhor, avaliar a adequação teórica dos modelos em relação aos diferentes momentos históricos.

As questões em foco nesta pesquisa são:

- Os modelos econômicos selecionados, de fato, se esforçam para adequar à teoria aos diferentes contextos históricos? Esse esforço é razoavelmente bem sucedido?
- O tratamento da variável taxa de câmbio em cada modelo é condizente com o funcionamento do câmbio no período histórico ao qual fazem referência? É possível perceber um processo de endogenização dessa variável?

Os procedimentos metodológicos empregados neste estudo são divididos em três frentes. A primeira pode ser denominada intra-manual. Estudar os manuais de referência em economia internacional e em macroeconomia aberta, aprofundar estritamente os modelos teóricos, compreender suas abordagens, construção, desenvolvimentos e conclusões preliminares. A segunda é focada na reconstrução histórica. Um estudo paralelo aos manuais. Enquanto a primeira frente é centrada nas formulações de economistas especializados em economias abertas, com modelos teóricos detalhadamente construídos, a segunda é um mergulho na história econômica.

Por fim, é necessário analisar e apresentar as duas frentes anteriormente estudadas de forma integrada, a fim cumprir os objetivos propostos. Isso significa que a construção dos modelos e a explicação de suas estruturas teóricas estão vinculadas ao marco histórico, salientando o contexto econômico ao qual a teoria faz referência. Vale a pena mencionar ainda que as leituras e revisões bibliográficas foram essenciais em todos os momentos deste estudo, deste a maturação das ideias e princípios centrais até a colocação e exposição dos resultados finais.

Os manuais de macroeconomia aberta e economia internacional da corrente neoclássica (*mainstream*)¹ são referências de estudo para o entendimento das economias abertas. Uma economia é considerada aberta quando suas transações econômicas são transfronteiriças - ultrapassam as fronteiras nacionais (FROYEN, 2006, p. 500). Trata-se, portanto, de nações que estabelecem relações econômicas com o resto do mundo, “economias que negociam com outras” (DORNBUSCH e FISHER, 1982, p. 549). Assim sendo, ao considerar uma economia aberta é necessário ter uma visão compreensiva da inter-relação entre países, economia global e conhecimento em âmbito internacional.

A macroeconomia aberta concentra-se no estudo do comportamento agregado de uma economia em plena integração internacional. Faz uma análise sobre a influência estrangeira no desempenho das variáveis econômicas nacionais. A abordagem consiste na introdução do “exterior nos quatro mercados agregados em torno dos quais a macroeconomia é abordada: bens e serviços, trabalho, capitais (ativos financeiros não monetários) e moeda” (CANUTO, 2004, p. 257). De forma similar, a economia internacional analisa as transações internacionais considerando os mercados internos. “As transações internacionais, de fato, estão inter-relacionadas com os mercados domésticos” (CAVES, 2001, p. 2).

Além da similaridade de abordagem, a macroeconomia aberta e a economia internacional da corrente neoclássica aproximam-se por compartilhar a mesma metodologia. As duas teorias possuem como método de análise a formulação e construção de modelos econômicos. “Um modelo econômico é uma representação esquemática e aproximada da economia real” (CHIANG e WAINWRIGHT, 2006, P.7) utilizado para explicar o funcionamento das economias por meio da incorporação de conceitos teóricos.

¹ A definição de corrente neoclássica encontra-se no glossário, no final desta dissertação.

A macroeconomia aberta e a economia internacional da corrente neoclássica contam com uma gama de modelos para formalizar teorias e explicar as realidades econômicas. Segundo Caves (2001), a existência de vários modelos é necessária porque os fatores de produção e as forças econômicas que movem o comércio internacional e os fluxos de capitais são mutáveis. Os eventos internacionais, o aperfeiçoamento das técnicas de produção e a evolução dos mecanismos de comércio modificam significativamente a relação inter-países e as condições de equilíbrio em âmbito nacional e internacional. Assim sendo, os modelos de macroeconomia aberta e de economia internacional precisam incorporar as modificações da estrutura de organização econômica para que continuem cumprindo eficientemente o seu papel: explicar a economia e ser referência de estudo e entendimento da realidade econômica. Caves (2001) faz a seguinte menção para exemplificar a importância de ajustar as explicações teóricas às modificações da realidade:

Quarenta anos atrás, os macroeconomistas usavam (e ensinavam) basicamente modelos de renda nacional e emprego que ignoravam transações internacionais. Eventos da Economia Internacional, então, forçaram os economistas a mudar a sua tática. Por exemplo, os fluxos internacionais de capital [passaram a desempenhar] (...) um papel macroeconômico importante. (CAVES, et al, 2001, p. 3)

Cada modelo econômico parte de pressupostos específicos na tentativa de explicar um determinado contexto econômico, sendo estreitamente vinculado a um período histórico. Isso significa que é importante perceber a intenção teórica de cada modelo, qual o contexto internacional em que foi estruturado e ao qual faz referência. Segundo Krugman e Obstfeld (2005), o aprendizado é altamente otimizado quando existe uma correspondência entre a teoria e a realidade econômica.

Os alunos assimilam economia internacional mais rapidamente quando ela é apresentada como um método de análise vitalmente relacionado a eventos da economia mundial, em vez de como um corpo de teoremas abstratos sobre modelos abstratos. (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005, p. xvi)

Essa mesma concepção também é manifestada por Williamson (1988). Para o autor, não é possível limitar a abordagem apenas em “apresentar modelos a partir do nada”

(WILLIAMSON, 1988, Apresentação); é necessária “uma pitada de história” (WILLIAMSON, 1988, Apresentação).

De forma complementar, Boyer (1988) discute que é fundamental estudar a economia levando em consideração a história e a teoria, uma vez que entre as duas existe uma forte relação de dependência. “De fato, o que tem sido construído pelas teorias contemporâneas é utilizado para esclarecer episódios históricos. Passado e presente, história e teorias econômicas inscrevem-se exatamente no mesmo plano” (BOYER, 1998, p. 43).

Na visão de Boyer (1998), o trabalho conjunto de economistas e historiadores traz resultados positivos. A “análise econômica historicizada” é um método capaz de explicar pela teoria os acontecimentos históricos e a realidade econômica. Segundo Boyer (1998), esse método aumenta as contribuições para o aprofundamento do conhecimento e minimiza os erros teóricos recorrentes.

Com excessiva frequência o economista opta por um recorte que pouco sentido faz para os demais especialistas de ciências sociais, entre os quais o historiador: considera o conjunto dos indivíduos pertencendo a uma mesma economia ou uma nação na sua globalidade. Em suma, o historiador poderia fornecer ao economista as categorias intermediárias que lhe fazem falta. (BOYER, 1998, p. 46)

No entanto, segundo Boyer (1998), “é lastimável que surjam tão poucas interações entre pesquisadores de disciplinas que no final das contas, estudam diferentes aspectos de um mesmo objeto” (BOYER, 1998, p. 50). Os programas de ensino de graduação em economia em algumas das principais universidades do Brasil na área de macroeconomia aberta, economia internacional e história econômica evidenciam claramente essa separação entre o ensino de história e teoria². Apesar dos programas serem fundamentados em bibliografia de grande referência acadêmica, essa literatura selecionada para fins de ensino trata da teoria em separado da história econômica; raros os livros-textos que apresentam uma abordagem integrada, trazendo contribuições tanto de história como de teoria.

Assim sendo, percebe-se uma lacuna de material didático que aborde de forma integrada a teoria e a história econômica. Esta dissertação oferece uma contribuição nessa

² Programa de Macroeconomia e Economia Internacional USP, UNESP, UNICAMP, FGV-SP, PUC - Rio (2009), (2010) e (2011).

direção ao apresentar uma revisão dos modelos teóricos de macroeconomia aberta e economia internacional, explorando a correspondência entre o desenvolvimento dos modelos e o período histórico ao qual fazem referência e identificando a contribuição teórica de cada modelo para realidades econômicas especificamente discriminadas.

É estudado, portanto, as versões sintetizadas dos modelos econômicos presentes nos manuais e o avanço na fronteira do conhecimento concentra-se em contextualiza-los na história econômica, tornando-os “mais concretos e fáceis de serem assimilados” (BLANCHARD, 2004, Prefácio). Esse método de análise é denominado por Arida (1996) como *hard science*. Segundo esse método, o conhecimento produzido no passado já está assimilado pela teoria recente, portanto, é possível avançar no conhecimento sem recorrer às teorias originais produzidas anteriormente.

Ao fazer a revisão dos modelos teóricos, a principal variável analisada é a taxa de câmbio, com a finalidade de averiguar como é o seu funcionamento no período econômico descrito pelo modelo e como é fundamentada a abordagem teórica dessa variável, isto é, a análise do câmbio direciona e orienta a revisão teórica aqui realizada. Isto porque a taxa de câmbio é uma variável-chave para a compreensão de economias abertas, ou seja, exerce influência sobre as finanças internacionais, os fluxos de investimentos direto externo, o comércio e, conseqüentemente, sobre os balanços de pagamentos. Além disso, as diretrizes cambiais marcaram fortemente os períodos econômicos, modificando regras e organizações internacionais (EICHENGREEN, 2000), conforme descrito abaixo:

O comportamento das taxas de câmbio e a natureza do regime cambial são temas de vital importância para qualquer Estado nacional no capitalismo contemporâneo, uma vez que governam as ligações entre a economia nacional e o resto do mundo, estabelecendo os preços relativos entre as produções doméstica e internacional, influenciando a designação interna dos recursos entre setores produtores de bens comerciáveis e não-comerciáveis, e determinando quanto da riqueza financeira global (isto é, do investimento externo direto e das aplicações das carteiras dos investidores nacionais e internacionais) é denominada na moeda nacional. Refletindo sua importância, a escolha do regime cambial é uma das questões mais exaustivamente discutidas na literatura econômica do *mainstream* (...). (PRESSER, 2000, p. 22)

1.2 Escolha dos modelos

Para a demarcação do estudo são eleitos os modelos que incluem em suas análises o comportamento do câmbio. Para eleger esses modelos é fundamentalmente necessário recorrer aos principais manuais, de forte referência acadêmica, na área de macroeconomia aberta e economia internacional. Analisar qual é a abordagem de cada manual e quais são os modelos mais estudados e reverenciados como importantes contribuições teóricas essenciais ao entendimento de economias abertas.

Em macroeconomia aberta, Blanchard (2004), Dornbusch e Fischer (1982) e Froyen (2006) são renomados autores de grande contribuição para a academia, cujos manuais são amplamente utilizados no ensino de graduação do país, motivos pelos quais constituem a principal fonte bibliográfica para a revisão dos modelos teóricos aqui empreendida. De forma similar, em economia internacional, os manuais de Krugman e Obstfeld (2005), Williamson (1988), Caves (2001) e Baumman, Canuto e Gonçalves (2004) também constituem importantes referências para o ensino de graduação em Economia no Brasil e são as principais fontes bibliográficas para os modelos teóricos aqui abordados.

Um ponto importante a esclarecer é que para fins desta pesquisa, o foco da revisão bibliográfica baseada nos manuais de economia internacional é finanças internacionais, taxas de câmbio e macroeconomia das economias abertas. Isso significa que as teorias de comércio internacional presentes nesses manuais não são objetos desta pesquisa.

A partir dos manuais acima mencionados, foram selecionados três modelos teóricos que explicam o comportamento das economias abertas e incluem a variável taxa de câmbio, que são os seguintes:

- Modelo Keynesiano Simples Aberto
- Modelo Mundell-Fleming
- Modelo Cambial-Monetário-Integrado

1.3 Apresentação da dissertação

A dissertação é composta por três capítulos, além desta introdução, conclusão e um glossário com a definição dos principais termos econômicos utilizados ao longo da dissertação. O primeiro capítulo é direcionado ao modelo Keynesiano Simples Aberto, o segundo ao modelo Mundell-Fleming e o terceiro ao modelo Cambial-Monetário-Integrado.

Cada capítulo, além da exposição em detalhes da construção do modelo, aborda, também, o período histórico ao qual o modelo faz referência.

O modelo Keynesiano Simples Aberto, tema do primeiro capítulo, é explicado com base nas leituras de Canuto (2004), Caves (2001) e Williamson (1988). Segundo esses autores, estudar esse modelo é de grande importância, essencialmente, porque ele faz referência e é considerado uma introdução de macroeconomia aberta, “comum nos manuais de macroeconomia” (CAVES, et al, 2001, p. 312). Além de resgatar os principais conceitos desenvolvidos por Keynes (1936), que revolucionou o pensamento macroeconômico, estende a abordagem para a economia internacional e a compreensão de economias abertas.

O modelo se esforça em descrever a situação econômica da Grande Depressão dos anos 30. Segundo Eichengreen (2000), com o fim do padrão ouro em 1933, a ordem monetária internacional perdeu a referência de organização. Vivenciou-se uma verdadeira desordem internacional, com total inexistência de práticas e regras de controle e ajustamento macroeconômico. A taxa de câmbio que antes era fixa passou a flutuar e os países aderiram ao uso deliberado de políticas cambiais agressivas para melhorar a competitividade dos produtos domésticos. Os países desvalorizavam o preço de sua moeda para que seus produtos ganhassem atratividade no mercado internacional.

Assim sendo, o modelo Keynesiano Simples Aberto apresenta uma primeira aproximação teórica com a taxa de câmbio, revelando a importância dessa variável para a economia internacional.

O modelo Mundell-Fleming³ é o tema do segundo capítulo, a partir das leituras de Froyen (2006), Dornbusch e Fischer (1982), Canuto (2004) e Williamson (1988). Segundo esses autores, o modelo Mundell-Fleming é uma “referência básica para macroeconomia de economia aberta” (FROYEN, 2006, p.580).

O modelo Mundell-Fleming trouxe contribuições teóricas essenciais para o período de funcionamento de Bretton Woods. De acordo com Eichengreen (2000), o novo padrão de organização monetária internacional instituiu o controle da taxa de câmbio para manter a estabilidade econômica e valorizou a importância das políticas fiscais e monetárias, em detrimento da política cambial, para alcançar o equilíbrio interno e externo.

O modelo reconhece a influência do câmbio sobre as demais variáveis, sobretudo no direcionamento da balança comercial e dos fluxos de capitais, mas não explora as diretrizes econômicas influenciadas pela política cambial. De acordo com Williamson (1998), o foco de

³ O modelo recebeu o nome de seus primeiros proponentes: Robert Mundell (1963) e Marcus Fleming (1962).

estudo do modelo é identificar a adequada combinação de políticas monetárias e fiscais que proporcione ajustamento macroeconômico para as economias abertas, em linha com os princípios defendidos pelo Acordo de Bretton Woods.

Por fim, o terceiro capítulo aborda o modelo Cambial-Monetário-Integrado. Na década de 70, com o fim de Bretton Woods, as taxas de câmbio tornaram-se flutuantes e os fluxos de capitais entre países ganharam grandes proporções. Além das condições econômicas da época, “o permanente desenvolvimento dos mercados financeiros, alavancados pelos progressos nas telecomunicações e nas tecnologias de processamento da informação” (EICHENGREEN, 2000, p. 184) também contribuíram para a internacionalização do capital. Neste sentido, foi estritamente necessário incorporar aos modelos a nova realidade econômica de flutuações das taxas de câmbio e de grande mobilidade internacional do capital.

Krugman e Obstfeld (2005) apresentam um modelo de economia aberta com uma nova abordagem, denominado modelo Cambial-Monetário-Integrado. Enfatiza principalmente a abertura dos mercados financeiros, a intensificação dos fluxos de capitais, a integração dos mercados, as tomadas de decisões por parte dos investidores e a influência das taxas de câmbio, das taxas de juros e das expectativas de rentabilidade dos investimentos para o direcionamento da economia.

O conjunto dos capítulos proporciona um entendimento sobre as interpretações da taxa de câmbio ao longo a história e uma melhor compreensão dos modelos analisados, uma vez que o estudo integrado entre história e teoria torna os modelos mais fáceis de serem assimilados.

2. MODELO KEYNESIANO SIMPLES ABERTO

O primeiro modelo econômico desenvolvido na era moderna que levou em consideração a economia mundial e a relação entre países foi o Keynesiano Simples Aberto” (CANUTO, 2004, p. 279). Segundo Canuto, (2004), Caves (2001) e Williamson (1988), estudar esse modelo é de grande importância, essencialmente porque ele faz referência e é considerado uma introdução de macroeconomia aberta, “comum nos manuais de macroeconomia” (CAVES, et al, 2001, p. 312). O Keynesiano Simples Aberto tem como fundamento a determinação das condições de equilíbrio em uma economia que inclui o exterior em suas transações econômicas.

De forma mais precisa, levando em consideração a história do pensamento econômico, o modelo Keynesiano Simples Aberto foi uma resposta profissional à Grande Depressão dos anos 30, uma adequação teórica ao contexto vivenciado nessa época. A Grande Depressão foi marcada pelo colapso do padrão ouro que modificou a relação entre os países e alterou as práticas de ajustamento macroeconômico.

Assim sendo, este capítulo tem o objetivo principal de retomar a construção do modelo Keynesiano Simples Aberto, compreendendo suas premissas, desenvolvimento e conclusões preliminares. Em paralelo, este capítulo, também é direcionado para a compreensão do contexto histórico norteador do desenvolvimento desse modelo, a fim de esboçar a correlação e a adequação entre as hipóteses básicas do modelo e a realidade da época. Mostrar de forma clara os princípios teóricos do Keynesiano Simples Aberto que tornaram referência de estudo no imediato pós-guerra.

Para tanto, na primeira parte deste capítulo é realizada uma reconstrução histórica, um entendimento sobre o sistema internacional baseado no padrão ouro, bem como o contexto da Grande Depressão. Dessa maneira, na segunda parte do capítulo é possível, então, descrever o modelo Keynesiano Simples Aberto, discriminando e reconhecendo sua importância como fonte teórica de caracterização e adequação à realidade de depressão dos anos 30.

2.1 A história econômica no período do padrão ouro e da Grande Depressão

2.1.1 O Surgimento do padrão ouro

Os acordos monetários internacionais, em regra, não são estabelecidos por autoridades e especialistas, por meio de cúpulas, conferências, livres debates e democratização de escolhas. Em geral, uma regra de organização monetária internacional surge “espontaneamente como resultado de decisões individuais de países condicionados pelas decisões anteriores de seus vizinhos e, mais frequentemente ainda, por herança histórica” (EICHENGREEN, 2000, p. 29).

Como as nações estão interligadas por suas relações transfronteiriças, o posicionamento econômico de um país individual necessariamente trará efeitos para o resto do mundo. A ordem econômica que um país prefere adotar será influenciada pelas escolhas precedentes de outros países. Segundo Eichengreen (2000, p. 26), no mundo, todo interligado, vigora o princípio de *externalidades em rede*, em que cada decisão econômica nacional não é tomada isoladamente e independente, mas sim influenciada pelo arranjo financeiro e monetário já em funcionamento em alguns países.

Em especial, as grandes economias conseguem exercer uma maior influência na determinação da ordem monetária internacional. As economias mais poderosas são capazes de direcionar o sistema monetário, beneficiando-se das regras econômicas estabelecidas.

La estructura de tal orden monetário internacional tiende a reflejar la influencia de los países capitalistas más poderosos. Su superioridad militar y su control de recursos económicos decisivos - capital, tecnología avanzada, materias primas, acceso a sus propios mercados internos de grandes dimensiones – les permiten ejercer influencia sobre otros países. (BLOCK, 1977, p.15)⁴

Foi o que aconteceu com a implantação do padrão ouro como regra de organização, adotado de forma casual, influenciado pela herança histórica e pelo posicionamento

⁴ A estrutura da ordem monetária internacional tende a refletir a influência dos países capitalistas mais poderosos. Sua superioridade militar e seu controle de recursos econômicos – capital, tecnologia avançada, matérias primas acesso a seus próprios mercados internos de grandes dimensões – lhes permitem exercer influência sobre outros países. (Tradução minha)

econômico da Inglaterra, a grande potência financeira e militar do século XIX (BLOCK, 1977).

No século XVIII, a grande maioria das nações econômicas permitia a circulação simultânea de ouro e prata em território nacional, prática conhecida como bimetalismo ou padrão bimetalico. O ouro e a prata exerciam a função de meio de troca, unidade de pagamento e reserva de valor. As moedas cunhadas nesses metais tornaram-se base de compensação internacional, dinheiro aceitável entre países. As diferenças entre importações e exportações, empréstimos concedidos e adquiridos eram compensadas com a transferência dessas moedas características (EICHENGREEN, 2000 e BLOCK, 1997).

Neste mesmo período, estados alemães, Rússia, extremo Oriente, Império Austro-Húngaro e Escandinávia aceitavam apenas a prata como moeda padrão para suas relações econômicas. Já a Inglaterra era o único país que apresentava um posicionamento claro de adoção do padrão ouro. No final do século XVII, Portugal transferiu enormes quantias de ouro brasileiro à Inglaterra, sua principal parceira econômica. O ouro entrava na Inglaterra para ser cunhado, tirando a prata de circulação. Para manter no mercado, simultaneamente, as moedas tanto de ouro como de prata, as autoridades inglesas da casa da moeda precisavam elevar o preço da prata ou reduzir o preço do ouro. Tomaram a decisão de reduzir o preço do ouro em vários estágios subsequentes. O último ajuste aconteceu em 1717, no entanto, foi insuficiente, a prata continuou subvalorizada, saindo de circulação. Oficialmente a Inglaterra adotou o padrão ouro em 1774 com o decreto que impedia a aceitação da prata em transações superiores a 25 libras (EICHENGREEN, 2000).

Dessa maneira, no século XVIII, a economia monetária internacional convivia com três regras distintas de organização: o padrão ouro, o padrão prata e o bimetalismo. Isso dificultava as relações internacionais. Os países detentores exclusivamente do padrão prata e os países seguidores do padrão ouro tinham suas relações econômicas limitadas, fortemente travadas. Já, “os países que haviam adotado os padrões bimetalicos faziam o papel de ligação entre os blocos de nações que praticavam, de um lado, o padrão ouro, e de outro, o padrão prata”. (EICHENGREEN, 2000, p.33).

Para diminuir o conflito e facilitar as relações internacionais era necessário o estabelecimento de uma regra única de organização, com aceitação unânime de todas as nações, uma escolha entre padrão prata, padrão ouro e bimetalismo. Isso aconteceu somente no século XIX quando o ouro foi aceito como padrão internacional.

No fim do século XVIII, a Inglaterra que já havia adotado o padrão ouro emergiu como potência industrial. A Inglaterra tornou-se centro financeiro internacional, detentora de

grande parte das atividades comerciais mundiais. Dessa maneira, a fim de facilitar e dinamizar as relações econômicas, beneficiando-se das fontes de empréstimos e dos produtos industrializados que a Inglaterra podia oferecer, os países foram influenciados a converter seus sistemas econômicos, adotando o ouro como base monetária.

A industrialização transformou a Grã-Bretanha, o único país que já adotara o padrão ouro, na mais importante potência econômica do mundo e na principal fonte de financiamentos externos. Isso encorajou outros países que pretendiam manter relações comerciais com a Grã-Bretanha e dela importar capitais e seguir seu exemplo. Quando a Alemanha, segunda maior potência industrial da Europa, estabeleceu esses relacionamentos, em 1871, o estímulo foi reforçado. As externalidades em rede, que no passado haviam sustentado o bimetalismo, empurraram os países para o ouro. Iniciou-se, assim, uma reação em cadeia, provocada não pela liquidação da prata pela Alemanha, mas pelo interesse de cada país em adotar o padrão monetário compartilhado pelos seus vizinhos comerciais e financeiros. (EICHENGREEN, 2000, p. 42)

Ao longo do século XIX, influenciados pelas *externalidades em rede*, pela herança histórica, pela integração internacional e pelas vantagens de permanecer com o mesmo arranjo monetário adotado pela maior potência econômica mundial, os países foram continuamente aderindo ao padrão ouro.

Assim sendo, o sistema monetário do ouro foi adotado de forma espontânea, casual, sem nenhum planejamento e sem parâmetros de discussões antecedentes; pode-se dizer que foi de fato o resultado de uma série de acontecimentos históricos.

2.1.2 Funcionamento do padrão ouro

Os países ao adotarem o padrão ouro adaptaram-se a uma única norma de organização monetária, uma única regra capaz de controlar de maneira eficiente as transações econômicas. “O padrão internacional do ouro simbolizava uma organização única na economia mundial” (POLANYI, 2000, p. 17).

A aceitação internacional do padrão ouro exigiu que todas as nações admitissem o ouro como alicerce econômico da base monetária. Para tanto, foi necessário que os países ajustassem seus sistemas econômicos, enquadrando-se no princípio da conversibilidade.

Fixaram o valor de suas moedas em termos de ouro, podendo sempre que necessário e a qualquer momento converter em ouro o papel moeda em circulação. Assim sendo, como todos os valores das moedas estavam determinados em ouro, automaticamente, ficou conhecida uma relação fixa de valores entre as moedas o que representava em âmbito internacional taxas cambiais fixas. Como complemento, nas palavras dos autores Roberts (2000), Eichengreen (2000) e Block (1977) o padrão ouro foi definido da seguinte maneira:

O padrão ouro foi um sistema de câmbio fixo com mercadoria-padrão, sendo, obviamente, o ouro tal mercadoria. Os países participantes fixavam uma certa massa de ouro pela qual sua moeda poderia ser livremente convertida, sendo o banco central obrigado a trocar por ouro as cédulas por ele emitidas. As paridades bilaterais eram determinadas de acordo com seus respectivos valores em termos de ouro. A quantidade de papel-moeda em circulação em um país era estritamente proporcional ao nível de suas reservas. Dessa forma, controlava-se a inflação e gerava-se confiança no sistema. (ROBERTS, 2000, p. 14)

O dinheiro que circulava internamente [nos países] assumia unicamente a forma de moedas de ouro, e o montante adicional de papel-moeda e de outras moedas simultaneamente em circulação correspondia um volume equivalente adicional de ouro guardado nos cofres de seus bancos centrais ou tesouros nacionais, no qual esse meio circulante poderia ser convertido. (EICHENGREEN, 2000, p. 45)

El mecanismo central del patrón oro era la fijación, por parte de la mayoría de los países grandes, de valores fijos para sus monedas em relación com el oro. Estos países permitían también el movimiento relativamente libre del oro a través de sus fronteras y convenían em convertir su moneda em oro al precio establecido. (BLOCK, 1977, p. 17)⁵

Definido claramente o que é o padrão ouro, é possível, então, compreender o seu mecanismo de funcionamento. A principal explicação teórica de grande referência acadêmica sobre o funcionamento do padrão ouro é o modelo de *fluxo-espécie-preço* elaborado por Hume (1752). A ideia defendida por Hume (1752) em seu modelo era que o sistema monetário baseado no padrão ouro tinha um mecanismo de ajuste automático. Os países não

⁵ O mecanismo central do padrão ouro era a fixação, por parte da maioria dos grandes países, de valores fixos para suas moedas em relação ao ouro. Esses países permitiam também o movimento relativamente livre do ouro através de suas fronteiras e concordavam em converter sua moeda em ouro ao preço estabelecido. (Tradução minha)

precisavam preocupar-se com os déficits em seus balanços de pagamentos que eram corrigidos automaticamente pelo próprio sistema.

Para chegar a essas conclusões, Hume (1752) adotou hipóteses simplificadoras, desconsiderou o papel dos bancos e admitiu que apenas circulasse entre países moedas de ouro. Trouxe, assim, a seguinte explicação: um país deficitário sofria uma perda de ouro (ouro saía do país para cobrir remessas de importações maiores que as exportações). A perda de reservas de ouro diminuía a base monetária, baixando os preços dos produtos internos e elevando sua competitividade no mercado internacional. A queda dos preços estimulava as exportações e diminuía as importações, melhorando o balanço de pagamentos e eliminando o déficit até então existente, com o retorno do equilíbrio inicial.

Apesar do modelo de Hume (1752) fazer considerações sobre equilíbrio geral em teoria econômica e ter uma elegância de construção e simplicidade, foi-se percebendo, com o tempo, que esse modelo consistia apenas em uma abordagem parcial do sistema monetário do ouro. Hume (1752) desconsiderou aspectos econômicos importantes presentes no mundo, distanciando o modelo da compatibilidade com a realidade. A existência de fluxos de capitais e políticas monetárias, com a intervenção dos Bancos Centrais e comerciais, por exemplo, contribuíam de maneira significativa para os ajustamentos macroeconômicos, mas não foram mencionados no modelo de Hume (1752).

Os Bancos Centrais e os bancos comerciais atuavam como administradores da atividade econômica nacional. Quando o país deparava-se com um déficit, o Banco Central diminuía o meio circulante, fazendo uma pressão para baixo nos preços domésticos. Com maior competitividade internacional o país conseguia retornar o equilíbrio da sua balança comercial.

O controle do meio circulante era alcançado por meio da intervenção de políticas monetárias que utilizavam principalmente as taxas de redesconto. Os bancos comerciais concediam empréstimos para população. O Banco Central, por sua vez, podia adiantar esse dinheiro para os bancos comerciais, cobrando taxas, conhecidas como taxas de redesconto.

Se o banco elevasse a taxa e tornasse o desconto mais dispendioso, um número menor de intermediários financeiros [bancos comerciais] estaria interessado em descontar títulos e obter dinheiro do Banco Central. Através da manipulação de sua taxa de redesconto, o Banco Central podia intervir no volume de crédito doméstico. (EICHENGREEN, 2000, p. 54)

A taxa de juros era outro instrumento utilizado pelos Bancos Centrais para a correção dos desequilíbrios internos. Na prática, um déficit no balanço de pagamentos levava o Banco Central a ajustar a sua taxa de juros. A elevação dos juros atraía capital e equilibrava o nível de reservas. Isso significa que “a mobilidade do capital era muito importante em fins do século XIX” (WILLIAMSON, 1988, p. 134).

Triffin (1979) ainda complementa, afirmando que nesse período a importância da libra foi crescente, sendo amplamente utilizada nas relações internacionais. A libra assim como o outro se tornou um instrumento de liquidez, funcionando como meio de troca, unidade de pagamento e reserva de valor.

Também na concepção de Triffin (1979), todas as vezes que os países centrais aumentavam suas taxas de juros, diminuindo seus investimentos, sua demanda agregada e suas importações, os países periféricos eram automaticamente afetados. As exportações dos países da periferia diminuía drasticamente, deteriorando seus termos de troca e o centro conseguia melhorar a sua balança comercial. Assim sendo, a deterioração dos termos de troca da periferia contribuía para os ajustamentos macroeconômicos dos países centrais.

O balanço de pagamentos dos países da chamada “periferia” seria, ao longo do tempo, assistido por grandes importações de capital disponíveis nos mercados financeiros da Europa industrializada, porém, estes países teriam de pagar por esta dependência por meio de flutuações perversas na disponibilidade de tal capital e em seus termos de troca [grifo nosso] (...). (TRIFFIN, 1979, p. 343)

Para Triffin (1979), a periferia nunca conseguiu de fato adotar o padrão ouro, estabelecer padrões fixos de taxas de câmbio. Para o autor, esses países sofriam frequentemente pressões para a desvalorização de sua moeda, fazendo com que a instabilidade econômica periférica fosse permanente. “As taxas de câmbio de outras moedas – particularmente na América Latina – flutuavam descontroladamente” (TRIFFIN, 1979, p.345).

As instituições financeiras dotadas de mecanismos instrumentais para intervir economicamente, atuavam com políticas monetárias discricionárias e ativas, por meio do controle do meio circulando e da administração dos fluxos de capitais, influenciando, até mesmo, as modificações nas relações de troca entre países centrais e periféricos. Essas intervenções do Banco Central juntamente com os bancos comerciais foram denominadas “*regras do jogo*” (EICHENGREEN, 2000, p. 55), padrões e convenções para a manutenção

da estabilidade econômica, uma organização de políticas para promover o ajustamento internacional no sistema monetário do ouro, “rígido código de conduta” (EICHENGREEN, 2000, p.55). Triffin (1979) define de forma resumida as intervenções econômicas consideradas “*regras do jogo*”:

Essas forças de ajustamento “automático” foram fortalecidas e aceleradas pelos bancos centrais por intermédio das chamadas “regras do jogo”. A política de redesconto e as intervenções de mercado aberto devem elevar as taxas de juros e dificultar o crédito nos países deficitários, ao mesmo tempo que baixam aquelas e expandem-se o crédito nos países superavitários. Isso deve (1) amortecer as transferências do balanço de pagamentos e fluxos monetários no curto-prazo, estimulando movimentos de capital compensatórios dos países superavitários para os deficitários e (2) acelerar o desejável reajustamento descendente dos preços e custos nestes últimos países e seu reajustamento nos primeiros. (TRIFFIN, 1979, p. 337)

A expressão “*regras do jogo*” transmite a ideia de que as políticas monetárias intervencionistas eram utilizadas com prioridade para corrigir os déficits no balanço de pagamentos. No entanto, o estudo de Bloomfield (1959) comprovou que os Bancos Centrais e comerciais nem sempre agiam segundo as “*regras do jogo*”. Isso significa que a política de juros e de taxas de redesconto era administrada também para prover acomodações na atividade econômica interna, envolvendo nível de produção, investimentos e taxa de crescimento. Portanto, os países não eram submetidos a cumprir regras e adotar políticas específicas em prol do equilíbrio internacional. “Os bancos centrais [podiam] “desobedecer as regras” [não intervir economicamente para ajustar o balanço de pagamentos] sem colocar em risco a estabilidade do padrão ouro” (EICHENGREEN, 2000, p. 57).

Nos países centrais, “existia um mecanismo inerente que equilibrava a moeda” (WILLIAMSON, 1988, p. 134). O sistema monetário do ouro era provido de alta credibilidade e movido pelo respeito à estabilidade econômica. O princípio da conversibilidade era seguido com competência pelos países, “não há dúvida de que as autoridades fariam, em última instância, o que fosse necessário para defender a reserva de ouro de seus Bancos Centrais e manter a conversibilidade da moeda” (EICHENGREEN, 2000, p. 57). Portanto, mesmo que os Bancos Centrais temporariamente agissem em desacordo com os padrões de conversibilidade do ouro, sabia-se, em consenso, que no longo prazo a política econômica defenderia a estabilidade.

Por outro lado, “o compromisso dos governos em relação à conversibilidade ganhava credibilidade pelo fato de que os trabalhadores que mais sofriam em consequência dos tempos difíceis mal tinham condições de fazer sentir suas objeções” (EICHENGREEN, 2000, p. 58). O ajuste no balanço de pagamentos muitas vezes era conseguido através do corte de gastos domésticos, dessa maneira, os salários totalmente flexíveis eram reduzidos em prol da estabilidade. Os trabalhadores não eram providos de força política, não tinham uma organização sindical e os governos não eram democráticos; tudo isso contribuía para que as reivindicações da classe trabalhadora fossem desconsideradas ou sufocadas.

A conversibilidade também era sustentada pela existência de uma solidariedade entre os países em momentos de crise. Um país deficitário mobilizava suas políticas no intuito de atrair capital. Os superavitários, por outro lado, permitiam a saída de capital para atender o país com déficits. Existia, portanto, um consenso e uma ajuda mútua para a manutenção do equilíbrio e da estabilidade. “Esse tipo de cooperação internacional, embora não fosse um evento cotidiano, era crucial em momentos de crise. (...) sua sobrevivência [padrão ouro] dependia da colaboração entre Bancos Centrais e governos” (EICHENGREEN, 2000, p. 63).

Nesse ambiente de solidariedade entre países, credibilidade no princípio da conversibilidade e cooperação internacional, os riscos de grandes oscilações cambiais eram mínimos, os investidores podiam transferir capital para países de moeda fraca, fazer empréstimos e suprir déficits sem preocupação e sem qualquer proteção cambial. Com essa inabalável confiança no sistema, as práticas comerciais também se beneficiavam. O comércio era caracterizado por grandes volumes e as práticas protecionistas eram praticamente inexistentes (EICHENGREEN, 2000).

No período de vigência do padrão ouro, de 1871 a 1914, as economias europeias industrializadas vivenciaram um momento de paz política e comercial. Sem guerras e sem alianças políticas, as potências industriais não formaram agrupamentos de interesses, não distribuíram vantagens e privilégios; caminharam com independência e com equilíbrio de poder. O padrão ouro só não foi idealizado como uma época áurea nas relações monetárias internacionais porque as economias periféricas não conseguiram se adequar às práticas do padrão ouro, não se beneficiando dos resultados positivos desse sistema monetário (TRIFFIN, 1979).

2.1.3 Fim do Padrão ouro e a Depressão dos anos 30

Desde a virada do século, 1900, o padrão ouro mostrava sinais de que estava funcionando precariamente, apresentando vestígios de decadência em suas bases de sustentação.

Os avanços dos sindicatos, dos partidos trabalhistas e da extensão dos direitos de cidadania passaram a pressionar o governo para o aumento dos investimentos sociais. A classe trabalhadora, grande parte da população, não aceitava mais o sacrifício de preços e diminuição do poder de compra em função da manutenção da conversibilidade. “Com o avanço do sindicalismo e da burocratização dos mercados de trabalho, os salários já não reagem às instabilidades com sua tradicional rapidez” (EICHENGREEN, 2000, p. 75).

As revoltas populacionais e as reivindicações por melhores condições de emprego e estabilidade de salários passaram a perturbar o sistema financeiro que antes funcionava em perfeita tranquilidade. Essas perturbações induziam movimentos de capitais instabilizadores, com fuga de capitais. Segundo Eichengreen (2000), os instáveis fluxos de capitais refletiam diretamente na taxa de câmbio que passava a apresentar fortes tendências de flutuação, aumentando os riscos cambiais a ativos investidores. Dessa maneira, a conversibilidade das moedas em relação ao ouro e as taxas cambiais anteriormente fixas passaram a sofrer abalos consideráveis de insegurança e permanente inconstância.

Paralelamente, a partir de 1904 a Europa começou a distanciar-se do equilíbrio de poder, com a formação de alianças entre países e com o aguçado desejo de “rivalidade colonial e competição por mercados exóticos” (POLANYI, 2000, p. 35). A Inglaterra, por exemplo, formou alianças políticas em 1904 com a França e com Rússia, visando à possibilidade de aproveitamento colonial sobre o Marrocos, o Egito e a Pérsia. As potências antes independentes e solidárias economicamente começaram a formar agrupamentos de poder. Era evidente que a estabilidade de poder, a livre negociação e o equilíbrio entre nações, fortes bases do padrão ouro, apresentavam notáveis sinais de desagregação.

Além disso, a diminuição do domínio econômico da Inglaterra frente a outras nações, no começo do século XX, colocava em dúvida a sustentação do padrão ouro, já que a Inglaterra era a principal mantenedora desse sistema monetário. “A medida que disminuía la delantera econômica de Gran Bretaña com el aumento de la competencia norteamericana y alemana, también se reducía la solidez del patrón oro”⁶ (BLOCK, 1977, p. 29).

⁶ À medida que diminuía a liderança econômica da Grã Bretanha em função do aumento da competência norteamericana e alemã, também se reduzia a solidez do padrão ouro. (Tradução minha)

O sistema internacional do ouro que já estava frágil e contingente desmoronou com o início da Primeira Guerra Mundial. O sistema internacional do ouro não tinha forças suficientes para se manter em um ambiente de guerras e instabilidades profundas. A guerra desagregou as últimas bases do padrão ouro que ainda apresentavam vestígios de sustentação.

A conversibilidade foi abandonada quando os países bélicos, com falta de recursos, passaram a emitir moedas sem lastro em ouro para cumprir suas despesas de guerra. Durante a primeira Guerra Mundial, o padrão ouro foi abandonado por todos os países beligerantes, exceto os Estados Unidos que conseguiram manter a paridade de sua moeda em relação ao ouro. Nesse período, as transações entre países passaram a ser negociadas com base em taxas cambiais flutuantes.

Na década de 20, com o término da guerra, a preocupação internacional era restabelecer o equilíbrio e a estabilidade econômica. A reestruturação do padrão ouro era interpretada como retorno à normalidade. “A intenção daquela época (...) expressava a convicção quase universal de que somente o restabelecimento do sistema pré-1914 (...) poder-se-ia restaurar a paz e a prosperidade” (POLANYI, 2000, p. 39).

Por consenso da Europa Industrializada, os esforços foram direcionados para o retorno ao padrão ouro. Em 1922, a conferência de Gênova instituiu o padrão ouro-divisa, também conhecido como padrão ouro-câmbio. A Inglaterra recuperou a conversibilidade, com a paridade libra-ouro, assim como os Estados Unidos que também fixou o dólar conversível ao ouro. Já a grande maioria dos países, para aderir à paridade, manteve suas reversas em termos de libra-esterlina e dólar-americano. Em 1925, o padrão ouro começou a ser aceito com unanimidade pelos países. “Depois que a massa crítica de países restaurou o padrão ouro, o fator de externalidade em rede do sistema atraiu os demais países do rebanho” (EICHENGREEN, 2000, p. 79).

Segundo Triffin (1979), a conferência de Gênova apenas regulamentou o padrão ouro-divisa que já existia antes da Primeira Guerra Mundial. O ouro, antes da Primeira Guerra, não era o único instrumento de liquidez internacional. A libra já era utilizada pelos países para a realização de transações comerciais, pagamentos e reserva de valor, fazendo com que as moedas fossem atreladas a outras moedas conversíveis e não puramente ao ouro.

Em 1929, a quebra de Wall Street colocou fim ao padrão ouro-divisa. Na segunda metade da década de 20, os Estados Unidos receberam enormes pagamentos referentes à indenização da Primeira Guerra Mundial. “Cerca de US\$ 1 bilhão em transferências relacionadas a dívidas de guerras para os Estados Unidos foram realizadas entre meados de 1926 e meados de 1931” (EICHENGREEN, 2000, p. 104). Os Estados Unidos superavitários

passaram, então, a exportar capital; além disso, tornaram-se um essencial importador de produtos europeus. Com o *crash* da Bolsa de Nova York essa estrutura desintegrou-se, os Estados Unidos não tinham mais condições de cumprir seu papel de prestador de capital e de primeiro comprador de produtos estrangeiros. A instabilidade econômica afetou a Europa como um todo, iniciando-se, assim, uma corrida pelo ouro, uma tentativa unânime dos países de trocar depósitos em moedas conversíveis por ouro. A decisão simultânea dos Bancos Centrais de exercer o direito da conversibilidade destruiu as reservas de ouro dos Estados Unidos e da Inglaterra. Dessa maneira, em 1931, a Inglaterra abandonou o padrão ouro, seguida em 1933 pelos Estados Unidos (EICHENGREEN, 2000).

A ordem monetária internacional, neste momento da história, perdeu a referência de organização. Alguns países tentavam atrelar suas moedas ao dólar, outros à libra e ainda outros tentavam a paridade com o ouro. Williamson (1988) menciona que os países juntaram-se em blocos monetários: bloco do ouro, bloco do dólar e bloco da liba. Verificava-se, portanto, uma verdadeira desordem internacional, com total inexistência de práticas e regras de controle e ajustamento macroeconômico.

Apesar da desagregação de parâmetros a serem seguidos, os países tinham consciência de que precisavam aderir a políticas econômicas efetivas para defender as poucas reservas financeiras que ainda restavam e trabalhar para combater os déficits exacerbados nos quais suas economias estavam inteiramente mergulhadas.

Os sacrifícios feitos para restaurá-lo [padrão ouro] tinham que ser feitos novamente para que pudéssemos viver sem ele. As mesmas instituições que haviam sido destinadas a reprimir a vida e o comércio para manter um sistema de moedas estáveis eram agora utilizadas para ajustar a vida industrial à ausência permanente de um tal sistema (POLANYI, 2000, p. 44).

No intuito de restaurar a vida econômica, os países aderiram a políticas comerciais e a políticas cambiais para administrar o balanço de pagamentos e alcançar equilíbrio, ajuste e controle em nível internacional. O controle comercial consistiu em práticas protecionistas e tarifárias que aboliram o livre comércio. Já o uso deliberado de políticas cambiais agressivas foi um instrumento poderoso, inventado na década de 30, para melhorar a competitividade dos produtos domésticos. Os países desvalorizavam o preço de sua moeda para que seus produtos ganhassem atratividade no mercado internacional (WILLIAMSON, 1988).

Como resultado direto das políticas adotadas, verificou-se uma diminuição do volume e ausência de transparência nas transações comerciais. Além disso, a política cambial gerou uma desvalorização competitiva entre os países que tomou proporções exacerbadas; uma competição progressiva e acirrada. O alto grau de endividamento manifestou-se pelos déficits generalizados no balanço de pagamentos. Segundo Feisntein (1997), as consequências desse desarranjo econômico caracterizaram o estado de depressão dos anos 30, com queda da atividade econômica, declínio do comércio internacional e desemprego estrutural.

Diante dos relatos dos acontecimentos da década de 30, ficou claramente perceptível a importância de um sistema monetário internacional organizado, centrado e aceito com unanimidade pelos países. O sistema monetário exerce influência sobre a atividade econômica global, interfere nas transações comerciais, nos fluxos de capitais e no nível de crescimento e desenvolvimento econômico mundial. Assim sendo, em resumo, segundo Williamsom, “a falta de organização monetária internacional tem que ser considerada (...) culpada em parte pelos desastres da década de 30” (WILLIAMSON, 1988, p. 322).

2.2 Um modelo de macroeconomia para o período da Grande Depressão: Modelo Keynesiano Simples Aberto

2.2.1 Modelo Keynesiano Simples Aberto: Principais considerações

A primeira parte deste capítulo foi direcionada à compreensão do sistema monetário do ouro que vigorou como padrão de organização macroeconômica ao longo do século XIX, desintegrando-se com a primeira guerra mundial. Na década de 20, verificaram-se os esforços dos países para tentar retornar ao padrão ouro. A tentativa de restaurar esse sistema monetário foi frustrada e em 1933 desapareceu o último vestígio do padrão ouro na economia mundial.

A década de 30 foi marcada pela Grande Depressão. A desregulamentação do arranjo econômico global mudou as relações entre os países, modificou o comércio e desestabilizou as contas internas e externas, alterando de maneira significativa, as condições de equilíbrio em âmbito nacional e internacional.

A partir de então, economistas e formuladores de políticas econômicas protagonizaram um debate sobre as causas e soluções cabíveis para a Grande Depressão, uma tentativa de desenvolver uma teoria capaz de explicar o novo contexto internacional. A principal contribuição teórica foi trazida por Keynes que formulou sua revolucionária teoria

macroeconômica, publicada em 1936 e intitulada Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda.

As ideias centrais da Teoria Geral foram desenvolvidas tomando como referência a premissa básica de uma economia fechada. No entanto, Harrod (1964) e Machlup (1943) aplicaram os conceitos principais desenvolvidos por Keynes à teoria do balanço de pagamentos. Isso significa que a análise de Keynes no âmbito da macroeconomia fechada foi transportada para o seguimento da macroeconomia aberta que ficou conhecido como modelo Keynesiano Simples Aberto.

Assim sendo, o primeiro capítulo volta-se para a compreensão do modelo Keynesiano Simples Aberto, uma formulação teórica que procurou explicar e caracterizar o particular momento econômico dos anos 30.

Como já mencionado, o modelo Keynesiano Simples Aberto é uma interpretação dos estudos de Keynes (1936) no seguimento da macroeconomia aberta. A construção desse modelo encontra-se no apêndice, no final deste capítulo.

A síntese do modelo Keynesiano Simples Aberto é expressa pela seguinte equação:

$$Y = (1/s + z)(C_0 + I + G + X - Z_0) \quad (2.1)$$

Y = renda

s = (1-c)

c = propensão marginal a consumir

(1-c) = propensão marginal a poupar

z = propensão marginal a importar.

C₀ = consumo quando a renda é zero.

I = investimento

G = gasto do governo

X = exportação

Z₀ = importação quando a renda é zero

Analisando essa equação é possível fazer as seguintes considerações:

- A contribuição teórica trazida pelo modelo foi estudar a economia levando em consideração a relação entre os países.
- Para explicar a interação econômica entre as nações, o modelo considera apenas as transações de bens entre os países. Não abrange as transações de serviços, nem o mercado monetário financeiro e nem os fluxos de capitais.
- Portanto, a análise do balanço de pagamentos se restringe à análise da balança comercial, reconhecendo as exportações como acréscimos de receitas locais e as importações como transferências de receitas ao exterior.
- A equação (2.1) não incorpora a taxa de câmbio. A taxa de câmbio é fixa e exógena.

A taxa de câmbio é determinada pela oferta e demanda de divisas, mas é fixada pelas políticas governamentais. No gráfico 2.1 as curvas de oferta (S) e demanda (M). O dólar representa divisas em geral, uma vez que a maioria dos países baseia-se no dólar para realizar suas transações comerciais.

Considerando apenas o comércio internacional, a demanda por dólares representa as importações e a oferta de dólares às exportações. O equilíbrio no mercado de divisas ocorreria na intersecção da oferta e da demanda. No entanto, o câmbio é fixado pelas políticas governamentais, E_0 , tornando-o uma variável exógena.

- Apesar de abrir a economia, o modelo traz um enfoque bastante limitado de macroeconomia aberta, por não explorar o papel da taxa câmbio nas relações internacionais e por direcionar a análise apenas para a compreensão das relações comerciais entre as economias abertas (WILLIAMSON, 1998).

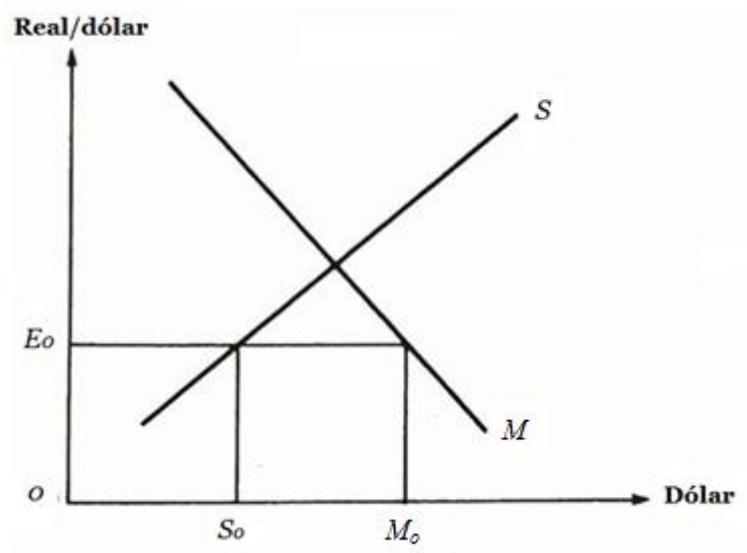


GRÁFICO 2.1 – Oferta e demanda de divisas

Fonte: WILLIAMSON, 1988. Adaptado.

Dada essas primeiras considerações, é possível, então, partir para o entendimento dos desdobramentos teóricos do modelo. A análise do Keynesiano Simples Aberto é dividida em três diferentes abordagens pelos principais manuais de macroeconomia e economia internacional (CAVES et al, 2001; DORNBUSCH e FICHER, 1941; WILLIAMSON, 1988; BAUMANN, CANUTO e GONÇALVES, 2004; BLANCHARD, 2004). A primeira diz respeito à análise do multiplicador, a segunda tem um enfoque direcionado para as elasticidades e a terceira é denominada abordagem ou enfoque da absorção. Nos itens que se seguem serão exploradas essas três interpretações para compreender claramente as sínteses, conclusões e desenvolvimentos teóricos do modelo Keynesiano Simples Aberto.

2.2.2 Modelo Keynesiano Simples Aberto: Análise teórica

O Enfoque do Multiplicador

A síntese do modelo Keynesiano Simples Aberto é expressa pela equação (2.1), onde $(1/s + z)$ é o multiplicador e $(C_0 + I + G + X - Z)$ é a soma dos dispêndios.

$$Y = (1/s + z)(C_0 + I + G + X - Z_0) \quad (2.1)$$

Os componentes do multiplicador, s e z , são respectivamente as propensões marginais a poupar e a importar. Como identificado na construção do modelo, no apêndice deste capítulo, s e z são frações que quando somadas totalizam menos que 1, portanto, o multiplicador é sempre maior que 1 e isso significa que “um determinado montante de aumento autônomo nos dispêndios eleva a renda num montante maior” (CAVES et al, 2001, p. 314). Esse é o princípio da demanda efetiva de Keynes (1936) que analisa por meio do multiplicador como os choques num setor transferidos são para toda a economia ou, de forma alternativa, como mudanças nas variáveis econômicas afetam o nível de renda e emprego.

É pelo princípio geral do multiplicador que se deve explicar como as flutuações no montante do investimento, comparativamente pequenas em proporção à renda nacional, podem gerar alterações no emprego e na renda agregada de amplitude muito maior que elas próprias. (KEYNES, 1936, p. 106)

No entanto, para o tratamento da macroeconomia aberta, é necessário analisar os efeitos do multiplicador considerando não somente a variação da renda interna, mas também o saldo da balança comercial. Para tanto, analisam-se em conjunto duas equações. A primeira já está definida; é a equação (2.1) referente à renda de equilíbrio. A segunda diz respeito ao saldo da balança comercial, dada pela equação abaixo e demonstrada no apêndice deste capítulo.

$$SC = X_0 - Z_0 - (z/s + z)(C_0 + I_0 + G_0 + X_0 - Z_0) \quad (2.2)$$

SC = saldo da balança comercial

X₀ = exportação determinada exogenamente

I₀ = investimento determinado exogenamente

G₀ = gasto do governo determinado exogenamente

A análise consiste em verificar os efeitos das mudanças das variáveis gasto do governo, investimento e exportação em relação à renda de equilíbrio e o saldo comercial. Basta, portanto, calcular as suas derivadas:

$$\mathbf{dY/dG_0 = 1/ (s+z) > 0} \quad (2.3)$$

$$\mathbf{d(SC)/dG_0 = -z/(s + z) < 0} \quad (2.4)$$

$$\mathbf{dY/dI_0 = 1/ (s+z) > 0} \quad (2.5)$$

$$\mathbf{d(SC)/dI_0 = -z/(s + z) < 0} \quad (2.6)$$

$$\mathbf{dY/dX_0 = 1/ (s+z) > 0} \quad (2.7)$$

$$\mathbf{d(SC)/dX_0 = 1 - z/(s + z) = s/(s + z) > 0} \quad (2.8)$$

De acordo com as equações acima, é possível constatar que um aumento nos investimentos e nos gastos do governo gera um aumento na renda e uma redução no saldo comercial. Todavia, o aumento da renda é maior do que a redução do saldo comercial. Já a elevação das exportações além de aumentar a renda também incrementa o saldo comercial. Mas é necessário perceber que a elevação da renda é maior do que o aumento do saldo comercial (CANUTO, 2004).

Em resumo, essa análise do multiplicador estabelece uma relação entre as mudanças na renda e os fluxos comerciais. O efeito direto da elevação dos dispêndios autônomos I e G é o aumento da renda. Com uma maior renda, as importações são estimuladas, reduzindo o saldo comercial.

Aumento nos Gastos do Governo e ou Investimentos → Aumento da Renda → Aumento nas Importações → Redução no Saldo Comercial.

Por outro lado, quando as exportações aumentam ocorre um acréscimo de receitas locais. O saldo comercial ficará positivo temporariamente até que o aumento da renda passe a estimular as importações.

Aumento nas Exportações → Aumento da Renda → Estímulo às Importações
 → Aumento do Saldo Comercial.

A renda de equilíbrio é, portanto, o centro da análise do modelo Keynesiano Simples Aberto quando interpretado pela abordagem do multiplicador. A renda está inteiramente relacionada com as alterações nas transações comerciais entre países.

Para sintetizar essa abordagem, é pertinente resumir três importantes considerações a respeito do modelo Keynesiano Simples Aberto:

- O modelo Keynesiano Simples Aberto transportou o princípio da demanda efetiva de Keynes (1936) para o seguimento da macroeconomia. O multiplicador mostra que um aumento nos dispêndios nas economias abertas será acompanhado por um aumento na renda em proporção superior. Essa evidência é explicada pelos aumentos induzidos do sistema em que um aumento isolado nas despesas de um setor acarreta em sucessivas elevações dos dispêndios por toda a economia.
- É essencial perceber a importância da renda para o direcionamento da análise do equilíbrio no saldo comercial. “Os efeitos Keynesianos sobre a renda são um dos elementos-chave que tem que ser incorporados a qualquer modelo que procure explicar o balanço de pagamentos em contas correntes como parte do equilíbrio macroeconômico” (WILLIAMSON, 1988, p. 38). A análise do multiplicador mostra claramente a relação entre a renda e os fluxos comerciais.
- O aumento das exportações eleva a renda interna, mas diminui a renda dos parceiros comerciais. Por outro lado, uma expansão econômica do resto do mundo, com aumento da capacidade de importar, aumentará o nosso nível de exportação, com crescimento da renda e acompanhamento da expansão econômica mundial.

O Enfoque da Elasticidade

A análise do multiplicador ressalta a importância da renda na determinação e direcionamento do comércio, pressupondo como fixa a taxa de câmbio. No entanto, como já visto, o uso deliberado de controles cambiais foi o principal instrumento de política comercial na década de 30. A desvalorização do câmbio era interpretada como medida econômica viável para aumentar as exportações, melhorar o saldo comercial e reduzir os déficits exacerbados, nos quais os países estavam inteiramente mergulhados.

Nesse contexto, ocorreu, então, um deslocamento do foco da abordagem teórica: o estudo que antes estava centrado na renda passou a dar grande importância para a taxa de câmbio. Esta nova abordagem centrada na compreensão da relação taxa de câmbio e impactos comerciais ficou conhecida como enfoque da elasticidade. Importantes autores como Lerner (1943), Marshall (1923), Robinson (1937), Machlup (1939) e Haberler (1949) contribuíram para essa abordagem.

O estudo foi direcionado para o entendimento do comportamento das transações comerciais quando a renda permanece constante e os preços (câmbio) sofrem variações relativas, pressionados por desvalorizações.

O multiplicador do comércio exterior indaga o que acontece [com o saldo comercial] quando a renda varia e os preços [câmbio] permanecem constantes; a abordagem das elasticidades indaga o que acontece [com o saldo comercial] quando os preços [câmbio] variam e a renda permanece constante. (WILLIAMSON, 1988, p.138)

Assim sendo, o estudo proposto por esta abordagem parte das seguintes considerações:

- A taxa de câmbio é a variável-chave dessa abordagem.
- O enfoque da elasticidade analisa apenas o mercado de bens e serviços, assim como a abordagem pelo multiplicador, ressaltando principalmente as transações de bens entre países. Portanto, as alterações nas taxas de câmbio serão refletidas, unicamente, na balança comercial, com modificações dos níveis de importação e exportação.

- Apesar do direcionamento para a importância da taxa de câmbio, essa variável continua, assim como na análise do multiplicador, sendo tratada como exógena. “A taxa de câmbio ainda é tida como determinada por uma decisão administrativa, e não pelas forças do mercado”. (WILLIAMSON, 1988, p. 139). Parte do pressuposto de que os preços internos dos países são constantes e que as variações dos preços relativos decorrem de alterações nas taxas de câmbio nominal. Portanto, na análise do multiplicador a taxa de câmbio é fixa e exógena. No enfoque da elasticidade a taxa de câmbio é flutuante, mas continua sendo uma variável exógena.

A partir dessas considerações, é possível começar a discussão proposta por essa abordagem: quais os efeitos de uma depreciação cambial sobre a balança comercial?

O saldo comercial é a diferença entre exportações e importações, calculados na mesma moeda, a preços internos. O nível de exportações depende da renda estrangeira e da taxa de câmbio real e as importações dependem da renda doméstica e, também, da taxa de câmbio real.

$$SC = X(Y^*, E_r) - E_r Z(Y, E_r) \quad (2.9)$$

Y^* = Renda estrangeira

E_r = Taxa de câmbio real

De acordo com a equação (2.9) a taxa de câmbio real afeta o saldo comercial por três frentes. Primeiro, a depreciação do câmbio aumenta as exportações, uma vez que os bens domésticos ficam mais baratos do que os estrangeiros ($X(Y^*, E_r)$). Segundo, as importações diminuem uma vez que os bens domésticos ficam mais atrativos ($Z(Y, E_r)$). Terceiro, o preço relativo dos bens externos aumenta, com maiores custos de importação ($E_r Z$).

Para que uma depreciação real do câmbio melhore o saldo comercial “as exportações devem aumentar o suficiente (...) e as importações devem diminuir o suficiente (...) para compensar o aumento do preço das importações” (BLANCHARD, 2004, p. 409). Em outras palavras, “a desvalorização real do câmbio só aumenta o saldo comercial, tudo o mais permanecendo constante, se a soma absoluta das elasticidades-preço das demandas por exportações e importações for maior que 1” (CANUTO, 2004, p. 283). Essa condição é

denominada Marshall-Lerner, que recebeu este nome por ser deduzida algebricamente por Marshall (1923) e por Lerner (1943).

Assim sendo, se a condição Marshall-Lerner for respeitada, uma economia com câmbio depreciado terá melhores resultados em sua balança comercial. Canuto (2004) complementa que para compreender melhor a relação taxa de câmbio e saldo comercial é necessário, também, abordar e compreender o efeito termos de troca e o efeito competitividade.

O efeito termos de troca não considera mudanças nas quantidades exportadas e importadas dado uma alteração no câmbio. Portanto, uma desvalorização do câmbio gera um déficit na balança comercial. “As exportações medidas em produto doméstico não mudam, enquanto as importações medidas em produtos domésticos aumentam, existe um queda inicial nas transações correntes” (KRUGMAN e OBSFELD, 2005, p. 345). Por outro lado, o efeito competitividade admite elasticidade de demanda em relação aos preços e, portanto, alterações nas taxas de câmbio são seguidas por mudança do volume de exportações e importações. Assim sendo, uma depreciação cambial gera um aumento dos produtos exportados e uma diminuição dos produtos importados.

Se o efeito competitividade dominar o efeito termos de troca, uma desvalorização no câmbio gera superávits na balança comercial. De maneira oposta, se o efeito termos de troca dominar o efeito competitividade, a desvalorização gera déficits no saldo comercial.

No entanto, estudos empíricos sobre a relação da taxa de câmbio e do saldo comercial observados por Rivera-Batiz e Rivera-Batiz (1994) mostram que o efeito termos de troca e o efeito competitividade não ocorrem no mesmo momento. Inicialmente, é observado o efeito termos de troca. “Nos primeiros meses após a depreciação, seu efeito tende a se refletir mais nos preços do que nas quantidades” (BLANCHARD, 2004, p. 411). Portanto, uma desvalorização do câmbio é seguida de déficits na balança comercial. Posteriormente, verifica-se o efeito competitividade, o saldo comercial antes negativo torna-se positivo.

Segundo Hellier (1994), mesmo com a existência de grande elasticidade demanda-preço e cumprimento da condição Marshall-Lerner, o momento seguinte da desvalorização cambial é caracterizado por déficits comerciais. Isso acontece pela defasagem de informações, presença de estoques e acomodação da nova condição financeira. É necessário um tempo para que os países percebam as alterações no câmbio e modifiquem suas relações comerciais, alterando o volume importado e exportado. Além disso, Krugman e Obstfeld (2005) ainda complementam que a fixação de contratos de importação e exportação em períodos anteriores, pré-contratados, também contribui para a defasagem imediata na balança comercial. Assim,

no curto prazo, uma depreciação cambial pode ter um impacto negativo e recessivo. Porém, no longo prazo, após a adequação do saldo comercial ao câmbio corrente, o país apresenta níveis positivos, superavitários, nas transações comerciais.

O gráfico 2.2 mostra a trajetória temporal do saldo comercial de um país após a depreciação do seu câmbio. A curva dessa trajetória lembra um J e, portanto, é denominada curva J.

No ponto 1 do gráfico 2.1 ocorre a depreciação da moeda local. No curto prazo, ponto 2, o saldo comercial é deficitário. Somente a partir do ponto 3 o saldo comercial excede o nível inicial de pré-depreciação.

Segundo Krugman e Obstfeld (2005),

“a evidência empírica indica que a curva J na maioria dos países industrializados dura mais de seis meses e menos de um ano. Desse modo, o mais normal é que o ponto 3 da figura seja atingido dentro de um ano a partir da depreciação real, e as transações correntes continuem a melhorar posteriormente”. (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005, p. 346)

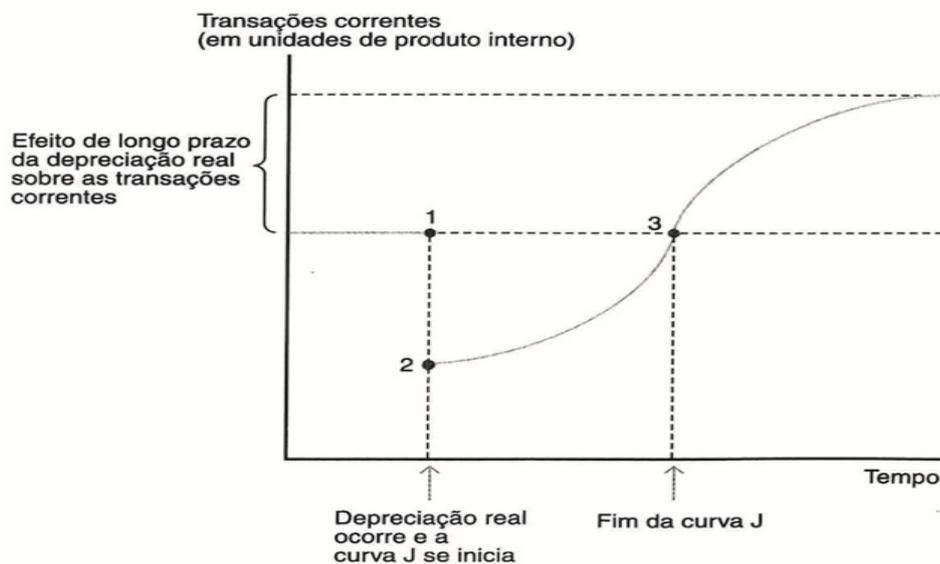


GRÁFICO 2.2 – Curva J
Fonte: KRUGMAN E OBSTFELD, 2005.

Enfoque da Absorção

O enfoque da elasticidade analisa os efeitos de uma desvalorização cambial sobre o saldo comercial. Mostra que satisfeita a condição Marshall-Lerner, a depreciação do câmbio leva a um aumento, no longo prazo, da balança comercial. Apesar de muito bem elaborado, esse estudo foi muito criticado pelo FMI – Fundo Monetário Internacional – (1950) tendo à frente Alexander (1952). A crítica consistiu, principalmente, em argumentar à facilidade demonstrada pelo enfoque da elasticidade em corrigir os déficits através de uma desvalorização do câmbio.

O embasamento dessa discussão, com novas argumentações, propostas e formulações, partiu do seguinte princípio de identidade da renda nacional:

$$SC = Y - A \quad (2.10)$$

A = Absorção

Na equação (2.10), o saldo comercial é a diferença entre a renda e a absorção (despesas) que corresponde à soma do consumo, investimento e gastos governamentais correntes. Dada essa relação contábil, foi questionado que “não se poderia ter certeza de que uma desvalorização aumentaria o excesso de renda sobre as despesas” (WILLIAMSON, 1988, p. 147). Era necessário fazer uma análise dos efeitos da depreciação cambial sobre a renda e também sobre a absorção. Segundo Caves e Johnson (1968), era importante pensar nas seguintes questões: “How the devaluation affect income? How does a change in the level of income affect absorption? How does the devaluation directly affect absorption at any given level of income?”⁷ (CAVES, JOHNSON, 1968, p. 362).

Partindo do princípio da importância de observar o comportamento da renda e da absorção e pensando nas questões propostas por Caves e Johnson (1968), a abordagem da absorção apresentou três argumentos que merecem destaque:

- Uma vez satisfeita a condição Marshall-Lerner, a desvalorização cambial leva a um aumento das exportações e a uma diminuição das importações por

⁷ Como uma desvalorização afeta a renda? Como uma mudança no nível de renda afeta a absorção? Como uma desvalorização afeta diretamente a absorção a qualquer nível de renda? (Tradução minha)

unidade de renda, melhorando, assim, o saldo comercial. Por outro lado, o resultado positivo nas transações correntes gera um efeito multiplicador sobre a renda, elevando por consequência o nível de importações com redução do saldo comercial.

- Apesar da depreciação cambial melhorar a balança comercial, a deterioração dos termos de troca reduz a renda real em termos da moeda estrangeira.
- A absorção está relacionada com as metas e políticas internas de emprego e produtividade. Já os resultados do saldo comercial fazem parte das políticas externas, ajustes nas contas do comércio internacional. A compatibilização dessas duas políticas nem sempre é alcançada apenas por uma desvalorização cambial. Para atingir os dois objetivos é necessário, muitas vezes, “exigir uma combinação de políticas: simultaneidade do deslocamento de gastos via política cambial e do aumento ou redução de gastos via política fiscal ou monetária” (CANUTO, 2004, p. 286)⁸.

A partir desses três argumentos o enfoque da absorção mostra que a desvalorização do câmbio não mantém uma relação única com o saldo comercial. Os efeitos sobre a renda e sobre a absorção causadas pela depreciação cambial influenciam de maneira direta e indireta o comportamento do saldo comercial. Assim sendo, fica claro que uma economia nem sempre atingirá com facilidade resultados positivos em suas transações correntes, com significativa diminuição de seus déficits, apenas adotando políticas de controle cambial.

Além dessas conclusões, o enfoque da absorção ainda analisa o caso de economias interdependentes, questionando a possibilidade de desvalorização cambial ser causa de uma recessão global. Países deficitários, com contenção de gastos, têm uma propensão maior a depreciar o seu câmbio, no intuito de aumentar o seu saldo comercial. Inicialmente, o país deficitário sofrerá um impacto de recessão (curva J). Se o déficit inicial do país já tem grandes proporções, a desvalorização do câmbio terá uma repercussão significativamente negativa. No período de um ano, momento de ajuste do saldo comercial, o país sofrerá com um desaquecimento econômico, desemprego, falta de oportunidades e contenção maior ainda de gastos, com diminuição do produto nacional.

No segundo momento, passado o período de defasagem câmbio corrente/transações comerciais, o país será compensado por aumento do volume de exportação, deslocamento de

⁸ Na década de 50, período de funcionamento de Bretton Woods, o FMI defendia políticas fiscais e monetárias recessivas para corrigir os déficits no balanço de pagamentos e garantir saldos de divisas para pagamentos de divisas externas. Este tema é melhor abordado no capítulo seguinte.

renda do resto do mundo para dentro. O resto do mundo, se não conseguir conter essa transferência de gasto e diminuição do saldo comercial também entrará em um processo recessivo. “Caso não haja tal compensação, a recuperação do equilíbrio comercial exigirá um decréscimo na renda do resto do mundo adicional àquele resultante do movimento inicial da economia doméstica” (CANUTO, 2004, p. 287). Portanto, a tentativa de um país de aumentar seu saldo comercial pode resultar progressivamente em uma recessão global.

O enfoque da absorção completa o estudo do modelo Keynesiano Simples Aberto, enfatizando as relações comerciais entre países e o comportamento e resultados das transações comerciais frente a uma desvalorização cambial. Mostra que o uso deliberado de controles cambiais utilizados como principal política comercial na década de 30, pode não ser suficiente para conter os grandes déficits daquele período, e ainda ser responsável por um maior desajustamento macroeconômico, com aprofundamento da recessão global.

O modelo Keynesiano Simples Aberto (...) tornou-se uma referência no imediato pós-guerra, inspirando-se na experiência de aprofundamento da depressão mundial, no período entre guerras, provocado pela disputa em termos de desvalorizações competitivas entre alguns países. (...) o modelo realça o risco de o dinamismo macroeconômico global ser diminuído pela presença de restrições externas entre economias interdependentes. (CANUTO, 2004, p.287)

2.3 A teoria macroeconômica e o período da Grande Depressão

O modelo Keynesiano Simples Aberto introduziu na teoria econômica uma abordagem direcionada para uma melhor compreensão da integração dos países à economia internacional, isto é, uma abordagem de economia aberta. Para tanto, o modelo se concentrou em analisar os impactos das relações comerciais (exportação e importação) no equilíbrio macroeconômico. O comércio é interpretado pelo modelo Keynesiano Simples Aberto como único meio de ligação e integração entre os países. Na verdade, essa interpretação é totalmente justificável na medida em que as transações comerciais, no começo do século XX, eram a base principal das relações econômicas internacionais. As transações financeiras e fluxos de capitais, apesar de presentes nesse período histórico, não apresentavam grandes volumes, com impactos pouco significativos no equilíbrio internacional.

A tabela 1.1 mostra o valor das transações comerciais e dos fluxos de capitais na Inglaterra na década de 20. Os dados da tabela comprovam que os fluxos comerciais eram realmente muito superiores aos fluxos de capitais.

TABELA 2.1 – Valor do comércio internacional e da conta capital na Inglaterra (milhões de libras)

	Comércio Internacional	Conta Capital
1922	375	+ 68
1923	375	+ 36
1924	410	- 49
1925	438	- 34
1926	465	- 123
1927	465	- 61

Fonte: KEYNES, 1927.

Além de introduzir o mercado externo em suas análises, o Keynesiano Simples Aberto inaugurou uma linha de estudos sobre o comportamento da taxa de câmbio. Essa variável ganhou projeções significativas, principalmente porque no período entre guerras os países usaram deliberadamente o controle cambial, com sucessivas desvalorizações da taxa câmbio, com a intenção de aumentar as exportações e melhorar o balanço de pagamentos. Williamson (1988) ressalta que a grande preocupação na década de 30 era justamente retratar e estudar economicamente “o impacto nas contas do comércio exterior, das variações de preços relativos induzidas por uma desvalorização” (WILLIAMSON, 1988, p. 138).

Para compreender o papel da taxa de câmbio, o modelo Keynesiano Simples Aberto contou com três abordagens: enfoque do multiplicador, da elasticidade e da absorção. Apesar de três diferentes interpretações, todas dão suporte para a compreensão da relação taxa câmbio/equilíbrio internacional. O enfoque do multiplicador faz uma análise da relação entre a renda e o saldo comercial, mantendo taxas de câmbio fixa. O modelo realça que a taxa de câmbio é determinada pela oferta e demanda de divisas, mas por políticas governamentais ela é mantida fixa. O enfoque da elasticidade admite flutuações cambiais, considerando a renda nacional constante e analisando a relação saldo comercial/taxa de câmbio. Já o enfoque da absorção, faz uma análise integrada, com variações das taxas de câmbio e da renda nacional, incluindo ainda a variável absorção.

O Keynesiano Simples Aberto é uma primeira aproximação teórica com a variável taxa de câmbio. Embora esta ainda seja tratada como exógena, já é revelada a sua importância para a economia internacional.

Em resumo, este capítulo mostrou os primeiros estudos relacionados com a taxa de câmbio e sua relação com o contexto econômico da década 30. A correspondência entre história econômica e modelo teórico esclareceu o porquê da forte preocupação do Keynesiano Simples Aberto em abordar o tema de desvalorizações cambiais. Conhecendo o contexto econômico no qual o modelo teórico foi desenvolvido fica facilitada a compreensão da real intenção do modelo, a sua importância, seus objetivos e principalmente sua contribuição para o estudo e entendimento da economia.

2.4 Apêndice

2.4.1 Construção do Modelo Keynesino Simples Aberto

O ponto de partida do modelo é a identidade da renda nacional:

$$Y = C + I + G + X - Z \quad (2.1A)$$

Y = Renda

C = Consumo

I = Investimento

G = Gasto do Governo

X = Exportação

Z = Importação

A equação (2.1A) traduz o equilíbrio no mercado de bens e serviços de uma economia aberta. A renda é determinada pelas despesas, dispêndios com consumo (C) e dispêndios autônomos (I e G), somado com o saldo da balança comercial.

O consumo pode ser considerado como uma função consumo tradicional:

$$\mathbf{C} = \mathbf{C}_0 + c\mathbf{Y} \quad (2.2A)$$

onde ($0 < c < 1$)

C_0 = valor do consumo quando a renda é zero. Variável exógena.

c = propensão marginal a consumir. Cresce com a renda, porém em uma proporção menor.

O gasto do governo, o investimento e a exportação são variáveis exógenas. Já a importação é dada por uma função linear, assim como o consumo:

$$\mathbf{Z} = \mathbf{Z}_0 + z\mathbf{Y} \quad (2.3A)$$

($0 < z < 1$)

Z_0 = valor da importação quando a renda é zero. Variável exógena.

z = propensão marginal a importar. Cresce com a renda, porém em uma proporção menor.

A equação (2.4A) é o resultado da substituição das equações (2.2A) e (2.3A) na equação (2.1A).

$$\mathbf{Y} = \mathbf{C} + \mathbf{I} + \mathbf{G} + \mathbf{X} - \mathbf{Z} = (\mathbf{C}_0 + c\mathbf{Y}) + \mathbf{I} + \mathbf{G} + \mathbf{X} - (\mathbf{Z}_0 + z\mathbf{Y})$$

$$\mathbf{Y} = \mathbf{C}_0 + \mathbf{I} + \mathbf{G} + \mathbf{X} - \mathbf{Z}_0 + (c - z)\mathbf{Y}$$

$$(1 - c + z)\mathbf{Y} = \mathbf{C}_0 + \mathbf{I} + \mathbf{G} + \mathbf{X} - \mathbf{Z}_0$$

$$\mathbf{Y} = (1 / 1 - c + z) (\mathbf{C}_0 + \mathbf{I} + \mathbf{G} + \mathbf{X} - \mathbf{Z}_0) \quad (2.4A)$$

Na equação (2.4A) o termo $(1-c)$ é a propensão marginal a poupar. Pode-se substituir, então, $(1-c)$ por s .

$$Y = (1/s + z)(C_0 + I + G + X - Z_0) \quad (2.5A)$$

onde $s = 1 - c$

A equação (2.5A) é a síntese do modelo Keynesiano Simples Aberto.

2.4.2 Saldo da balança comercial

O saldo da balança comercial é dada por:

$$SC = X - Z_0 + zY \quad (2.6A)$$

SC = saldo comercial

Substituindo, (2.5A) em (2.6A):

$$SC = X_0 - Z_0 - (z/s + z)(C_0 + I_0 + G_0 + X_0 - Z_0) \quad (2.7A)$$

SC = saldo da balança comercial

X_0 = exportação determinada exogenamente

Z_0 = importação quando a renda é zero

z = propensão marginal a importar

$s = (1-c)$

c = propensão marginal a consumir

$(1-c)$ = propensão marginal a poupar

C_0 = consumo quando a renda é zero

I_0 = investimento determinado exogenamente

G_0 = gasto do governo determinado exogenamente

3. MODELO MUNDELL-FLEMING

Com o fim da Primeira Guerra Mundial e a decadência do padrão ouro, a economia internacional vivenciou, nas décadas de 20 e 30, um período de conturbação financeira, com falta de organização monetária internacional, inexistência de parâmetros de ajustamento econômico para a regulação das reservas, dos fluxos de capitais e das contas comerciais, altas taxas de desemprego e baixo crescimento econômico (BLOCK, 1977).

Em 1939, como fim da Segunda Guerra Mundial, os formuladores de políticas econômicas reconheciam o perigo do retorno da realidade de recessão das décadas de 20 e 30. Em geral, no período pós-guerra, as economias devastadas enfrentavam desemprego, escassez de reservas financeiras e de investimentos e desequilíbrios no balanço de pagamentos. Já as nações econômicas que saíam fortalecidas da guerra, com uma maior capacidade produtiva, enfrentavam o problema da redução da demanda estrangeiras de bens de consumo e industriais (BLOCK 1977).

Assim, as intervenções macroeconômicas para a construção de um novo padrão monetário eram vistas como necessárias para evitar uma depressão econômica internacional. Restaurar o comércio, diminuir as imposições tarifárias de caráter protecionista, estabilizar as taxas de câmbio, equilibrar os balanços de pagamentos, eliminar os processos especulativos provocados pela desordem cambial-monetária e promover o crescimento econômico eram algumas propostas e intenções do período pós Segunda Guerra. A solução encontrada foi o Acordo de Bretton Woods firmado em 1944 que instituiu uma série de regras e intervenções econômicas para definir um novo sistema monetário internacional.

Neste capítulo, é abordado o período de 1940 a 1973, que envolve a formulação, funcionamento e decadência do sistema de Bretton Woods. Além de esmiuçar esse período pela história econômica, também é apresentada a teoria econômica que tentou explicar a macroeconomia de funcionamento do sistema de Bretton Woods, representada, sobretudo, pelo modelo Mundell-Fleming. A intenção deste capítulo é apoiar o entendimento desse modelo por meio da correspondência entre história e teoria.

3.1 A história econômica no período de funcionamento de Bretton Woods

3.1.1 A Negociação do Acordo de Bretton Woods

“Sistema de Bretton Woods é o nome que se dá ao conjunto de normas que governou a economia do mundo durante os 25 anos que se seguiram à última guerra mundial” (WACHTEL, 1988, p. 37). Entre 1940 e 1941, iniciaram-se as primeiras discussões sobre as formulações das regras internacionais que seriam instituídas por Bretton Woods. “Nos três anos seguintes, houve discussões e negociações, e memorandos e minutas foram trocados – especialmente entre os EUA e a Grã-Bretanha – sobre a estrutura da ordem econômica mundial do pós-guerra” (WACHTEL, 1988, p. 38).

No início da década de 40, os EUA e a Grã-Bretanha eram as únicas nações econômicas aptas a protagonizarem uma discussão em torno da formulação de um novo padrão monetário internacional.

EUA e Grã-Bretanha eram praticamente as únicas duas democracias industrializadas existentes em 1944, uma vez que a França e o resto da Europa (com exceção da Suécia e da Suíça) tinham sido devastadas pela Alemanha. A União Soviética participou do processo de Bretton Woods, mas numa posição marginal. O Canadá e a Austrália haviam permanecido relativamente intocados pela guerra, mas suas economias eram pequenas. Aquilo que hoje chamamos de Terceiro Mundo era, em grande parte – com exceção da América Latina – um apêndice colonial de potências europeias, e seu papel em Bretton Woods foi mínimo. (WACHTEL, 1977, p. 40)

Durante o processo de negociação de Bretton Woods, a Grã-Bretanha e os EUA se enfrentaram, sendo representadas respectivamente por John Maynard Keynes, assessor no Ministério da Fazenda da Inglaterra, já uma grande referência na teoria econômica, e Harry Dexter White, técnico do Departamento do Tesouro dos EUA. As versões finais do Plano Keynes e do Plano White com relação ao planejamento e diretrizes econômicas internacionais serviram de base para a implementação do Sistema de Bretton Woods (EICHENGREEN, 2000).

O Plano Keynes e o Plano White propunham direcionamentos distintos com relação ao planejamento da ordem monetária internacional, incluindo divergências com relação à

flexibilidade das taxas de câmbio, mobilidade do capital e obrigações dos países credores. White e Keynes não apresentavam os mesmos interesses por defenderem nações que se encontravam em diferentes condições econômicas. Os EUA saíram fortalecidos da guerra. “(...) los Estados Unidos habían aumentado enormemente su capacidad industrial durante la guerra, de modo que podían producir mucho más bienes que antes de la guerra”⁹ (BLOCK, 1977, p. 58). Por outro lado, “la guerra había reducido enormemente las inversiones internacionales de Gran Bretaña y había incrementado em gran medida sus deudas, de modo que Gran Bretaña ya no podría confiar em los ingresos de sus inversiones para el financiamiento de sus grandes importaciones de alimentos e materias primas”¹⁰ (BLOCK, 1977, p. 81).

O Plano Keynes refletia as necessidades da economia britânica no pós-guerra. “Keynes quería crear un orden monetário internacional que no dependiera de las vicisitudes de las políticas norteamericanas”¹¹. Já o Plano White traçava diretrizes econômicas necessárias para consolidar a supremacia norte-americana. O Plano White visava “o predomínio da economia dos EUA e o reinado do dólar” (WACHTEL, 1988, p. 62).

O debate entre o Plano Keynes e o Plano White apesar de trazer contribuições para a implantação do Sistema de Bretton Woods não ocorreu sobre bases de igualdade e equilíbrio de poder, uma vez que White representava a maior potência econômica do pós-guerra, apta a direcionar a organização da economia internacional. As discussões de Bretton Woods “refletiam a assimetria no poder de barganha entre os britânicos e norte-americanos” (EICHENGREEN, 2000, p. 135).

Além disso, “historicamente, o crescimento econômico global tende a ocorrer mais rápido quando há uma potência econômica dominante disposta a estruturar a economia mundial de modo a atender a seus próprios interesses” (WACHTEL, 1988, p. 44). Assim sendo, diante da supremacia econômica norte-americana, no início da década de 40, “os ingleses tiveram que se contentar com as linhas principais do Plano de White” (WILLIAMSON, 1988, p. 324).

⁹ Os Estados Unidos haviam aumentado enormemente sua capacidade industrial durante a guerra, de modo que podiam produzir muito mais bens que produziam antes da guerra. (Tradução minha)

¹⁰ A guerra reduziu muito os investimentos internacionais da Grã-Bretanha e aumentou suas dívidas, de modo que a Grã-Bretanha não podia confiar mais no ingresso de investimentos para financiar suas importações de alimentos e matérias-primas. (Tradução minha)

¹¹ Keynes queria criar uma ordem monetária internacional que não dependesse das mudanças das políticas norte-americanas. (Tradução minha)

O Acordo de Bretton Woods foi assinado em julho de 1944 no Hotel Mount Washington em Bretton Woods, New Hampshire. Quarenta e cinco países se comprometeram a seguir um novo sistema monetário internacional.

Nos tópicos seguintes são abordados os princípios e traços fundamentais do Acordo de Bretton Woods, bem como as propostas de Keynes e White para o novo sistema monetário internacional.

- Dólar como padrão monetário internacional

O Plano Keynes para o novo padrão monetário internacional foi considerado radicalmente inovador. Keynes propôs a criação de uma nova unidade monetária, “bancor”, moeda contábil, em substituição ao ouro, mas a ele conversível, numa proporção fixa, mas corrigível, com flexibilidade. O “bancor” seria utilizado pelos países como reserva de valor. (EICHENGREEN, 2000).

Já na visão de White, o padrão monetário teria o ouro como instrumento de reserva internacional. Dada a escassez de ouro, as reservas também poderiam ser alocadas em moedas conversíveis ao ouro. Na década de 40, o único país capaz de seguir o princípio da conversibilidade era os EUA, detentores de 70% do ouro existente no mercado e com forte superávit na balança comercial. Portanto, seguindo a linha de White, o novo sistema monetário teria o dólar como moeda pivô, ancorado ao ouro e utilizado pelos países como reserva financeira internacional (BLOCK, 1997).

Como o sistema de Bretton Woods foi orientado principalmente pelos interesses norte-americanos, os EUA seguiram o princípio da conversibilidade comprometendo-se em manter a paridade do dólar em relação ao ouro que foi fixada em trinta e cinco dólares por onça de ouro. Os demais países deveriam atrelar suas moedas em relação ao dólar. “Os Estados Unidos [defenderiam] sua moeda comprando e vendendo ouro, enquanto os outros países defenderiam suas moedas comprando e vendendo dólares” (WILLIAMSON, 1988, p. 324). Dessa maneira, o novo padrão monetário ficou conhecido como dólar-ouro, seguindo à risca a proposta inicial de White.

A intenção do sistema monetário era prover a conversibilidade total, implantando um sistema multilateral. No começo da década de 40, os pagamentos internacionais eram bilaterais, intermediados pelo dólar ou pela libra. A conversibilidade e a aderência ao sistema de Bretton Woods visavam meios de pagamentos multilaterais, com aceitação de todas as moedas no mercado internacional, de tal forma que os “possuidores de uma moeda

[poderiam] adquirir outras moedas por meio de operações de mercado” (BAUMANN, 2004, p. 373).

- Taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis

Na concepção de Keynes, as taxas de câmbio poderiam ser flexíveis. Os “países podiam modificar suas taxas de câmbio e adotar restrições cambiais e comerciais conforme necessário para compatibilizar o pleno emprego com o equilíbrio no balanço de pagamentos” (EICHENGREEN, 2000, p. 135). Já na visão de White, as taxas câmbio deveriam ser fixas, impedidas de sofrerem qualquer alteração. A insistência dos norte-americanos era para manter paridades fixas, ao passo que a pressão britânica era pelo câmbio variável. O Acordo de Bretton Woods adotou uma medida intermediária, “câmbio-ajustável”, aceitando taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis¹² (EICHENGREEN, 2000).

- Controles de capitais

O controle dos fluxos de capitais entre os países foi um ponto de muita discussão na formalização do acordo de Bretton Woods. Keynes e White concordavam sobre a necessidade de imposição de fortes controles no mercado de capitais.

This was the case with respect to many issues discussed in the negotiation, on the question of international movements of private capital, both [Keynes e White] strongly supported the use of capitals controls. (...) they argued that the international movements of capital could not be allowed to disrupt the policy autonomy of new interventionist welfare state. Their key concern as to protect the new macroeconomics planning¹³(...). (HELLEINER, 1994, p. 33)

Keynes e White ofereceram duas explicações diferentes sobre a importância do controle de capital. Segundo White, manter o controle do mercado financeiro permitiria a fluidez do comércio internacional, impedindo movimentos inflacionários e elevação das taxas cambiais. Na concepção de Keynes, os controles eram importantes porque os movimentos de capitais desestabilizavam a economia internacional e doméstica. Diferenciais de taxas de juros

¹² O funcionamento do câmbio-ajustável é explicado ao longo deste item.

¹³ Esse foi o caso relacionado a muitas discussões na negociação, sobre a questão dos movimentos internacionais do capital privado, ambos [Keynes e White] apoiavam fortemente o uso de controles de capitais. (...) eles argumentaram que não se podia permitir que os movimentos internacionais de capital interferissem na autonomia política do novo estado de bem-estar intervencionista. Sua preocupação central era proteger o novo planejamento macroeconômico (...). (Tradução minha)

entre países acompanhados de movimentos especulativos não permitiriam a concretização da nova ordem internacional e a estabilidade das moedas.

He [Keynes] worried that a country with a current account deficit that attempted to maintain interest rates lower than the existing international norm would be subject to substantial disequilibrating capital outflows. If interest rates were determined by domestic macroeconomic priorities and not by considerations of external balance, he argued that such capital movements would have to be controlled in order to avoid external constraints on policy.¹⁴ (HELLEINER, 1994, p. 33)

Seguindo a linha de Keynes e White, o acordo de Bretton Woods instituiu o controle do mercado de capitais para assegurar a ordem monetária internacional. “Os controles proporcionavam a margem de folga para organizar de modo controlado as alterações no câmbio ajustável. Os formuladores de políticas poderiam contemplar mudanças na âncora cambial sem provocar um maremoto desestabilizador nos fluxos internacionais de capital” (EICHENGREEN, 2000, p. 183).

- Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio (GATT)

A liberdade nas transações comerciais, livres de imposições tarifárias, era interpretada por White e pelos norte-americanos como importante instrumento para a viabilização das políticas monetárias de Bretton Woods e recuperação europeia no pós-guerra.

O comércio seria o combustível da recuperação e proporcionaria à Europa as receitas em moeda forte necessárias para importar matérias-primas e bens de capital. Depois que um sistema de comércio aberto e multilateral fosse restabelecido, a Europa poderia, através das exportações, superar a escassez de dólares e resolver seus problemas de reconstrução no pós-guerra, o que permitiria a manutenção do sistema de conversibilidade das moedas. (EICHENGREEN, 2000, p.138)

¹⁴ Na visão de Keynes, um país com déficits em conta corrente que tentasse manter as taxas de juros inferiores ao padrão internacional estaria sujeito à significativa saída de capital. Se as taxas de juros fossem determinadas por prioridades macroeconômicas domésticas, e não por considerações de equilíbrio externo, tais movimentos de capitais deveriam ser controlados a fim de evitar restrições externas na política. (Tradução minha)

Os americanos confiavam que a chave de recuperação mundial estava atrelada ao comércio. A indústria norte-americana apoiava fortemente essa concepção, visando à expansão de seus negócios no mercado externo. Já os ingleses, seguindo a linha de Keynes, acreditavam na força dos investimentos. Corte nos investimentos seriam tomados como empecilhos ao crescimento e quebra do compromisso com o pleno emprego. Essa concepção é reflexo da influência da Teoria Geral de Keynes (1936) que defende que o aumento nos gastos com investimentos impulsiona a demanda agregada e aumenta o crescimento econômico.

O Acordo de Bretton Woods, protagonizados pelos EUA, defendeu a liberalização comercial. Foi um acordo liberal para o comércio e restritivo para as finanças. No entanto, segundo Eichengreen (2000):

(...) os esforços pela liberalização do comércio defrontaram-se com um problema de coordenação: a necessidade de os países europeus agirem simultaneamente. Os países poderiam importar mais apenas se exportassem mais, mas isso seria possível somente se outros países também suspendessem suas barreiras comerciais. (EICHENGREEN, 2000, p. 2000)

Assim, a liberalização comercial exigiu a regulamentação das práticas comerciais, especialmente no que se refere à redução de tarifas e quotas de exportação e importação. Foi criado, então, em 1947, o Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio (GATT) que tinha como principais funções diminuir as barreiras comerciais entre os países e regulamentar o comércio internacional (BAUMANN, 2004).

O GATT promovia rodadas de negociações onde eram estipuladas metas de redução de tarifas para os países. Segundo Baumann (2004), a atuação do GATT contribuiu muito para o direcionamento das relações internacionais.

Existe consenso entre os analistas a respeito da atuação do GATT no sentido de que as diversas rodadas de negociação multilaterais para a redução de barreiras ao comércio foram decisivas para o desempenho de diversas economias, assim como para a própria criação de novas condições para as relações internacionais (BAUMANN, 2004, p. 377).

- Fundo Monetário Internacional (FMI)

Apesar das divergências, Keynes e White concordavam que para o funcionamento de um novo sistema monetário era necessária a existência de uma agência internacional com poderes de supervisão sobre as ações dos países, no intuito de assegurar o equilíbrio internacional. Acreditavam, também, que essa agência supervisora deveria ter a obrigação de controlar a taxa de câmbio e proporcionar liquidez internacional. Em resumo, defendiam que o planejamento econômico deveria estar centrado na cooperação monetária internacional, controlado e supervisionado por uma agência reguladora (EICHENGREEN, 2000).

A agência de supervisão de Keynes foi denominada União Internacional de Compensação (Clearing Union). Segundo o Plano Keynes, cada país teria um limite bem generoso para fazer saques de bancos na União de Compensação, com o intuito de proporcionar liquidez internacional e financiar o balanço de pagamentos de países com déficits. Buscava-se, na verdade, facilitar créditos para os países deficitários; uma tentativa de fazer os países superavitários financiarem os deficitários; uma proposta alinhada aos interesses britânicos. Dessa maneira, “el plan daría a Gran Bretaña libertad para la experimentación interna, al mismo tiempo que le aseguraba el acceso a cantidades importantes de crédito internacional”¹⁵ (BLOCK, 1977, p. 82).

No entanto, a proposta de Keynes não foi aceita pelos EUA. “Os norte-americanos se opuseram à Clearing Union, que constava na proposta de Keynes, por envolver obrigações ilimitadas para os credores em potencial” (EICHENGREEN, 1997, p. 135).

No habían ninguna posibilidad de que el Congreso de los Estados Unidos aceptara un plan como el de Keynes, en cuyos términos los Estados Unidos estarían obligados a conceder créditos en cantidades casi ilimitadas o a suportar la carga principal del ajuste de la balanza de pagos¹⁶. (BLOCK, 1977, p. 82)

O Fundo Monetário Internacional (FMI) foi a proposta de White para a agência de supervisão. Segundo Block (1977), as principais funções do FMI estavam relacionadas à facilitação do comércio internacional, manutenção do nível de emprego e renda, estabilidade

¹⁵ O Plano daría a Grã-Bretanha liberdade nas políticas internas e ao mesmo tempo assegurava o acesso a quantidades significativas de crédito internacional. (Tradução minha)

¹⁶ Não havia nenhuma possibilidade do Congresso dos Estados Unidos aceitar um plano como o de Keynes, cujos termos obrigavam os Estados Unidos a conceder créditos quase ilimitados ou a suportar a carga principal do ajuste do balanço de pagamentos. (Tradução minha)

cambial, evitando desvalorizações competitivas, cooperação monetária internacional e disponibilização de recursos para prover liquidez internacional.

O FMI deveria fiscalizar os países impedindo alterações em suas taxas de câmbio. Os países fixaram o valor de suas moedas em relação ao dólar, podendo sofrer variações dentro de uma banda de 1% para cima ou para baixo. Alterações maiores deveriam ser comunicadas ao FMI, respeitando o limite máximo de 10%. Variações superiores a 10% só poderiam acontecer com a autorização e total aprovação do fundo (EICHENGREEN, 2000).

Apesar da variação cambial ser permitida, câmbio-ajustável, respeitando sempre os requisitos pré-estabelecidos, o acordo de Bretton Woods afirmava que as alterações no câmbio deveriam acontecer somente em última instância, apenas com a existência de “desequilíbrios fundamentais”¹⁷.

Desequilíbrios *temporários* no balanço de pagamentos deveriam ser financiados por reservas do país; desequilíbrios *persistentes* deveriam ser solucionados com políticas fiscais e monetárias restritivas. Apenas quando os desequilíbrios fossem *fundamentais* é que se deveria recorrer à desvalorização cambial. (BAUMANN, 2004, p. 374)

Com relação a liquidez internacional, o FMI era constituído de depósitos de divisas internacionais que poderiam ser emprestados para saldar déficits no balanço de pagamentos. Cada país membro tinha uma quota de contribuição ao fundo que deveria ser paga nas proporções de 25% em ouro e 75% em sua própria moeda. Essa quota era referencial para a concessão de financiamentos aos países (BAUMAANN, 2004).

No entanto, os empréstimos nunca poderiam ser usados para financiar emigração de capitais, isso significa que o fundo não concederia empréstimos a nações com a intenção de alocar o capital em outros países (BLOCK, 1997).

Em resumo, “o Fundo Monetário Internacional foi criado para monitorar as políticas econômicas nacionais [controle das taxas de câmbio e dos fluxos de capital] e oferecer financiamento para equilibrar os balanços de pagamentos de países em situação de risco” (EICHENGREEN, 2000, p. 131).

¹⁷ Os “desequilíbrios fundamentais” nunca foram muito bem explicados e especificados pelo Acordo de Bretton Woods.

- Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD)

O Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) foi mais uma instituição criada por Bretton Woods. Segundo Wachtel (1988):

O papel do BIRD era levantar capital, principalmente nos EUA e na Grã-Bretanha, e usar os dólares e as libras para fazer empréstimos aos países europeus devastados pela guerra. Esses empréstimos destinavam-se a projetos essenciais de reconstrução – estradas, energia elétrica, trânsito de massa, etc. (WACHTEL, 1988, p. 51)

Os grandes investidores e bancos temiam em emprestar dinheiro diretamente aos países arrasados pela guerra. Os riscos eram altos, com retornos dos investimentos muito incertos. O BIRD oferecia segurança e proteção contra os riscos, sendo um intermediário entre os tomadores de empréstimos e os investidores dispostos a deixar o dinheiro aos seus cuidados (WACHTEL, 1988).

Segundo Wachtel (1988), na concepção de Keynes, o BIRD era uma instituição essencial no pós-guerra. Para Keynes, a ausência de uma instituição dessa natureza contribuiu para os problemas que ocorreram após a Primeira Guerra Mundial.

Por volta da década de 60, o BIRD mudou a sua orientação de atuação. Antes, as atividades de empréstimos eram voltadas para a Europa. Hoje, no entanto, o BIRD atua juntamente com os países subdesenvolvidos, com políticas de desenvolvimento econômico e social. O BIRD opera levantando recursos no mercado financeiro a taxas preferenciais e repassa aos países subdesenvolvidos para financiar projetos de ordem econômica e social.

Assim sendo, o acordo de Bretton Woods foi estabelecido com a intenção primordial de eliminar as preocupações econômicas que afetaram as décadas de 20 e 30. As várias instituições criadas por Bretton Woods (FMI, GATT e BIRD) regulamentaram as finanças internacionais, o comércio e a ajuda aos países devastados pela guerra. Além disso, o Acordo de Bretton Woods institucionalizou a hegemonia norte-americana, elegendo o dólar como moeda internacional.

3.1.2 O período pós II Guerra: a reconstrução da conversibilidade

A segunda metade da década de 40 foi marcada pelo desejo de estabilidade econômica, livre de guerras, paz e prosperidade comercial, influenciado, sobretudo, pela assinatura do Acordo de Bretton Woods e pelo término da Segunda Guerra Mundial. Para tanto, era necessário colocar em prática os princípios e fundamentos estabelecidos por Bretton Woods. No entanto, “o fim da II Guerra Mundial deixou a Europa e o Japão em estado de indigência industrial e financeira” (SOLOMON, 1976, 28). Esses países estavam exaustos e devastados, suas bases econômicas, sociais e políticas enfrentavam um momento de agitação, descompasso e debilidade o que dificultava a implantação da nova ordem monetária internacional.

Segundo Block (1997), no campo político, passou-se a observar em vários países da Europa um vigor nas forças reformistas de esquerda. No campo social, movimentos trabalhistas, forças nacionalistas e revolucionárias emergiram das manifestações. Na esfera econômica, a debilidade da indústria (bens de capital) e das redes de infraestrutura básica (estradas, ferrovias, portos, sistemas de comunicação) dificultava a recuperação da produção. De acordo com Block (1997), a França, a Holanda e a Itália reduziram em 50% a sua produção total, quando comparada com o período anterior a guerra. A capacidade exportadora tornou-se desprezível e para suprir as necessidades da população era preciso recorrer massivamente às importações norte-americanas, único país em expansão naquele momento. “Na Europa, havia uma enorme necessidade de capital para reconstrução, de bens de consumo, de alimentos, etc. As economias europeias não podiam fornecer esses itens nas quantidades necessárias, mas os EUA podiam” (WACHTEL, 1988, p. 49).

A Europa e o Japão passaram a apresentar níveis elevados de desequilíbrio no balanço de pagamentos, com déficits permanentes, liquidação de investimentos estrangeiros, dívidas externas, gastos militares no exterior vinculados ao domínio de colônias, baixo crédito internacional e nível de divisas e de ouro praticamente insignificantes (SOLOMON, 1976).

Neste contexto, a Europa partiu para práticas protecionistas, impedindo o livre comércio, um obstáculo ao capitalismo liberal. Além disso, em 1947, segundo Block (1997), 61% do comércio europeu ocorriam em base bilateral, negociado apenas em duas moedas: dólar e libra. A intenção do Acordo de Bretton Woods de estabelecer a conversibilidade total e promover o multilateralismo em escala mundial estava distante e incompatível com a realidade da época.

Apesar de compreenderem a situação mundial, os EUA colocaram uma enorme pressão para o restabelecimento rápido da conversibilidade e do sistema multilateral. Esse era o caminho para manter as exportações norte-americanas. Nesse processo de restauração da conversibilidade a Grã-Bretanha era vista como um país-chave. “Depois do dólar, a libra era a mais importante moeda de reserva e negócios. Era mais provável que os outros países restabelecessem a conversibilidade se seus saldos em libras esterlinas fossem conversíveis e servissem como reservas internacionais” (EICHENGREEN, 2000, p.144).

Em 1947, os EUA concederam um empréstimo à Grã-Bretanha no valor de US\$ 3,75 bilhões. Em contrapartida a Grã-Bretanha deveria restabelecer a conversibilidade no prazo de um ano após a aprovação do empréstimo. Em 15 de julho de 1947 a libra tornou-se conversível ao dólar. O período de conversibilidade durou apenas seis semanas, com esgotamento total das reservas inglesas (EICHENGREEN, 2000).

A tentativa de conversibilidade da libra “foi o cúmulo da irresponsabilidade (...). Uma decisão norte-americana e não britânica” (EICHENGREEN, 2000, p.143). Mostrou a impossibilidade da conversibilidade ser restaurada apenas por um único país, sem a cooperação dos demais. Era preciso uma ação conjunta, com reconstrução gradual da paridade entre as moedas.

Neste contexto, os EUA anunciaram o Plano Marshall que já vinha sendo discutido antes da tentativa da Grã-Bretanha de estabelecer a conversibilidade de sua moeda. Na concepção de Block (1977), o plano Marshall consistiu em uma estratégia econômica e política dos norte-americanos. Os anos de miséria provocados pela guerra estimulavam as forças populares de reforma social na Europa. Juntamente com a expansão do poder soviético, os países europeus eram tentados a adotarem regimes contrários ao capitalismo liberal. Assim sendo, (...) “a fines de 1946 y principios de 1947, ya estaba claro que la situación política y económica en el exterior requeriría la formulación de políticas nuevas para la obtención de la meta multilateral”¹⁸(BLOCK, 1977, p. 112).

A intenção do Plano Marshall era minimizar as precárias condições econômicas da Europa e ao mesmo tempo reforçar as bases do capitalismo ocidental, caminhando, assim, para a conversibilidade.

¹⁸ No final de 1946 e início de 1947, estava claro que a situação política e econômica no exterior requeria a formulação de novas políticas para a obtenção da meta multilateral. (Tradução minha)

Al mismo tiempo atacaba a todas las fuerzas que en Europa Occidental se estaban moviendo em contra el multilateralismo: la fortaleza de las izquierdas europeas, la relativa debilidad de las economías europeas, y la atracción de la Unión Soviética¹⁹. (BLOCK, 1977, p. 130)

“Diversas características do Plano Marshall tiveram especial significação para a subsequente evolução do sistema monetário internacional” (SOLOMON, 1976, 29). O Plano Marshall consistia na concessão e doação de créditos norte-americanos para a Europa. Além de melhorar a condição econômica europeia, com reabilitação dos países arruinados pela guerra, o Plano Marshall supriria liquidez à Europa em meio ao contexto de “escassez de dólares”. Os países europeus poderiam formar suas reservas internacionais em dólar, impor a conversibilidade e alcançar o multilateralismo econômico, evitando uma nova depressão e consolidando a hegemonia do dólar e dos EUA. (BLOCK, 1977).

Com o Plano Marshall, “a escassez de dólares, embora moderada, não foi eliminada” (EICHENGREEN, 2000, p. 147). Os países europeus ainda apresentavam déficits em seus balanços de pagamentos, suas reservas eram baixas e o comércio intra-europeu estava marcado por inúmeras práticas protecionistas. Nenhuma moeda europeia era conversível e a maior parte do comércio ainda acontecia em bases bilaterais. Não se sabia ao certo se a conversibilidade e a multilateralidade seria alcançada (EICHENGREEN, 2000).

Em 1948-49, a Europa distanciou-se ainda mais do alcance da conversibilidade. Nesse período os Estados Unidos passaram por uma recessão econômica, reduzindo a demanda de produtos europeus. Embora a recessão fosse temporária, seu impacto afetou fortemente as reservas da Europa e “as moedas europeias foram desvalorizadas em 30% em média” (EICHENGREEN, 2000, p. 137).

Ficou claro para a Europa que era necessário por em prática medidas monetárias que viabilizassem a conversibilidade de suas moedas. “Essas medidas (...) envolveram a criação [em 1950] de uma entidade regional para complementar as ações do FMI – a União Europeia de Pagamentos (UEP) – cuja função seria enfrentar os problemas europeus nas esferas do comércio e de contas correntes” (EICHENGREEN, 2000, p. 147). Na esfera comercial a UEP decretou que, no primeiro momento, as barreiras comerciais intra-europeias deveriam ser diminuídas em 50%. Em períodos posteriores, as barreiras tarifárias deveriam atingir níveis de

¹⁹ Ao mesmo tempo atacava todas as forças que estavam se movendo, na Europa Ocidental, contra o multilateralismo: a força de esquerda da Europa, a debilidade das economias europeias e a atração da União Soviética. (Tradução minha)

redução de 60% e 75%. Já na esfera das contas correntes, a UEP concedeu créditos a países que apresentavam déficits em seus balanços de pagamentos (EICHENGREEN, 2000).

As medidas adotadas pela UEP se afastaram dos princípios propostos pelo Acordo de Bretton Woods. Com relação ao comércio, Bretton Woods previa a liberalização, livre de barreiras protecionistas em esfera mundial. No entanto, a UEP permitiu que os países europeus “reduzissem as barreiras de comércio entre eles mais rápido do que eliminavam às restrições às importações dos Estados Unidos” (EICHENGREEN, 2000, p.148). Além disso, ao conceder créditos adicionais aos países, a UEP demonstrava que as quotas disponibilizadas pelo FMI eram insuficientes para sanar os problemas de desequilíbrios nos balanços de pagamentos.

Apesar de se afastar dos princípios de Bretton Woods, “the establishment of the EPU in 1950 restored a somewhat limited regional convertibility between central banks and is said to have been decisive in helping Western Europe achieve a more open system of trade and exchange payments”²⁰ ((HELLEINER, 1994).

Assim, o Plano Marshall e o apoio europeu através da UEP, permitiram que a Europa alcançasse melhorias em seus balanços de pagamentos, retomasse o crescimento de sua economia, tornando-se ponto estratégico de atração de maciços investimentos norte-americanos (EICHENGREEN, 2000).

O cenário econômico, no final da década de 50, ganhou novas características, a “escassez de dólares” foi substituída pela “saturação de dólares”. Os EUA conseguiram, de fato, distribuir suas reservas financeiras para o resto do mundo, passando a apresentar déficits no balanço de pagamentos, com declínio do saldo comercial, enquanto, os demais países industrializados presenciavam superávits em suas transações correntes (EICHENGREEN, 2000).

Dessa maneira, “em 31 de dezembro de 1958, os países europeus restauraram a conversibilidade da conta corrente” (EICHENGREEN, 2000, p. 157). As estruturas do bilateralismo e das restrições quantitativas ao comércio foram desmanteladas e a nova ordem monetária internacional finalmente entrou em funcionamento.

O momento seguinte foi marcado por melhorias econômicas na Europa. “Os custos das transações baixaram, muitas restrições desapareceram, os riscos ficaram baixos, o comércio floresceu” (WILLIAMSON, 1988, p. 325). “Foi uma época de pleno emprego

²⁰ O estabelecimento da UEP em 1950 restaurou um pouco a limitada conversibilidade regional entre bancos centrais, sendo decisiva para ajudar a Europa Ocidental a alcançar um sistema mais aberto para o comércio e para as transações internacionais. (Tradução minha)

relativamente não-inflacionário com rápido crescimento real e pequenos desequilíbrios de pagamentos” (WILLIAMSON, 1988, p. 326).

3.1.3 As décadas de 60 e 70: fim do sistema monetário de Bretton Woods

Os bons índices de desempenho econômico na Europa, sustentado pela estabilidade mundial, caracterizaram o fim da década de 50, início do período áureo do sistema de Bretton Woods. No entanto, nesse momento histórico, começaram a surgir muitos questionamentos sobre o desempenho de longo prazo do novo sistema monetário internacional. Interrogações sobre a manutenção da prosperidade econômica no tempo e sobre a capacidade desse sistema de sustentar crescimentos econômicos contínuos por longos períodos.

Nesse campo de discussão, Triffin (1962 b) trouxe uma das principais contribuições. Na concepção de Triffin (1962 b), para manter o crescimento econômico, era necessário que o comércio permanecesse em contínua expansão. O intenso fluxo comercial se sustentaria somente se as reservas financeiras dos países apresentassem taxas de crescimento na mesma proporção. A transferência de dólares dos EUA para o resto do mundo era a única fonte de formação de reservas nos países, portanto, a conclusão de Triffin (1962 b) foi clara em afirmar que o crescimento econômico estava atrelado à política norte-americana de distribuição de reservas.

Por outro lado, Triffin (1962 b) também observou que se os EUA continuassem com seus déficits de pagamentos, expandindo a emissão de dólares enquanto os ativos em ouro permanecessem constantes, ocorreria, com total certeza, uma crise de confiança no dólar. “Es obvio que esta situación no podía continuar indefinidamente sin debilitar, a final de cuentas, la confianza exterior en el dólar como medio seguro de acumulación de reservas”²¹ (TRIFFIN, 1962 b, 83).

Acumular reservas em dólares era algo atraente apenas na medida em que não houvesse dúvidas sobre sua conversibilidade. Mas, depois que os saldos em dólar no exterior cresceram muito em relação às reservas norte-americana de ouro, a credibilidade desse compromisso poderia ser colocada em dúvida. (EICHENGREEN, 2000, p. 159)

²¹ Obviamente, essa situação não podia continuar indefinidamente sem afetar, ao final, a confiança internacional do dólar como meio seguro de acúmulo de reservas. (Tradução minha)

Triffin (1962 b) constatou uma grande dificuldade de sustentação no sistema de Bretton Woods: o crescimento econômico contínuo levaria a uma crise de confiança no dólar o que representaria a destruição do principal pilar econômico da ordem monetária internacional. Essa constatação ficou conhecida na literatura como “Dilema de Triffin” (TRIFFIN, 1962 b).

Outra questão importante foi levantada por Charles de Gaulle, presidente francês. Havia um consenso que com a recuperação europeia, as quotas do FMI seriam suficientes para suprir a demanda internacional de liquidez. No entanto, isso não estava acontecendo. Os países em desenvolvimento pressionaram o FMI por quotas mais generosas. De fato, o cenário internacional enfrentava problemas de liquidez, “o sistema ficou cada vez menos simétrico, à medida que o dólar foi consolidando seu status de principal moeda de reserva” (EICHENGREEN, 2000, p. 158).

Por fim, surgiu um debate em torno do problema do ajustamento. Até a década de 60, o ajustamento mundial ocorria sobre as bases comerciais. A liberalização do comércio permitia a transferência de recursos entre países. No entanto, apenas o comércio não estava sendo mais suficiente para suprir a liquidez mundial (WILLIAMSON, 1988).

Ao longo da década de 60, as preocupações econômicas voltaram-se, então, para o problema da liquidez e para problema do ajustamento. Com relação à liquidez mundial, era necessário encontrar mecanismos de manter as reservas internacionais protegidas de fatores adversos, substituindo o dólar por um novo ativo de reservas. Dessa maneira, os EUA conseguiriam acabar com os seus déficits sem afetar a liquidez internacional.

A solução foi encontrada em 1964, com a criação do DES - Diretos Especiais de Saques. O DES era um novo ativo de reserva que seria creditado pelo FMI na conta dos países deficitários, para dar uma assistência aos que necessitavam de ajuste no balanço de pagamentos, elevando, assim, as reservas internacionais.

O DES tinha um valor de 1/35 de onça de ouro, o mesmo valor do dólar na época. Pagava juros de 1,5% por ano. Deveria ser usado da mesma maneira que o ouro, devendo ser vendido por um país deficitário a um país de moeda forte em troca de moedas que pudessem ser usadas para intervir nos mercados cambiais. O FMI designaria o país de moeda forte que receberia DES, enquanto que o uso dos DES ficava restrito aos países deficitários para evitar o agravamento do problema de confiança (WILLIAMSON, 1988, p.330).

O DES funcionava como meio de pagamento e reserva de valor, utilizado pelos países deficitários. “Os DES (...) não são apenas um substituto perfeito do ouro, mas, na verdade, superior a ele, por não estarem vulneráveis aos efeitos-preço das variações de estoques” (BAUMANN, 2004, p. 381).

No primeiro momento, os DES não foram aceitos plenamente pelos norte-americanos, “por temer uma diminuição do papel do dólar como moeda-chave” (EICHENGREEN, 2000, p. 163). Posteriormente, reconhecendo o problema de liquidez mundial e pressionados pela possibilidade do colapso de Bretton Woods, os EUA aceitaram, em 1967, a intervenção econômica do DES.

Por imposição da França, o DES entraria em vigor somente quando as contas internacionais estivessem mais equilibradas e os EUA apresentassem superávits no balanço de pagamentos. As contas norte-americanas chegaram a esse resultado somente em 1969 e os primeiros DES começaram a ser distribuídos em 1º de Janeiro de 1970.

Segundo Eichengreen (2000), o DES foi distribuído tardiamente. Em 1970, a liquidez já não era o grande problema da economia mundial. Durante a década de 60, os EUA persistiram com a sua política expansionista, alimentando a liquidez internacional com seu déficit em conta corrente. Os demais países industrializados também praticaram políticas de expansão monetária. Juntamente com o DES, a economia mundial ficou inflada de liquidez, com um ambiente inflacionário. “Com as inevitáveis demoras nos processos de negociação, as autoridades econômicas terminavam por solucionar problemas passados com implicações contraproducentes para o presente” (EICHENGREEN, 2000, p. 1964).

O objetivo da criação do DES era alimentar a liquidez internacional enquanto os EUA restauravam o equilíbrio em suas contas correntes. No entanto, os déficits norte-americanos permaneceram por toda a década de 60 e acreditava-se que o momento de superávit dos EUA em 1969 era apenas passageiro. Assim sendo, o objetivo do DES não foi alcançado e o problema do crescimento econômico *versus* crise de confiança também não foi solucionado (EICHENGREEN, 2000).

Com relação ao problema do ajustamento, o governo democrata, comandado pelo Presidente Johnson, utilizou o controle da conta capital como principal instrumento na tentativa de corrigir os desequilíbrios e reduzir a transferência de dólares para o resto do mundo, desestimulando os investidores norte-americanos a fazerem suas aplicações no mercado externo e, ao mesmo tempo, reduzindo os empréstimos financeiros para a Europa. Na verdade, a política norte-americana visava resolver o problema do ajustamento por meio da cooperação internacional e não propriamente com a contenção de seus gastos

governamentais. Por exemplo, os EUA não saíram da Guerra do Vietnã, para conter recursos bélicos, mas participaram ativamente da guerra entre os anos de 1964 a 1975 (BLOCK, 1977).

Apesar das medidas adotadas, os capitais norte-americanos continuaram saindo do país por outros canais, principalmente porque “com o restabelecimento da conversibilidade nas contas correntes, ficou mais difícil aplicar os controles de capital. Era mais fácil superfaturar e subfaturar o comércio e contrabandear fundos para o exterior” (EICHENGREEN, 2000, p.166).

As multinacionais norte-americanas passaram a aplicar os seus ganhos na Europa, além de financiarem sua cadeia produtiva com empréstimos no próprio mercado europeu. Os bancos norte-americanos abriram filiais na Europa para atender seus clientes multinacionais, desenvolvendo, assim, o Euromercado. A possibilidade das transações financeiras ocorrerem em moedas não-locais e sem regulamentação nacional foi uma grande inovação trazida pela institucionalização do Euromercado “The Euromarket has often been described as a “stateless” financial market created by market operators outside the control of any national government”²² (HELLIEINER, 1994, p. 82). Além disso, segundo Hellieiner (1994), O Euromercado marcou a transição das finanças internacionais que começaram a caminhar em direção à liberalização do capital.

O Euromercado se concentrava principalmente na Inglaterra, onde as transações em dólares ocorriam livres de regulamentação. O espaço físico do Euromercado era a Inglaterra, no entanto, eram os dólares norte-americanos e as filiais de bancos dos EUA que sustentavam o mercado.

Two states, in particular, Britain and the United States, strongly support the market early years. Britain provided a physical location for the market, permitting it to operate in London free of regulation. U.S. support was equally important because American banks and corporations were a dominant presence in the market (...).²³ (HELLIEINER, 1994, p.82)

²² O Euromercado tem sido muitas vezes descrito como um mercado financeiro apátrida, criado pelos operadores de mercado fora de controle de qualquer governo nacional. (Tradução minha)

²³ Dois estados, em particular Grã-Bretanha e EUA, suportaram fortemente o mercado nos primeiros anos. A Grã-Bretanha proveu a espaço físico para o mercado, permitindo-o operar em Londres sem regulação. O apoio dos EUA foi igualmente importante porque os bancos americanos e as corporações eram presença dominante no mercado. (Tradução minha)

Os controles de capitais impostos pelos EUA não tiveram efeitos substanciais, a saída de dólares permaneceu, assim como os déficits norte-americanos. A mobilidade do capital ganhou projeções, distanciando-se das iniciais concepções de Bretton Woods.

A condição econômica internacional caminhava para o fim de Bretton Woods: os EUA permaneciam com seus déficits, a mobilidade do capital se intensificava a cada dia e progressivamente o dólar ia perdendo a confiança internacional. Mesmo assim, o sistema de Bretton Woods conseguiu sobreviver até 1971, graças à cooperação internacional. Interferências do Banco Central norte-americano, FED – Federal Reserve, em conjunto com o Banco Central alemão, Bundesbank, e outros bancos centrais garantiram, por mais alguns anos, a credibilidade internacional do dólar. “Os governos estrangeiros deram sustentações ao dólar porque ele era o eixo do Sistema de Bretton Woods, e porque não havia um consenso em torno de como esse sistema poderia ser reformado ou substituído” (EICHENGREEN, 2000, p. 176).

Em 1971, com os déficits norte-americanos, ficou claro que dólar estava sobrevalorizado. Temendo uma desvalorização, os detentores de dólares correram para vendê-los, aumentando, fortemente, a demanda por marcos alemães. A Alemanha, com medo do processo inflacionário, permitiu a flutuação da sua moeda que foi valorizada em 7%. Outras moedas europeias também foram apreciadas.

Em agosto de 1971, a imprensa divulgou a intenção da França e da Grã-Bretanha de trocar suas reservas de dólares por ouro. Com essa notícia, o Presidente Nixon (EUA) fechou o mercado oficial do ouro. Além disso, para impedir uma desvalorização do dólar, o governo norte-americano impôs uma taxa de 10% sobre as importações, sem comunicar o FMI.

A última tentativa de salvar o sistema de Bretton Woods foi a Conferência Smithsoniana, em 1972, em Washington. Foi permitida a desvalorização do dólar em 8%, retirada a sobretaxa das importações norte-americanas e a banda cambial sofreu um alargamento, passando de 1% para 2,25%. A Conferência Smithsoniana acordou apenas medidas paliativas, não atacou os problemas dos déficits norte-americanos e não propôs soluções para o Dilema de Triffin, ou seja, apenas resolveu os problemas temporariamente, retardando o fim de Bretton Woods.

Na década de 60, os EUA tentaram resolver os problemas por meio da cooperação internacional e no começo dos anos 70 as medidas foram de caráter unilateral, com o fechamento do mercado do ouro. No entanto, nenhuma das medidas atacou de fato a raiz do problema: a contenção dos os déficits de seu balanço de pagamentos, sobretudo, com relação aos gastos bélicos na Guerra do Vietnã (BLOCK, 1977).

Durante a década de 60, ocorreram muitas desvalorizações das moedas europeias, inclusive do franco. Em 1972, a Inglaterra, pressionada pela inflação, permitiu a flutuação da libra. A fuga de posições em dólares fez a Suíça, em 1973, seguir o mesmo caminho, acompanhada da Alemanha e de outros países. O sistema monetário de Bretton Woods chegou ao fim no início de 1973 e a economia internacional entrou em uma nova era de taxas de câmbio variáveis.

3.2 Um modelo de macroeconomia para o período de Bretton Woods: o Modelo Mundell-Fleming

Um dos pilares do sistema de Bretton Woods foi a definição de taxas de câmbio ajustáveis. No entanto, apesar de pequenas oscilações serem permitidas, as variações no câmbio eram interpretadas como fracasso de Bretton Woods. Existia um temor de retorno das condições econômicas das décadas de 20 e 30, marcadas por desvalorizações cambiais competitivas entre os países. Assim sendo, “contrariamente à ideia de taxas cambiais ajustáveis segundo as circunstâncias, o sistema de Bretton Woods evoluiu para um sistema de câmbio fixo. Alguns países mostraram-se pouco dispostos a desvalorizar e só o faziam após tentarem medidas alternativas” (KRUEGER, 1985, p.3).

Apesar de sofrer desvalorizações pontuais durante Bretton Woods²⁴, a taxa de câmbio se manteve fixa em grande parte do período, graças à ação norte-americana de distribuição de reservas e financiamento de crédito em escala mundial. A liquidez internacional propiciou a manutenção da taxa de câmbio. A partir do momento que os EUA registraram déficits em seu balanço de pagamentos e não sustentaram o seu papel de provedores de liquidez, o sistema de Bretton Woods começou a apresentar sinais de decadência, com pressões de oscilações nas taxas de câmbio.

Com as taxas de câmbio fixas os governos não puderam utilizar a política cambial como instrumentos de política econômica para corrigir os desequilíbrios internos e externos. A ação governamental restringiu-se à política fiscal e monetária. O grande desafio era conciliar o equilíbrio interno e externo, com correção dos déficits no balanço de pagamentos, bons níveis de emprego, crescimento econômico e ativação da demanda efetiva, utilizando apenas a combinação de políticas fiscais e monetárias.

²⁴ Como já mencionado, as moedas europeias sofreram desvalorizações em 1949, antes do estabelecimento da conversibilidade, bem como no final da década de 60 e início dos anos 70, período de decadência de Bretton Woods.

Do ponto de vista das políticas nacionais a discussão centrava-se nas condições de implementação de um “mix ótimo” de políticas monetária e fiscal, que assegurasse o equilíbrio nas relações com o exterior, que não fosse inflacionário e que mantivesse um crescimento estável da economia (MIRANDA, 1992, p.77).

Neste campo de discussão, Mundell (1962) trouxe uma importante contribuição. Seu estudo tinha como proposição mostrar que economias com taxa de câmbio fixa e mobilidade do capital poderiam perfeitamente alcançar equilíbrio interno e externo utilizando adequadamente a combinação de políticas fiscais e monetárias. Para entender as explicações de Mundell sobre esse assunto é interessante compreender sua linha de raciocínio que está exposta no apêndice deste capítulo.

A conclusão do estudo de Mundell (1962) foi que uma economia pode alcançar bons níveis de emprego e crescimento e ao mesmo tempo manter equilíbrio no balanço de pagamentos se utilizar a política monetária para corrigir os desequilíbrios externos e a política fiscal para a correção dos desequilíbrios internos.

It has been demonstrated that, in countries where employment and balance of payments policies are restricted to monetary and fiscal instruments, monetary policy should be reserved for attaining the desired level of the balance of payments, and fiscal policy for preserving internal stability (...). The opposite system would lead to progressively worsening unemployment and balance of payments situation.²⁵ (MUNDELL, 1962, p. 76)

Segundo Mundell (1962), para utilizar corretamente as políticas econômicas é necessário avaliar a proximidade e a sensibilidade dos objetivos com relação aos instrumentos. “(.) policies should be paired with the objectives on which they have most

²⁵ Tem sido demonstrado que em países onde as políticas de emprego e de balanço de pagamentos são restritas aos instrumentos monetários e fiscais, a política monetária deve ser direcionada para atingir o nível desejado do balanço de pagamentos e a política fiscal para a preservação da estabilidade interna (...). O sistema oposto levaria ao agravamento progressivo do desemprego e do balanço de pagamentos. (Tradução minha)

influence”²⁶ (MUNDELL, 1962, p. 76). Essa concepção foi denominada por Mundell (1962) como “Princípio da Classificação Eficaz dos Mercados”.

The use of fiscal policy for external purposes and monetary policy for internal stability violates the principle of effective market classification, because the ratio of the effect of the rate of interest on internal stability to its effect of the balance of payments is less than the ratio of the effect of fiscal policy on the internal stability to its effect on the balance of payments. And for precisely this reason the opposite setoff policy responses is consistent with the principle.²⁷ (MUNDELL, 1962, p. 77)

Partindo dessa proposição, Mundell (1963) desenvolveu uma teoria mais estruturada, uma explicação econômica para demonstrar os caminhos da economia diante de intervenções fiscais e monetárias. Fleming (1962) também elaborou um estudo seguindo essa mesma linha de pensamento e direção de argumentação. Fleming (1962) e Mundell (1963), de maneira independente, analisaram o modelo Keynesiano de uma economia aberta e observaram os efeitos das políticas monetárias e fiscais, admitindo ora taxas de câmbio fixas e ora taxas de câmbio flexíveis. A proposição dos estudos era justamente identificar as melhores políticas macroeconômicas para diferentes condições econômicas, direcionando assim as ações governamentais.

Segundo Boughton (2002), em 1976 Dornbusch publicou uma série de artigos que sintetizou as contribuições de Mundell (1963) e Fleming (1962), resultando na formalização do modelo Mundell-Fleming, “uma referência básica para a macroeconomia de economia aberta” (FROYEN, 2006, p. 580), um modelo que segue o “Princípio da Classificação Eficaz dos Mercados”, demonstrando que a escolha de um adequado instrumento de política depende de uma avaliação e entendimento do sistema econômico que cada nação está inserida, bem como dos objetivos internos e externos a serem alcançados. Mostra que a mudança da organização monetária e da interpretação sobre as taxas de câmbio altera os efeitos das políticas econômicas.

²⁶ As políticas devem ser emparelhadas com os objetivos sobre os quais exercem mais influência. (Tradução minha)

²⁷ O uso da política fiscal para fins externos e da política monetária para a estabilidade interna viola o princípio da classificação eficaz dos mercados, porque o efeito da taxa de juros sobre a estabilidade interna dividido pelo efeito da taxa de juros sobre o balanço de pagamentos é menor do que o efeito da política fiscal sobre a estabilidade interna dividido pelo efeito da política fiscal sobre o balanço de pagamentos. E precisamente por essa razão as respostas políticas opostas são consistente com o princípio. (Tradução minha)

Os principais manuais de macroeconomia utilizados no ensino de graduação do país - Blanchard (2004), Dornbusch e Fischer (1982), Froyen (2006) Williamson (1988), Caves (2001) e Baumann, Canuto, Gonçalves (2004) - consideram o modelo Mundell-Fleming a principal referência de estudo de economias abertas. No entanto, esses manuais trazem a versão final do modelo, não discriminando as contribuições específicas de Mundell (1963) e de Fleming (1962). Assim sendo, neste momento serão avaliados os principais pontos teóricos trazidos pelo modelo Mundell-Fleming, ressaltando, sobretudo, as respectivas abordagens de Mundell (1963) e de Fleming (1962)²⁸:

- O modelo Mundell-Fleming é uma versão de economia aberta do modelo IS-LM²⁹, referência à teoria Keynesiana. Em ambos os modelos, de Mundell (1963) e de Fleming (1962), são adotadas premissas Keynesianas com relação ao multiplicador da renda, ativação da demanda efetiva, investimentos e taxa de juros. Conforme Fleming (1962), “let us assume a simple Keynesian model (...)”³⁰ (FLEMING, 1962, p. 369).
- Além do mercado de bens e do mercado monetário, o modelo leva em consideração os fluxos de capitais. É importante ressaltar que no final da década de 60, os fluxos financeiros foram crescentes, ganhando progressivamente grande importância para os ajustamentos macroeconômicos.

Os fluxos de capitais tornaram a ser endógenos no modelo Mundell-Fleming, uma consideração que agrega muito o desenvolvimento da teoria econômica, uma vez que o modelo tenta se ajustar aos fatos observados. No fim da década de 60, com o surgimento do Euromercado, a mobilidade do capital tornou-se uma variável macroeconômica de relevância para a dinâmica de funcionamento e integração das economias.

²⁸ Diferentemente da análise dos modelos Keynesiano Simples Aberto e Cambial-Monetário-Integrado, presentes nos capítulos dois e quatro, a análise do modelo Mundell-Fleming além de avançar na fronteira do conhecimento, com a contextualização pela história econômica, também resgata as contribuições dos textos originais. Esse método de análise é denominado por Arida (1996) como *soft science*. De acordo com esse método para a compreensão da economia em maior escala é fundamental estudar os clássicos do passado. Portanto, a análise dos modelos Keynesiano Simples Aberto e Cambial-Monetário-Integrado é orientada pelo *hard science* e o Mundell-Fleming pelo *soft science*.

²⁹ As curvas IS-LM são demonstradas no apêndice deste capítulo.

³⁰ Vamos assumir o modelo Keynesiano simples (...). (Tradução minha)

Até os anos 60, o estudo do sistema monetário internacional centrava-se nos determinantes do balanço de pagamentos a partir de modelos em que somente as transações correntes eram endógenas. A teoria do balanço de pagamentos restringia-se, basicamente ao estudo das inter-relações entre os preços relativos e os fluxos comerciais (MIRANDA, 1992, p. 78).

The world is still a closed economy, but its regions and countries are becoming increasingly open. The trend, which has been manifested in both freer movement of goods and increased mobility of capital (...). The international economic climate has change in the direction of financial integration and this has important implications for economic policy.³¹ (MUNDELL, 1963, p. 475)

A conta capital tornou-se endógena por meio de uma terceira curva, BP, balanço de pagamentos. Mundell (1963) em suas explicações constrói um diagrama com as curvas IS-LM-BP, no entanto, identifica-as com outra nomenclatura, XX-LL-FF. Fleming (1962) apesar de usar o modelo keynesiano não menciona a relação descrita pelas curvas IS-LM e apesar de considerar uma economia aberta, analisa o balanço de pagamentos sem identificar a curva BP.

A definição das curvas IS-LM-BP encontra-se no apêndice deste capítulo.

- O modelo Mundell-Fleming admite duas possíveis condições econômicas: perfeita mobilidade do capital e mobilidade imperfeita do capital. Mundell (1963) analisou economias com a mobilidade perfeita do capital onde não existe diferencial de taxa de juros interna e externa e os títulos são substitutos perfeitos. Assim sendo, a curva BP no modelo de Mundell (1963) tornou-se horizontal.

I assume the extreme degree of mobility that prevails when a country cannot maintain an interest rate different from the general level prevailing abroad. This assumption will overstate the case but it has the merit of posing a stereotype towards which international financial relations seem to be heading.³² (MUNDELL, 1963, p. 475)

³¹ O mundo ainda é uma economia fechada, mas as regiões e os países estão se tornando cada vez mais abertos. Essa tendência é manifestada em ambos os movimentos, livre circulação de mercadorias e mobilidade do capital (...). O clima da economia internacional tem mudado na direção da integração financeira e isso tem implicações importantes para uma política econômica. (Tradução minha)

³² Pressuponho o extremo grau de mobilidade que prevalece quando um país não pode manter uma taxa de juros diferente do nível geral prevalente no exterior. Esta hipótese vai exagerar o caso, mas tem o mérito de construir um estereótipo para o qual as relações financeiras internacionais parecem estar caminhando. (Tradução minha)

Fleming (1962) também deixa clara a importância de considerar a conta capital. Menciona a necessidade de analisar a sensibilidade dos movimentos de capitais com relação às variações na taxa de juros, enfatizando que a eficácia das políticas macroeconômicas é alterada dependendo da relação entre taxa de juros e fluxos de capitais. Considera, portanto, economias com mobilidade imperfeita de capitais.

Percebe-se, portanto, que o modelo Mundell-Fleming traz uma análise detalhada e abrangente, dividindo a abordagem em economias com perfeita e imperfeita mobilidade do capital o que representa, na verdade, a junção dos modelos desenvolvidos por Mundell (1963) e Fleming (1962).

Abordar o estudo da economia considerando ora mobilidade perfeita de capitais e ora mobilidade imperfeita de capitais é uma contribuição trazida pelo próprio modelo Mundell-Fleming, com a intenção de ser mais didático e abrangente.

- O modelo Mundell-Fleming é focado na análise dos efeitos das políticas fiscais e monetárias sobre o nível de emprego e equilíbrio no balanço de pagamentos, admitindo perfeita e imperfeita mobilidade de capitais e sobre distintos regimes cambiais. No entanto, a política cambial não é analisada pelo modelo e a taxa de câmbio continua sendo exógena.
- No modelo, o governo é o principal agente econômico que comanda as diretrizes da economia, por isso a grande importância dada à eficácia das políticas macroeconômicas.
- O modelo admite preços fixos, desconsiderando a inflação, o que representa uma abordagem de curto prazo.
- O modelo Mundell-Fleming conclui que em uma economia com mobilidade perfeita do capital “a política monetária é completamente ineficaz se a taxa de câmbio for fixa, e a política fiscal é completamente ineficaz se a taxa de câmbio for flexível” (FROYEN, 2006, p. 603). Essa conclusão é retirada dos estudos de Mundell (1963) que apresenta exatamente o mesmo resultado: “monetary policy has no impact on employment under fixed exchange rates while fiscal policy has no effect on employment under flexible exchange rate”³³. (MUNDELL, 1963, p. 484).
- Com relação a uma economia com mobilidade imperfeita de capitais, o modelo Mundell-Fleming admite que a política monetária é ineficaz sob taxas de câmbio

³³ Política monetária não tem nenhum impacto sobre o emprego sob taxas de câmbio fixas enquanto a política fiscal não tem efeito sobre o emprego sob taxas de câmbio flexíveis. (Tradução minha)

fixa e eficaz sob taxas de câmbio flexíveis. Já a eficiência da política fiscal depende da sensibilidade dos fluxos de capitais com relação às taxas de juros. Essa conclusão é fruto dos estudos desenvolvidos por Fleming (1963):

Expansionary effect of a given increase in money supply will always be greater if the country has a floating exchange rate than if it has a fixed rate. By contrast, it is uncertain whether the expansionary effect on the demand for domestic output of a given increase in budgetary expenditure or given reduction in tax rates will be larger or smaller with a floating than with a fixed rate.³⁴ (FLEMING, 1962, p. 369)

- Em resumo, a grande contribuição trazida pelo modelo Mundell-Fleming foi incluir a variável fluxo de capital quando se analisa uma economia aberta. Além disso, o modelo traz uma visão inovadora sobre os diferentes regimes cambiais (fixo e variável), analisado como as ações governamentais devem ser direcionadas diante de distintas condições econômicas. No entanto, apesar dessas importantes contribuições teóricas, o modelo limita-se a admitir taxas de câmbio exógenas e não aborda a política cambial, fazendo com que o modelo tenha ainda uma abordagem limitada de economia aberta.

3.3 A teoria macroeconômica e o período de funcionamento de Bretton Woods

O modelo Mundell-Fleming faz referência a três importantes questões presentes no período de funcionamento do sistema de Bretton Woods: fluxos financeiros inter-países, inexistência de política cambial e importância das políticas fiscais e monetárias.

Apesar do Acordo de Bretton Woods instituir o controle do mercado financeiro, os fluxos de capitais entre os países foram crescente na década de 60. Com o restabelecimento da

³⁴ O efeito expansionista de um aumento na oferta de moeda será sempre maior se o país tiver uma taxa de câmbio flutuante ao invés de fixa. Por outro lado, é incerto se o efeito expansionista sobre a demanda pela produção doméstica de um dado aumento nos gastos orçamentários ou dada redução dos tributos, será maior ou menor com taxas de câmbio flutuantes do que fixas. (Tradução minha)

convertibilidade e diminuição dos riscos, ficaram facilitadas as transações de investimentos em outros países. A mobilidade do capital foi tamanha, a ponto de surgir o euromercado.

A intensificação dos fluxos de capitais mudou a dinâmica de funcionamento das economias que passaram a conviver com a especulação e conseqüentemente com a pressão cambial. A mobilidade do capital foi uma das causas de decadência do sistema monetário de Bretton Woods.

O modelo Mundell-Fleming teve a percepção de incluir a variável fluxo de capital e analisar a dinâmica de funcionamento das economias sob diferentes níveis de mobilidade do capital, uma adequação a realidade vivenciada a partir do final da década de 60.

Com relação à política cambial, o modelo Mundell-Fleming desconsidera essa abordagem, admitindo a taxa de câmbio como exógena, o que é compreensível na medida em que no sistema de Bretton Woods o FMI impedia os países de praticarem política cambial, afirmando que apenas em última instância, somente com a existência de *desequilíbrios permanentes*, seriam permitidas variações no câmbio.

Por outro lado, o FMI estimulava ações governamentais de política fiscal e monetária, único instrumentos de política econômica. O modelo Mundell-Fleming vai ao encontro dessa realidade, por priorizar o estudo sobre a eficácia das políticas fiscais e monetárias.

Portanto, é perceptível que o modelo Mundell-Fleming traz explicações teóricas condizentes com a realidade de Bretton Woods, abordando questões econômicas de grande importância para este período.

3.4 Apêndice

3.4.1 Análise de Robert Mundell (1962)

Mundell (1962) traz uma explicação sobre a correção dos desequilíbrios internos e externos, utilizando políticas fiscais e monetárias, em uma economia com taxas de câmbio fixas e mobilidade do capital. Para entender as explicações de Mundell (1962) sobre esse assunto é interessante compreender sua linha de raciocínio, analisando, sobretudo, o gráfico 3.1.

Para construir o gráfico 3.1, Mundell (1962) partiu dos seguintes pressupostos:

- O equilíbrio interno é representado pela reta XX e diz respeito à igualdade entre demanda e oferta agregada em condições de pleno emprego. Pontos à direita da reta representam economias aquecidas, com demanda por emprego maior que a oferta. Pontos à esquerda caracterizam uma economia que enfrenta momentos de recessão, desemprego.
- No caso do equilíbrio externo, reta FF, a balança comercial deve ser igual à exportação líquida de capital. É importante perceber que Mundell (1962) inclui em suas análises os fluxos de capitais. Se a balança comercial exceder a exportação de capital a economia terá superávit no balanço de pagamentos, representados pelos pontos situados à direita da reta. No caso contrário, ocorrerão déficits de pagamentos, pontos situados à esquerda da reta.
- As políticas internas para ajustamento macroeconômico, convergência para o ponto Q, restringem-se a medidas fiscais e monetárias. A política fiscal é aplicada por meio de modificações no excedente orçamentário público. O gasto do governo diminui o excedente orçamentário e a tributação aumenta o excedente orçamentário. Já a política monetária é aplicada por meio de modificações nas taxas de juros. Dessa maneira, o excedente orçamentário está no eixo vertical e a taxa de juros no eixo horizontal do gráfico 3.1.
- A reta FF é negativamente inclinada porque um aumento na taxa de juros atrai fluxos de capital, e para o balanço de pagamentos ficar em equilíbrio é necessário que o excedente orçamentário caia. Gastos do governo aumentam a renda, estimulam a importação e a balança comercial apresenta déficits, compensando o aumento na conta capital.
- A reta XX também tem inclinação negativa. Para que o gasto doméstico se mantenha constante é necessário que um aumento da taxa de juros esteja associado a uma queda no excedente orçamentário. O aumento na taxa de juros incentiva os investimentos, postergando o consumo atual. O gasto do governo aumenta a renda, restaurando os níveis iniciais do gasto interno.
- A reta FF é mais inclinada que a reta XX porque os fluxos de capitais (balanço externo) são mais sensíveis às variações nas taxas de juros do que os gastos domésticos (balanço interno).
- No ponto Q, intersecção dessas duas retas ocorre equilíbrio externo e interno. Além disso, a intersecção dessas retas resulta em quatro combinações, situações

Supõe-se inicialmente que a economia esteja no ponto W, com equilíbrio no balanço interno, pleno emprego, e desequilíbrio externo, com déficits de pagamentos. Neste exemplo, existem duas opções possíveis para levar a economia para o ponto Q. A primeira, é utilizar a política fiscal para corrigir os desequilíbrios externos e a política monetária para corrigir os desequilíbrios internos. A segunda opção é inversa à primeira, ou seja, política fiscal associada ao balanço externo e política monetária ao balanço interno.

Seguindo a primeira opção, para diminuir o déficit de pagamentos utiliza-se a política fiscal. Aumenta o excedente orçamentário por meio de tributação, reduz a renda, diminui as importações e melhora a balança comercial, restaurando o equilíbrio no balanço de pagamentos, ponto V.

No ponto V o equilíbrio externo foi alcançado, mas o balanço interno entrou em desequilíbrio. A política monetária é, então, utilizada, com a redução da taxa de juros. A economia é aquecida e a oferta de emprego aumenta, atingindo o ponto U.

É perceptível que esse mix de políticas fiscais e monetárias está gradativamente afastando a economia do ponto Q de equilíbrio. Seguindo essa trajetória a economia não encontrará simultaneamente equilíbrio interno e externo. É viável, então, partir para a segunda opção, utilizar a política fiscal para a correção de desequilíbrios internos e a política monetária para os desequilíbrios externos.

A política monetária aumenta a taxa de juros, atrai capital e restaura o equilíbrio no balanço de pagamentos, transferindo a economia do ponto W para o ponto B. A nova condição econômica é de estabilidade externa e desequilíbrio interno, com evidências de desemprego.

A política fiscal diminui o excedente orçamentário promovendo maiores gastos governamentais, aquece a economia e retoma o pleno emprego, ponto C. Assim, economia progressivamente se aproxima do ponto Q. Isso significa que a segunda combinação de políticas econômicas é mais eficiente e apropriada para restaurar o equilíbrio no balanço interno e externo.

3.4.2 Modelo Mundell-Fleming

A abordagem do modelo Mundell-Fleming tem como princípio básico o modelo Keynesiano Simples Aberto. Considera o mercado de bens e a abre a economia por meio dos fluxos comerciais entre os países o que resulta na curva IS³⁵.

$$\text{IS: } S(Y) + T + Z(Y, E) = I(R) + G + X(Y_x, E) \quad (3.1A)$$

S = poupança; varia positivamente com relação à renda (Y).

T = tributos; variável exógena.

Z = importação; varia positivamente com relação à renda (Y) e negativamente com relação à taxa de câmbio (E).

I = investimento; varia negativamente com a taxa de juros

G = gasto do governo; variável exógena.

X = exportação; varia positivamente com relação à renda estrangeira (Y_x) e positivamente com relação à taxa de câmbio (E).

Em conjunto com o mercado de bens é analisado o mercado monetário, representado pela curva LM, com a oferta de moeda igual a demanda por moeda.

$$\text{LM: } S_0 = M_0 = L(Y, R) \quad (3.2A)$$

M₀ = oferta de moeda; variável exógena

S₀ = demanda por moeda; varia positivamente com relação à renda e negativamente com relação à taxa de juros.

O modelo Mundell-Fleming inclui uma terceira curva, a BP que é a soma dos fluxos comerciais e dos fluxos financeiros. O equilíbrio no balanço de pagamentos ocorre quando o

³⁵ O Modelo Keynesiano Simples Aberto é abordado no capítulo I.

resultado dessa soma é zero que representa inexistência de variações de reservas internacionais.

$$\mathbf{BP: X(Y_x, E) - Z(Y, E) + F(R, R_x) = 0} \quad \mathbf{(2.3A)}$$

F = conta capital; depende do diferencial das taxas de juros interna (R) e externa (R_x).

O modelo Mundell-Fleming é uma versão de economia aberta do modelo IS-LM, que se fundamenta na teoria Keynesiana. A intersecção das curvas IS-LM-BP resulta em equilíbrio interno e externo; equilíbrio no mercado monetário de bens e no balanço de pagamentos.

4. MODELO CAMBIAL-MONETÁRIO-INTEGRADO

Neste capítulo é abordado o período da economia internacional que se inicia em 1973 com o fim do sistema monetário instituído por Bretton Woods, momento histórico marcado por grandes mudanças na órbita financeira e monetária. Além da passagem do regime de câmbio fixo para o câmbio flutuante, a economia internacional vivenciou o início da globalização financeira, abertura dos mercados, intensificação dos fluxos de capitais e desenvolvimento do mercado cambial. Surgiram praças internacionais de negócios, a especulação tomou grandes proporções e os investidores de carteira de ativos (*portfolio*) passaram a desempenhar um papel fundamental na determinação das diretrizes econômicas. Além disso, importantes acontecimentos marcaram esse período, como por exemplo, a formação da União Europeia, a circulação do euro no mercado internacional e as crises financeiras que atingiram os países em desenvolvimento.

A primeira parte deste capítulo apresenta esse contexto histórico, ressaltando principalmente as novas condições monetárias e financeiras da economia internacional. A segunda parte concentra-se na apresentação do modelo Cambial-Monetário-Integrado, um modelo de macroeconomia aberta que descreve a condição internacional de regime cambial flutuante e liberalização das finanças. O modelo introduz a teoria de escolha de *portfolio*, ressaltando a importância do investidor diante do novo contexto econômico.

A intenção deste capítulo é elucidar por meio do modelo Cambial-Monetário-Integrado a maneira como a teoria econômica se esforçou para incorporar as modificações financeiras e monetárias que aconteceram na órbita internacional no período pós Bretton Woods.

4.1 A história econômica no período pós Bretton Woods

4.1.1 O sistema monetário

Em 1973, o colapso de Bretton Woods colocou fim ao sistema monetário em funcionamento. A queda de Bretton Woods representou muito mais do que a passagem de um sistema de câmbio fixo para o câmbio variável, com o valor das moedas determinadas no mercado livre, à base da oferta e da procura. O fim de Bretton Woods iniciou um período

denominado por Gilpin (2000) como “nonsystem”³⁶. “Nonsystem” significa a inexistência de um sistema monetário, com ausência de regras internacionais capazes de guiar as diretrizes monetárias mundiais. A ordem monetária antes sustentada por três pilares essenciais - ajustamento macroeconômico, formas eficientes de criação de liquidez e confiança no sistema³⁷ - não existia mais (GILPIN, 2000, p. 250).

Neste contexto, o debate econômico centrou-se em duas principais linhas de argumentação. A primeira diz respeito à discussão sobre o melhor regime cambial a ser adotado pelas economias, inaugurou um debate sobre os custos e os benefícios de se adotar um regime de câmbio fixo em comparação com o regime de câmbio flutuante. Já a segunda linha de argumentação colocava em pauta a discussão sobre a formalização de novas regras monetárias internacionais, capazes de estabelecer uma nova ordem econômica e eliminar a condição mundial de “nonsystem” (HELLEINER, 1994; GILPIN, 2000 e DAM, 2001).

Com relação aos regimes cambiais, a corrente pós-keynesiana³⁸ foi uma das defensoras da intervenção governamental para administrar o câmbio e impedir a sua livre circulação. Segundo essa corrente teórica, a flexibilidade cambial resultaria em alta oscilação dos preços, desestabilização dos fluxos de capitais e movimentos especulativos e inflacionários nas economias. A volatilidade do câmbio traria riscos para o comércio internacional e para os investimentos estrangeiros, diminuindo, assim, a integração comercial e financeira entre as nações econômicas.

Gilpin (2001) menciona que um dos fortes argumentos na defesa do câmbio fixo era a possibilidade de calcular os custos relativos e as vantagens comparativas entre as economias, permitindo, assim, o funcionamento eficiente do mercado internacional de comércio e fluxos de capitais.

(...) these individuals [post-keynesians] believe that fixed rates (...) provide international discipline over inflationary monetary policy, reduce uncertainty that interferes with trade and investment, and thereby facilitate competition based on comparative advantages and efficient capital flows.³⁹ (GILPIN, 2001, p. 253)

³⁶ Inexistência do sistema. (Tradução minha)

³⁷ Esses três pilares foram explicados no capítulo anterior, tendo como base principalmente o estudo de Barry Eichengreen (2000). Ao longo deste item será retomada a importância desses três pilares na formação de um sistema monetário internacional.

³⁸ A definição de pós-keynesianos encontra-se no glossário, no final da dissertação.

³⁹(...) essas pessoas [pós-keynesianos] acreditam que as taxas de câmbio fixas proporcionam disciplina internacional sobre a política monetária inflacionária, reduz a incerteza que interfere no comércio e no investimento e, assim, facilita a concorrência com base em vantagens comparativas e eficientes fluxos de capitais. (Tradução minha)

Com uma visão oposta, os monetaristas⁴⁰ trabalharam na defesa do câmbio flutuante. De acordo com essa linha de pensamento, o câmbio é o preço relativo entre duas moedas que pode ser determinado por forças de oferta e demanda (mercado de divisas). O câmbio se ajusta instantaneamente para equilibrar a demanda internacional por estoque de moeda nacional. O equilíbrio no mercado de divisas é influenciado pelas necessidades de comércio internacional e pela flutuação do capital, sensível aos diferenciais de juros entre os países (GILPIN, 2001).

Os custos-benefícios de manter taxas de câmbio fixas ou flutuantes dependem muito da condição econômica de cada país. Economias com altos déficits no balanço de pagamentos dificilmente conseguem manter paridades fixas de suas moedas. Essas economias apresentam um viés na defesa do câmbio variável para conseguirem recuperar o equilíbrio por meio da política cambial. Já os países com um melhor nível de reservas são atraídos pela possibilidade de uma maior estabilidade no câmbio (HELLEINER, 1994; GILPIN, 2000 e DAM, 2001).

A discussão sobre a formalização de regras monetárias internacionais também é baseada nos interesses econômicos de cada país ou grupo de países. Como já mencionado no terceiro capítulo, no momento de estruturação do Acordo de Bretton Woods, Inglaterra e Estados Unidos se enfrentaram, apresentando propostas distintas com relação ao novo padrão monetário. Esses dois países encontravam-se em diferentes condições econômicas e, portanto, alinhavam-se com diferentes objetivos e interesses.

The mechanisms responsible for the system's efficient functioning – adjustment, liquidity creation, and confidence-building measures – produce a differential impact on the national interests of various countries and also on the interests of powerful groups within economies.⁴¹ (GILPIN, 2001, p. 242)

Com relação ao ajustamento macroeconômico, países com desequilíbrios de pagamentos manifestam a intenção de adotar métodos de ajuste que privilegiavam políticas de contenção de reservas, com maior eficiência a curto prazo; no intuito de resolver seus problemas de desequilíbrios de maneira rápida e eficiente. Além disso, esses países defendem políticas que diminuam minimamente a renda nacional e o nível de emprego. Por outro lado,

⁴⁰ A definição de monetaristas encontra-se no glossário, no final da dissertação.

⁴¹ Os mecanismos responsáveis pelo funcionamento eficiente do sistema – o ajustamento, a criação de liquidez e as medidas de construção da confiança – produzem um impacto diferencial sobre os interesses nacionais de vários países e também sobre os interesses de grupos poderosos dentro das economias. (Tradução)

os países superavitários devem ser condizentes com a transferência de reservas para os deficitários, em prol do ajustamento macroeconômico internacional.

It is clear that all countries would like to shift as many adjustment costs as possible to others and away from themselves. Working out the distribution of the costs of adjustment among deficit and surplus nations is the essence of solving the adjustment problem.⁴² (GILPIN, 2001, p. 118)

Ao transferir reservas, os países superavitários além de contribuir para o ajustamento macroeconômico também se posicionam como provedores de liquidez internacional. Segundo Gilpin (2000), o melhor dos mundos é encontrar um ponto ótimo, onde não ocorra nem excesso e nem falta de liquidez. Para esses países, os custos de assumir essa função concentram-se na responsabilidade de desencadear uma recessão, caso a liquidez internacional não seja suficiente para atender às expectativas dos demais países ou, alternativamente, entrar em um processo inflacionário provocado pelo excesso de liquidez.

Por fim, a confiança no sistema é uma consequência do bom funcionamento do ajustamento macroeconômico e da certeza de existência de liquidez internacional. Portanto, na visão de Gilpin (2001), “these confidence-building measures can be quite costly”⁴³ (GILPIN, 2000, p. 121).

O consenso sobre o melhor regime cambial e as políticas adequadas para guiar a formalização de um sistema monetário, de fato, era difícil de acontecer. Cada país privilegiaria seus objetivos e interesses de acordo com a sua condição econômica vigente. Segundo Block (1977), Wachtel (1988), Eichengreen (2000), Gilpin (2000) e Dam (2001) os sistemas monetários só conseguem ser implantados quando um país com liderança mundial no campo econômico e militar faz valer seus interesses e direciona e comanda as regras de um sistema monetário, impondo às demais nações uma nova ordem econômica internacional. A Inglaterra emergiu como potência industrial no século XVIII e definiu as diretrizes do padrão ouro. Os EUA saíram da segunda Guerra Mundial fortalecidos econômica e militarmente e com poderes de comandar o Acordo de Bretton Woods.

⁴² É claro que todos os países gostariam de transferir o maior número possível dos custos de ajustamento para os outros países e para longe de si mesmos. Trabalhar para distribuir os custos de ajustamento entre as nações com déficits e superávits é a essência de resolver o problema do ajustamento. (Tradução minha)

⁴³ Estas medidas de construção de confiança podem custar muito caras. (Tradução minha)

Political differences mean that a well-functioning monetary system requires strong leadership by a nation or group of nations with an interest in maintaining the system. The leader (s) must assume the initiative in solve highly technical problems as well as providing and managing the key currency used for maintaining reserves, carrying out economic transaction, and providing liquidity. Furthermore, the leader should be the “lender of last resort” and from time to time should provide financial assistance to countries experiencing severe financial problems. Although this leadership role could, in theory, be provided by two or more nations or even by an international organization, leadership has historically been provided by a dominant economic and military power, for example, Great Britain in the late nineteenth century and the United State following World War II⁴⁴. (GILPIN, 2001, p. 243)

No entanto, no pós Bretton Woods a iniciativa de liderança para impor um sistema monetário internacional não aconteceu. Os Estados Unidos com déficits no balanço de pagamentos não tinham condições de prover ajustamento e liquidez internacional. Na verdade, o declínio de Bretton Woods foi, em grande parte, determinada pela não sustentação da economia norte-americana. A Europa, por outro lado, também estava fortemente abalada com fim de Bretton Woods. As oscilações do dólar e a crise do petróleo fizeram a Europa desestabilizar economicamente, registrando perdas significativas de reservas financeiras. Assim sendo, sem uma liderança para direcionar uma ordem monetária internacional, a Europa e os Estados Unidos seguiram direções opostas com relação às diretrizes de organização do sistema monetário.

(...) the United States, for example, preferred independent monetary policy and freedom of capital movements, and thereby sacrificed stable exchange rates.

⁴⁴ As diferenças políticas significam que o bom funcionamento do sistema monetário requer forte liderança de cada nação ou grupo de nações com interesse na manutenção do sistema. O(s) líder(es) deve(m) assumir a iniciativa de resolver problemas altamente técnicos, bem como fornecer e gerenciar a moeda-chave utilizada para a manutenção de reservas, realizando transações econômicas e provendo liquidez. Além disso, o líder deve ser o “emprestador de última instância” e, eventualmente, deve fornecer assistência financeira a países com graves problemas financeiros. Embora o papel de liderança possa, em tese, ser desempenhado por duas ou mais nações ou mesmo por uma organização internacional, a liderança tem sido, historicamente, exercida por um poder econômico e militar dominante, como por exemplo, a Grã-Bretanha no final do século dezanove e os Estados Unidos após a Segunda Guerra Mundial. (Tradução minha)

The members of the European Community, on the other hand, preferred relatively fixed rates⁴⁵. (GILPIN, 2001, p. 249)

A resposta dos EUA ao fim de Bretton Woods

A política monetária norte-americana não se baseou em metas e bandas cambiais. “Cada vez mais, sua fixação [dólar] era deixada ao sabor das forças de mercado e permitia-se que ele [dólar] flutuasse dentro de uma amplitude considerável” (EICHENGREEN, 2000, p. 195). As autoridades econômicas dos Estados Unidos, na década de 80, Paul Volcker, presidente do Banco Central - FED, e Donald Regan, secretário do tesouro, acreditavam que “uma intervenção no câmbio seria não somente inadequada, como também desnecessária, uma vez que, supostamente, as taxas de câmbio eram conduzidas pelo mercado aos níveis de eficiência máxima” (EICHENGREEN, 2000, p. 196).

Os Estados Unidos viam na flutuação cambial uma possibilidade de combater seus déficits de pagamentos, sem comprometer ainda mais suas reservas financeiras. Além disso, a estabilização do câmbio tiraria a autonomia da política econômica norte-americana que ficaria limitada às práticas para restaurar a paridade do dólar frente a outras moedas. Dessa maneira, diante da realidade econômica dos EUA, o dólar seguiu livre para flutuar (EICHENGREEN, 2000).

A resposta da Europa ao fim de Bretton Woods

Já os países europeus trilharam outro caminho. A Europa tinha um grande receio da flutuação cambial. “A Europa, e não os Estados Unidos ou o Japão, era onde a flutuação das moedas tinha sido associada à hiperinflação na década de 20. A Europa era o lugar onde as desvalorizações da década de 30 tinham corroído a maior parte das boas relações econômicas” (EICHENGREEN, 2000, p. 202).

Assim, no final da década de 60, mesmo antes da comprovação do fim de Bretton Woods, os países europeus formalizaram a Comunidade Econômica Europeia - CEE. A intenção da CEE era prover o cooperativismo entre os países da Europa, com o objetivo de

45 Os Estados Unidos, por exemplo, preferiram uma política monetária independente, com livre mobilidade do capital, sacrificando, assim, as taxas de câmbio estáveis. Os membros da Comunidade Europeia preferiram as taxas de câmbio relativamente fixas. (Tradução minha)

manter a estabilidade no câmbio, promovendo um maior dinamismo no comércio, bem como uma maior integração europeia⁴⁶.

Na década de 70, ficou mais difícil manter a paridade fixa das moedas. Assim, “as economias interdependentes da Europa procuraram repetidamente colocar em prática uma ancoragem cambial coletiva” (EICHENGREEN, 2000, p. 185). Tentaram manter as oscilações das moedas europeias dentro de uma banca de flutuação de 4,5% que ficou conhecida como Serpente Europeia, “European Snake”. No entanto, segundo Eichengreen (2000):

Em última análise, a serpente não assegurou uma estabilidade cambial em nível regional. As taxas intra-europeias foram estabilizadas por períodos limitados, mas os esforços para mantê-las dentro de bandas estreitas foram frustrados. Os países não só se envolveram em uma série de realinhamentos, como também diversos deles foram compelidos a abandonar inteiramente a serpente. (EICHENGREEN, 2000, p. 2007)

Na década de 80, a Europa esforçou-se novamente para manter a estabilidade cambial das moedas dos países da CEE, com a criação, em 1979, do Sistema Monetário Europeu (SME). Foi estabelecida, então, a Unidade Monetária Europeia (ECU). Todos os países participantes do SME fixaram o valor de suas moedas em relação à ECU e comprometeram-se em mantê-las dentro de uma banda de flutuação de 2,25%.

Nesse mesmo período, foi criado, também, o Fundo Europeu de Cooperação Monetária, onde os países participantes depositaram 20% de suas reservas financeiras para serem utilizadas pelo Fundo no fornecimento de créditos aos países europeus com necessidades de ajustamentos macroeconômicos.

No entanto, nos anos 90, as condições políticas e econômicas muito diferentes entre os países europeus e a falta de cooperação internacional na Europa “(...) obrigou os membros da CEE a alargar as bandas de flutuação do SME de 2,25% para 15% em 1993” (EICHENGREEN, 2000, p.185).

Segundo Eichengreen (2000), a outra maneira encontrada pela Europa para estabilizar as taxas de câmbio foi caminhar em direção à União de Moeda Europeia (UME). Em abril de 1989, foi divulgado o Relatório de Delors que estabeleceu os três estágios para a formação da

⁴⁶ Desde o imediato pós-guerra, surgiram na Europa iniciativas de integração, como, por exemplo o Tratado de Roma, a Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA), dentro outras.

UME. O primeiro consistia em coordenar as políticas macroeconômicas dos países participantes, o segundo previa o estreitamento das bandas cambiais e o terceiro a adoção de uma moeda única.

Em 1991, foi criado um Banco Central Europeu para coordenar a política monetária e substituir as moedas nacionais europeias por uma moeda única, o euro. A introdução do euro como moeda escritural (cheques, transferências bancárias, cartões de crédito e caixas eletrônicos) aconteceu em janeiro de 1999. No começo de 2002, o euro entrou, de fato, em circulação e as antigas moedas europeias nacionais (o marco alemão, o franco francês etc.) deixaram de ser aceitas como meios de pagamentos.

Assim sendo, a Europa acabou desenvolvendo um sistema monetário próprio. O euro é, hoje, considerado uma moeda determinada pelas forças de mercado, sujeito à administração pelo Banco Europeu. Na visão de Eichengreen (2000), apesar da Europa esforçar-se para estabelecer uma ordem monetária voltada para o câmbio fixo, a União Europeia representou um sistema monetário baseado no regime de câmbio flutuante. “O que é evidente é que esquemas informais de câmbio fixo ou câmbio fixo sujeito a ajustes já não constituem uma opção factível. Na maioria dos casos, um câmbio com maior liberdade de flutuação tornou-se a única alternativa à união monetária” (EICHENGREEN, 2000, p. 187). Na visão de Eichengreen (2000), num contexto de liberdade de movimentos de capitais, regimes democráticos e movimentos trabalhistas, não existe espaço político para o câmbio fixo.

A persistência do dólar na economia internacional

Apesar da emergência do euro como uma moeda forte, o dólar ainda se destaca de maneira significativa no mercado internacional, sendo referência na economia mundial. Eichengreen (2009), baseado no levantamento de dados do Bank of International Settlements, afirma que em 2007 o dólar era usado em 86% de todas as transações de câmbio, enquanto o euro era utilizado em 38%. Nesse mesmo ano, 64% das reservas internacionais estavam alocadas em dólar, 3% em libra esterlina, 3% em iene japonês e 1% em franco suíço. Essa representatividade do dólar e sua importância como moeda internacional não diminuiu mesmo após a crise financeira de 2008⁴⁷.

⁴⁷ A crise financeira de 2008 é abordada ao longo deste capítulo.

The only problem is that, for all the talk about change [consequence of 2008 crisis], the dollar's importance to the world has not diminished. In the foreign exchange market, the dollar actually strengthened following the outbreak of the crisis. When investors fled to safety, they fled to U.S. Treasury bills. In the face of spreading illiquidity, U.S. and foreign investors alike sought refuge in the most liquid market, the market for U.S. government debt securities. Since then, the dollar exchange rate has fluctuated, but there has been no dollar crash. And there is no evidence of a massive loss of confidence⁴⁸ (EICHENGREEN, 2009)

A crise pode ter intimidado os investidores estrangeiros privados a investir nos EUA, mas os BACENs continuaram acumulando reservas em dólares. É interessante acumular reservas na mesma moeda utilizada para conduzir o comércio internacional, intervir no mercado cambial e administrar os fundos de investimentos (EICHENGREEN, 2009).

Assim sendo, em resumo, no período pós Bretton Woods a implantação de um sistema internacional único, capaz de gerir a ordem monetária não aconteceu. No entanto, o estado de “nonsystem” definido por Gilpin (2000) chegou ao fim, uma vez que cada país ou grupo de países isoladamente acabou por gerir os seus próprios sistemas monetários. Segundo Dam (2001), “(...) many individual countries continue to manage their float in order to achieve national policy objectives”⁴⁹ (DAM, 2001, p. 194). Apesar de cada país ter seus próprios alinhamentos de política monetária, o regime cambial flutuante é a escolha da maioria das nações econômicas no mundo atual e o dólar continua exercendo o seu papel de referência internacional.

4.1.2 O sistema financeiro

Com a queda de Bretton Woods, a economia internacional vivenciou uma revolução das finanças. “The ‘financial revolution’ of the 1970s was a major development in the postwar international economy”⁵⁰ (GILPIN, 2001, p. 261). A revolução financeira removeu os

⁴⁸ O único problema é que apesar de toda a discussão sobre as mudanças [ocorridas com a crise de 2008], a importância do dólar não diminuiu. No mercado cambial, o dólar ganhou força com a eclosão da crise. Quando os investidores fugiram em busca de segurança, eles fugiram para os títulos do Tesouro norte-americano. Diante da falta de liquidez, os investidores americanos e estrangeiros procuraram refúgio no mercado mais líquido, o mercado de títulos da dívida dos EUA. Desde então, a taxa de câmbio do dólar tem oscilado, mas não houve quebra do dólar. E não há nenhuma evidência de uma maciça perda de confiança. (Tradução minha)

⁴⁹ Muitos países continuam a gerir a flutuação de suas moedas, a fim de alcançar os objetivos da política nacional. (Tradução minha)

⁵⁰ A “revolução financeira” da década de 1970 foi um grande avanço da economia internacional no pós-guerra. (Tradução minha)

controles de capitais e integrou os mercados financeiros globais, desenvolvendo o sistema financeiro internacional, até então considerado bastante incipiente.

A emergência de um sistema financeiro representa um maior volume de negócios no mercado internacional, facilidade de investimentos em outros países, incentivos aos fluxos de capitais, baixos custos de intermediação de investimentos e uma gama de oportunidades para investidores em potencial.

O sistema financeiro internacional tornou-se um mega mercado único do dinheiro, que se caracteriza por uma dupla unidade: de tempo: as praças financeiras são cada vez mais interconectas, graças aos recursos modernos de comunicação; de espaço: funciona sem interrupção, vinte e quatro horas por dia, sucessivamente, nas praças financeiras do Extremo Oriente, da Europa e da América do Norte. (PLIHON, 1998, p. 111)

A estruturação de um sistema financeiro internacional introduziu a globalização financeira. “The globalization of financial markets has been one of the most spectacular developments in the world economy in recent years⁵¹ (HELLEINER, 1994). A globalização financeira foi impulsionada principalmente por três importantes fatores (GILPIN, 2001; PLIHON, 1998; DAM, 2001; FRENCH-DAVIS, 2002; EICHENGREEN, 2000, AGLIETTA e DEUSY-FORNIER, 1998; CHESNAIS, 1998; STRANGE, 1998 e HELLEINER, 1994).

O primeiro diz respeito à evolução tecnológica dos mecanismos de comunicação que permitiu a facilitação dos investimentos ao redor do mundo. “(...) os avanços revolucionários no gerenciamento de dados e na tecnologia das telecomunicações, bem como o surgimento de técnicas financeiras cada vez mais sofisticadas contribuíram para uma explosão dos fluxos financeiros” (FRENCH-DAVIS, 2002, p. 84).

O segundo está relacionado às inovações nos instrumentos financeiros, como os derivativos, *hedge*⁵², fundos de investimentos dentre outros. Esses instrumentos facilitaram os investimentos ao oferecer diversas oportunidades para a alocação do capital e atender investidores com diferentes perfis e necessidades.

O terceiro fator é a desregulamentação financeira. Durante o funcionamento de Bretton Woods tanto o sistema monetário como o sistema financeiro eram muito

⁵¹ A globalização dos mercados financeiros tem sido um dos avanços mais espetaculares da economia mundial nos últimos anos. (Tradução minha)

⁵² *Hedge* é uma operação financeira que visa diminuir os riscos contras oscilações de preços dos ativos (SILVA NETO, 2006).

institucionalizados. O sistema de Bretton Wood era fundamentado em regras bem definidas de ações coletivas e responsabilidades compartilhadas entre os países para a manutenção da estabilidade da moeda. Com o fim desse sistema, os “mercados financeiros privados substituíram as regras oficiais pelas quais os benefícios coletivos da moeda eram oferecidos (...)” (AGIETTA e DEUSY-FORNIER, 1998, p. 476). O mercado financeiro também caminhava com base na regulamentação, com a imposição de fortes controles dos fluxos de capitais. Como já mencionado no terceiro capítulo, somente no fim da década de 60, com o surgimento do Euromercado, os fluxos financeiros intensificaram-se, apresentando uma maior mobilidade.

As formas de administração dos juros, do câmbio e da mobilidade do capital foram abolidas no intuito de facilitar os fluxos financeiros entre os países. O mercado financeiro ficou totalmente desprovido de regulamentação. “O sentido geral das políticas de desregulamentação e liberalização (...) são que os mercados devem julgar a qualidade e disciplinar as políticas econômicas nacionais” (PRESSER, 1992, p.35).

Apesar da globalização financeira ser importante para a evolução das finanças internacionais e para o bom aproveitamento dos recursos financeiros ao redor do mundo, o intenso fluxo de capital aumentou a instabilidade da economia internacional. A transferência de capital entre os países é tamanha que ultrapassa as necessidades reais da economia mundial (GILPIN, 2001; PLIHON, 1998; DAM, 2001; FRENCH-DAVIS, 2002; EICHENGREEN, 2000, AGLIETTA e DEUSY-FORNIER, 1998; CHESNAIS, 1998; STRANGE, 1998 e HELLEINER, 1994).

A especulação e os investimentos de curto prazo passaram a dominar o mercado financeiro. “A especulação corresponde ao conjunto das operações que são iniciadas para realizar os ganhos de capital futuro e que não tem por objetivo contribuir, direta ou indiretamente, para o financiamento da produção e do comércio” (PLIHON, 1998, p. 113). “As transações financeiras internacionais são cada vez mais independentes do comércio de mercadorias” (AGIETTA e DEUSY-FORNIER, 1998, p. 479).

In particular, the increased importance of speculative, short-term investments by financiers such as George Soros, by “hedge funds” in emerging markets, and by international Banks have significantly increased the vulnerability of the international financial system and the world economy more generally; speculative funds amount to hundreds of billions of dollars. Many economists and public officials believe that these short-term, speculative flows increasingly threaten the stability of

the global economy and should therefore be regulated.⁵³(GILPIN, 2001, p. 263)

A intensa mobilidade do capital, a forte especulação e o predomínio de investimentos de curto prazo, podem acarretar, de acordo com Plihon (1998), duas drásticas consequências. Uma delas é a especulação tornar-se mais atrativa do que os investimentos em atividades de produção e empreendedorismo, ocorrendo uma diminuição da acumulação do capital produtivo.

(...) em face às incertezas no futuro, os agentes econômicos têm que escolher entre duas atitudes: “empreender”, o que consiste em prever o rendimento descontado dos investimentos produtivos; ou “especular”, o que volta a prever a “psicologia do mercado”. A especulação é definida como um comportamento de preferência pela liquidez e de proteção contra a incerteza. Quando a incerteza no futuro é grande, a economia de empresa recua em proveito do espírito especulativo. A circulação financeira torna-se então, mais ativa que a circulação industrial. (PLIHON, 1998, p. 124)

O capital produtivo é fundamental no processo de geração de renda e emprego, crescimento do PIB e desenvolvimento econômico. Portanto, o crescimento das finanças especulativas juntamente com a diminuição da acumulação do capital produtivo traz impactos negativos para a dinâmica de funcionamento das economias dos países, com resultados não satisfatórios dos indicadores macroeconômicos (PLIHON, 1998).

A outra consequência diz respeito à ocorrência de crises financeiras e cambiais nos países emergentes, como por exemplo, a crise no México e a crise Asiática que explodiram nos anos 90. De acordo com French-Davis (2002), “uma grande oferta de fundos foi posta à disposição dos países em desenvolvimento” (FRENCH-DAVIS, 2002, p. 83). Os países emergentes tornaram-se pontos estratégicos de atração de investimentos estrangeiros por oferecerem altas taxas de juros e boa rentabilidade nas carteiras de investimentos. Na visão de Dam (2001),

⁵³ Em particular, o aumento da importância dos investimentos especulativos de curto prazo feitos por financistas, tais como George Soros - por meio de “fundos de hedge” nos mercados emergentes - e por bancos internacionais, tem aumentado significativamente a vulnerabilidade do sistema financeiro internacional e da economia mundial em geral; fundos especulativos somam centenas de bilhões de dólares. Muitos economistas e autoridades governamentais acreditam que esses fluxos especulativos de curto prazo ameaçam, cada vez mais, a estabilidade da economia geral e devem, portanto, ser regulados. (Tradução minha)

At an earlier stage of development, these countries [Mexico e Asian Nations] were not yet so attractive for lending by developed country Banks and for portfolio investments as they became in the 1990s when Mexican and Asian crisis demonstrated the increasing integration of these countries into the world financial system.⁵⁴(DAM, 2001, p. 208)

No entanto, segundo French-Davis (2002), os fluxos de capitais direcionados às economias em desenvolvimento foram responsáveis por aumentar a vulnerabilidade econômica desses países. De acordo com o autor,

A crise mexicana que explodiu em 1994 é um bom exemplo do dano que pode ocorrer quando um país absorve um volume excessivo de influxo de capital, dando margem a um grande estoque de dívida externa, especialmente quando a composição desse financiamento é de curto prazo ou líquido. (FRENCH-DAVIS, 2002, p. 94)

O México absorveu um volume excessivo de capital, no período de 1990 a 1994. A entrada de capital apreciou as taxas de câmbio, financiou o aumento do consumo, com consequente aumento do déficit, e elevou a dívida externa. “A acumulação de dívidas externas (em sua maioria, líquidas) deixou a economia mais vulnerável a futuros choques externos negativos” (FRENCH-DAVIS, 2002, p. 91).

Em 1994, ocorreu uma reversão do financiamento externo por parte dos credores internacionais. A diminuição dos influxos de capitais fez com que o México passasse por um período de ajuste recessivo, com diminuição de 6,2% no PIB e queda de 30% na formação de capital, segundo dados mencionados por French-Davis (2002).

As rápidas mudanças nos fluxos de capitais, expansiva e contracionista, impactaram fortemente a economia mexicana. Segundo French-Davis (2002), os investidores movidos pela especulação e por indicadores de curto prazo modificam rapidamente suas perspectivas de rentabilidade e suas expectativas com relação aos melhores ativos a serem investidos. Assim, a alta volatilidade do capital e a falta de regulamentação dos fluxos financeiros desencadearam a crise econômica do México nos anos 90.

⁵⁴ Numa fase anterior de desenvolvimento, esses países [México e Países Asiático] não eram tão atraentes para os bancos dos países desenvolvidos concederem empréstimos e fazerem investimentos de *portfolio*, como se tornaram na década de 1990, quando as crises mexicana e asiática demonstraram a crescente integração desses países no sistema financeiro mundial. (Tradução minha)

De forma similar, os países asiáticos também sofreram consequências econômicas decorrentes da alta mobilidade financeira. A entrada de capital, em 1996, apreciou o câmbio, aumentou as importações e contraiu as exportações. Além disso, o excesso de capital contribuiu para um *boom* nos empréstimos domésticos, com impacto nos níveis de inflação dos países, sobretudo, com o aumento dos preços dos imóveis e das ações. Segundo French-Davis (2002), em 1998, a Indonésia teve uma recessão de 14% no PIB e a Malásia e a Tailândia registraram reduções entre 5 e 8%.

Em resumo, segundo Dam (2001), a crise mexicana, assim como a crise asiática decorreu da condição econômica de globalização financeira e alta mobilidade do capital.

The intersection between the enormous growth of world financial markets, in increasing integration of developing countries into those markets, and the vulnerabilities of those countries due to their underdeveloped institutions just described came to widespread attention in the severe Asian financial crises of 1997-98 (...).⁵⁵ (DAM, 2001, p. 213)

Diante das crises financeiras nos países em desenvolvimento, ficou clara a necessidade de colocar em discussão a importância de se estabelecer mecanismos de controle do capital.

As crises financeiras que marcaram os anos 90 e seus efeitos sobre os mercados emergentes e até sobre economias maduras salientaram a necessidade de grandes reformas no sistema financeiro internacional. Essas crises têm mostrado de maneira mais contundente a vulnerabilidade dos mercados financeiros. Os custos para a economia real e as sociedades e os perigos de ausência de controle sobre os fluxos de capitais, sua origem e destinação, levaram as organizações internacionais e diversos países a se debruçarem com interesses crescentes sobre as reformas na arquitetura original (...) (LINS, 2002, p. 11)

A administração da mobilidade do capital é um grande desafio do sistema financeiro internacional. O debate mundial sobre o tema aborda principalmente o papel dos governos nacionais, das instituições internacionais e do setor privado na tarefa de administrar os fluxos

⁵⁵ A intersecção entre o crescimento do mercado financeiro mundial, com a crescente integração dos países em desenvolvimento nesses mercados, e a vulnerabilidade desses países em função das suas instituições subdesenvolvidas, anteriormente descritas, foi o foco de atenção das crises financeiras na Ásia em 1997-98. (Tradução minha)

de capitais, no sentido de prover uma maior estabilidade financeira internacional (LINS, 2002; GRIFFITH-JONES, 2002; ICARD, 2002; FRENCH-DAVIS, 2002).

Com relação os governos dos países, é mencionada a importância da promoção de políticas macroeconômicas consistentes, exigência de transparência do setor privado e implementação de atividades que ajudem a identificar pontos de vulnerabilidade na economia. “Uma política econômica sadia, um comportamento o mais transparente possível, credibilidade e governabilidade são apontados como ingredientes básicos da estabilidade financeira” (LINS, 2002, p. 18).

O papel dos organismos internacionais resume-se principalmente em colocar na pauta do debate mundial o tema sobre a importância de regulamentação do sistema financeiro internacional. Além disso, as instituições internacionais devem esforçar-se para monitorar a volatilidade do capital, dando maior atenção aos países emergentes e com altos níveis de endividamento (LINS, 2002; GRIFFITH-JONES, 2002; ICARD, 2002; FRENCH-DAVIS, 2002).

Por fim, a contribuição do setor privado na tarefa de prover estabilidade financeira consiste em aprimorar a governança corporativa, com a intenção de diminuir os riscos e aumentar a eficiência e a rentabilidade do empreendimento, bem como ampliar a transparência da empresa, tornando público o acesso a informações relacionadas ao balanço patrimonial e a demonstração de resultados (LINS, 2002; GRIFFITH-JONES, 2002; ICARD, 2002; FRENCH-DAVIS, 2002).

Um das medidas efetivas adotadas para melhorar o controle do mercado de capitais, estabelecendo uma maior regulamentação para as práticas financeiras internacionais foi o Acordo da Basileia I e II, comentado no quadro a seguir.

Acordo da Basileia

Em 1974, foi criado o Comitê de Regulamentação Bancária e Práticas de Supervisão, sediado no Banco de Compensações Internacionais – BIS, em Basileia, na Suíça. O objetivo do Comitê era reunir os responsáveis pela supervisão bancária nos países do G-10 para colocar em discussão questões relacionadas à atuação dos bancos e a manutenção da segurança do sistema financeiro internacional.

Em 1988, o Comitê propôs o Acordo da Basileia que definiu mecanismos para a mensuração do risco de crédito e a exigência de capital mínimo para suportar tais riscos. Esse

acordo ficou conhecido como Basileia I e teve como principal objetivo reforçar a solidez e a estabilidade do sistema bancário internacional.

Em 2004, o Comitê divulgou um novo Acordo, Basileia II, com o objetivo de promover a estabilidade financeira e melhores práticas de gestão de risco, bem como estimular maior transparência nas operações de mercado.

Fonte: BIS – Bank for International Settlements

Apesar do Acordo da Basileia I e II, em 2008, o mundo vivenciou uma crise financeira decorrente da falta de regulamentação e controle de crédito, alta especulação e integração internacional das finanças (MEIRELLES, 2008).

A crise financeira de 2008

No final da década de 90, o Federal Reserve – FED (Banco Central norte-americano) deu início a uma política monetária expansionista, com redução das taxas de juros.

A disponibilidade de crédito permitiu o aumento dos empréstimos subprime, considerados de alto risco por serem concedidos a pessoas que não conseguem comprovar capacidade de pagamento e possuem histórico de inadimplência. Com a concessão desses empréstimos, os norte-americanos de baixa renda puderam adquirir a casa própria. Além disso, motivados pelas condições econômicas e pelas oportunidades oferecidas pelo mercado, acabaram por refinarçar seus imóveis recém-adquiridos. As casas ficaram hipotecadas e o dinheiro foi gasto no consumo, em diversos setores da economia.

Para financiar as hipotecas de alto risco, as instituições financeiras lançaram no mercado “bônus subprime” que pagavam em média 30% de juros ao ano. Motivados por essa rentabilidade, fundos de investimentos, bancos norte-americanos e europeus e investidores ao redor do mundo compraram recebíveis relacionados a essas hipotecas.

Em 2004, a economia norte-americana começou a dar sinais de desequilíbrios em suas contas públicas e passou a se preocupar com os índices de inflação. George Walker Bush iniciou, então, uma política de contenção de crédito e elevação das taxas de juros. No final da década de 90, a taxa de juros média nos EUA era de 1% ao ano. Em 2007, essa taxa passou para 5,25% ao ano, um aumento de aproximadamente 400%.

A população norte-americana não conseguiu pagar os empréstimos, perdendo as casas para os bancos. Ocorreu uma queda no preço dos imóveis em função da grande oferta e da baixa procura. Os investidores começaram a sacar o dinheiro investido nos fundos imobiliários e os “bônus *subprimes*” perderam totalmente o seu valor. O Banco Lehman Brothers quebrou e a crise financeira se espalhou pela Europa e pelo mundo.

Fonte: MEIREILLES (2008).

Assim, em resumo, a liberalização das finanças foi importante para desenvolver um sistema financeiro internacional, colocando à disposição dos investidores oportunidades de alocação de capital em escala global. Praças de negócios foram desenvolvidas e os recursos financeiros puderam ser distribuídos ao redor do mundo. No entanto, a grande mobilidade do capital ainda é um desafio à administração do sistema financeiro, uma vez que os intensos fluxos de capitais ameaçam a manutenção da estabilidade econômica internacional.

4.1.3 A integração do sistema monetário e financeiro

O fim de Bretton Woods trouxe mudanças na organização financeira, monetária, comercial e institucional até então em funcionamento. Segundo Gilpin (2000 e 2001) e Dam (2001), uma das fundamentais transformações na órbita internacional ocasionadas com o fim de Bretton Woods foi a maior interação entre o sistema monetário e o sistema financeiro. Nas palavras de Dam (2001), os sistemas monetário e financeiro tornaram-se “interlocked”⁵⁶ (DAM, 2001, p. 181).

A intensificação da mobilidade do capital fez com que os sistemas financeiro e monetário antes isolados e pouco integrados passassem a influenciar um ao outro. “For the first time in the postwar era, the international monetary system and international finance interacted and influenced one other”⁵⁷ (GILPIN, 2001, p. 234).

O sistema monetário internacional facilita as transações de comércio entre os países o que estimula o desenvolvimento da indústria e da economia como um todo. O sistema financeiro atrai capital estrangeiro para promover investimentos na economia local. No

⁵⁶ Interconectados, interligados. (Tradução minha)

⁵⁷ Pela primeira vez na era pós-guerra, o sistema monetário e as finanças internacionais interagiram e influenciaram um ao outro. (Tradução minha)

entanto, mudanças nas taxas de câmbio alteram a dinâmica dos fluxos de capitais, desencorajando a atração de investimentos estrangeiros. Por outro lado, mudanças no direcionamento do capital influenciam fortemente as taxas de câmbio, trazendo volatilidade cambial no curto prazo e instabilidade monetária. O sucesso da economia no período pós Bretton Woods depende do bom funcionamento desses dois sistemas. A órbita financeira e a monetária participam de um ciclo econômico, interagindo e influenciando uma a outra todo o momento (GILPIN, 2000 e DAM, 2001).

As variáveis taxa de câmbio e fluxo de capital tornaram-se fundamentais para a compreensão da dinâmica de funcionamento das econômicas internacionais. O fluxo de capital passou a ser um fator determinante das taxas de câmbio. “International financial flows have also become an important determinant, and many economists believe they are the most important determinant of exchange rate (at least in the short term) and the cause of erratic movements in currency values”⁵⁸ (GILPIN, 2001, p. 277)

Além disso, a mobilidade do capital e a facilidade de alocação de investimentos no mercado externo impulsionaram o desenvolvimento de um mercado de câmbio, onde “as taxas de câmbio são determinadas pela integração entre família, firmas e instituições financeiras que compram e vendem moeda para fazer pagamentos internacionais” (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005, p. 244).

Assim sendo, apesar da diferenciação entre o sistema monetário e o financeiro, sendo “the first [monetary system] pertains to exchange rates, and the second [financial system] to the underlying financial transactions in securities and bank loans as well as dividend and interest payments”⁵⁹ (DAM, 2001, p. 181), a análise da economia no período pós Bretton Woods exige a compreensão integrada desses dois sistemas.

4.2 Um modelo de macroeconomia para o período pós Bretton Woods: Modelo Cambial-Monetário-Integrado

O modelo Cambial-Monetário-Integrado é um modelo de macroeconomia aberta de longo prazo. O modelo segue a tradição da economia neoclássica e procura avançar a fronteira

⁵⁸ Fluxos financeiros internacionais tem se tornado também um determinante importante, e muitos economistas acreditam que eles são o mais importante determinante da taxa de câmbio (pelo menos no curto prazo) e a causa de movimentos erráticos nos valores das moedas. (Tradução minha)

⁵⁹ O primeiro [sistema monetário] diz respeito às taxas de câmbio, e o segundo [sistema financeiro] às operações financeiras em títulos e empréstimos bancários, bem como pagamentos de dividendos e juros. (Tradução minha)

do conhecimento de macroeconomia aberta para adequá-la ao contexto pós Bretton Woods de globalização financeira.

Ao propor uma abordagem integrada dos mercados cambial, monetário e de produtos, o modelo mostra que para estudar por meio da teoria econômica a globalização financeira é necessário considerar tanto os elos monetários como os financeiros e perceber a influência que exercem um sobre o outro (GILPIN, 2001, PLIHON, 1998, DAM, 2001, EICHENGREEN, 2000, ALIETTA e DEUSY-FORNIER (1988) e CHESNAIS, 1998).

Nos tópicos a seguir, são apresentadas em detalhes as principais abordagens e considerações do modelo com relação à integração entre o mercado cambial, monetário e de produto.

4.2.1 O mercado cambial

A taxa de câmbio é uma variável de grande relevância para o modelo, pois interfere nas relações comerciais e financeiras entre os países, afeta o nível de renda nacional e as políticas governamentais, monetária e fiscal.

O comportamento da taxa de câmbio, bem como os seus determinantes são explicados na formalização matemática do modelo. Além disso, é apontado também como a taxa de câmbio influencia outras variáveis macroeconômicas, como, por exemplo, o produto e o nível de preços. Isso significa que o modelo Cambial-Monetário-Integrado tornou a variável taxa de câmbio endógena.

Ao longo das explicações, ao mencionar a variável taxa de câmbio, o modelo está se referindo à taxa de câmbio nominal, já que segundo o modelo “as taxas de câmbio reais nunca mudam, pelo menos não de maneira permanente” (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005, p. 306). A teoria da paridade do poder de compra (PPC) é utilizada pelo modelo para dar sustentação a essa consideração.

De acordo com a PPC, “a taxa de câmbio entre as moedas de dois países é igual à razão entre os níveis de preços dos países” (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005, p. 290). Portanto, a teoria da PPC pode ser expressa por:

$$E_{R\$/US\$} = P_{BRA/EUA} \quad (4.1)$$

$E_{\text{R\$/US\$}}$ = taxa de câmbio nominal real/dólar

P_{BRA} = preço de uma cesta de bens de consumo no Brasil

P_{EUA} = preço de uma cesta de bens de consumo nos EUA

A equação 4.1 define a PPC absoluta. A PPC relativa “afirma que os preços e as taxas de câmbio variam de modo que se preserve a razão entre o poder de compra doméstico e o estrangeiro de cada moeda” (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005, p. 291). Assim, se num determinado período os preços brasileiros aumentam 10% e os preços norte-americanos aumentam apenas 5%, ocorrerá um depreciação de 5% na taxa de câmbio real/dólar. A depreciação cambial compensará os 5% de inflação do Brasil que excedeu a inflação nos EUA, mantendo inalterado o poder de compra das moedas.

Portanto, se a PPC relativa for válida, a taxa de câmbio real não pode mudar já que:

$$Q_{\text{R\$/US\$}} = [(E_{\text{R\$/US\$ } t'} - E_{\text{R\$/US\$ } t}) \times (P_{\text{EUA } t'} - P_{\text{EUA } t})] / (P_{\text{BRA } t'} - P_{\text{BRA } t}) \quad (4.2)$$

$Q_{\text{R\$/US\$}}$ = taxa de câmbio real real/dólar

$E_{\text{R\$/US\$ } t'}$ = taxa de câmbio nominal real/dólar no período t'

$E_{\text{R\$/US\$ } t}$ = taxa de câmbio nominal real/dólar no período t

$P_{\text{EUA } t'}$ = preço de uma cesta de bens de consumo nos EUA no período t'

$P_{\text{EUA } t}$ = preço de uma cesta de bens de consumo nos EUA no período t

$P_{\text{BRA } t'}$ = preço de uma cesta de bens de consumo no Brasil no período t'

$P_{\text{BRA } t}$ = preço de uma cesta de bens de consumo no Brasil no período t

Substituindo $E_{\text{R\$/US\$ } t'} - E_{\text{R\$/US\$ } t}$ por $(P_{\text{BRA } t'} - P_{\text{BRA } t}) / (P_{\text{EUA } t'} - P_{\text{EUA } t})$

$$Q_{\text{R\$/US\$}} = (P_{\text{BRA } t'} - P_{\text{BRA } t}) / (P_{\text{EUA } t'} - P_{\text{EUA } t}) \times (P_{\text{EUA } t'} - P_{\text{EUA } t}) / (P_{\text{BRA } t'} - P_{\text{BRA } t}) \quad (4.3)$$

$$Q_{\text{R\$/US\$}} = 1 \quad (4.4)$$

Um modelo de curto prazo, por suposição teórica, admite preços rígidos, não inflacionários. Já um modelo de longo prazo considera preços flutuantes. No entanto, de acordo com as demonstrações matemáticas a taxa de câmbio real real/dólar não muda no longo prazo, uma vez que segundo a PPC relativa um aumento na taxa de câmbio nominal real/dólar é compensada por uma queda na mesma proporção na razão dos preços entre as

duas moedas. Portanto, no modelo Cambial-Monetário Integrado é abordada apenas a taxa de câmbio nominal, mesmo no longo prazo.

Feita essa consideração sobre a validade da teoria da PPC, pode-se apresentar a abordagem do modelo com relação ao mercado cambial.

O fim de Bretton Woods e a consequente globalização financeira impulsionaram o desenvolvimento do mercado cambial. As moedas passaram a ser comercializadas não somente para a compra de mercadorias estrangeiras, mas principalmente para viabilizar investimentos financeiros em outros países. Além disso, a alta volatilidade do câmbio fez com que as moedas tornassem ativos interessantes para a composição de carteiras. Investidores passaram a identificar oportunidades de negócios no mercado de cambial.

O modelo Cambial-Monetário-Integrado aborda o mercado de câmbio nessa perspectiva da moeda como ativo. Segundo Krugman e Obstfeld (2005), a moeda pode ser interpretada como um ativo único, representando o comportamento dos demais ativos. “Como a taxa de câmbio, corresponde ao preço de uma moeda de país em termos de outro, é também o preço de um ativo; os princípios que governam o comportamento dos preços de outros ativos também governam o comportamento das taxas de câmbio” (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005, p. 241). Assim, segundo esses autores, ao descrever o mercado cambial, sobretudo os fatores que influenciam a demanda por moeda estrangeira, o modelo aborda questões relacionadas à escolha de *portfolio*, formação de carteira.

Além de considerar a importância do mercado de câmbio, o modelo também enfatiza a condição do investidor diante da globalização financeira, com possibilidades de investimentos em outros países (uma escolha entre investir na moeda nacional ou na moeda estrangeira). Portanto, o modelo Cambial-Monetário-Integrado traz explicações sobre o funcionamento do mercado de câmbio, retratando a condição de grande integração internacional, intensos fluxos financeiros entre os países, a moeda como ativo financeiro e a posição do investidor diante das oportunidades de negócios em âmbito internacional.

A tomada de decisão dos investidores com relação às escolhas de suas aplicações envolve três requisitos fundamentais: liquidez, retorno e risco (KRUGMAN e OBTFELD, 2005).

Liquidez

A liquidez diz respeito à velocidade com que os investidores podem se desfazer de seus ativos. No mercado de câmbio, a liquidez tem uma importância secundária, já que as

moedas são consideradas os ativos de maior liquidez. Os investidores não encontram dificuldades para se desfazer de seus ativos monetários, por isso a liquidez é ignorada pelo modelo Cambial-Monetário-Integrado.

Retorno dos ativos

Com relação ao retorno, ativos que apresentam maior rentabilidade são mais atrativos. Para analisar as opções de investimentos, escolhendo ativos domésticos ou alternativamente ativos estrangeiros, o modelo Cambial-Monetário-Integrado baseia-se na condição da paridade dos juros que pode ser definida por:

$$R_{R\$} = R_{US\$} + (E^e_{R\$/US\$} - E_{R\$/US\$}) / E_{R\$/US\$} \quad (4.5)$$

$R_{R\$}$ = taxa de retorno em termos de real (taxa de juros do real)

$R_{US\$}$ = taxa de retorno em termos de dólar (taxa de juros do dólar)

$E^e_{R\$/US\$}$ = taxa de câmbio real/dólar esperada

$E_{R\$/US\$}$ = taxa de câmbio real/dólar

Segundo Krugman e Obstfeld (2005), se a condição da paridade dos juros for válida os retornos esperados das duas moedas (dólar e real) são igualmente atraentes. Os investidores estarão satisfeitos em manter seus investimentos, já que ambos os ativos apresentam a mesma taxa de retorno.

A condição da paridade dos juros mostra que o retorno dos ativos depende das taxas de juros das moedas, da taxa de câmbio e também da taxa de câmbio esperada. Um investidor brasileiro que aplica o seu capital no mercado norte-americano deverá ter atenção para a taxa de juros do dólar. No entanto, além dos juros é necessário observar a taxa de câmbio e as expectativas com relação ao câmbio.

Com base na paridade dos juros e considerando a moeda como ativo é possível encontrar as condições para o equilíbrio no mercado cambial, mostrando como a taxa de câmbio é determinada. Por meio do gráfico 4.1, é possível perceber que o equilíbrio no mercado cambial ocorre no ponto 1, onde o retorno dos depósitos em dólar é igual ao retorno dos depósitos em real.

No ponto 2, o retorno dos depósitos em real é maior do que o retorno dos depósitos em dólar. Os detentores de depósitos em dólar tentam trocar suas aplicações, vendendo dólares e comprando real o que diminui o preço do dólar e eleva do real, acarretando em uma apreciação da taxa de câmbio real/dólar. Por outro lado, no ponto 3, os depósitos em dólar são mais atraentes do que os depósitos em real. A taxa de câmbio real/dólar tende a se depreciar à medida que os investidores oferecem melhores preços pelos depósitos em dólar. Assim sendo, “as taxas de câmbio sempre se ajustam para manter a paridade dos juros” (KRUGMAN E OBSTFELD, 2005, p. 256).

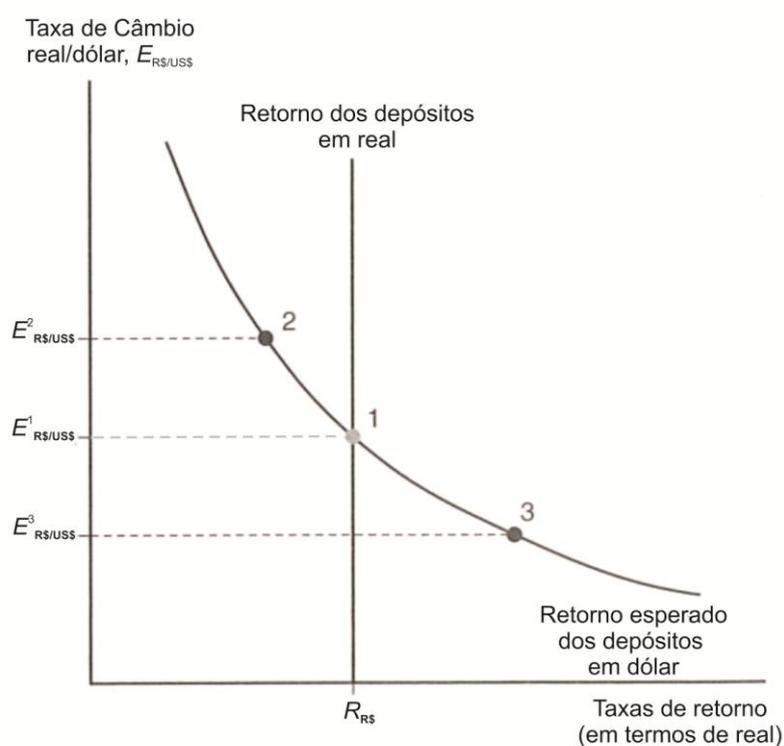


GRÁFICO 4.1 – A determinação da taxa de câmbio de equilíbrio
 Fonte: KRUGMAN e OBSTFELD, 2005. Adaptado.

O risco dos ativos

Os investidores ao tomar suas decisões também levam em consideração o risco dos ativos. O risco pode ser definido como:

Riscos, em finanças, dizem respeito à probabilidade de que os resultados do investimento no ativo não se deem conforme o esperado. Entre o retorno

esperado e o retorno efetivo há diversos desvios possíveis, cujas probabilidades de ocorrência (...) são levadas em conta pelo aplicador. (CANUTO, 2004, p. 315).

Os ativos são substitutos perfeitos quando o seus riscos são idênticos. Nessas condições a paridade dos juros garante o equilíbrio. No entanto:

Quando os títulos em moedas doméstica e estrangeira são substitutos imperfeitos, essa condição geral não se verifica. Ao contrário, para que o mercado de câmbio internacional atinja o equilíbrio é preciso que a taxa de juros doméstica seja igual ao retorno esperado em moeda doméstica dos títulos estrangeiros mais o prêmio pelo risco, ρ , que reflete a diferença entre os graus de risco dos títulos domésticos e estrangeiros. (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005, p. 379)

O ρ pode ser definido por:

$$\rho = \rho (B - A) \quad (4.6)$$

Onde,

$$\rho > 0$$

B = estoque da dívida do governo

A= ativos domésticos do Banco Central

Assim, “a principal conclusão do modelo é que o prêmio pelo risco dos ativos domésticos aumenta quando o estoque de títulos domésticos do governo disponíveis para aquisição pelo público aumenta, e cai quando os ativos domésticos do Banco Central aumentam” (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005, p. 379). O risco é definido de maneira específica vinculado às condições das contas públicas, sobretudo, à dívida pública interna. No entanto, o ρ pode refletir de modo geral a solidez da economia. Um dos indicadores utilizados pelas agências de *rating* para avaliar a condição econômica de um país é justamente o nível de endividamento e a capacidade de cumprir os pagamentos das dívidas dentro dos prazos estabelecidos (SILVA NETO, 2006). Assim sendo, quando maior o endividamento de um país maior o risco de investir na sua moeda.

Em resumo, as seguintes premissas foram consideradas pelo modelo para explicar o funcionamento do mercado cambial e introduzir uma teoria de *portfolio*:

- Consideração apenas da taxa de câmbio nominal, explicada pela teoria da PPC.
- Moeda como ativo único.
- Intensos fluxos de capitais entre os países.
- Validade da paridade dos juros para encontrar a taxa de câmbio de equilíbrio.
- Determinação da taxa de câmbio, tornando essa variável endógena.
- Integração entre taxa de câmbio, taxa de câmbio esperada e taxa de juros.
- Risco determinado pelo β que representa a condição da dívida pública interna de um país.

4.2.2 A integração entre o mercado cambial e o mercado monetário

Além do mercado cambial, o modelo aborda também o mercado monetário por acreditar que “a conjuntura monetária influencia a taxa de câmbio tanto por mudar a taxa de juros como por mudar as expectativas das pessoas quanto às taxas de câmbio futuras” (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005, p. 266).

O equilíbrio no mercado monetário ocorre quando a demanda por moeda é igual à oferta. A demanda por moeda é uma função da renda e da taxa de juros. Quando maior a renda maior a demanda por moeda e quando maior a taxa de juros menor a demanda por moeda. Assim, a condição de equilíbrio no mercado monetário em termos de demanda agregada por moeda real pode ser expressa por:

$$M/P = L(R, Y) \quad (4.7)$$

M = oferta de moeda

P = nível de preços

R = taxa de juros

Y = renda

Alternativamente, o equilíbrio no mercado monetário pode ser representado pelo gráfico 4.2. No ponto 1, é encontrada a taxa de juros de equilíbrio que iguala oferta e demanda real por moeda.

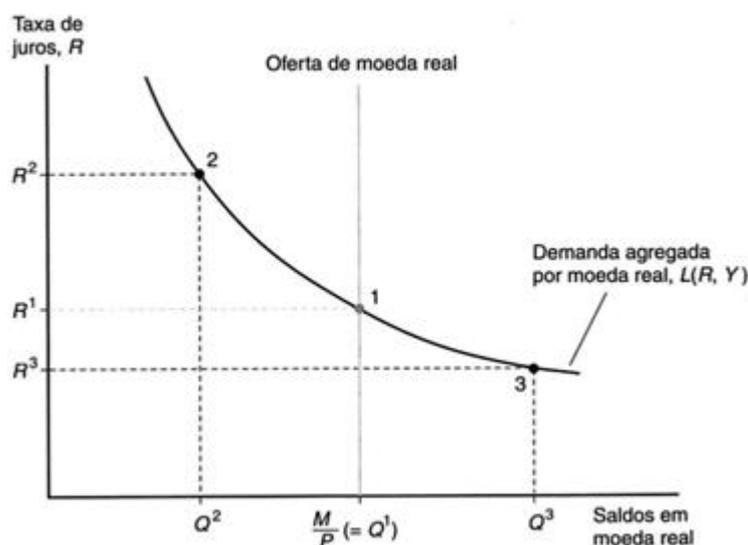


GRÁFICO 4.2 – A determinação da taxa de juros de equilíbrio

Fonte: KRUGAMN e OBSTFELD, 2005.

Compreendido o mercado monetário é possível, então, entender as mudanças no mercado cambial decorrentes das alterações permanentes na oferta de moeda. No gráfico 4.3 (a) um aumento na oferta permanente⁶⁰ de real reduz a taxa de juros e deprecia a taxa de câmbio real/dólar. O equilíbrio antes encontrado no ponto 1' passa para o ponto 3'. No entanto, com o aumento na oferta de moeda as pessoas esperam que os preços em real no longo prazo irão subir, incluindo a taxa de câmbio. A expectativa de depreciação futura do real em relação ao dólar desloca para a direita a curva do retorno esperado em real dos depósitos em dólar. Assim, a taxa de câmbio de equilíbrio é encontrada no ponto 2'. A

⁶⁰ O modelo segue a concepção novo-cássica de expectativas racionais. Se as mudanças de políticas econômicas são permanentes, os agentes econômicos reveem suas expectativas com relação ao câmbio, caso contrário mantém o câmbio anteriormente esperado.

depreciação do real é maior do que seria se a taxa de câmbio real/dólar futura esperada permanecesse fixa.

Já o gráfico 4.3 (b) mostra como as taxas de câmbio e as taxas de juros se ajustam à medida que os preços se elevam. O aumento do preço decorrente do aumento permanente na oferta de moeda faz com que a oferta real de moeda volte ao nível inicial, encontrando R^1_{RS} como a taxa de juros de equilíbrio. No entanto, a taxa de câmbio de equilíbrio é dada por $E^3_{RS/US\$}$, já que as expectativas futuras com relação ao câmbio se alteraram.

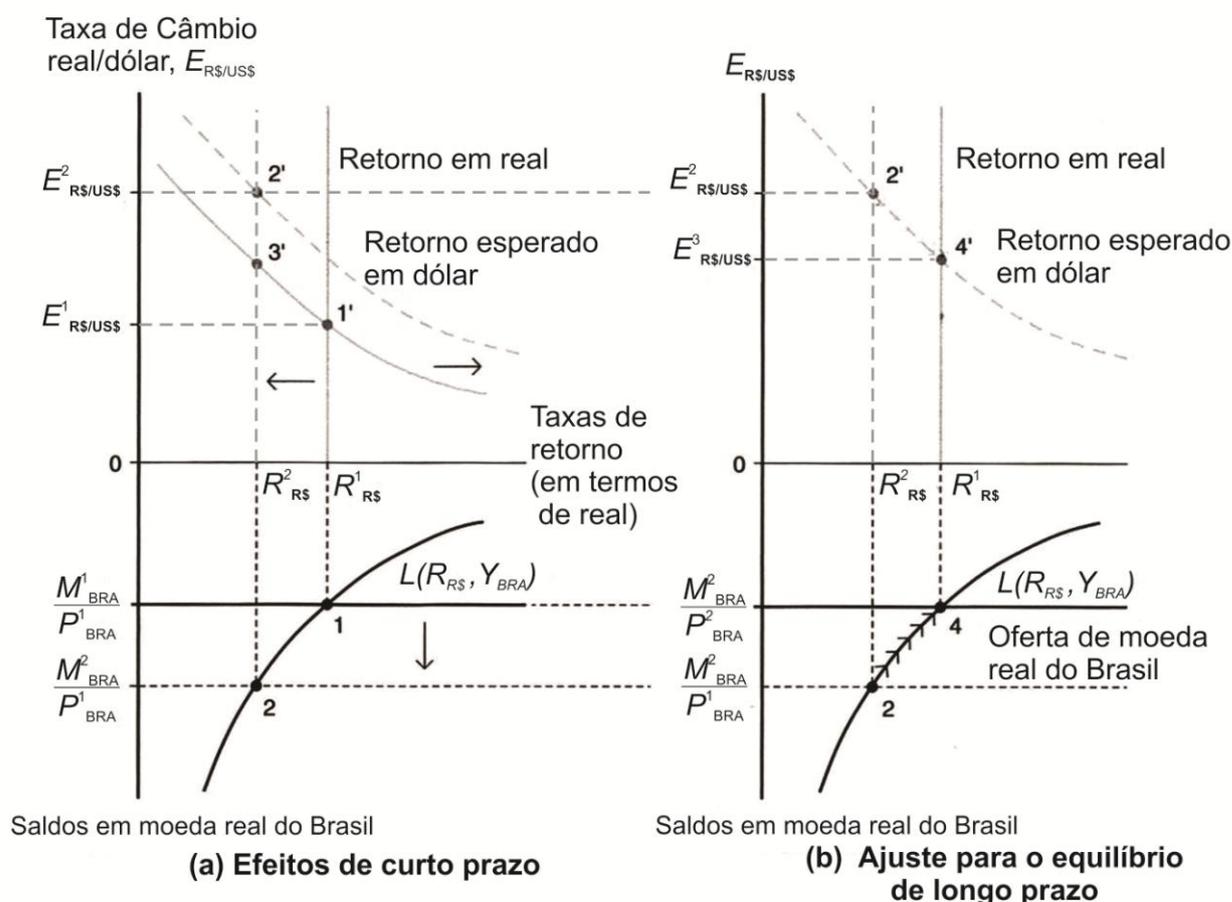


GRÁFICO 4.3 – Efeitos de curto e longo prazo de um aumento na oferta de moeda
 Fonte: KRUGMAN e OBSTFELD, 2005. Adaptado.

Em resumo, o modelo traz as seguintes considerações com relação à integração entre o mercado monetário e o mercado cambial:

- Mudanças na oferta de moeda alteram a taxa de juros de equilíbrio.
- Mudanças nas taxas de juros modificam os retornos esperados dos ativos, fazendo com que os investidores alterem suas decisões de investimento.

- Por outro lado, as modificações na oferta de moeda impactam no nível de preços da economia, alterando também as expectativas futuras com relação à taxa de câmbio. A mera expectativa sobre o comportamento futuro do câmbio influencia nas oscilações cambiais no momento presente.
- Como as taxas de juros e a taxa de câmbio esperada influenciam o mercado cambial, a taxa de câmbio de equilíbrio também é alterada.

4.2.3 A integração entre o mercado cambial, monetário e de produtos

Por fim, o modelo aborda as relações econômicas existentes entre as taxas de câmbio e o produto, no curto prazo. Segundo Krugman e Obstfeld (2005) ao incluir o mercado de produtos o modelo se completa.

Ao unir um modelo de curto prazo do mercado de produtos a nossos modelos do mercado de câmbio e do mercado monetário (os mercados de ativos), construímos um modelo que explica o comportamento de curto prazo de todas as variáveis macroeconômicas importantes em uma economia aberta. (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005, p. 322)

Enquanto o mercado cambial descreve as decisões dos investidores, o mercado monetário e principalmente o de produtos inclui as decisões do governo. Como o produto (renda) afeta o nível de emprego de uma economia, os formuladores de políticas econômicas têm grande interesse nessa variável. Por meio da observação do mercado de produtos é possível tomar as decisões com relação à política fiscal e monetária.

No entanto, de acordo com o modelo Cambial-Monetário-Integrado, “o equilíbrio da economia como um todo exige o equilíbrio dos mercados de ativos e do mercado de produtos” (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005, p. 331). Esse equilíbrio pode ser representado pela intersecção das curvas DD e AA, como observado no gráfico 4.4.

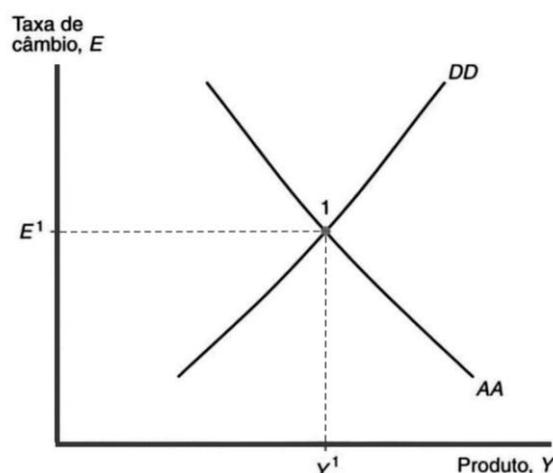


GRÁFICO 4.4 – Equilíbrio: intersecção das curvas DD e AA
Fonte: KRUGMAN e OBSTFELD, 2005.

A curva DD descreve o equilíbrio no mercado de produtos, é o equilíbrio entre a oferta e a demanda agregada. Uma depreciação da moeda doméstica está associada a um aumento no produto, enquanto uma apreciação está associada a uma diminuição da renda.

Os fatores que deslocam a DD estão relacionados à demanda agregada como, por exemplo: mudanças nos gastos do governo, nos investimentos, nos tributos, na função consumo, entre outros. “Qualquer perturbação que eleve a demanda agregada pelo produto interno desloca a DD para a direita; qualquer perturbação que diminua a demanda agregada pelo produto interno desloca a curva DD para a esquerda” (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005, p. 331).

Já a curva AA descreve “as combinações de taxas de câmbio e níveis de produto que levam ao equilíbrio o mercado monetário doméstico e o mercado de câmbio (...)” (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005, p. 331). “Para que os mercados de ativos permaneçam em equilíbrio, um aumento no produto interno deve ser acompanhado de uma apreciação da moeda doméstica, permanecendo tudo o mais constante, e uma queda no produto doméstico deve ser acompanhada de uma depreciação” (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005, p. 332)

Portanto, a taxa de juros doméstica deve satisfazer a condição da paridade dos juros, bem como garantir o equilíbrio entre a demanda e oferta de moeda. Os fatores que deslocam a curva AA estão relacionados às variáveis que afetam o mercado monetário e o mercado cambial, como por exemplo: oferta de moeda, taxa de juros, taxa de câmbio esperada, mudanças na demanda real por moeda, dentre outros.

Assim sendo, com a integração entre os mercados cambial, monetário e de produtos, o modelo mostra que o funcionamento de uma economia aberta depende da interação entre os investidores e o governo⁶¹. Aborda a teoria de *portfolio* em conjunto com as práticas governamentais, mostrando a importância de estudar de maneira integrada os sistemas monetário e financeiro.

4.3 A teoria macroeconômica e globalização financeira no pós Bretton Woods

A crescente integração financeira internacional, bem como a intensificação dos fluxos de capitais, introduziu na teoria macroeconômica a problemática da escolha de *portfolio* (formação de carteira). A variedade de ativos financeiros oferecidos a um investidor e a facilidade de alocação do capital no mercado doméstico ou alternativamente no mercado externo, exigiram da teoria o estudo e a incorporação de uma nova realidade econômica. Isso significou “endogenizar na teoria macroeconômica os determinantes da órbita financeira internacionalizada” (CANUTO, 2004, p. 315).

A globalização financeira proporcionou a um investidor a possibilidade de escolha: direcionar o capital para investimentos no mercado doméstico ou alocar o capital no mercado externo.

A abertura dos mercados financeiros permite uma escolha entre ativos internos e externos. Essa escolha depende das taxas de retorno relativas desses ativos que, por sua vez, dependem das taxas de juros internas e externas e da taxa de depreciação esperada da moeda nacional. (BLANCHARD, 2004, p. 394).

Nesse âmbito, o modelo Cambial-Monetário-Integrado incorpora a dinâmica de funcionamento da economia recente ao levar em consideração a importância da escolha de *portfolio*. Ao desenvolver uma teoria para o mercado cambial, admitindo a moeda como ativo e especificando os determinantes da demanda por moeda estrangeira, o modelo traz contribuições com relação à teoria de formação de carteira (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005)

⁶¹ De acordo com o modelo Cambial-Monetário-Integrado, uma política monetária expansionista temporária (não afeta a taxa de câmbio futura esperada) leva a uma depreciação da moeda doméstica. Uma política fiscal expansionista temporária aprecia o câmbio. Ambas as políticas resultam no aumento do produto e do emprego.

Além disso, o modelo admite que alterações no câmbio interferem na rentabilidade de um investidor que aplicou no mercado externo. Mantendo as mesmas taxas de retorno dos ativos, uma apreciação do câmbio diminui a rentabilidade do investimento, enquanto uma depreciação aumenta a sua rentabilidade. O câmbio exerce, portanto, grande influência no processo diversificação de carteira. Oscilações na taxa de câmbio ou modificações na percepção dos investidores com relação à taxa de câmbio esperada alteram o retorno das carteiras com ativos multimonetários.

O modelo Cambial-Monetário-Integrado, além de constatar a importância do câmbio, torna essa variável endógena, explica os seus determinantes, bem como sua influência na economia.

O modelo coloca em evidência o papel do investidor diante das oportunidades de negócios e mostra a sua importância para o direcionamento da economia. Nos modelos anteriormente estudados, Keynesiano Simples Aberto e Mundell-Fleming, o agente central, responsável por coordenar as políticas econômicas, era o governo. As decisões de políticas fiscais e monetárias são exógenas. O modelo Cambial-Monetário-Integrado atribui ao investidor a grande importância de formar expectativas e a partir de suas decisões de investimentos proporcionar novos rumos para a economia.

O modelo Cambial-Monetário-Integrado conseguiu introduzir na teoria o investidor como figura central na dinâmica econômica. “A principal novidade teórica (...) é a importância concedida às expectativas e ao processo de aprendizado dos agentes econômicos nas decisões de política econômica” (PRESSER, 2000, p. 21). O modelo Cambial-Monetário-Integrado está inserido em uma linha de pesquisa direcionada pelo pensamento novo-clássico, dominante nos anos 70 e 80. O modelo descreve a importância da formação de expectativas e faz referência ao “agente econômico representativo”, investidor, que é racional e está em um processo de aprendizado sobre os efeitos das políticas econômicas e as tomadas de decisões de investimentos.

Os novos clássicos introduzem o tema que domina o debate econômico no último quartel deste século: há um “processo de aprendizado” dos agentes econômicos, que se reflete nas suas reações às políticas macroeconômicas. Utilizando as expectativas racionais, suas contribuições enfatizam, nas decisões de políticas econômicas, a possibilidade de inconsistência temporal, a importância da credibilidade e a necessidade de independência das autoridades monetárias. (PRESSER, 2000, p.21)

Assim sendo, o modelo Cambial-Monetário-Integrado aborda questões econômicas importantes relacionadas ao período recente de globalização financeira. Incorpora a dinâmica de intensos fluxos de capitais, ressalta o papel do investidor no direcionamento da economia, estuda de maneira conjunta os sistemas monetário e financeiro e endogeniza a taxa de câmbio, enfatizando, sobretudo, a sua influência na formação de carteira, no retorno dos investimentos, no mercado monetário, no mercado de produtos e nas transações correntes. O modelo é um dos pioneiros a fazer uma análise econômica de escolha de *portfolio* sob uma perspectiva de regime cambial flutuante e alta mobilidade do capital (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005).

Apesar dessas contribuições teóricas, é importante apresentar e discutir pontos críticos, bem como levantar aspectos relevantes da economia recente de liberalização financeira que não foram considerados na formulação do modelo. Segundo Presser (2000), ao fazer um estudo crítico do modelo Cambial-Monetário-Integrado é imprescindível ter atenção para as seguintes questões:

- Taxa de câmbio de equilíbrio;
- Risco-retorno dos investimentos;
- Perfil do investidor e
- Hierarquia das moedas.

Taxa de câmbio de equilíbrio

O modelo Cambial-Monetário-Integrado parte do pressuposto de que “o mercado de câmbio está em equilíbrio quando os depósitos em todas as moedas oferecem a mesma taxa de retorno esperada” (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005, p. 254). Para tanto, o modelo admite uma taxa de câmbio de equilíbrio no qual os investidores estão satisfeitos com suas aplicações e não manifestam nenhuma intenção de alterar os seus investimentos.

Presser (2000) argumenta que desde 1973 as taxas de câmbio vêm apresentando alta volatilidade e um comportamento marcado pela imprevisibilidade. A partir de observações empíricas, Presser (2000) afirma que as alterações no câmbio muitas vezes não são explicadas por fundamentos e não seguem padrões de comportamento.

O mercado cambial, segundo Chesnais (1998), foi dominado pela especulação, gerando muitas incertezas com relação aos valores das moedas. De acordo com Chesnais

(1998), as transações especulativas no mercado cambial, a partir da década de 80, tornaram-se cinquenta vezes maiores do que aquelas relacionadas ao comércio de bens e serviços.

Assim sendo, dada a alta volatilidade no mercado de câmbio, Presser (2000) menciona a dificuldade e muitas vezes a impossibilidade de um investidor encontrar na prática uma taxa de câmbio de equilíbrio entre as moedas. Mussa (1990) afirma que os agentes econômicos dispõem de informações diferentes para avaliar e formar suas expectativas com relação ao câmbio, por isso uma taxa de câmbio de equilíbrio internacional é difícil de ser mensurada.

Cline e Williamson (2010) desenvolveram um estudo com a intenção de mesurar o Equilíbrio Fundamental das Taxas de Câmbio – *Fundamental Equilibrium Exchange Rates* (FEEs). Segundo os autores, “a fundamental equilibrium exchange rate is defined as an exchange rate that is expected to be indefinitely sustainable on the basis of existing policies”⁶² (CLIVE e WILLIAMSON, 2000, p.2).

De acordo com Cline e Williamson (2000), a intenção do estudo é verificar o padrão que a taxa de câmbio deve seguir se o mundo se aproximar de uma condição de razoável satisfação de equilíbrio no médio prazo. A questão fundamental é averiguar qual a taxa de câmbio ideal e de maior interesse para os países conseguirem acumular reservas e manter o equilíbrio no balanço de pagamentos.

Apesar de elaborarem uma formulação teórica centrada na taxa de câmbio de equilíbrio, o estudo de Clive e Williamson (2000) é claro ao mencionar que o câmbio depende das políticas e dos objetivos específicos de cada país, por isso a aceitação de um padrão de equilíbrio para as taxas de câmbio nem sempre é viável.

(...) the indeterminacy in defining a FEER suggests that there is an element of ambiguity in a FEER, which may be exploited to enable the international community to allow its members a degree of autonomy in selecting their objectives and thus their FEERs⁶³. (CLIVE e WILLIAMSON, 2000, p.2)

⁶² A taxa de câmbio de equilíbrio fundamental é definida como a taxa de câmbio a qual espera-se que seja indefinidamente sustentável sobre as bases de políticas existentes. (Tradução minha)

⁶³ A indeterminação na definição do FEER sugere que existe um elemento de ambiguidade no FEER, que pode ser explorado para permitir que a comunidade internacional dê a seus membros certo grau de autonomia na seleção de seus objetivos e, portanto, seus FEERs. (Tradução minha)

Dessa maneira, no que diz respeito à taxa de câmbio de equilíbrio verifica-se uma lacuna no modelo Cambial-Monetário-Integrado, uma divergência com relação à realidade empírica e a proposta teórica.

A importância dessa conclusão é a admissão de uma importante lacuna teórica no *mainstream*: com o fracasso empírico dos modelos de determinação da taxa de câmbio, desaparecem as normas consensuais para encontrar uma taxa de câmbio de “equilíbrio” de longo prazo que possa orientar as decisões dos agentes que participam do mercado cambial. (PRESSER, 2000, p. 25)

Risco-retorno dos investimentos

o risco tornou-se um aspecto muito importante a ser discutido pela teoria porque a incerteza acompanhou a globalização financeira. De maneira complementar, Silva Neto (2006) menciona que a liberalização financeira fez com que os mercados dominados pela especulação e a alta volatilidade das taxas de câmbio e de juros aumentassem as incertezas com relação ao direcionamento das políticas econômicas nos países e elevassem os riscos dos investimentos financeiros.

O sistema mundial de câmbio tornou-se muito mais livre, ocasionando fortes mudanças nas paridades das moedas. Como consequência deste fato, as taxas de juros também começaram a sofrer fortes oscilações, aumentando o risco para os investidores e para as políticas econômicas dos países. (SILVA NETO, 2006, p. 11).

O gráfico 4.5 mostra de forma didática a discussão de risco-retorno na formação de carteiras de investimento. A figura considera dois ativos, A e B, que possuem o mesmo retorno médio esperado ($R_a = R_b$). No entanto, a probabilidade do ativo B render menos do que R^* é maior do que o ativo A. Isso significa que “para tornar-se minimamente atraente diante de A, o ativo B terá que necessariamente oferecer um retorno maior que R_b ” (CANUTO, 2004, p. 316).

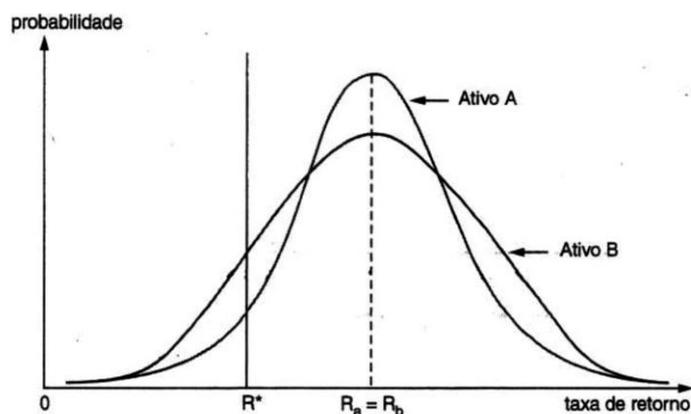


GRÁFICO 4.5 – Risco-retorno dos ativos
Fonte: CANUTO, 2004.

O modelo Cambial-Monetário-Integrado aborda de forma limitada a questão do risco-retorno dos investimentos. No modelo, o risco é mencionado apenas através do prêmio pelo risco anteriormente definido por:

$$\rho = \rho (B - A) \quad (4.6)$$

O prêmio pelo risco no modelo Cambial-Monetário-Integrado faz referência à situação da dívida pública interna de um país. “Embora se trate de um ativo em particular – do setor público – tendem a contaminar, em maior ou menor grau, também os ativos privados do país” (CANUTO, 2004, p.326). Pode-se dizer, então, que o modelo aborda a questão dos riscos apenas em uma perspectiva macro, desconsiderando os riscos individuais de cada ativo, como, por exemplo, a volatilidade. Assim, pode-se dizer que a abordagem do risco no modelo é superficial.

Perfil do investidor

No modelo Cambial-Monetário-Integrado, o investidor também é considerado como neutro ao risco. O perfil do investidor com relação ao risco não é considerado pelo modelo.

Existem investidores que aceitam maiores riscos. Outros investidores, no entanto, preferem manter suas carteiras de investimentos com menores índices de riscos. No entanto, essa discriminação não é apresentada pelo modelo.

Essa relação do perfil do investidor é descrita pelo gráfico 4.6. O eixo horizontal mede o risco de uma determinada carteira de investimentos. O eixo vertical mensura a rentabilidade da carteira. Tem-se, portanto, um gráfico que descreve o risco-retorno. Investidores com perfis diferentes apresentam distintas preferências, expressas pelas suas respectivas curvas de indiferença. O investidor t' assume menores riscos, enquanto o investidor t'' apresenta uma maior propensão ao risco.

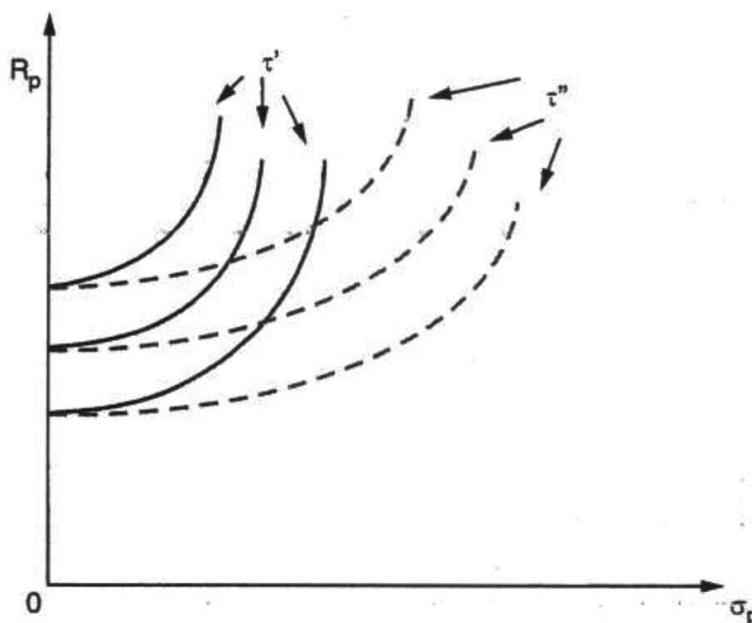


GRÁFICO 4.6 – Perfil do investidor
Fonte: CANUTO, 2004.

Há vários tipos de investidores no mercado financeiro: os *hedgers*, os arbitadores e os especuladores que possuem diferentes concepções com relação à aceitação de riscos. Os *hedgers* buscam proteção contra os riscos, os arbitadores buscam ganhar com diferenciais de juros e preços, mas não assumem riscos, já os especuladores se expõem aos riscos na expectativa de maiores retornos (PLIHON, 1998).

Dessa maneira, na década de 80, à medida que a globalização financeira se consolidava, os contratos de derivativos, negociados em mercado próprio, foram sendo desenvolvidos. Eles permitem a transferência de riscos entre os investidores. “Desse fato, provém a principal função econômica das bolsas de derivativos: permitir que o risco seja repassado para pessoas que querem e podem conviver com ele” (SILVA NETO, 2006, p. 33).

O mercado de derivativos permite, dentre outros mais, a administração do risco cambial, proveniente das oscilações abruptas nas taxas de câmbio. É largamente utilizado pelas empresas que têm seus balanços de pagamentos afetados com as modificações no câmbio, como por exemplo, empresas que necessitam de importações de matérias-primas e têm o mercado externo como destino final de sua produção. Assim, o mercado de derivativos tornou-se um importante instrumento de gestão, indispensável para as políticas de administração financeira das grandes empresas. Além de interferir no direcionamento das empresas, o risco cambial afeta também a rentabilidade dos investidores que aplicam o capital no mercado externo.

Com relação ao risco cambial o modelo Cambial-Monetário-Integrado discute a influência do câmbio para a rentabilidade dos investidores, bem como a sua influência na tomada de decisões no momento da escolha de *portfolio*. No entanto, o perfil do investidor com relação a esse risco não é mencionado. Assim, em resumo, segundo Presser (2000), o modelo Cambial-Monetário-Integrado parte dos seguintes pressupostos:

(...) perfeita mobilidade de capitais, investidores internacionais (multimonetários) racionais, neutros ao risco e aplicam no instrumento financeiro que ofereça a maior rentabilidade, independente da moeda de denominação. (PRESSER, 2000, p. 25)

Hierarquia das moedas

Por fim, um dos pontos de atenção levantados por Presser (2000) com relação ao modelo Cambial-Monetário-Integrado é o pressuposto de escolha de *portfolio* “independente da moeda de denominação”. De acordo com o modelo, os investidores formam suas carteiras alocando o seu capital no mercado externo, tomando suas decisões com base na rentabilidade dos ativos. A moeda na qual será aplicado o capital é indiferente para os investidores do modelo Cambial-Monetário-Integrado.

No entanto, segundo Aglietta e Deusy-Fournier (1998), a partir dos anos 80 ficou cada vez mais visível à existência de hierarquia entre as moedas. Países com sistemas financeiros mais sólidos, com mercados mais estruturados e sustentáveis possuem moedas mais fortes e de maior liquidez.

Quando um país tem estatura internacional, as cotações de sua moeda tornam-se mais universalmente disponíveis, e as decisões monetárias institucionais que possam ter impacto sobre as características fundamentais de sua economia, ou sobre as características específicas de seu mercado monetário e seu mercado financeiro, tendem a ser amplamente divulgadas. (AGLIETTA e DEUSY-FOURNIER, 1998, p. 483)

Na visão de Presser (2000), além da rentabilidade dos ativos, a solidez da moeda na qual será aplicado o capital deve ser avaliada. Além disso, moedas mais fortes tendem a atrair mais capital, independente da rentabilidade, justamente por apresentarem maior segurança financeira. Foi o que aconteceu com dólar em 2008. Mesmo com a crise financeira nos EUA os investidores continuaram investindo no dólar (EICHENGREEN, 2009).

Em síntese, a globalização financeira foi acompanhada de mudanças estruturais da organização da economia. A teoria econômica deparou-se com o grande desafio de explicar uma nova realidade econômica. O modelo Cambial-Monetário-Integrado é uma das propostas teóricas que iniciaram a discussão sobre esse novo período na história. Apesar de não abordar toda a estrutura econômica proveniente da globalização financeira, o modelo traz contribuições visíveis sobre dinâmica de escolha de *portfólio* e o papel da taxa de câmbio nesse contexto.

5. CONCLUSÃO

Com o desenvolvimento da dissertação, é possível responder os principais questionamentos inicialmente propostos.

Os modelos econômicos selecionados, de fato, se esforçam para adequar a teoria aos diferentes contextos históricos? Esse esforço é razoavelmente bem sucedido?

Os modelos têm com propósito central explicar as realidades econômicas. No entanto, “a imensa complexidade da economia real faz com seja impossível entender todas as inter-relações de uma só vez e, a propósito, nem todas essas inter-relações têm a mesma importância para o entendimento do fenômeno econômico específico em estudo” (CHINANG e WAINWRIGHT, 2006, p. 7). Assim, era esperado que os modelos estudados não abordassem, por completo, todas variáveis e relações presentes na economia. Entretanto, foi observado que os modelos elegeram os principais fatores e as relações relevantes de causalidade para explicar os fenômenos mais representativos em cada momento da economia real.

No caso do modelo Keynesiano Simples Aberto, o foco da abordagem teórica é a abertura da economia por meio das relações comerciais entre os países. No período de funcionamento do padrão ouro e durante a Grande Depressão os países possuíam um alto grau relacionamento, centrado basicamente no comércio. O modelo evidencia a necessidade de abrir a economia, considerar as relações internacionais, mas se limita à análise das práticas comerciais, uma vez que os fluxos de capitais entre os países eram menos representativos para a dinâmica econômica nas décadas de 20 e 30.

A proposta do modelo Mundell-Fleming é apresentar uma discussão sobre a eficácia das políticas fiscais e monetárias para o alcance e manutenção do equilíbrio no balanço de pagamentos e no nível de emprego nos países, considerando economias abertas com práticas comerciais e sujeitas a fluxos de capitais. O modelo segue em linha com os fundamentos de Bretton Woods que defendiam políticas intervencionistas por parte do governo, estimulavam a liberalização comercial e apesar de serem restritivos para os movimentos de capital, os fluxos financeiros entre os países foram crescentes.

O ponto central do modelo Cambial-Monetário-Integrado é abordar a dinâmica econômica influenciada pela liberalização das finanças que inclui: papel dos investidores, mercado de ativos, integração dos mercados e intensos fluxos de capitais entre os países. O modelo é voltado para a explicação do período mais recente, pós Bretton Woods, caracterizado, sobretudo, pela globalização financeira.

Portanto, não existe uma incompatibilidade entre a teoria e a história econômica. O que se observa é apenas uma dificuldade dos modelos de explicar as realidades econômicas como um todo e não somente por meio da seleção dos principais fenômenos existentes em cada período da economia. Assim, algumas insuficiências teóricas aparecem, como no caso do modelo Keynesiano Simples Aberto que não incorpora, por exemplo, a taxa de inflação, uma variável relevante para o período da Grande Depressão. O modelo Cambial-Monetário-Integrado também deixa de lado algumas variáveis e considerações importantes relacionadas à globalização financeira, como enumeradas no final do quarto capítulo. O modelo é bastante limitado, por exemplo, para explicar o risco dos investimentos, expresso pelo β , um aspecto de fundamental importância em um mundo com alto volume de negociações, variadas oportunidades de investimentos e diversos instrumentos financeiros à disposição dos investidores.

Apesar dessas insuficiências, os modelos se esforçam para se aproximar da realidade econômica, abordando as variáveis e relações mais representativas para cada momento histórico.

O tratamento da variável taxa de câmbio em cada modelo é condizente com o funcionamento do câmbio no período histórico ao qual fazem referência? É possível perceber um processo de endogenização dessa variável?

Cada modelo atribui um diferente grau de importância para a variável taxa de câmbio. O Modelo Keynesiano Simples Aberto pelo enfoque do multiplicador não deixa clara a importância do câmbio. Apesar de abrir a economia por meio das relações comerciais não considera o câmbio uma variável de influência sobre as práticas de comércio, uma vez que no período de funcionamento do padrão ouro, momento descrito pelo modelo, a taxa de câmbio era fixa. Nessa análise, a variável-chave é a renda. Além de impulsionar a demanda agregada a renda estabelece uma relação direta com os fluxos comerciais. Quando a renda aumenta crescem as importações, reduzindo o saldo comercial. Por outro lado, quando a renda diminui as importações caem e o saldo comercial melhora.

Já o modelo Keynesiano Simples Aberto pelo enfoque da elasticidade introduz a discussão sobre a importância da política cambial para o comércio e para o equilíbrio no balanço de pagamentos. O enfoque pela elasticidade representa o contexto da Grande Depressão, momento em que a taxa de câmbio passou a flutuar e os países utilizaram a política cambial, com desvalorizações competitivas, para melhorar seu saldo da balança comercial. A análise mostra que, no curto, o desvalorização do câmbio resulta em um declínio do saldo comercial, mas, no longo prazo, o país tende a aumentar seus ganhos com o comércio. Apesar das duas abordagens, multiplicador e elasticidade, considerar a taxa de câmbio como exógena, é perceptível que câmbio é a variável-chave para a análise do modelo pela elasticidade.

O modelo Keynesiano Simples Aberto pelo enfoque da absorção atribui ao câmbio uma importância secundária. O enfoque da absorção foi desenvolvido na década de 50, pelo FMI, momento em que o Acordo de Bretton Woods já estava em vigor e a política cambial não era inserida no rol de políticas econômicas viáveis de serem adotadas pelos países. A taxa de câmbio era ajustável, mas somente em casos de desequilíbrios *permanentes* as oscilações cambiais poderiam ser permitidas. Essa análise argumenta que o saldo comercial aumenta se os gastos diminuem, devendo ser controlados por políticas monetárias e fiscais restritivas. Portanto, a variável-chave é a absorção.

O modelo Mundell-Fleming menciona a influência do câmbio sobre a balança comercial e discute sobre as políticas fiscais e monetárias em diferentes regimes cambiais, fixo e flutuante. No entanto, o modelo permanece com a taxa de câmbio exógena e não aborda questões relacionadas à política cambial. Além disso, o modelo introduz uma análise sobre a influência dos fluxos de capitais para o direcionamento da economia. Essa abordagem do modelo é justificável na medida em que durante o funcionamento de Bretton Woods a mobilidade do capital aumentou, com o surgimento do Euromercado e o câmbio permaneceu fixo com a ocorrência de desvalorizações pontuais ao longo da década de 60.

Com relação ao câmbio, o modelo Cambial-Monetário-Integrado traz as seguintes questões:

- O modelo é construído em torno da taxa de câmbio, explicando qual a influência dessa variável sobre as demais e como as relações econômicas afetam o câmbio;
- O câmbio não é interpretado como uma variável que influencia apenas comércio como nas abordagens anteriores.
- O câmbio é considerado um ativo e exerce influência sobre as decisões dos investidores, fluxos de capitais entre países, políticas monetárias instituídas pelos

Bancos Centrais, taxas de juros, expectativas de mercado e rentabilidade dos investimentos;

- Como resultado, o modelo endogeniza a taxa de câmbio.

No diagrama a seguir é possível visualizar o período histórico ao qual cada modelo faz referência e a variável-chave abordada.

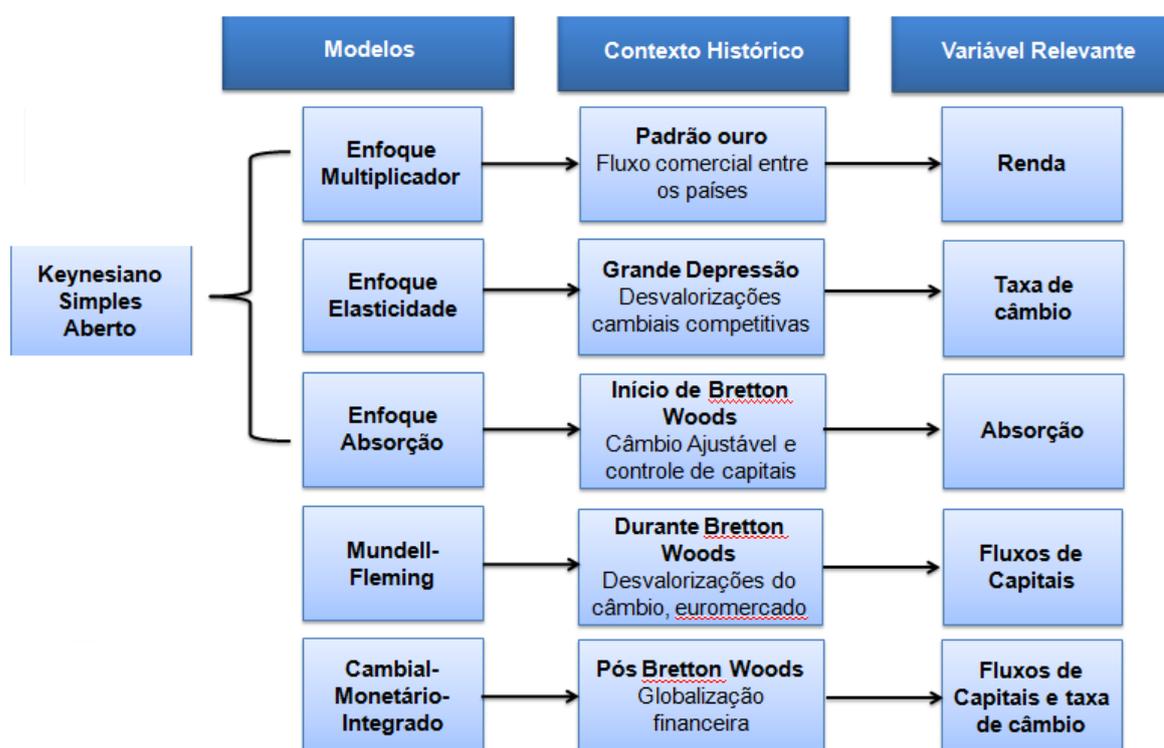


Diagrama 1 – Contexto histórico e variável-chave de cada modelo

Fonte: Elaboração Própria.

Os modelos oscilam muito com relação à importância atribuída ao câmbio, como representado no gráfico 5.1. Essa oscilação é decorrente das modificações dos sistemas monetários e das regras de organização da economia. A responsabilidade e o esforço por parte dos modelos de representar os principais fenômenos econômicos em cada momento histórico faz com que taxa de câmbio seja interpretada de maneira diferente em cada modelo. Além disso, o câmbio tornou-se uma variável endógena somente no modelo Cambial-Monetário-Integrado que descreve o período de globalização financeira em que o mercado cambial se

desenvolveu e o câmbio passou a flutuar e influenciar os investimentos, os fluxos de capitais, e as políticas econômicas.

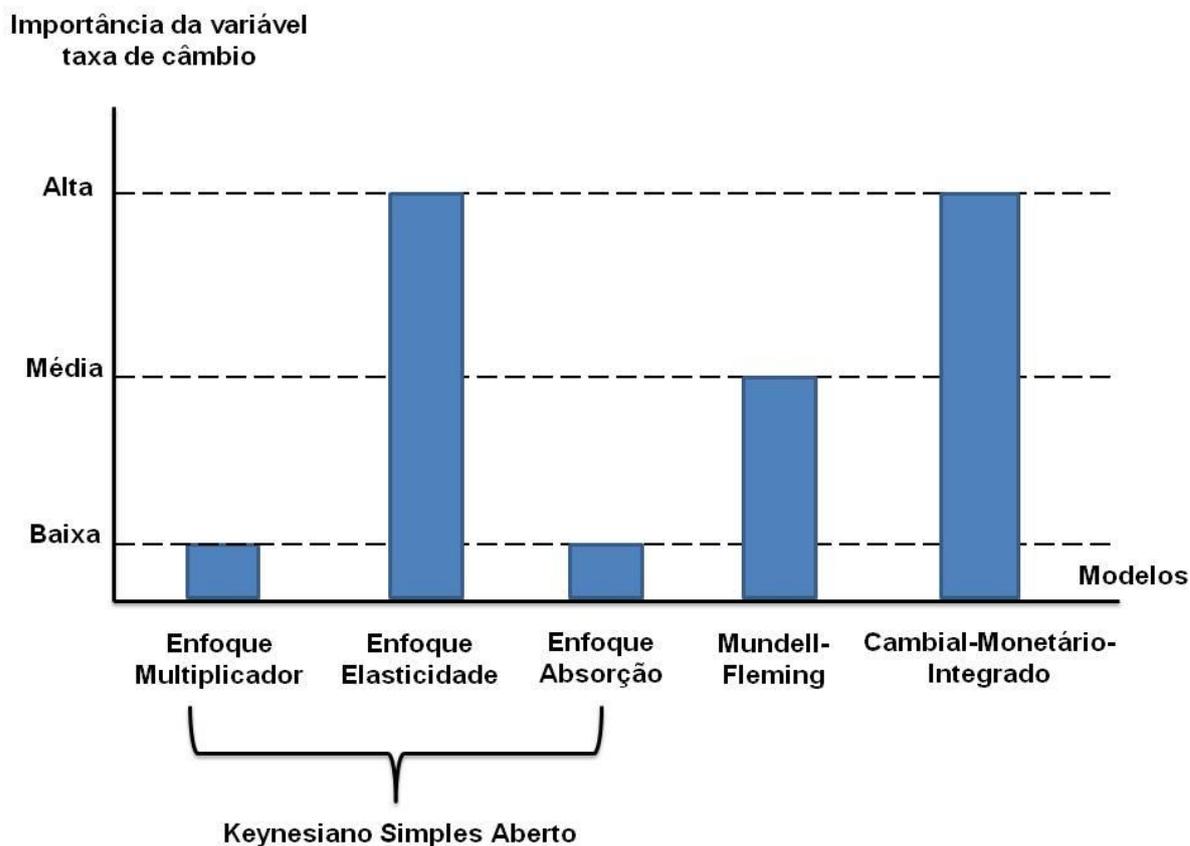


GRÁFICO 5.1 - Importância da variável taxa de câmbio nos modelos econômicos estudados

Fonte: Elaboração Própria.

O estudo de períodos históricos não se restringe somente ao levantamento de dados empíricos sobre os fatores, acontecimentos e processos responsáveis pelo seu surgimento e existência, mas consiste também no entendimento de aspectos teóricos para a compreensão e análise das evidências. O intercâmbio e a interdependência entre história e teoria contribuem

para agregar valor ao desenvolvimento das pesquisas, com um melhor nível de assimilação, resultados mais ricos e seleção de informações com maior rigor, tendo como resultado uma análise econômica historicizada (BOYER, 1998).

O resultado desta dissertação é um material de apoio aos alunos de graduação no estudo da história e da teoria econômica. A dissertação elucidou a importância de um estudo integrado ao evidenciar que é possível encontrar explicações para as abordagens teóricas por meio da história econômica.

6. GLOSSÁRIO

Desregulamentação Financeira

A desregulamentação financeira é um dos fenômenos da globalização. Consiste na remoção e simplificação das regras relacionadas ao controle dos movimentos de capitais entre os países. (THE NEW PALGRAVE: A DICTIONARY OF ECONOMICS, 2008)

Desordem Monetária Internacional

A desordem monetária internacional ocorre quando o sistema monetário internacional perde a referência de organização, com desagregação de parâmetros a serem seguidos e inexistência de regras e procedimentos de controle e ajustamento macroeconômico.

Em geral, a desordem monetária internacional é desencadeada quando o país ou grupo países até então dominantes na economia internacional perdem espaço no campo político e militar, diminuindo sua influência no direcionamento das regras monetárias internacionais.

(BLOCK, 1977 e SOLOMON, 1979)

Divisa

Divisas são moedas estrangeiras que um país possui, decorrentes de suas transações com o resto do mundo: comércio internacional, fluxos de capitais, empréstimos, pagamentos de juros, dentre outros.

Uma moeda é aceita como divisa quando pode ser utilizada como meio de troca e unidade de pagamento, podendo, também, usada como reserva de valor.

(WACHTEL, 1988)

Globalização

A palavra globalização abrange uma série de questões econômicas e não econômicas, incluindo:

- Liberalização versus regulação do comércio e dos fluxos de capitais.
- Livre comércio e movimentos de capitais entre países desenvolvidos e subdesenvolvidos.
- Crises macroeconômicas, privatizações, regulação da propriedade intelectual.
- Aumento das transações no mercado de bens e de capital.

- Entrada de multinacionais nos países subdesenvolvidos e utilização da força de trabalho desses países.
- Migração de pessoas entre os países.
- Evolução do desempenho do FMI e do BIRD.
- Impactos do crescimento econômico sobre o meio ambiente.
- Intervenção militar e imperial do ocidente sobre o resto do mundo.
- Distribuição desigual de poder entre o ocidente e o resto do mundo.
- Capitalismo ('neoliberalismo') versus sistemas alternativos.
- Desigualdade social e financeira entre os países.

(THE NEW PALGRAVE: A DICTIONARY OF ECONOMICS, 2008)

Globalização Financeira

A globalização financeira representa uma maior integração das praças de negócios localizadas ao redor do mundo. Os mercados financeiros ficaram interconectados, aumentou o volume dos fluxos de capitais entre as economias, os investimentos em outros países ficaram facilitados, os custos de intermediação diminuíram e uma gama de oportunidades de negócios foi colocada à disposição dos investidores.

A globalização financeira foi impulsionada pela evolução tecnológica dos mecanismos de comunicação e dos instrumentos financeiros, bem como pela liberalização das finanças e desregulamentação do controle de capitais.

(HELLEINER, 1994)

Liberalização Financeira

Liberalização financeira é um dos fenômenos da globalização. Refere-se à desregulamentação do mercado financeiro doméstico e da liberalização da conta capital. Como resultado, ocorre uma rápida expansão da disponibilidade de crédito, aumento dos fluxos de capitais entre os países e desenvolvimento do mercado financeiro. Em contrapartida, aumenta a volatilidade macroeconômica e os riscos dos investimentos, fazendo com que as economias fiquem mais vulneráveis às crises financeiras.

(THE NEW PALGRAVE: A DICTIONARY OF ECONOMICS, 2008)

Mercado Cambial

O mercado de câmbio muitas vezes é associado apenas ao ambiente onde são negociadas as moedas estrangeiras. No entanto, além dessa associação é preciso considerar que o mercado de câmbio é o local onde ocorrem todas as transações de crédito e débito entre os países e onde correrem, também, os investimentos em câmbio provenientes de investidores individuais.

Bancos comerciais, empresas, instituições financeiras não bancárias e Bancos Centrais são os principais participantes do mercado de câmbio.

Os bancos comerciais atuam no mercado de câmbio para liquidar pagamentos internacionais, crédito e débito, envolvendo troca de depósitos bancários em diferentes moedas.

As empresas precisam do mercado de câmbio para entrar no comércio internacional, bem como viabilizar a atuação em diferentes países.

As instituições financeiras não bancárias atuam como intermediárias entre o mercado de câmbio e os clientes que desejam operar com moedas estrangeiras.

Os Bancos Centrais intervêm nos mercado de câmbio, utilizando-os como instrumento de política macroeconômica.

(THE NEW PALGRAVE: A DICTIONARY OF ECONOMICS, 2008)

Mercado de Capitais

O mercado de capitais tem como propósito viabilizar o processo de capitalização das empresas por meio da distribuição dos valores mobiliários e criação de liquidez. É constituído por bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas. As ações, debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e “*commercial papers*” são os principais títulos negociados no mercado de capitais.

(BM&FBOVESPA, 2012).

Mercado Financeiro

O Mercado financeiro ou mercado de ativos é o ambiente em que pessoas físicas e jurídicas concedem empréstimos e tomam empréstados e fazem investimentos, de acordo com suas necessidades.

Essas negociações são, em geral, intermediadas por instituições bancárias e não bancárias. Instituições bancárias são aquelas que podem criar moeda ou meios de pagamentos, como por exemplo, os Bancos Centrais que emitem papel-moeda e regulam os depósitos compulsórios e

os Bancos Comerciais que são autorizados a receber depósitos a vista e realizar empréstimos de moeda escritural.

As instituições não bancárias não podem criar moedas ou meios de pagamentos. Seu papel no mercado é fornecer ativos financeiros não monetários como, por exemplo, letras de câmbio, duplicatas, letras imobiliárias, certificados de depósitos a prazo, crédito securitizados, entre outros.

O mercado financeiro é composto por quatro mercados: de crédito, monetário, cambial e de capital. (BM&FBOVESPA, 2012)

Mercado Monetário

No mercado monetário ocorre a interação entre a demanda e a oferta de moeda. A oferta de moeda é determinada pelos Bancos Centrais e a demanda por moeda é influenciada por três motivos: transação, precaução e especulação. O motivo transação refere-se à demanda por moeda para utilizá-la como meio de troca; ponte entre recebimento de renda e pagamento de despesas. A moeda também é demandada como precaução para o caso de dispêndios imprevistos e oportunidades futuras de negócios. E por fim, o motivo especulação pelo qual os indivíduos demandam uma quantidade de moeda adicional em razão da incerteza sobre a valorização dos títulos de investimentos. O equilíbrio no mercado monetário ocorre quando a oferta de moeda é igual à demanda por moeda.

(KEYNES, 1936)

Monetaristas

A corrente monetarista começou a ser desenvolvida após a morte de Keynes, como uma tentativa de reafirmar a importância econômica da moeda e, portanto, as políticas monetárias. Na visão monetarista, a quantidade de moeda tem maior influência na atividade econômica do que o nível de preços, e os objetivos da política monetária são melhor alcançados quando a taxa de crescimento da moeda é controlada.

O monetarismo está associado aos estudos de Milton Friedman que defende que a eficiência do controle da oferta de moeda para estabilização da demanda agregada é superior às políticas fiscais keynesianas.

(THE NEW PALGRAVE: A DICTIONARY OF ECONOMICS, 2008)

Neoclássicos

O termo neoclássico é utilizado para denominar a corrente teórica ortodoxa dominante dentro da Economia. Os neoclássicos estudam o comportamento das economias competitivas por meio da interação da oferta e demanda dos mercados, determinando pontos de equilíbrio de curto e longo prazo.

O termo neoclássico foi utilizado primeiramente por Veblen para caracterizar a economia Marshaliana. O termo se tornou mais comum após a Segunda Guerra Mundial, com a divulgação dos estudos de Hicks e Stigler, descendentes das linhas de pensamento de Smith, Malthus e Ricardo.

Em 1955, o termo popularizou-se com o estudo de Samuelson, “O Grande Sistema Neoclássico”.

(THE NEW PALGRAVE: A DICTIONARY OF ECONOMICS, 2008)

Novos-clássicos

A economia novo-clássica foi desenvolvida tendo como pano de fundo o alto desemprego e a inflação da década de 70. Os novo-clássicos trazem explicações para a economia baseada na transparência do mercado, otimização dos agentes econômicos e expectativas racionais. Além disso, defendem que as políticas intervencionistas, monetárias e fiscais, são ineficientes para administrar a demanda agregada, mesmo no curto prazo. Assim, a corrente novo-clássica representa um ataque à teoria keynesiana, considerando-a “essencialmente falha”.

Os principais economistas dessa corrente são Robert Lucas da Universidade de Chicago e Thomas Sargent da Universidade de Minnesota.

(THE NEW PALGRAVE: A DICTIONARY OF ECONOMICS, 2008)

Ordem Monetária Internacional

Pode-se dizer que existe uma ordem monetária internacional quando o sistema monetário internacional é governado por um conjunto definido de regras, procedimentos, normas, práticas e instituições. A estrutura da ordem monetária internacional, em geral, é determinada pelos países mais poderosos econômico e militarmente, capazes de influenciar as regras de organização da economia mundial e garantir que o sistema monetário funcione dentro dos padrões estabelecidos.

(BLOCK, 1977 e SOLOMON, 1979)

Padrão Monetário Internacional

O padrão monetário internacional entra em vigor quando uma moeda é aceita internacionalmente como meio de troca, unidade de pagamento e reserva de valor. Além disso, o país emissor desta moeda tem que garantir a sua liquidez internacional, com fácil acessibilidade e fornecimento em quantidade suficiente para suprir os agentes econômicos de suas necessidades de comércio e investimento internacional.

(WACHTEL, 1988)

Pós-Keynesianos

Os pós-keynesianos são descendentes da escola macroeconômica que defende as interpretações de Keynes sobre economia, manifestada na Teoria Geral do Emprego dos Juros e da Moeda (1936).

Os pós-keynesianos trabalham recuperando e expandindo as ideias de Keynes. Recuperam, ao se basearem no princípio da demanda efetiva para defender as políticas intervencionistas e a influência da demanda agregada na determinação do nível de produto e emprego. Expandem a abordagem ao considerar questões importantes não mencionadas por Keynes, como por exemplo, distribuição de renda, conflito social e crescimento da taxa de inflação.

(THE NEW PALGRAVE: A DICTIONARY OF ECONOMICS, 2008)

Sistema Financeiro Internacional

O sistema financeiro internacional é o conjunto de todas as organizações e instrumentos necessários para organizar os fluxos de capitais entre os países, incluindo aplicações financeiras internacionais, empréstimos bancários, pagamento de dividendos e juros. O objetivo do sistema financeiro internacional é facilitar e regulamentar o investimento entre os países, o movimento de capital privado e a transferência de recursos financeiros para locais mais atrativos.

Bancos centrais, organizações internacionais, órgãos e departamentos governamentais nacionais, ministérios de finanças e instituições privadas que operam em escala mundial, como bancos e fundos de *hedge* participam do sistema financeiro internacional.

(GILPIN e DAM, 2001)

Sistema Monetário Internacional

O sistema monetário internacional é o conjunto de todas as instituições e instrumentos necessários para organizar as relações econômicas internacionais de bens e serviços entre os

países. A natureza desses instrumentos está intimamente vinculada à administração da taxa de câmbio, dependendo, também, da posição de cada país no mercado internacional e de seus fluxos de bens e serviços além das fronteiras nacionais.

A administração das relações econômicas internacionais é de grande importância para que o ajuste no balanço de pagamentos possa ocorrer sem prejudicar as políticas internas dos países, associadas, principalmente, ao nível de emprego e salários.

(BLOCK, 1977)

União Monetária

União monetária ocorre quando um grupo de países adota a mesma moeda, ficando subordinados a um mesmo Banco Central que dita as políticas monetárias.

(THE NEW PALGRAVE: A DICTIONARY OF ECONOMICS, 2008)

Variável Endógena

Uma variável é endógena quando seus valores são encontrados por meio dos modelos econômicos.

(CHIANG e WAINWRIGHT, 2006)

Variável Exógena

Uma variável é exógena quando seus valores são definidos a priori, considerados como dados e determinados por forças externas aos modelos econômicos.

(CHIANG e WAINWRIGHT, 2006)

7. Bibliografia

AGLIETTA, M. e DEUSY-FORNIER, P. *Moeda internacional: concorrência e princípios organizador*. In: Théret Bruno e Braga José Carlos (orgs). *Regulação Econômica e globalização*. Campinas: Unicamp. IE, 1998, p. 475-529.

ALEXANDER, S. S. *Effects of a Devaluation on a Trade Balance*. International Monetary fund. Staff Papers, apri, 1952.

ARIDA, P. *A história do pensamento econômico como teoria e retórica*. In: Rego José Marcio. *Retórica na Economia*. São Paulo. Ed. 34, 1996. p. 11-46.

BAUMANN, R.; CANUTO, O. e GONÇALVES, R. *Economia Internacional: teoria e experiência brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

BAUMANN, R. In: Baumann, R. Canuto, O. e Gonçalves. *Economia Internacional: teoria e experiência brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

BIS – Bank of International Settlements. Disponível em: www.bis.org Acessado em 06/05/2012

BACHA, E. *Introdução à macroeconomia. Uma perspectiva brasileira*. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

BLANCHARD, O. *Macroeconomia*. Trad. sob a direção de Mônica Rosemberg. São Paulo: Prentice Hall, 2004.

BLAUG, M. *Metodologia da Economia*. Trad sob a direção de Afonso Luiz Medeiros dos Santos Lima. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 1999.

BLOCK, F. *Los orígenes del desorden econômico internacional*. México: FCE, 1977.

BLOOMFIELD, A. *Monetary Policy under the international gold standard, 1880-1914*. Nova York: Federal Reserve of New York, 1959.

BOUGHTON, J. M. *On the Origins of the Fleming-Mundell Model*. IMF Working paper – policy development and review department, 2002.

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br> Acessado em: 01/06/2012

BOYER, R. *Economia e história: caminhando para novas alianças?* In: Thérét Bruno e Braga José Carlos (orgs). *Regulação Econômica e globalização*. Campinas: Unicamp. IE, 1998, p. 39 - 87.

CANUTO, O. In. Baumann, R. Canuto, O. e Gonçalves. *Economia Internacional: teoria e experiência brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

CAVES, R. E. e JOHNSON, H. G. (orgs). *Readings in International Economics*. Homewood: Irwin, 1968.

CAVES, R. E.; FRANKEL, J. A e JONES, R. W. *Economia Internacional: Comércio e Transações Globais*. Trad sob a direção de Cecília Camargo Bartalotti e Célio Knipel Moreira. São Paulo: Saraiva, 2001.

CHESNAIS, F. Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica. In: CHESNAIS, F. *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998, p. 249-293.

CHIANG, A. C. e WAINWRIGHT, K. *Matemática para economistas*. Trad sob a direção de Arlete Smille Marques. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

CLIVE, W. R. e WILLIAMSON, J. *Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates*, May 2010. Estados Unidos: Peter Institute for international economics, 2010.

DAM, K. W. *The rules of the global game: a new look at US international economic policymaking*. Chicago e Londres: The University of Chicago Press, 2001.

DORNBUSCH, R. e FISCHER, S. *Macroeconomia*. Trad sob direção de Maria Heloisa Souza Reis. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1982.

EICHENGREEN, B. J. *A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional*. Trad sob a direção de Sergio Blum. São Paulo: Editora 34, 2000.

EICHENGREEN, B. J. *The dollar dilemma*. Foreign Affairs, setembro/outubro de 2009. Disponível em: http://www.wright.edu/~tdung/dollar_dilemma.htm. Acessado em: 06/05/2012.

FEINSTEIN, C., TEMIN, P., e TONIOLO, G., *The European Economy between the Wars*. Oxford: Oxford University Press, 1997.

FLEMING, M. “*Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates*” Staff Paper, Fundo Monetário Internacional, 9 de novembro de 1962. p. 369-79.

FRENCH-DAVIS, R. A estabilização dos surtos de capital e do equilíbrio macroeconômico nas economias emergentes. IN: FEND, R e LINS, M. A. D. T. (orgs). *Arquitetura assimétrica: o espaço os países emergentes e o sistema financeiro internacional*. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer, 2002.

FROYEN, R. T. *Macroeconomia*. Trad. Sob direção de Esther E. H. Herskovtz, Cecília C. Bartalotti. São Paulo: Saraiva, 2006.

GAGNON, J. E. e HINTERSCHWEIGER, M. *Flexible Exchange Rates for a State World Economy*. Estados Unidos: Peter Institute for international economics, 2011.

GILPIN, R. *Global Political Economy. Understanding the International Economic Order*. New Jersey: Princeton University Press, 2001.

GILPIN, R. *The Challenge of Global Capitalism: The world economy in the 21st century*. New Jersey: Princeton University Press, 2000.

GRIFFITH-JONES, S. Uma ‘nova’ arquitetura financeira internacional: pontos em debate e o espaço dos países emergentes. IN: FEND, R e LINS, M. A. D. T. (orgs). *Uma nova arquitetura financeira como bem público global*. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer, 2002.

HARBELER, G. *The Market of Foreign Exchange and the Stability of the Balance of payments: A Theoretical Analysis*. KyKlos, 1949, reproduzido em Cooper, org, International Finance.

HARROD, R. *Comércio Internacional*. Trad. sob a direção de Affonso Blacheyre. Rio de Janeiro: Zahar, 1964.

HARROD, R. F. The Pound Sterling. *Princeton Essays in International Finance*, 13, International Finance Section, Department of Economics, Princeton: Princeton University, 1952.

HELLIER, J. *Macroéconomie ouverte*. Paris: PUF, 1994.

HELLEINER, E. *Satates and the Reemergence of Global Finance: from Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca and London: Cornell University Press, 1994.

HORNBY, A., S. *Oxford Advanced Learner's Dictionary*. New York: Oxford University press, 2000.

HUME, D. "On the balance of trade" (1752). In: *Essays, Moral, Political and Literary*, vo. 1. Londres: Longmans, 1898

ICARD, A. Uma 'nova' arquitetura financeira internacional: pontos em debate e o espaço dos países emergentes. IN: FEND, R e LINS, M. A. D. T. (orgs). *Nova arquitetura e novo padrão de fluxos de capitais?*. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer, 2002.

KEYNES, J. M. (1936) *A Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda*. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

KEYNES, J. M. *The British Balance of Trade, 1925-127*. The Economic Journal, Vol. 37, nº 148, 1927, p. 551-565.

KRUEGER, A. O. *Exchange-rate determination*. London: Cambridge University Press, 1983.

KRUGMAN. *Crises monetárias*. Trad. sob a direção de Nelson Carneiro. São Paulo: Makron Books, 2001.

KRUGMAN, P. R. e OBSTFELD, M. *Economia Internacional: Teoria e Política*. Trad sob a direção de Eliezer Martins Diniz. São Paulo: Person Addison Wesley, 2005.

LINS, M. A. D. T. Uma 'nova' arquitetura financeira internacional: pontos em debate e o espaço dos países emergentes. IN: FEND, R e LINS, M. A. D. T. (orgs). *Arquitetura assimétrica: o espaço os países emergentes e o sistema financeiro internacional*. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer, 2002.

LERNER, A. *Functional Finance and the Federal Debt*. Social research, vol. 10, 1943, p. 38 – 51.

MACHLUP, F. *International Trade and the National Income Multiplier*. Philadelphia: Blakiston, 1943.

MACHLUP, F. *The Theory of Foreign Exchanges*. *Economica*, novembro de 1939.

MCCLOSKEY, D. N. e ZECCHER, J. R. *How the gold standar worked, 1880-191*. Encontrado em FRENKEL, A. e JOHNSON, H. G. (orgs). *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. Londres: Allen and Unwin, 1976.

MEIRELLES, H. O Brasil e a crise internacional, 2008. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/appron/Apres/O%20Brasil%20e%20a%20Crise%20Internacional.pdf> Acessado em: 06/05/2012

MIRANDA, J. C. R. *Câmbio, Juros e Risco: A experiência internacional*. Tese de doutorado, 1992.

MULDELL, R. *Capital Mobility and Policy under fixed and flexible exchange rates*". *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 1963. p. 475-85.

MUNDELL, R. *The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policies for Internal and External Stability*. I.M.F: Staff Paper, March, 1962.

MUSSA, M. Exchange rates in theory and in reality. *Essays in International Finance*, Princeton, n. 179, 1990.

PLIHON, D. Desequilíbrios Mundiais e Instabilidade Financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista Keynesiano. In: CHESNAIS, F. *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998, p. 97-139.

POLANYI, K. *A grande transformação: as origens da nossa época*. Trad sob a direção de Fanny Wrobel – 2º ed.- Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

PRESSER, M. F. *Políticas macroeconômicas e regimes cambiais: uma resenha crítica da contribuição do mainstream na década de 80*. In: *Economia e Sociedade* – nº1, junho. Campinas: Unicamp IE, p. 21-66, 2000.

RIVERA-BATIZ, F. L. e RIVERA-BATIZ, L. A. *International Finance and Open Macroeconomics*. Nova York: Macmillan, 1994.

ROBERTS, R. *Por dentro das Finanças Internacionais: Guia prático dos mercados e instituições financeiras*. Trad sob a direção Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2000.

ROBINSON, J. *The Foreign Exchanges*, em seus. *Essays in the Theory of Employment*. Offord: Blackwell, 1937.

SILVA NETO, L., A. *Derivativos: definições, emprego e risco*. São Paulo: Atlas, 2006.

SOLOMON, R. *O Sistema monetário Internacional 1945-1976*. Trad sob a direção de Nathanael C. Caixeiro. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 1976.

STRANGE, S. *Casino Capitalism*. EUA: Manchester University Press, 1997.

STRANGE, S. *Mad Money*. EUA: Manchester University Press, 1998.

TAYLOR, M. *The economics of Exchange rates*. *Journal of Economic Literature*, v.33, nº 1, p. 13-47, 1995.

THE NEW PALGRAVE: A DICTIONARY OF ECONOMICS. Segunda edição. Editado por Steven N. Durlauf e Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan, 2008.

TRIFFIN, R. *A Evolução do Sistema Monetário Internacional*. Reavaliação histórica e perspectivas futuras. In: Savasini, J.A, Malan, P.S. , Baer, W. (org) *Economia Internacional*. São Paulo: Saraiva, 1979, p.335-400.

TRIFFIN, R. *El caos monetario. Del bilateralismo a La casi convertibilidad em Europa – 1947 -1956*. México: Fondo de Cultura Económica, 1962 (a).

TRIFFIN, R. *El oro y La crisis del dólar. El futuro de La convertibilidad*. México: Fondo de Cultura Económica, 1962 (b).

TRIFFIN, R. *Vida internacional de las monedas*. México: Centro de estudios monetarios latinoamericanos, 1964.

WACHTEL, H. M. *Os mandarins do dinheiro: as origens da nova ordem econômica supranacional*. Trad. Sob a direção de Roberto Raposo. Rio de Janeiro: nova Fronteira, 1988.

WILLIAMSON, J. *A economia aberta e a economia mundial: um texto de economia internacional*. Trad sob a direção de José Ricardo Brandão Azevedo. Rio de Janeiro: Elsevier, 1988.

ZINI, Jr. *Taxa de Câmbio e política cambial no Brasil*. São Paulo: USP, 1993.