



Economia Pura

Tendências e Mercados

JANEIRO 1999
ANO I • N.º 9 • 750\$00

NÚMERO ESPECIAL

O Mundo em 1999



Previsões para 77 países

ADELINO MALTEZ, ÁLVARO VASCONCELOS, ANTÓNIO DE SOUSA, BAGÃO FÉLIX, CARLOS GASPAR, CARLOS MAGNO, FERNANDO DACOSTA, FRANCISCO JOSÉ VIEGAS, FRANCISCO TORRES, GEORGE TAVLAS, JAIME NOGUEIRA PINTO, JOÃO CÉSAR DAS NEVES, MADELEINE ALBRIGHT, MICHEL CAMDESSUS, MIGUEL LEBRE DE FREITAS, PAUL A. SAMUELSON, SEIXAS DA COSTA, SERGE HALIMI, VIRGÍLIO DE CARVALHO, ENTRE OUTROS, ANTECIPAM O ANO.

Patrocínio Exclusivo



Guerra de blocos

A dimensão internacional do euro

O facto do dólar estar instituído como moeda-veículo confere-lhe, à partida, uma vantagem que o euro não conseguirá reproduzir. O euro será a segunda moeda do sistema financeiro mundial.

MIGUEL LEBRE DE FREITAS*

A unificação monetária na Europa constitui, naturalmente, um choque de grande dimensão no Sistema Monetário Internacional (SMI). A zona do euro terá dimensões económicas comparáveis às dos EUA e relações económicas privilegiadas com áreas em desenvolvimento, como a Europa de Leste e a África. É, pois, natural que se questione a possibilidade de o euro vir a disputar a posição dominante do dólar no sistema monetário internacional. Segundo o argumento, à medida que se generaliza a utilização do euro, aumentam os ganhos de eficiência decorrentes da sua utilização, diminuindo ao mesmo tempo os ganhos decorrentes da utilização do dólar. Como esses efeitos são cumulativos, o processo de substituição pode ir até ao ponto em que o euro se torne mais líquido do que o dólar, desalojando-o como principal moeda internacional.

Os estudos sobre a dimensão externa da unificação monetária limitam-se normalmente a aferir sobre o peso do euro com base em tabelas onde se compara o produto ou o comércio externo dos EUA e da zona do euro (ZE). Uma vez que a ZE tem uma dimensão semelhante à dos EUA, a maior parte dos estudos conclui que o euro terá um peso internacional equivalente ao do dólar. Essa conclusão simplista esquece, no entanto, o papel crucial que o dólar tem hoje nos mercados cambiais interbancários. O facto do dólar estar instituído como moeda-veículo nas transacções cambiais confere-lhe à partida uma vantagem que o euro dificilmente conseguirá reproduzir.

À semelhança das moedas nacionais, as internacionais desempenham funções de meio de pagamento, reserva de valor ou unidade de conta na economia internacional. Ao contrário das moedas nacionais, que são impostas por lei, a ascensão e queda das internacionais são um processo livremente determinado pelas forças de mercado.

Ao longo da história foram raras as moedas que se tornaram meios de pagamento internacionalmente aceites. O esterlino aparece como a primeira moeda internacional com funções à escala planetária, mantendo a liderança até à

Grande Guerra. Após a II Guerra Mundial, a substituição do esterlino pelo dólar como principal moeda internacional culminou o processo de ascensão económica dos EUA face a um Reino Unido de menor dimensão e que perdera a supremacia na economia do mundo. O dólar foi praticamente a única moeda internacional até ao colapso de Bretton Woods, em 1971, mas com a subsequente instabilidade cambial os agentes económicos procuraram diversificar as suas aplicações, pelo que outras moedas, nomeadamente o iene e algumas moedas europeias, passaram a partilhar com o dólar o papel de reserva de valor internacional. Mas a hegemonia do dólar no SMI manteve-se até hoje.

À medida que se desenvolveu o SMI, o papel das moedas internacionais foi-se alargando. No início, eram apenas usadas para financiar o comércio internacional ou como forma de deter riqueza. Hoje, o dólar é também usado como moeda de referência para definição de políticas cambiais, para cotar produtos na bolsa de mercadorias, como moeda paralela em economias dolarisadas, como moeda de intervenção de bancos centrais e como moeda-veículo (intermediária) nas operações cambiais interbancárias (isto é, para trocar escudos por pesos, troca-se primeiro escudos por dólares e depois dólares por pesos). Estas funções são separáveis (um exemplo clássico é o das nações do Golfo Pérsico, que até 1974, fixavam os preços do petróleo em dólares mas exigiam o pagamento em libras), mas não são independentes: isto é, quanto mais uma moeda internacional é usada numa função, maior o incentivo para o ser nas outras.

A multiplicidade de funções das moedas internacionais torna difícil uma análise rigorosa das forças que regem a sua substituição. No entanto, existe a convicção de que a função determinante é a de moeda-veículo nos mercados cambiais interbancários. Os mercados cambiais movimentam diariamente mais de um trilião de dólares dos quais mais de 80% correspondem a transacções *inter-dealer*. Como esses montantes excedem largamente os das transacções reais e financeiras e como a função de moeda-veículo não tende a ser partilhada, a moeda que se conseguir estabelecer como veículo apresentará um volume de transacções tão grande –

*Miguel Lebre de Freitas, CETRAN – Centre for Economies in Transition e Universidade Independente.

e por conseguinte custos de transação tão baixos – que dificilmente será desalojada. Além disso, como a moeda-veículo é a mais líquida, será naturalmente privilegiada noutras funções, tornando-se a principal moeda internacional.

Os operadores cambiais usam o dólar como veículo por uma questão de simplificação. Tempo é dinheiro, e andar à procura de um agente com necessidades complementares não é, em regra, vantajoso. A emergência de uma moeda-veículo é pois comparável à adopção de um meio de pagamento numa economia de troca. Há cerca de cem anos, K. Menger escreveu que a aceitação de um meio de pagamento depende das expectativas sobre a mesma intenção pela parte dos outros agentes. Esse princípio foi validado formalmente por R. Jones e pela dupla N. Kiyotaki e R. Wright em modelos *search*, que foram depois adaptados ao caso das moedas-veículos. Tál como as pessoas preferem pagar e receber em dinheiro, os operadores cambiais preferem comprar e vender divisas contra o dólar, porque há muita gente a comprar e vender dólares.

Do exposto resulta que, em matéria de moedas internacionais, há vantagem para quem chega primeiro. Para uma moeda desalojar o dólar é necessário que se apresente com custos de transacção mais baixos. Mas nessa avaliação, é preciso ter em conta que o dólar, pelo facto de ser a moeda-veículo, apresenta à partida um volume de transacções que ultrapassa largamente o peso que lhe é conferido pelo comércio mundial de bens e activos.

Isto é, não basta à ZE ser tão grande como os EUA, será necessário que o euro atinja um volume de transacções superior ao do dólar. Quando o dólar desalojou o esterlino, existia uma diferença significativa entre as dimensões económicas dos dois países, que compensou o facto da libra ser usada como veículo nos mercados cambiais.

No caso presente, tudo leva a crer que a ZE terá um peso económico ligeiramente inferior ao dos EUA. Se atendermos apenas ao peso das duas zonas no comércio mundial de bens e serviços, os dados de 1996 apontam para uma pequena vantagem da ZE (17,1%, contra 16,4% dos EUA). Mas a maior parte das transacções internacionais são financeiras, e estas são largamente favoráveis ao dólar. Num cenário euro-ótimo, em que o *turnover* de cada título europeu fosse tão grande como o dos títulos americanos, as minhas estimativas apontam para um peso total (no comércio de bens e activos) da ZE igual a 28%, contra 31% dos EUA. A participação do Reino Unido diminuiria o peso da ZE no comércio de bens e serviços (devido ao grande volume de transacções que passaria a ter âmbito intracomunitário), mas aumentaria o peso total da UE para 31,7% (contra 32,7% dos EUA), devido à importância do mercado de activos londrino. Em qualquer dos casos, a ZE não atinge sequer a dimensão económica dos EUA, pelo que o euro

não tem condições para desalojar o dólar como veículo. A conclusão é que, em matéria de moeda-veículo, se manterá o *statu quo*, e isso por si só será suficiente para assegurar o domínio do dólar nas outras funções. O euro será a segunda moeda internacional, com funções importantes enquanto moeda de facturação e reserva de valor.

Num estudo recente sobre o papel internacional do euro, Richard Portes (LBS) e Hélène Rey (LSE) chegaram a vários cenários, incluindo a possibilidade de o euro emergir como moeda-veículo. Ao contrário de estudos anteriores, Portes e Rey partiram de um modelo formal, que depois foi calibrado para averiguar a plausibilidade dos cenários. Para os autores, a emergência do euro como moeda-veículo requerirá políticas específicas para promover a sua internacionalização. Mas esta análise tem duas limitações importantes.

Por um lado, a especificação adoptada para as economias de rede não corresponde ao princípio de Menger, acima enunciado. De facto, em lugar de assumir que os custos de transacção decrescem com a liquidez da moeda (por exemplo, dólar), o modelo – desenvolvido por Rey e baseado num artigo de Paul Krugman – postula custos de transacção que decrescem com a profundidade de cada mercado bilateral (por exemplo, dólar-esterlino). Essa hipótese torna possível a coexistência de várias moedas-veículo, correspondendo a outras tantas potências regionais e, por conseguinte, subestima a vantagem do veículo estabelecido. No caso presente, pondo a hipótese do euro desalojar o dólar em mercados bilaterais de moedas próximas da UE, o modelo sobrestima a capacidade de o euro crescer à custa do dólar.

A proposta de promover a internacionalização do euro, como forma de induzir a substituição, afigura-se pouco efectiva. Em tese, se fosse possível convencer um grande número de agentes a adoptar o euro a partir de 1 de Janeiro, podia ser que as actuais posições se invertessem, com o euro a ganhar a supremacia num equilíbrio auto-sustentado. Mas isso obrigaría a um esforço de coordenação internacional que não é praticável. A decisão de mudar de moeda-veículo não depende da vontade de países ou de instituições, mas sim de agentes económicos descoordenados que, não sabendo como reagir ao choque, tenderão a fazer o que sempre fizeram. Cultura, imitação, inércia e resistência à mudança são factores que favorecem o dólar. Neste contexto, se os operadores experimentarem o euro como veículo, o facto da maioria não mudar será suficiente para garantir ao dólar os custos de transacção mais baixos, levando os inovadores a retroceder. Num mundo em que a racionalidade dos agentes é limitada, a história e as rotinas têm um papel determinante na selecção do equilíbrio e neste caso o dólar leva vantagem. Como um dia Charles Kindleberger escreveu, «o poder do dólar, como o poder do inglês, representa la force des choses, pas la force des hommes». □