



ECONOMIA MONETÁRIA

GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

Ano letivo 2025.2

Professor: Francisco Cavalcanti

PARTE 5

SISTEMA DE

FINANÇAS

INTERNACIONAIS

Sistema de Finanças Internacionais

Objetivos

- Entender as diferenças entre **intervenções esterilizadas e não esterilizadas** no mercado de câmbio.
- Compreender as relações entre **conta corrente e conta financeira** no balanço de pagamentos.
- Identificar os mecanismos e desafios de **taxas de câmbio fixas**.
- Resumir os **prós e contras dos controles de capital**.
- Avaliar o papel do **FMI como emprestador internacional de última instância**.
- Entender como a **política monetária internacional** e os regimes cambiais afetam a política monetária doméstica.
- Analisar as **vantagens e desvantagens do regime de metas cambiais**

Sistema de Finanças Internacionais

Panorama

- À medida que as economias se tornam **mais interdependentes**, a política monetária precisa considerar o contexto internacional.
- O capítulo analisa como **transações financeiras internacionais** e a estrutura do sistema financeiro global influenciam a política monetária.
- Também aborda a **evolução histórica** do sistema financeiro internacional e suas **tendências futuras**.

Sistema de Finanças Internacionais

Intervenção no Mercado Cambial

- O mercado cambial **não é totalmente livre.**
- Bancos centrais compram e vendem moedas para influenciar o câmbio.
- Exemplo: o **BC** pode vender R\$ 1 bilhão de ativos estrangeiros para comprar dólares.
- Efeitos (via T-account):

Sistema de Finanças Internacionais

Intervenção Não Esterilizada

- **Definição:** o banco central **não neutraliza** o impacto sobre a base monetária.
- Venda de ativos estrangeiros → compra de moeda doméstica →
↓ base monetária → ↑ taxa de juros doméstica →
↑ retorno esperado de ativos domésticos → **valorização cambial**.
- Conclusão:
 - Compra de moeda doméstica → ↓ reservas internacionais, ↓ oferta de moeda, ↑ valor da moeda.
 - Venda de moeda doméstica → ↑ reservas, ↑ oferta de moeda, ↓ valor da moeda.

Sistema de Finanças Internacionais

Intervenção Esterilizada

- O banco central **compensa o efeito sobre a base monetária** com operações no mercado aberto.
- Exemplo: venda de R\$ 1 bi em ativos estrangeiros → base ↓ R\$ 1 bi → compra de R\$ 1 bi em títulos públicos → base ↑ R\$ 1 bi → **sem variação líquida**.
- Como a base e a taxa de juros não mudam, **a taxa de câmbio permanece inalterada**.
- **Conclusão:** intervenção esterilizada tem **pouco ou nenhum efeito** sobre o câmbio.

Sistema de Finanças Internacionais

Balanço de Pagamentos

- Registra todas as **transações financeiras e comerciais** entre residentes e não residentes.
- **Conta Corrente (CA):**
 $CA = \text{Balança Comercial} + \text{Renda Líquida de Investimentos} + \text{Transferências}$
 - Exemplo EUA (2016): $-505 + 173 - 120 = -452$ bilhões → **déficit em conta corrente.**
- **Conta Financeira (FA):**
 - Registra **compras e vendas de ativos** (entradas e saídas de capital).
 - Em 2016, EUA: **superávit na conta financeira de US\$ 452 bi.**
- **Identidade contábil:**
 $\text{Conta Corrente} + \text{Conta Financeira} = 0$
→ Déficit em CA é financiado por **entrada líquida de capitais.**

Sistema de Finanças Internacionais

**Devemos nos preocupar com resultados da
Balança Comercial negativos?**

Sistema de Finanças Internacionais

Regimes Cambiais no Sistema Financeiro Internacional

- Regimes básicos de taxa de câmbio:
 - **Taxa fixa:**
 - valor da moeda é **atrelado (pegged)** a outra moeda (a “moeda âncora”).
 - **Taxa flutuante:**
 - valor da moeda **varia livremente** conforme oferta e demanda no mercado cambial.
 - **Flutuação administrada (managed float / dirty float):**
 - Países **intervêm ocasionalmente** comprando ou vendendo reservas para influenciar o câmbio.
- Vamos analisar historicamente os principais sistemas cambiais:
 - **Padrão-ouro, Bretton Woods, Sistema Monetário Europeu**, e o sistema atual de **flutuação administrada**.

Sistema de Finanças Internacionais

O Padrão-Ouro (até a Primeira Guerra Mundial)

- Sistema de **taxa de câmbio fixa**, no qual as moedas eram **convertíveis em ouro** a uma taxa fixa.
- Exemplo:
 - EUA: US\$20 → 1 onça de ouro
 - Reino Unido: £4 → 1 onça de ouro
 - Taxa de câmbio fixa: **US\$5 = £1**
- **Vantagem:**
 - Estabilidade e estímulo ao comércio internacional.
- **Problema:**
 - Política monetária dependia da **produção de ouro**.
 - Pouca produção (1870–1880) → **deflação global**.
 - Grandes descobertas (1890s) → **inflação**.

Sistema de Finanças Internacionais

O Sistema de Bretton Woods (1944–1971)

- Criado após a Segunda Guerra Mundial (Acordo de Bretton Woods, 1944).
- Características:
 - Taxas de câmbio **fixas**, mas ajustáveis.
 - **Dólar americano** tornou-se a **moeda de reserva** internacional.
 - Dólar **convertível em ouro** a US\$35/onça (apenas para governos/BCs).
- Instituições criadas:
 - **FMI**: promover estabilidade cambial e oferecer empréstimos de curto prazo.
 - **Banco Mundial**: financiar infraestrutura de longo prazo.
 - **GATT → OMC**: regular o comércio internacional.

Sistema de Finanças Internacionais

Fim de Bretton Woods e o Sistema Monetário Europeu

- O sistema de Bretton Woods entrou em colapso em **1971–73**.
- Motivo: os EUA não podiam mais sustentar a conversibilidade do dólar em ouro.
- A partir de 1973 → sistema de **taxas flutuantes**.
- Na Europa (1979–1990):
 - **Sistema Monetário Europeu (SME) e Mecanismo de Taxas de Câmbio (ERM)**.
 - Moedas europeias fixadas dentro de uma faixa estreita (“**snake**”).
 - Na prática, todas as moedas eram **atreladas ao marco alemão**.

Sistema de Finanças Internacionais

Como Funciona um Regime de Câmbio Fixo

- A taxa de câmbio é fixada em **E_{par}** (paridade).
- **Moeda sobrevalorizada:**
 - Demanda por moeda doméstica ↓ → E₁ < E_{par}
 - O BC **vende reservas internacionais** (compra moeda doméstica).
 - Base monetária ↓ → juros domésticos ↑ → D₁ → D₂ → equilíbrio em E_{par}.
 - Resultado: **perda de reservas**.
- **Moeda subvalorizada:**
 - Demanda ↑ → E₁ > E_{par}
 - O BC **compra reservas** (vende moeda doméstica).
 - Base monetária ↑ → juros ↓ → D₁ → D₂ → equilíbrio em E_{par}.
 - Resultado: **ganho de reservas**.
- $\Delta\text{Reservas Internacionais} = -\Delta\text{Base Monetária}$

Sistema de Finanças Internacionais

Desvalorização, Revalorização e Mobilidade de Capitais

- **Desvalorização:**
 - Ocorre quando o BC perde reservas e **não consegue** manter o câmbio fixo → redefine E_par para baixo.
- **Revalorização:**
 - Ocorre quando o BC ganha reservas e **aumenta** o valor da moeda.
- **Mobilidade perfeita de capitais:**
 - Intervenções **esterilizadas** não funcionam, pois o retorno relativo dos ativos não muda.
 - Resultado: o BC **perde reservas continuamente** até abandonar a paridade

Sistema de Finanças Internacionais

Ataques Especulativos

- **Ataque especulativo:** vendas maciças de uma moeda “fraca” que forçam desvalorização.
- Caso clássico: **Crise do Sistema Monetário Europeu (setembro/1992).**
 - Alemanha elevou juros → ativos em marcos mais atrativos.
 - Libra britânica ficou sobrevalorizada → pressão por depreciação.
 - O BC inglês tentou defender a libra → juros subiram de 10% → 15%, mas falhou.
 - **Libra desvalorizou 10%**; outras moedas também caíram (lira, peseta).
- Perdas estimadas: US\$4–6 bi para BCs.
- Lucros para especuladores: George Soros ganhou ~US\$1 bi.

Sistema de Finanças Internacionais

O Trilema da Política Econômica (“Trindade Impossível”)

- Um país **não pode ter simultaneamente**:
 - Mobilidade de capitais
 - Taxa de câmbio fixa
 - Política monetária independente
- Escolha *apenas dois dos tres!*
- Exemplos:
 - **EUA e Zona do Euro**: mobilidade + autonomia → câmbio flutuante.
 - **Hong Kong, Belize**: mobilidade + câmbio fixo → sem autonomia monetária.
 - **China (pré-2005)**: câmbio fixo + autonomia → sem mobilidade de capitais.

Sistema de Finanças Internacionais

Controles de Capital: Conceito e Motivação

- **Países emergentes:** abriram-se recentemente ao comércio e fluxos de capitais.
- **Questão central:** controles de capital ajudam a evitar instabilidade financeira?
- **Motivação política:** evitar fuga de capitais, crises cambiais e desvalorizações abruptas.
- Tipos de controle:
 - **Saída de capitais:** restringe envio de recursos ao exterior.
 - **Entrada de capitais:** limita influxo especulativo de curto prazo.

Sistema de Finanças Internacionais

Controles sobre Saída de Capitais

- Justificativa: evitar **fugas maciças** e **pressões de desvalorização cambial**.
- **Problemas principais:**
 - **Ineficiência:** o setor privado encontra meios de **driblar restrições**.
 - **Perda de confiança:** controles podem **acelerar** a fuga de capitais.
 - **Corrupção:** incentivos a subornos para liberar remessas ilegais.
 - **Acomodação política:** governos adiam reformas financeiras necessárias.
- Resultado: distorções e menor eficiência econômica.

Sistema de Finanças Internacionais

Controles sobre Entrada de Capitais

- Argumento favorável:
 - Impedir que **entradas especulativas** causem **booms de crédito e assunção excessiva de risco**.
- Efeitos colaterais:
 - Impedem **investimentos produtivos** externos.
 - Criam **distorções e alocações ineficientes de recursos**.
 - Favorecem **corrupção** e evasão de controles.
- **Alternativa preferida:**
 - Melhorar **regulação e supervisão bancária**.
 - Restringir **endividamento bancário externo** e controlar **riscos sistêmicos**.

Sistema de Finanças Internacionais

O Papel do FMI

- **Origem:** criado em 1944 (Bretton Woods) para apoiar **taxas de câmbio fixas e ajudar países com déficit externo.**
- Após 1973 (fim do sistema fixo), novas funções:
 - **Empréstimos** a países em crise (México 1994, Ásia 1997, Grécia/Portugal/Irlanda 2010).
 - **Assistência técnica e coleta de dados.**
 - Atua como **emprestador internacional de última instância.**
- **Controvérsia:** papel do FMI em crises, estabilizador ou criador de riscos morais?

Sistema de Finanças Internacionais

FMI como Emprestador de Última Instância

- **Benefícios:**
 - Reduz gravidade das crises financeiras.
 - Fornece liquidez a países sem capacidade de resposta doméstica.
- **Riscos (moral hazard):**
 - **Governos gastadores** se sentem protegidos por possíveis resgates.
 - **Bancos e credores** assumem mais riscos, esperando socorro futuro.
- **Condições necessárias:**
 - Empréstimos condicionados a **ajuste fiscal** e **reformas prudenciais**.
 - Evitar programas de austeridade excessiva (cortes, impostos, juros altos) → **recessão e instabilidade política**.
- Debate atual: **reformar ou limitar** o papel do FMI nas crises globais.

Sistema de Finanças Internacionais

Política Monetária e Regimes Cambiais

- **Efeitos internacionais sobre a política monetária:**
 - **Intervenções cambiais** afetam a **base monetária** e limitam autonomia do BC.
- **Considerações cambiais:**
 - Para **evitar desvalorização**, BC adota política **contracionista** (juros ↑).
 - Para **conter apreciação**, BC pode **afrouxar** a política monetária.
- **Ancoragem cambial (“exchange-rate targeting”):**
 - Fixa o valor da moeda nacional à de um país âncora (ex.: dólar, marco).
 - **Vantagens:** controle de inflação, disciplina monetária, simplicidade.
 - **Desvantagens:** perda de autonomia, vulnerabilidade a choques externos e ataques especulativos.
 - **Trilema:** impossível ter simultaneamente: Câmbio fixo, Mobilidade de capitais, Política monetária independente

Sistema de Finanças Internacionais

Quando o Regime de Câmbio Fixo é Desejável?

- Em países com **instituições monetárias e políticas frágeis** e histórico de **hiperinflação**, o câmbio fixo pode ser **a única forma de quebrar a inércia inflacionária**.
- Funciona como “**política de estabilização de último recurso**”.
- Porém, regimes pouco **transparentes** tendem a **colapsar**, levando a **crises financeiras severas**.
- Estratégias que aumentam a credibilidade do câmbio fixo:
 - **Currency Board (Conselho Monetário)**
 - **Dolarização**

Sistema de Finanças Internacionais

Conselho Monetário

- A autoridade monetária **mantém 100% das reservas** em moeda estrangeira (ex.: dólar).
- Taxa de câmbio **fixa e garantida**: o público pode trocar moeda doméstica por estrangeira a qualquer momento.
- **Política monetária automática**, o BC **não pode imprimir dinheiro** livremente.
- **Vantagens:**
 - Fortalece o compromisso com o câmbio fixo.
 - Reduz inflação rapidamente.
 - Diminui risco de ataques especulativos.
- **Desvantagens:**
 - Perda de autonomia monetária.
 - Maior exposição a choques do país âncora.
 - Sem função de **emprestador de última instância** (BC não pode criar liquidez).

Sistema de Finanças Internacionais

Dolarização

- O país **adota oficialmente uma moeda estrangeira** (geralmente o **dólar americano**) como moeda nacional.
- Variante **ainda mais rígida** do câmbio fixo, **impossível alterar a taxa de conversão**.
- **Vantagem principal:** elimina totalmente o risco de **ataques especulativos** à moeda doméstica.
- **Desvantagens:**
 - Mesmas limitações do câmbio fixo:
 - Perda de política monetária independente.
 - Vulnerabilidade a choques do país âncora.
 - Impossibilidade de atuar como emprestador de última instância.
 - Perda adicional de **seigniorage** (receita de emissão de moeda).
 - Países pobres enfrentam dificuldade em compensar essa perda de receita.