



ACADEMIA DA FORÇA AÉREA

Sistema Monetário como Componente da Defesa Económica

Pedro Luís da Silva Leal

ASPIRANTE A OFICIAL / PILOTO AVIADOR 137749-D

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em
Aeronáutica Militar, na Especialidade de Piloto-Aviador

Júri

Presidente: Coronel João Manuel Vargas Inácio

Orientador: Professora Doutora Carla Guapo Costa

Coorientador: Tenente-Coronel Luís Manuel Pinto de Almeida da Rocha

Arguente: Professora Doutora Sandra Maria Rodrigues Balão

Sintra, março de 2015

ACADEMIA DA FORÇA AÉREA

**Sistema Monetário como Componente da Defesa
Económica**

Pedro Luís da Silva Leal

ASPIRANTE A OFICIAL / PILOTO AVIADOR 137749-D

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em
Aeronáutica Militar, na Especialidade de Piloto-Aviador

Júri

Presidente: Coronel João Manuel Vargas Inácio

Orientador: Professora Doutora Carla Guapo Costa

Coorientador: Tenente-Coronel Luís Manuel Pinto de Almeida da Rocha

Arguente: Professora Doutora Sandra Maria Rodrigues Balão

ISBN:

Sintra, março de 2015

Esta dissertação foi elaborada com finalidade meramente acadêmica durante a frequência do curso de Mestrado em Aeronáutica Militar, na Especialidade de Piloto Aviador. As opiniões do autor, expressas com total liberdade acadêmica, reportam-se ao período em que foram escritas, não representando a doutrina sustentada pela Academia da Força Aérea.

*em memória da minha avó, Laura Rodrigues,
aos meus pais, irmãos e camaradas...*

*"to foster those conditions which safeguard peace and will best contribute
to the restoration of order in international economic relations"*

Secretary of Treasury Henry Morgenthau Jr., Tripartite Agreement, 25 set. 1936.

Agradecimentos

Em primeiro lugar quero expressar o meu agradecimento à Prof.^a Dr.^a Carla Guapo Costa pelas discussões e orientações críticas durante todo o desenvolvimento do percurso intelectual e escrito.

Destaco o meu reconhecimento ao Tenente Coronel Luís Manuel Pinto de Almeida da Rocha que, imperativamente, foi responsável pela visão e componente pragmática do conceito inicial, ao aqui refletido.

Expresso a minha eterna gratidão ao meu pai, que sempre se esforçou mais que humanamente possível para garantir as nossas melhores condições. Aos meus irmãos, pela vivacidade que dão à casa e por sempre me apoiaram durante este longo percurso. À minha mãe, pela incrível compaixão e esforço em garantir sempre, o meu melhor conforto.

Por fim, à Academia da Força Aérea por me ter permitido seguir este nobre percurso académico, que culmina nesta investigação.

(página intencionalmente deixada em branco)

Resumo

As relações económicas caracterizam-se por fenómenos de sensibilidade e vulnerabilidade aos choques económicos adversos e às políticas monetárias conflitantes. Atualmente, a maior parte das economias emergentes procuram uma política de incentivo às exportações com impactos e protecionismos extremos sobre as importações. Estas políticas monetárias, por vezes designadas de desvalorizações competitivas, afetam e condicionam o valor do euro e consequentemente a competitividade.

Face à neutralidade do Banco Central Europeu, as pressões apreciativas e deflacionárias sobre o euro não são contrabalançadas, o que tem contribuído para um euro sobrevalorizado face aos atuais interesses da Zona Euro como um todo. Assiste-se por toda a Europa a problemas moderados de deflação, que suporta a necessidade de um euro menos sobrevalorizado, principalmente, pelas economias menos competitivas da Zona Euro.

Neste sentido, segue-se uma aproximação de um possível maior intervencionismo por parte do BCE, que atualmente se encontra quase em exclusividade focado na estabilidade dos preços. A intervenção monetária defensiva, já anteriormente adotada por diversos países, representa uma possível medida de defesa face aos controlos agressivos sobre a mobilidade de capitais, observada nos países emergentes como a China.

Da mesma forma, a Zona Euro precisa de um Sistema Monetário Internacional estável, equilibrado e funcional para a condução regular do comércio internacional. Neste tópico, aborda-se uma aproximação idealista de um sistema de reserva multilateral onde os países se abstêm de conduzir políticas objetivas ao ganho desproporcional de competitividade em detrimento de outras economias.

Palavras-chave: Sistema Monetário Internacional, desvalorizações competitivas, intervenção monetária defensiva, euro, Banco Central Europeu, política monetária.

Abstract

Economic relations reflect a worldwide sensibility to economic distresses and conflicting monetary policies. Most of the emerging economies seek growth by leveraging exports and by implementing protectionism measures to reduce imports. These monetary policies, sometimes leged as currency wars, severely affect the euro. Due to a more neutral position by the ECB, deflationary and appreciative pressures against the euro are not hedged and therefore induce an overvalued European currency. Europe inflation is currently near negative values and thus supporting the fact that less competitive European economies need a weaker euro. Therefore we approach a possible more interventionism from the European Central Bank, which is currently primarily responsible to address price stability. Countervailing currency intervention has been adopted by several countries mainly in East Asia on an effort to counter the effects of aggressive capital controls by the People's Bank of China.

Eurozone, as one of the main world economies, also needs a properly functioning international monetary system to conduct international commerce with other currency countries. On this matter, we approach an idealist view of a multilateral reserve system where countries refrain from conducting policies that may be understood as mercantilist measures, or where, by contrast, there is a concrete legal framework that sanctions countries that do so.

Keywords: International Monetary System, currency wars, countervailing currency intervention, euro, European Central Bank, monetary policy.

Índice

Índice de Figuras	xiv
Lista de Acrónimos	xv
1 Introdução.....	1
1.1 Âmbito e contextualização	1
1.2 Problemática	3
1.3 Metodologia de investigação	7
2 Enquadramento teórico	9
2.1 Sistema Monetário Internacional	9
2.1.1 Classical Gold Standard - 1870 até 1914.....	10
2.1.2 Currency War I (1921-1936)	12
2.1.3 Currency War II e Bretton Woods (1967–1987)	17
2.2 Uso internacional das moedas	25
2.4 União Monetária Europeia.....	29
2.4.1 Histórico e critérios de convergência de Maastricht.....	29
2.4.2 Modelos de ação do BCE	34
2.4.3 Taxa de câmbio real e competitividade.....	36
3 Defesa económica e competitiva.....	43
3.1 Intervenção monetária defensiva	45
3.2 Reservas de valor	51
3.2.1 Papel do euro e acumulação de reservas de valor	51
3.2.1 Modelos precaucionais de acumulação de reservas.....	56
3.3 Acordos multilaterais e reformas do SMI.....	60
3.3.1 Sistema multipolar.....	60
3.3.2 Direitos de Saque Especial	64
3.3.3 Quadro normativo do FMI	66
3.3.4 Acordos multilaterais, G20 e G7	67
3.4 Quantitative easing europeu	71
4 Conclusões.....	73
Referências Bibliográficas	81

Índice de Figuras

Figura 1 - Taxa de inflação Zona Euro	40
Figura 2 - Principais moedas de reserva de valor até 2014.	53
Figura 3 - Ganhos do papel do euro como reserva internacional (2007 - 2008).	54
Figura 4 - Ganhos do papel do dólar como reserva internacional (2007 - 2008).....	55
Figura 5 - Previsões impacto papel do euro em 2020.	56

Lista de Acrónimos

1GM	Primeira Guerra Mundial
2GM	Segunda Guerra Mundial
BCE	Banco Central Europeu
CECA	Comunidade Europeia do Carvão e do Aço
CEDN	Conceito Estratégico de Defesa Nacional
CEE	Comunidade Económica Europeia
DSE	Direito de Saque Especial
ECU	<i>European Currency Unit</i>
EEAG	<i>Economic European Advisory Group</i>
EUA	Estados Unidos da América
EUR	Euro
FMI	Fundo Monetário Internacional
GATT	<i>General Agreement on Tariffs and Trade</i>
IHPC	Índice Harmonizado de Preços no Consumidor
IMF	<i>International Monetary Fund</i>
MDN	Ministério da Defesa Nacional
OMC	Organização Mundial do Comércio
OTAN	Organização do Tratado do Atlântico Norte
PIB	Produto Interno Bruto
RMB	Renmimbi (<i>Renminbi</i>)
SDR	<i>Special Drawing Rights</i>
SME	Sistema Monetário Europeu
SMI	Sistema Monetário Internacional
SRF	Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos
UE	União Europeia
UEM	União Económica e Monetária
USD	<i>United States Dollar</i>

(página intencionalmente deixada em branco)

1 Introdução

1.1 Âmbito e contextualização

O Conceito de Defesa Nacional tem evoluído da tradicional defesa centralizada no Estado, focada primariamente na segurança com base nas agressões militares, para um conceito multidisciplinar abrangendo diversas áreas como a política, economia, cultura social, tecnologia, ambiente e militar (SAMPAIO, 1996). De facto, quando revisitamos a história, esta dita que os marcos relevantes das relações e conflitos internacionais sejam focados em aspetos estritamente militares. Fatores como a componente económica tinham diminuta importância no desenrolar dos conflitos (ZUKROWSKA, 2000). Atualmente, sendo este conceito suficientemente redutor e considerado o quadro das relações internacionais da atualidade, não existem condições para a componente militar assegurar *per si* uma defesa efetiva (VERÍSSIMO, 2005).

Na definição de poder, desde há muito tempo que os observadores políticos debatem-se sobre qual a componente mais fundamental, se a militar ou a económica. O marxismo¹ defende a economia como estrutura basilar do poder (GILPIN; GILPIN, 1987). Tonelson, por outro lado, refere o poder militar como "*a última forma de poder*", mas sempre suportada por uma economia sólida (1979). Joseph Nye defende que as capacidades económicas e militares concretizam as bases do poder de um Estado² (2011). A economia torna-se num instrumento complexo de forte relevância no contexto das relações internacionais e posicionamento estratégico (VERÍSSIMO, 2005). De facto, segundo Adriano Moreira, quando nos enquadrarmos nas relações internacionais, "*a maior parte das relações entre os povos e entre os Estados são hoje de natureza económica*" (2010, p.418).

Estas relações económicas são hoje caracterizadas por grandezas de sensibilidade e vulnerabilidade económica. A sensibilidade, dificilmente anulada, concretiza-se no espaço temporal dos efeitos de um sistema sobre o outro (NYE, 2011). Em 1998, os

¹ Doutrina filosófica, política e económica de Karl Marx (1818-1883), economista e filósofo alemão, que analisa os processos históricos segundo métodos dialéticos e materialistas, à luz da luta de classes (GILPIN; GILPIN, 1987).

² Joseph Nye refere a componente económica e militar como o *hard power* de um Estado, em complemento, o *soft power* engloba desde a capacidade tecnológica à indústria cinematográfica (2011).

efeitos negativos sentidos nos mercados emergentes asiáticos tiveram um efeito quase imediato em países como o Brasil e a Rússia, traduzindo elevada sensibilidade destas economias aos países asiáticos. Da mesma forma, a crise provocada pelo colapso do banco *Lehman Brothers* em 2008, agravada pela atual eliminação das barreiras financeiras internacionais, teve um rápido efeito global. A vulnerabilidade, por outro lado, envolve os custos e a grandeza dos efeitos provocados pela sensibilidade (*idem*, 2011).

Nos anos que se seguiram à crise económica de 2008, num contexto de degradação social e económica, a pressão sem precedentes dos mercados financeiros revelou fragilidades na arquitetura da União Económica e Monetária (UEM) (MDN, 2013). De acordo com o Conceito Estratégico de Defesa Nacional (CEDN), *"Portugal foi obrigado a sujeitar-se a severas limitações orçamentais [...] com impacto, designadamente, na segurança e defesa nacional"* (MDN, 2013, p.6). O CEDN destaca ainda *"os desequilíbrios económico-financeiros e os níveis de competitividade da economia"*, referindo que *"uma das maiores debilidades estruturais nacionais tem sido o perdurante desequilíbrio comercial [...] fenómeno que, pela sua natureza, mina os alicerces da coesão nacional e que, quando ultrapassa determinada dimensão, pode ser gerador de conflitualidade e instabilidade social"* (MDN, 2013, p. 40). Esta necessidade de se corrigir ou fazer diminutas vulnerabilidades, enunciadas pela estrutura atual do CEDN, leva a que cada vez mais se explore o estudo de componentes de defesa não militares como o caso da componente económica.

A moeda e a defesa estão intrinsecamente relacionadas. A política externa e de defesa depende não só da capacidade militar, mas também da economia que a suporta. De facto, na sua base, a projeção militar depende fundamentalmente da capacidade de alocar recursos às respetivas forças armadas (HERNANDEZ, 2014). Esta capacidade económica passa pela correta defesa dos interesses competitivos de um Estado, neste sentido, é condicionada e interfere ela própria no Sistema Monetário Internacional (SMI).

O SMI é a forma como os fluxos de capitais coexistem durante tempos de paz e guerra - o elo de ligação das economias. O seu princípio de funcionamento é a estabilização dos mercados internacionais cambiais, encorajando a eliminação de

problemas no financiamento externo e balanças comerciais (EICHENGREEN, 2008), facilitando a expansão dos investimentos globais e a inserção das economias emergentes (CINTRA; MARTINS, 2013). Foi no sentido deste último ponto que o então Ministro das Finanças brasileiro Guido Mantega desencadeou especial interesse dos *fora* económicos quando em 2010 referia a pressão internacional provocada por uma combinação de desvalorizações cambiais dos EUA, China, Japão, Coreia do Sul e Taiwan, numa tentativa de desvalorizarem o seu papel-moeda e desencadear maior competitividade - o que Mantega designava de *currency wars* (WHEATLEY; GARNHAM, 2010).

O termo expressivo *currency wars* tinha objetivamente colocado o problema noutra perspetiva, incentivando o G20³, assim como outras organizações internacionais, a focarem esta problemática. O G20 já tinha anteriormente consagrado possíveis reformas do SMI e maiores medidas de controlo sobre as manipulações cambiais⁴. Em 2010, contudo, a agenda veio priorizar de entre os assuntos relevantes à data, as desvalorizações competitivas (PORTES, 2010). Em questão, as políticas de obtenção de vantagem desproporcional em rutura de outras economias através de manipulações monetárias (*idem*, 2010).

No atual sistema monetário praticamente todos os países procuram a depreciação cambial, ou pelo menos, a não-apreciação da sua moeda. As crises económicas tornam-se cada vez mais frequentes e intensas, essencialmente, pela globalização e consequente aumento da sensibilidade e de vulnerabilidade das economias (BERGSTEN, 2013).

1.2 Problemática

A União Europeia (UE), sendo uma das maiores potências exportadoras mundiais, procura defender os seus interesses económicos por forma a sustentar um crescimento económico positivo. Como consequência, a UEM não é inerte às problemáticas do atual SMI. Um sistema onde o poder geopolítico e os interesses de alguns Estados regem a construção, manutenção, adaptação ou transformação dos regimes monetários internacionais e onde as balanças comerciais assumem um

³ África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, Estados Unidos, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia, Turquia e União Europeia (G20 RESEARCH GROUP, 2010).

⁴ *vide* G20 Summit 2007.

papel crucial nas economias⁵. Um sistema assimétrico onde a liberdade da gestão macroeconómica é limitada pelo poder monetário ou onde este garante privilégios exorbitantes ao país emissor da moeda-reserva internacional (CINTRA; MARTINS, 2013).

Com esta dissertação objetiva-se o aprofundamento teórico sobre as consequências das manipulações monetárias e possíveis políticas defensivas, procurando-se qualificar a sua dimensão, num sistema de taxas cambiais flutuantes mas frequentemente manipuladas para melhor servir os interesses dos Estados (BERGSTEN, 2013).

De acordo com Dougherty e Pfaltzgraff, *“em todas as ciências sociais [...] é impossível não colocar as questões de por onde começar, onde centrar a nossa atenção ou por onde tentar abordar o objeto de estudo”* (2011, p.37). A pergunta de partida visa exprimir, tanto quanto possível, aquilo que o investigador pretende saber, clarificar ou entender melhor:

Na defesa dos interesses competitivos da UEM, qual o quadro de políticas para a redução das vulnerabilidades do Euro no Sistema Monetário Internacional?

Neste sentido, identificam-se possíveis medidas e políticas para a redução da sensibilidade e vulnerabilidade económica do Euro, objetivando a competitividade e o crescimento económico.

Assim, pretende-se demonstrar inicialmente que os conflitos cambiais têm assumido um carácter quase constante desde o início do séc. XX, afetando praticamente todas as economias mundiais. Focam-se particularmente os efeitos destes conflitos nas economias europeias da moeda única, que, como consequência, observam a apreciação da sua moeda e pressões deflacionárias crescentes. A investigação parte deste último ponto, de facto, perderia algum sentido analisar a problemática das pressões apreciativas sobre o euro se atualmente e nos últimos anos esta questão não tivesse proporcionado diversos desafios às políticas do BCE e Estados-membros.

⁵ Caso particularmente agravado em Portugal e outros países europeus onde as variáveis monetárias estão subjugadas a decisões externas, com reflexos inevitáveis, sobre as condições orçamentais e a projeção militar.

Posteriormente, enquadra-se o uso internacional das moedas e algumas condicionantes que provocam este fenómeno. Partindo da observação que estamos perante um sistema de reserva assimétrico, onde domínio do dólar tem garantido privilégios aos Estados Unidos da América (EUA).

A defesa dos interesses económicos e conseqüentemente da competitividade europeia são abordados seguindo as três óticas do poder monetário referidas por Jonathan Kirshner (1997). Na sua obra intitulada "*Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power*", Kirshner refere que o poder monetário concretiza-se essencialmente na intervenção monetária, na sensibilidade provocada pelas reservas de valor e na capacidade de explorar lacunas na estrutura do SMI (1997).

A intervenção cambial tem sido uma das medidas mais comuns de atenuação dos impactos das políticas mercantilistas⁶ de países terceiros. Por outro lado, as reservas de valor aumentam a sensibilidade económica de um Estado e provocam a instabilidade na procura de ativos. Pressupõe-se ainda que exista uma falha no quadro normativo do SMI e que igualmente, um conjunto de normas possíveis que possam atenuar os desequilíbrios internacionais provocados por estas políticas. Mais importante, procura-se analisar uma perspetiva idealista onde os diferentes países do SMI se coíbem deste tipo de medidas obedecendo a um quadro de normas concreto e soberano.

Assim, consagram-se diferentes hipóteses que podem fundamentar, refutar ou suportar medidas, que reduzam os efeitos adversos sobre o euro e conseqüentemente sobre a competitividade e estabilidade económica.

Uma hipótese é um pressuposto ou diretriz que necessita de ser verificada, ou seja, é uma proposição provisória que prevê uma relação entre dois termos, conceitos ou fenómenos consoante os casos (QUIVY; CAMPENHOUDT, 2005). É em torno da hipótese que se conduz de forma ordeira e rigorosa uma investigação, traduzindo igualmente o início de um espírito crítico, aventureiro e intelectual, através da sede pela sabedoria e pelo conhecimento (*idem*, 2005). Em síntese, uma hipótese apresenta-se como uma resposta provisória e inicial à pergunta de partida, sendo

⁶ O Mercantilismo determina que um país defenda os seus interesses às custas de terceiros – não acreditando muitas vezes na possibilidade de um crescimento homogéneo global. Tem por base a ideia de poder relativo - o mais importante não é o poder absoluto mas a sua posição em relação a outros países (HELLENIER, 2003).

necessário ser comprovada ou refutada. Assim, e com base no anteriormente referido, definem-se as seguintes hipóteses:

H1. A intervenção cambial defensiva atua como contramedida às pressões apreciativas do euro.

Medidas como a intervenção cambial defensiva têm sido fortemente adotadas por alguns países asiáticos em defesa da sua competitividade. Consideram-se políticas que devam ser adotadas pelo Banco Central Europeu (BCE) na defesa dos interesses económicos Europeus.

H2. O papel do euro, enquanto moeda-reserva de valor, tem um impacto positivo na defesa dos interesses económicos europeus.

O euro tem crescido como principal forma de reserva internacional, atuando em prol dos interesses conjuntos dos Estados-membros da Zona Euro.

H3. A diversificação de reservas de valor por países terceiros beneficia a estabilidade da economia europeia.

Num sistema de reserva multipolar as pressões apreciativas e deflacionárias são distribuídas por um conjunto de moedas, como consequência, as moedas das economias desenvolvidas sofrem menores pressões apreciativas.

H4. Acordos multilaterais e reformas do SMI potenciam maior controlo sobre medidas mercantilistas e maior estabilidade internacional.

A defesa económica não é conseguida unilateralmente - depende fortemente de acordos e interesses mútuos para cooperação e colaboração de medidas ajustadas aos diversos objetivos políticos. A defesa económica coletiva deve ser baseada na estabilidade do Sistema Monetário Internacional e possíveis reformas. Uma falha dos acordos ou a não existência deles de todo gera situações de crise, tal como na Grande Depressão económica da década de 1930, os países voltam-se para si

próprios e inviabilizam relações multilaterais, adotam medidas mercantilistas e provocam a desvalorização competitiva das suas moedas.

O foco desta dissertação restringe-se à componente do sistema monetário. Considerando-se os efeitos da flutuação cambial, da acumulação de reservas, da desvalorização competitiva e do quadro de normas pelas quais estas se regem.

1.3 Metodologia de investigação

O planeamento da investigação segue métodos científicos de modo a sintetizar procedimentos, assegurando critérios rigorosos de análise e de percurso, rumo aos objetivos e às conclusões finais. É este planeamento que caracteriza a metodologia específica para investigação do objeto em estudo.

No processo de decisão sobre a metodologia a ser usada, que influencia os resultados obtidos, denota-se os processos comuns a investigações dentro da área das ciências sociais. Assim, visa-se obedecer a uma estrutura enquadrada em Quivy & Campenhoudt (2005), forçosamente adaptada que, pela especificidade da problemática, obriga a consagrar outras metodologias de investigação.

Sucintamente, segundo Fortin, o método de investigação utilizado pode ser primariamente qualitativo ou quantitativo. No primeiro, o investigador *"observa, descreve, interpreta e aprecia o meio e os fenómenos tal como se apresentam, sem procurar controlá-los"* (2003, p. 22). De outra forma, desenvolve-se um paradigma construtivista e interpretativo de dados, sem quantificação, para provar ou refutar hipóteses no seu processo de interpretação (SAMPLERI; COLLADO; LUCIO, 2006). No segundo, existe análise empírica tradicional de dados quantificáveis, baseados na observação de factos objetivos e de acontecimentos e fenómenos que existam, independentemente do investigador (FORTIN, 2003). Dos métodos considerados por Freixo, referencia-se o método indutivo, dedutivo e descritivo. O primeiro defende a observação como fase primária e objetiva a uma teoria que traduza os comportamentos observados, do particular para o geral. No método dedutivo, *"as conclusões são obtidas a partir das premissas, usando-se o raciocínio lógico e, uma vez encontradas, as conclusões são incontestáveis"*, do geral para o particular (2009, p. 95-98). Finalmente, o método descritivo visa estratégias de pesquisa para observar e descrever comportamentos, incluindo a identificação de fatores que

possam estar relacionados com um fenómeno em particular (2009). Esta dissertação segue primariamente esta ótica, pretendendo descrever como se manifesta determinado fenómeno, sendo necessário especificar o seu contexto, ambiente ou comunidade com o objetivo de determinar aspetos da realidade e fazer um tipo de previsão (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2006). Nos conceitos económicos, utilizar-se-á o método dedutivo. Finalmente, assume-se o sentido qualitativo onde há lugar a interpretação do autor, desejando-se profundidade dos dados, dispersão e riqueza interpretativa, oferecendo um ponto de vista recente, natural e holístico dos fenómenos (*idem*, 2006).

Independentemente do que foi dito, o investigador não se deve limitar com a metodologia escolhida, devendo preocupar-se em contribuir para o conhecimento científico (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2006).

2 Enquadramento teórico

2.1 Sistema Monetário Internacional

A utilização de metais preciosos como moeda persistiu durante quase toda a Humanidade. De acordo com registos históricos, o ouro serviu como meio de pagamento desde o séc. XII⁷ a.C., e a prata antecede esta data com registos da sua utilização em 1870 a.C. no Reino da Babilónia (KEMMERER, 1944). Estes metais tinham um valor inerente ao seu aspeto, durabilidade e facilidade de moldagem. Eram relativamente raros, de difícil contrafação e a sua exploração mineira delimitava a oferta de moeda (GOLDSTEIN; PEVEHOUSE, 2013).

No final do Séc. XIX a Inglaterra, que tinha adotado o *gold standard*⁸ em 1717, tinha já emergido como maior potência industrial e comercial (BORDO; KYDLAND, 1996). Portugal, cujas relações comerciais se concretizavam muitas vezes com a Inglaterra, adotou o mesmo regime em 1854 (REIS, 2005). O continente europeu, que ainda não refletia integralmente um padrão monetário, viu um crescimento da circulação de moedas de ouro e prata (bimetalismo) nos anos 1860, pela redução de taxas alfandegárias e maior competitividade nos transportes, com o advento das máquinas a vapor. Contudo, em 1862, novos desafios inerentes ao bimetalismo começavam a surgir. A França, por exemplo, que adotara um grau de pureza da prata superior ao de Itália deparava-se agora com a possibilidade das suas moedas saírem de circulação. As populações utilizavam a prata italiana de pureza inferior nas transações comerciais, reservando a prata proveniente da França (EICHENGREEN, 2008).

Quando a Alemanha, segunda maior potência europeia, liquidou a utilização da prata em 1871, arrastou consigo diversos países vizinhos para o ouro enfraquecendo o bimetalismo europeu. Países como Dinamarca, Holanda, Noruega e Suécia, pela sua proximidade e interesses económicos mútuos, foram os primeiros de uma transição generalizada por toda a Europa. No final do século XIX apenas

⁷ Apesar de já se utilizarem pesos padrão, a cunhagem, isto é, a forma de certificação do valor e peso das moedas apenas surgiu no séc. XII a. C. (KEMMERER, 1944).

⁸ *Gold standard* (padrão-ouro) - regime monetário em que o ouro é o meio de pagamento primariamente utilizado. Estes podem diferir uns dos outros, consideram-se o uso de ouro-moeda ou papel-moeda ancorado ao ouro. Historicamente, o papel-moeda era ancorado ao ouro em valores fixados que variavam entre a totalidade do valor e os vintes pontos percentuais – como exceção, casos em que o valor do ouro ultrapassasse a oferta de moeda (RICKARDS, 2011).

Espanha e Portugal⁹ assumiam um regime de papel-moeda não convertível (SANTOS, 2005). A Itália e o Império Austro-Húngaro, apesar de não assumirem oficialmente a convertibilidade do ouro¹⁰, tinham ancorado a sua moeda a outras do *gold standard* (EICHENGREEN, 2008). Da mesma forma, os Estados Unidos, omitindo a utilização da prata no documento *Coinage Act* de 1873, adotaram o padrão-ouro e assumiram a convertibilidade da sua moeda em 1879. Com a adesão da Rússia, do Japão, da Índia¹¹ e mesmo de países como Argentina, Peru, México e Uruguai, onde existiam fortes interesses na manutenção da prata pela sua exploração mineira, a convertibilidade do ouro tinha-se globalizado em direção a um regime monetário internacional padrão¹², mesmo apesar dos regimes internos diferirem na utilização real de moedas de ouro ou papel-moeda (*idem*, 2008).

2.1.1 Classical Gold Standard - 1870 até 1914

Durante este período¹³, considerado como a primeira grande época de globalização (FERGUSON; SCHULARICK, 2006), observou-se um grande crescimento económico, quase sem inflação monetária¹⁴, em que a tecnologia permitiu um aumento de produtividade e níveis de vida, sem aumento substancial no desemprego (RICKARDS, 2011). Segundo Gallaroti, os fluxos de capitais irregulares¹⁵ eram pouco frequentes, as desvalorizações competitivas eram raras, o comércio internacional demonstrava um crescimento substancial, os problemas inerentes às balanças de pagamentos eram reduzidos e existia alta mobilidade de capital. Mais importante, as taxas cambiais eram relativamente estáveis. O fator especulativo era na maior parte estabilizador, os conflitos de interesses políticos eram quase nulos e a confiança no sistema monetário era elevada (1995). Em grande parte, o sucesso do *gold standard* deveu-se à sua simplicidade. Quando um país adería a este regime determinava quanto é que o seu papel-moeda valia em

⁹ Portugal tinha suspenso a convertibilidade da sua moeda principalmente pelo *ultimatum* de Inglaterra a Portugal em abandonar territórios entre Angola e Moçambique; uma forte redução das remessas provenientes do Brasil e exigências de pagamentos da dívida pública (SANTOS, 2005).

¹⁰ Apesar de ter havido um período intermédio, na década de 1880, em que a Itália assumia a convertibilidade.

¹¹ Com a correlação da rupia à libra em 1898.

¹² Praticamente apenas a China e alguns países da América Central ainda consagravam um regime suportado na utilização da prata.

¹³ Alguns autores consagram outras datas, de facto, já existia um padrão-ouro em Inglaterra desde 1717, na Holanda desde 1918 e Portugal, desde 1854. Contudo, apenas após 1870 existiu um fluxo generalizado dos países à adoção deste regime (BORDO, 1981).

¹⁴ Taxa de subida generalizada dos preços de bens e serviços (*deflação* caso exista uma descida dos preços).

¹⁵ Entenda-se por fluxos de capitais predominantemente num único sentido, que geram elevadas pressões inflacionárias.

relação ao ouro ou a outra moeda, comprometendo-se a comprar ou vender ao preço estabelecido. Da mesma forma, quando duas moedas ficavam ancoradas a uma percentagem de ouro padrão, estas ficavam também ancoradas entre si. Se a oferta de ouro aumentasse (de forma severa) mais do que a economia - frequente em descobertas significativas de minérios de ouro - o preço dos bens aumentaria temporariamente. Isto significava um aumento do custo da exploração mineira de ouro, prejudicando a produção e restabelecendo a tendência dos preços e inflação (RICKARDS, 2011). Se os preços diminuíssem pelo aumento tecnológico ou maior competitividade, o aumento do poder de compra gerava maior procura de ouro, que por sua vez aumentava os esforços de produção com efeitos estabilizadores. Apesar da intervenção dos governos ou bancos centrais existir, era transparente e vista como equilibradora. Este regime, aliado a um dos períodos de maior harmonia nas relações europeias, industrialização e liberalismo comercial, proporcionou um dos períodos de maior prosperidade antes da Primeira Guerra Mundial (1GM) em 1914 (*idem*, 2011).

Contudo, nem todos os autores refletem esta visão na íntegra. Eichengreen refere que alguns países, incluindo Portugal e Itália, foram forçados a suspender a convertibilidade da sua moeda para permitir a desvalorização cambial (2008). Foram base destas decisões, os períodos onde o déficit comercial estava a permitir que grandes quantidades de ouro saíssem do território nacional, ou quando a desvalorização e inflação refletissem os interesses políticos (SANTOS, 2005). Em grande parte dos países denotava-se a falta dos fatores políticos e sociais comuns aos países centrais da Europa - o que dificultou a estabilidade e manutenção deste regime internacionalmente (EICHENGREEN, 2008).

Quando a exploração mineira deixou de acompanhar a tendência de crescimento da economia mundial no final do séc. XIX, não havia certeza se a oferta de moeda associada ao ouro permitia o equilíbrio do Sistema Monetário Internacional. As balanças comerciais desfavoráveis, cada vez mais comuns, associadas ao aumento de desemprego e a problemas sociais, levaram à adoção de políticas monetárias mais agressivas e intervencionistas (EICHENGREEN, 2008). Segundo Eichengreen, o aumento das tensões políticas e militares entre a Alemanha, França e Inglaterra sobre os interesses em África inviabilizou políticas multilaterais de cooperação e ajuda financeira, que poderiam estabilizar o sistema monetário nessa altura (2008).

Se o princípio de estabilidade era suportado no esforço dos Estados em assegurar a convertibilidade das moedas, a Primeira Guerra Mundial tinha terminado todos estes esforços abruptamente. Os metais preciosos tornaram-se a principal forma de comércio de bens militares e as políticas inverteram-se, proibindo qualquer exportação de ouro (*idem*, 2008).

Em 1913, os Estados Unidos criaram o Sistema de Reserva Federal (SRF) com poderes para regular as taxas de juro e de emitir moeda (WALLACE, 2013). Durante o período da guerra, gera-se o hábito de emitir papel-moeda conforme necessário para financiar os elevados encargos, assim como, o das populações, em o aceitar livremente. A guerra termina com severas consequências sociais e económicas, agravadas pelos crescentes problemas inflacionários (RICKARDS, 2011).

2.1.2 Currency War I (1921-1936)

Após a Primeira Guerra Mundial, a Inglaterra já não sustentava o título de maior potência mundial (KENNEDY, 2010). Os Estados Unidos, pelas consequências circunstanciais deste conflito, assumiram uma posição favorecida na economia mundial (*idem*, 2010).

Em 1922, reúnem-se em Génova diversos líderes políticos para tentar reintroduzir a convertibilidade monetária. Pretendia-se um regime idêntico, mas mais flexível e controlado pelas organizações internacionais e bancos centrais. Segundo Hawtrey, isto refletia uma tentativa de restabelecer a ordem e estabilidade do SMI (1922). Surgiu desta forma um novo padrão de ouro, que diferia do padrão-ouro clássico em diversos pontos. Os países inseridos neste regime acordavam em diversificar as suas reservas, não reservando valor apenas na forma de ouro, mas também em outras moedas - restringindo a procura de ouro (EICHENGREEN, 2008). Os Estados Unidos ficavam responsáveis por manter a convertibilidade do dólar em \$20.67 por onça¹⁶ de ouro, permitindo que outros países reservassem valor sobre a forma de dólares (WALLACE, 2013). Este sistema de taxas cambiais fixas, conhecido como *gold exchange standard*, comum ao período de 1925 a 1931, significava que os bancos centrais passariam a controlar a sua política monetária com maior enfoque nas taxas de juro e não nas taxas cambiais (BORDO, 1981).

¹⁶ Equivalente a 31,10 gramas (S.I.).

Neste sistema, a estabilidade dependia de um conjunto de regras. As economias com grandes influxos de ouro deveriam ajustar a sua política monetária, reduzindo as taxas de juro e expandindo a sua economia. Por outro lado, aqueles que viam grandes quantidades de ouro sair da sua economia deveriam aumentar as taxas de juro, resultando numa contração económica e posterior reequilíbrio externo. Eventualmente, os preços e os salários baixariam o suficiente para aumentar a competitividade internacional e o crescimento económico. Segundo Rickards, isto refletia um sistema estabilizador mas com um aspeto crítico (2011). Enquanto no padrão de ouro clássico apenas a expansão ou contração do ouro afetava a oferta de moeda, agora também as reservas de ouro interferiam. Isto significava que os bancos centrais poderiam ajustar as políticas monetárias conforme as reservas de valor que possuíam. As transações de ajustamento, ou seja, a conversão de reservas de papel-moeda em ouro físico, eram geralmente severas ao invés de graduais, o que gerava fortes desequilíbrios na oferta de moeda. Outro fator comprometedor era a falta de concordância por parte de bancos centrais como o de Inglaterra, Estados Unidos, França ou da Alemanha sobre o valor mais adequado da relação dólar-ouro (RICKARDS, 2011).

No caso particular da Alemanha, assim como às restantes economias do Eixo, após a 1ª GM, foram impostas diversas medidas e restrições. Estas traduziam-se primariamente em encargos e custos de reparações dos danos causados pela guerra. Em resposta, o *Reichsbank*¹⁷ adotou políticas monetárias mais agressivas decidindo em 1921 desvalorizar a sua moeda - à altura o marco de papel alemão ou *papiermark*¹⁸ - para fazer face aos encargos e financiar o investimento governamental (RICKARDS, 2011). Na realidade, estas dívidas tinham sido estabelecidas em *goldmarks* - moeda ancorada a um valor fixo de ouro ou o equivalente noutra - e, acordos subsequentes, consagravam os valores da dívida consoante as exportações. Esta resolução não permitia ser diretamente *defendida* pelo governo alemão, contudo, o *Reichsbank* viu a oportunidade de alavancar as exportações e o investimento estrangeiro com a desvalorização da sua moeda (BRESCIANI-TURRONI, 2013). O aumento de inflação que começou a surgir em 1921 não foi de imediato percebido como uma ameaça. Os bancos alemães

¹⁷ Banco central da Alemanha de 1876 até 1945.

¹⁸ Moeda alemã com entrada em circulação a 4 Agosto de 1914 aquando da eclosão da Primeira Guerra Mundial e descorrelação ao ouro (KNAPP, 1924).

estavam protegidos pelo passivo que possuíam e as empresas, no geral, possuíam imóveis, equipamentos e inventários. O facto de as dívidas destas empresas *desaparecerem* à medida que o valor da moeda caía era visto como positivo. Por outro lado, as multinacionais viam os seus investimentos no estrangeiro cada vez mais lucrativos, o que possibilitava maiores investimentos dentro do país. Até mesmo alguns agentes privados estavam protegidos ao conseguirem converter as suas poupanças em francos suíços ou ao possuírem ativos financeiros, que eram inflacionados, à medida que a moeda colapsava¹⁹. Finalmente, aqueles que trabalhavam para o Estado estavam protegidos com aumentos salariais prometidos pelo governo. Contudo, nem toda a população tinha como fonte de rendimento o Estado, sendo eventualmente forçados a vender os bens que possuíam para alimentação e despesas correntes (RICKARDS, 2011).

Os crimes aumentaram exponencialmente e os tumultos e as manifestações eram cada vez mais comuns. Quando em 1922, a inflação se transformou em hiperinflação, o *Reichsbank*, já tendo desistido de controlar esta tendência, imprimia cada vez maiores quantidades de moeda para responder à procura. A necessidade era tão elevada que foram contratadas empresas privadas para fazer a impressão da moeda, ao ponto de apenas ser impresso um dos lados do papel-moeda para poupar tinta e expedir o processo (FRENKEL, 1979).

A Alemanha tentou finalmente estabilizar a inflação em 1923 ao criar uma segunda moeda oficial, o *rentenmark*. Suportada por hipotecas, a sua circulação e emissão ficou a cargo de Hjalmar Schacht, um banqueiro experiente que assumia funções de presidência no *Reichsbank* (ROWLEY, 1994). Quando o marco alemão finalmente colapsou, pouco depois da introdução do *rentenmark*, uma unidade da nova moeda valia cerca de um bilião de marcos alemães (*idem*, 1994). Em 1924, com a entrada em circulação do novo *reichsmark*, moeda novamente ancorada ao ouro, o *rentenmark* tinha-se revelado apenas uma solução temporária. No mesmo ano, o *rentenmark* e antigos marcos alemães eram, literalmente, varridos para caixotes e sistemas de drenagem (RICKARDS, 2011).

Segundo Rickards, na realidade a hiperinflação alemã de 1922 alcançou diversos objetivos políticos, mas com repercussões nas décadas de 1920 e 1930. A inflação é

¹⁹ Não era do senso comum, numa primeira fase, que apesar do valor estar a subir o seu valor ajustado à inflação poderia estar em colapso.

bastante previsível quanto a vencedores e a perdedores, e por isso, é por vezes utilizada para reorganizar relações sociais e económicas entre devedores e credores, enquanto as reservas de ouro se mantêm constantes permitindo intervir se necessário (2011). Claro que os custos da hiperinflação foram vastos, destruindo a confiança nas organizações alemãs e evaporando poupanças privadas. Contudo, este episódio evidencia que um país com bastantes recursos naturais, recursos operários, ativos tangíveis e reservas de ouro, consegue sair da hiperinflação relativamente intacto (RICKARDS, 2011). De 1924 a 1929, imediatamente após a hiperinflação, a capacidade produtiva alemã cresceu mais do que qualquer outra economia, incluindo a dos Estados Unidos (SCHREIBER, 2012). Segundo Rickards, o *Reichsbank* demonstrou que numa economia, uma moeda desancorada ao ouro pode ser desvalorizada com objetivos políticos e que, é possível um Estado descontroladamente emitir moeda, sabendo que um regresso ao ouro pode restaurar a ordem na economia (2011).

Assim, a Alemanha, que era agora um dos países com maior déficit, provocado por uma das guerras mais devastadoras da história, tinha iniciado um processo de intervenções e manipulações monetárias para desvalorizar a sua moeda, que levou eventualmente à hiperinflação e ao colapso do *papiermark*.

Em 1925, face à recuperação alemã e crescente competitividade, a França desvaloriza a sua moeda procurando recuperar vantagem competitiva sobre os restantes países europeus, assim como sobre a Inglaterra e Estados Unidos, que tinham restabelecido o padrão-ouro existente antes do conflito (CESARANO, 2006).

O início da Grande Depressão é atribuído a 28 de outubro de 1929 com a queda de 12.8% do *Dow Jones Industrial Average* num único dia (ROTHERMUND, 1996). Os anos que se seguiram foram catastróficos em termos de desemprego e de problemas sociais. A convertibilidade²⁰ do ouro não estava a ser cumprida pela incapacidade das economias mais afetadas em responder aos pagamentos aos credores. Na europa, o Banco Central de França acumulava mais de metade das reservas de valor mundiais em ouro, libras e dólares norte-americanos. Preocupações sobre a inconvertibilidade da libra incentivavam o Banco de França em liquidar as suas reservas da moeda esterlina. Contudo, a venda de enormes

²⁰ A inconvertibilidade, apesar de não desconsiderar a utilização de ouro, era equivalente à saída do regime.

quantidades de libras acumuladas pela França poderiam provocar o colapso do valor da libra e induzir a França em enormes perdas. O Banco de França decide assim, ao invés de liquidar as suas reservas, intervir num esforço de suportar o valor da libra (EICHENGREEN, 1992).

No entanto, quando o Reino Unido quebrou a correlação ao ouro em 1931 tendo como objetivo a desvalorização cambial, a França, para além de ver agora a sua moeda apreciada face à libra, sofre enormes perdas pela anterior elevada exposição à moeda esterlina (BERNANKE; JAMES, 1991). Com preocupações semelhantes face ao dólar, a França decide converter de imediato as suas reservas de dólares em ouro, precipitando o valor do dólar que acabou por desvalorizar face às restantes moedas europeias (RICKARDS, 2011).

De facto, os países que abandonavam o padrão-ouro viam o custo das suas exportações cair, quando comparado com as de países concorrentes. Segundo Cesarano, os países que desvalorizaram a sua moeda ao sair do regime padrão estavam a *exportar* deflação económica (2006). As políticas inflacionárias eram o antídoto para a deflação, mas ainda com a hiperinflação alemã bem presente, a questão era de como alcançar os níveis de inflação pretendidos. A inflação e a desvalorização cambial são semelhantes nos seus efeitos económicos, ambos tornam as importações mais dispendiosas e as exportações mais competitivas, ajudando a criação de emprego e o crescimento económico (RIECHER; SPECIALE, 2014). O Reino Unido, outros membros da *Commonwealth*²¹ e o Japão, tinham seguido a ótica da desvalorização em 1931 com algum sucesso (RICKARDS, 2011).

Os Estados Unidos podiam, caso pretendessem, desvalorizar contra a libra e outras moedas, contudo, isto poderia facilmente desencadear mais desvalorizações. Ao invés, em 1933, o Sistema de Reserva Federal norte-americano desvalorizou contra a *ultimate currency* - o ouro (RICKARDS, 2011). Em resposta, diversas desvalorizações competitivas se sucederam, com a França - uma das últimas economias a sair da recessão económica, em 1936, e o Reino Unido, no mesmo ano, competindo contra a desvalorização do dólar (*idem*, 2011).

Agora, aqueles que tinham beneficiado da primeira vaga de desvalorizações no início da década de 1920 começavam a ser afetados pela deflação *exportada* dos

²¹ Austrália, Canadá, Nova Zelândia e África do Sul (CWN, [s.d]).

Estados Unidos e do Reino Unido. Isto levou eventualmente ao *Tripartite Agreement* em 1936 (CESARANO, 2006). Um acordo informal entre o Reino Unido, EUA e França que visava proteger o bloco do padrão-ouro. A versão oficial dos Estados Unidos refere como objetivo deste acordo, “*to foster those conditions which safeguard peace and will best contribute to the restoration of order in international economic relations*” (MORGENTHAU, 1936, p. 277). Isto simbolizava um compromisso de não-retaliação, um indicador que as desvalorizações competitivas em forma de *currency wars* estavam, por agora, a abrandar. As versões do Reino Unido e da França referiam objetivos semelhantes, porém, não os inibia de quebrar o acordo em casos de extrema necessidade. Segundo Oliver, o acordo era impotente mas marcava um momento de armistício económico (1984).

Em última análise, os países que desvalorizaram a moeda, como a França e a Alemanha, ganharam vantagem competitiva sobre aqueles que tentaram regressar a um modelo pré-guerra. O Reino Unido sofreu elevadas taxas de desemprego e deflação, e os Estados Unidos, que tinham grandes influxos de ouro, falharam com as suas responsabilidades internacionais ao condicionar o financiamento externo (RICKARDS, 2011). Desvalorização após desvalorização, medidas intervencionistas ou em resposta a desvalorizações justificadas pela necessidade de financiamentos face aos encargos da guerra, numa ótica *beggar-thy-neighbour*²², provocaram uma crise económica global que causou a rutura nos fluxos de comércio internacional e crescimento económico (ROTHERMUND, 1996).

Depois de 1936, o que se seguiu não foi uma continuação das desvalorizações competitivas mas sim uma das guerras mais marcantes da história.

2.1.3 Currency War II e Bretton Woods (1967–1987)

“The dollar is our currency, but it’s your problem.”

*U.S. Treasury Secretary John Connally
to foreign finance ministers, 1971.*

Com o *terminus* da Segunda Guerra Mundial (2GM), as principais economias, em que se insere os Estados Unidos e o Reino Unido, perspetivaram uma nova ordem

²² Em economia, representa um conjunto de políticas que visam o crescimento económico através da diminuição das importações com taxas alfandegárias, quotas ou desvalorizações competitivas. Estas políticas podem ser associadas ao mercantilismo e neomercantilismo (SINN, 1990).

monetária mundial por forma a evitar a desinflação e o desemprego. Estes planos vieram a concretizar-se em julho de 1944 com a conferência de Bretton Woods em Nova Hampshire - moldando o SMI pelas três décadas seguintes (KIRSHNER; BERNSTEIN, 1996).

O sistema de Bretton Woods constituía uma tentativa de regresso a um sistema idêntico contudo modificado do padrão-ouro. Utilizando o dólar como reserva de valor mundial, todos os outros países, exceto os países que utilizavam a libra esterlina²³, estabeleciam a sua balança de pagamentos em dólares. Os Estados Unidos, fixavam o valor do ouro em \$35,00 dólares por onça e asseguravam reservas de ouro substanciais²⁴ para satisfazer a procura, adicionalmente, a sua balança de pagamentos era estabelecida em ouro (BORDO, 1981). Este sistema diferia do *gold exchange standard*, regime observado de 1925 a 1931, em três componentes primárias. O sistema de taxas cambiais fixas tornou-se ajustável, sujeito a condições específicas. Cria-se uma nova instituição, o Fundo Monetário Internacional (FMI), com funções de monitorização e controlo sobre as políticas monetárias e, em caso de necessidade, financiamentos a curto prazo a países com fragilidades económicas. E a intervenção monetária, era agora controlada, limitando os fluxos internacionais de capitais (EICHENGREEN, 2008).

Estas medidas foram criadas tendo em vista os problemas refletidos nas décadas de 1920 e 1930, tentando evitar os riscos associados aos fluxos de capitais voláteis e disruptivos. O FMI, presenteado com recursos económicos, poder de monitorização e cláusula *scarce-currency*²⁵, poderia agora sancionar países responsáveis por políticas destabilizadoras e compensar os países adversamente afetados (*idem*, 2008).

A taxa cambial fixa ajustável tornava-se num instrumento importante para eliminar défices comerciais com o exterior - uma alternativa às medidas inflacionárias agressivas de 1921 a 1936 (*idem*, 2008). Os países apenas poderiam desvalorizar a sua moeda com a permissão do FMI, o que era geralmente permitido apenas em

²³ Países que tinham como moeda a libra, ou ancorada ao valor desta.

²⁴ Em 1945, 60% das reservas mundiais de ouro pertenciam aos Estados Unidos. Um valor que viria a aumentar para quase 75% no final de 1949, excedendo 22 mil toneladas (CESARANO, 2006).

²⁵ Esta cláusula permitia impor controlos sobre as importações a países com elevados *superavit* da balança de pagamentos e às economias cuja moeda atingisse baixas quantidades alocadas ao FMI.

casos de défices comerciais consistentes, acompanhados de problemas de inflação económica (BORDO; EICHENGREEN, 1993).

Contudo, o controlo e monitorização do FMI provaram ser ineficientes. As agendas dos Estados rapidamente desconsideravam estes controlos face aos esforços de crescimento e recuperação pós-guerra. A cláusula *scarce-currency*, criada para proteger e sancionar políticas destabilizadoras, poucas vezes foi invocada e apenas o controlo de fluxos de capitais teve impacto notoriamente positivo sobre a harmonia monetária (BORDO; EICHENGREEN, 1993).

Em 1961, a relação das reservas de dólares face às reservas de ouro pressionavam a subida do valor do ouro acima dos \$35 dólares. No sistema de Bretton Woods, o dólar não estava ancorado a outras moedas mas sim ao ouro. Uma desvalorização do dólar significava uma subida do valor do ouro. Segundo Valery Giscard d'Estaing, esta particularidade do dólar garantia um privilégio económico *exorbitante* aos Estados Unidos (D'ESTAING *apud* CANZONERI *et al.*, 2013). Já Charles de Gaulle, presidente francês, relutava-se contra o privilégio *automático* dos EUA pela ancoragem direta do dólar ao ouro (DE GAULLE, 1965).

“Thus believing it right for an international system to regulate monetary relations, we do not recognize that the currency of any particular State has a any automatic and privileged value in relation to gold, which is, which remains and which must remain, under the circumstances, the only real standard.”

Charles de Gaulle, Paris, 9 de setembro de 1965, p. “International Relations – 2”.

Charles de Gaulle, que já em fevereiro do mesmo ano tinha lançado uma discussão aberta sobre o fim do dólar como moeda principal no Sistema Monetário Internacional, considerando como um privilégio²⁶ norte-americano assimétrico (PATERSON, 2013). De Gaulle conclui apelando ao retorno ao ouro - *“an indisputable monetary base, and one that does not bear the mark of any particular country”* (DE GAULLE *apud* PATERSON, 2013). Estas palavras foram sustentadas com ações, com a França convertendo \$150 milhões de dólares em reservas de

²⁶ À altura num regime em que o dólar assumia o papel de moeda reserva-valor mundial e de direta correlação ao ouro. Às políticas norte-americanas era permitido maior liberdade de ação que contrastava com as limitações da França e outros países (EICHENGREEN, 2011).

ouro e anunciando planos para fazê-lo de novo num futuro próximo, seguindo-se a Espanha, comprando o equivalente a \$60 milhões de dólares em ouro, gerando fortes pressões destabilizadoras (PATERSON, 2013). Estes acontecimentos vieram numa altura em que diversas empresas europeias estavam a ser compradas por investidores norte-americanos, o que representava um ataque à soberania dos países da Europa (*idem*, 2013). Apesar dos argumentos de Gaulle, um possível retorno ao ouro iria criar uma pressão desinflationária a nível global e dar vantagem aos produtores de ouro como a África do Sul e o regime comunista da União Soviética - considerações geopolíticas que desincentivavam o retorno ao padrão-ouro (RICKARDS, 2011).

Em 1967, o Reino Unido, cuja balança de pagamentos já se deteriorava desde o início da década de 1960, apresentava-se agora com severos problemas económicos. Os Estados Unidos, do outro lado do Atlântico, deparavam-se com dificuldades em responder à procura, à medida que enormes quantidades de ouro eram exigidas por parte dos países que tinham já abandonado o *Gold Pool*²⁷. Os dois países de referência no sistema de Bretton Woods viam-se assim obrigados a rever as suas políticas económicas. A 18 de novembro de 1967, no espaço de um dia, a libra esterlina desvalorizou 14.3% face ao dólar norte-americano - penalizando a confiança no sistema do dólar como reserva de valor (EICHENGREEN, 2008). Em junho de 1967, o esforço em assegurar a convertibilidade e valor do ouro por parte dos EUA - responsabilidade dividida pelo *Gold Pool* - levou a que, em março de 1968, os mercados de ouro encerrassem temporariamente, permanecendo parados por duas semanas (*idem*, 2008). No final desse mês, o centro financeiro responsável pela cotação do ouro em Londres tinha colapsado, forçando a adaptação do sistema, permitindo uma dupla cotação. Apenas os bancos centrais teriam acesso ao preço anteriormente estabelecido, outros compradores conseguiam valores de \$40 dólares ou mais (*idem*, 2008). A criação de um sistema duplo de cotação permitiu o restauro de alguma ordem monetária, contudo, apesar dos Estados Unidos ainda assumirem a convertibilidade, a necessidade da reforma do sistema de Bretton Woods tornava-se evidente.

²⁷ Estabelecido em 1961, refletia um conjunto de países desenvolvidos que acordavam assegurar a oferta de ouro ao preço estabelecido. A França abandonou o *Gold Pool* em junho de 1967 (EICHENGREEN, 2008).

Em 1969, o FMI criava uma nova forma de reserva-valor, o *Special Drawing Rights* (SDR) ou *Direito de Saque Especial* (DSE). Não suportada por nenhum ativo tangível em particular, visava reequilibrar situações anormais, comuns em situações de balanças de pagamentos inadequadamente suportadas pelas reservas de ouro existentes (RICKARDS, 2011).

O período de 1967 a 1971 é fortemente caracterizado pela distorção das relações monetárias e sociais. A desvalorização da libra em 1967 e de outras moedas, a inflação, o desemprego e os resgastes financeiros, a par da inconvertibilidade do ouro e respetivo colapso do seu mercado, marcaram fortemente este período. Os Estados Unidos, que até agora tentavam a todo custo manter o valor do ouro em \$35 dólares, repentinamente deixaram de o fazer. Políticas associadas ao mandato do presidente Richard Nixon vieram a implementar a não-convertibilidade e outras barreiras comerciais na forma de taxas sobre as importações.

Em finais de setembro de 1971, membros signatários do *General Agreement on Tariffs and Trade* (GATT)²⁸ ou Acordo Geral de Tarifas e Comércio reuniram-se para avaliar se a taxa excessiva de 10% sobre todas as importações norte-americanas era uma violação ao comércio justo. Rickards defende que pelas regras do GATT havia justificação suficiente para sancionar os EUA (2011). Contudo, as consequências dos conflitos económicos internacionais da década de 1930 ainda estavam bem presentes, e, por outro lado, os interesses políticos e geoestratégicos desencorajavam novos conflitos comerciais (RICKARDS, 2011). Este ponto, associado ao importante papel americano na defesa militar contra os países como a União Soviética, dava margem aos Estados Unidos para impor os seus interesses (VIOTTI, 2014). O Japão e a Europa teriam que suportar um dólar mais fraco (*idem*, 2014).

Numa conferência posterior do G10²⁹, os Estados Unidos vieram a exigir um reequilíbrio nas balanças comerciais de \$13 mil milhões de dólares a seu favor. Duas semanas depois, nos inícios de outubro, o Ministro dos Negócios canadiano

²⁸ O Acordo Geral de Tarifas e Comércio, assinado em 1947, tinha como principal objetivo a redução substancial de taxas alfandegárias e de outras barreiras ao comércio internacional. A 1 de janeiro de 1995 o GATT é substituído pela Organização Mundial do Comércio. Atualmente fazem parte desta organização 160 membros (WTO, [s.d.]).

²⁹ Alemanha, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, França, Itália, Japão, Países Baixos, Reino Unido, Suécia e Suíça. Em 1964, a Suíça foi incorporada ao grupo, que manteve a denominação G-10.

Jean-Luc Pépin afirma que a sobretaxa americana de 10% sobre as importações iria ter impacto sobre 90 mil empregos canadenses no espaço de um ano (MUIRHEAD, 2004). A depreciação foi conseguida através da implementação da sobretaxa norte-americana, contudo, estava ainda longe dos 12 a 15 pontos percentuais pretendidos. Em resposta aos desequilíbrios, o FMI tenta reajustar a sua estrutura de taxas cambiais fixas criando uma margem possível de flutuação sem necessidade de autorização prévia e aumenta a utilização dos DSE (RICKARDS, 2011). Havia ainda outro importante ponto de reflexão - a inflexibilidade dos Estados Unidos em alterar o valor ancorado ao ouro, ainda nos \$35 dólares. Um aumento do valor do ouro iria tanto desvalorizar o dólar como as restantes moedas e por isso, para os Estados Unidos, era, em teoria, indiferente o valor representativo do ouro³⁰ (EICHENGREEN, 2007). Com uma possível valorização do ouro, a França e a Alemanha, pela dimensão das suas reservas, seriam dos principais vencedores europeus (RICKARDS, 2011).

No início de dezembro, apesar do panorama geral apresentar uma apreciação das moedas europeias face ao dólar, os Estados Unidos vieram agravar as suas condições ao impor, como contrapartida do levantamento da sobretaxa, uma valorização das moedas europeias de 11% e uma desvalorização do dólar face ao ouro de mais 10%. Isto representava uma desvalorização efetiva muito superior à que as economias europeias poderiam suportar (RICKARDS, 2011).

Após novas resoluções entre os Estados Unidos e a França, estabeleceu-se uma desvalorização do dólar em 9 pontos percentuais face ao ouro e de 3 a 8 pontos face a outras moedas principais. Com a exceção do Reino Unido e da França, que não desvalorizaram para além dos 9 pontos percentuais, a imposição norte-americana foi conseguida. Foi no Japão, no entanto, que estas medidas tiveram maior impacto, representando um ajuste perto de 17%. O domínio do dólar e das suas reservas de ouro, a agressividade das suas políticas e a imposição de taxas sobre as importações tinham servido o seu propósito. Estes acontecimentos foram extremamente positivos para a economia dos Estados Unidos. Num curto espaço de tempo as bolsas dispararam e os sectores da indústria automóvel, aeronáutica e cinematográfica beneficiaram da alavancagem nas exportações (KIRSHNER;

³⁰ Recorde-se que os Estados Unidos já não assumiam a convertibilidade em pleno. Tecnicamente, a convertibilidade não estava descontinuada contudo, era recusado por vezes o valor anteriormente estabelecido de \$35 dólares por onça de ouro (MACEDO; EICHENGREEN; REIS, 2005).

BERNSTEIN, 1996). Contudo, mesmo este acordo entre os EUA e os países da Europa foi limitado na sua abrangência e perseverança. Menos de dois anos depois, os Estados Unidos entravam na maior recessão desde a 2ª GM. Agravada pela crise do petróleo, o desemprego atingiu níveis excessivos e a inflação arrastou as bolsas de valores para o negativo. A prova de que se poderia alcançar a prosperidade e pleno emprego exclusivamente pela desvalorização ficou assim prorrogada (RICKARDS, 2011).

Em 1972, o Reino Unido tornou a desvalorizar a sua moeda perdendo um total de 10% do seu valor até o final do ano. As consequências de uma moeda sobrevalorizada propagavam-se por toda a Europa com especial impacto em Itália. A 3 de julho de 1972, o franco suíço e o dólar canadiano adotavam um novo regime monetário, permitindo a flutuação cambial livre face a outras moedas.

O que começara como uma desvalorização da libra em 1967 tornou-se numa corrida ao dólar e a outras moedas mais estáveis ou seguras, como o franco suíço e o marco alemão³¹ (EICHENGREEN, 2008). Estava em vista a mudança para um regime de flutuação cambial livre. Em 1973 o FMI declara o sistema de Bretton Woods como oficialmente descontinuado e termina a correlação direta ao ouro. O valor cambial era agora estabelecido pelos mercados, condicionado pelos governos, bancos e especuladores (BORDO; EICHENGREEN, 1993).

Com o fim de Bretton Woods, uma nova era monetária tinha surgido. As economias, perante a incapacidade de controlar o valor cambial das suas moedas em função dos seus interesses - muitas vezes com ganhos reais duvidosos, permitiram que estas fossem cotadas livremente nos mercados internacionais. O valor cambial passou assim a refletir, de uma forma mais transparente, as variações da procura e de oferta, facilitando os fluxos de capitais internacionais e incentivando a globalização económica. O regime cambial de taxas fixas tinha desaparecido quase de forma global e os países viam-se agora a financiar os seus gastos primariamente pelas reservas de valor e financiamentos externos (SPAHN, 2001).

Contudo, mesmo num regime de flutuações livres, as intervenções dos Estados e bancos centrais permaneciam. Estas intervenções tinham impacto no comércio e na

³¹ Em 1971 observaram-se enormes fluxos de dólares para as economias europeias. A Alemanha, temendo a inflação, deixou a sua moeda apreciar. O mesmo se sucedeu com a Holanda e outras economias europeias (EICHENGREEN, 2008).

economia. Representavam políticas mercantilistas com objetivos de manutenção do valor cambial, que não eram vistas de todo, como políticas neutras.

Uma forma de evitar políticas defensivas ou reativas a estas intervenções era geralmente a coordenação de acordos políticos com outros Estados (VIOTTI, 2014). Se os Estados Unidos demonstrassem credibilidade e crescimento económico, assim como controlo fiscal, os bancos centrais de outras economias podiam mais rapidamente entrar em concordância com estas depreciações uma vez que as novas reservas de dólares teriam tendência apreciativa (*idem*, 2014).

No início da década de 1980, os fundamentos do domínio do dólar moviam-se da sua centralidade no SMI para o crescimento económico sentido nos Estados Unidos. No entanto, segundo o Sistema de Reserva Federal, o dólar persistia sobrevalorizado (SRF *apud* RICKARDS, 2011). Embora a relutância de alguns países, os esforços norte-americanos em depreciar o dólar resultaram no acordo de Plaza. Assinado em 1985, os ministros das finanças da Alemanha Ocidental, Japão, França e do Reino Unido acordaram com a desvalorização do dólar primariamente face ao franco, *yen* e marco alemão. De 1985 a 1988, apenas no espaço de três anos, o dólar depreciou cerca de 40% face ao franco francês, 50% face ao *yen* e 20% face ao marco alemão (*idem*, 2011). Contudo os efeitos deste acordo e apesar da depreciação resultante, ficaram aquém dos resultados económicos esperados. O desemprego manteve-se nos 7% em 1986 e o crescimento ligeiramente acima dos 3 pontos percentuais em 1987. Na realidade, esta solução teve inclusive impactos adversos sobre a inflação norte-americana, atingindo 6.1% no início da década de 1990 (*idem*, 2011).

Em 1987, o ouro já tinha perdido o papel de moeda-padrão, o dólar tinha depreciado face ao *yen* e marco alemão; a libra tinha colapsado; o euro era apenas um projeto de convergência monetária europeu e a China, ainda não tinha surgido como economia de destaque no sistema internacional. Para já, o Sistema Monetário Internacional mantinha-se estável, mas a sua estabilidade era suportada na capacidade do dólar manter o seu valor. Apesar de diversos ciclos económicos, estas condições prevaleceram durante toda a década de 1990 (VIOTTI, 2014).

No início do novo milénio, o dólar era ainda caracterizado pela sua primacia. Em oposição, o euro tinha apenas agora subido ao pódio das moedas mundiais. O domínio do dólar tinha facilitado assim a política externa e de defesa dos Estados Unidos desde a 2GM, tal como a libra tinha permitido nos finais do século XIX, a Inglaterra assegurar-se como principal potência mundial (VIOTTI, 2014). O SMI tentava agora reforçar e expandir medidas cooperativas para acomodar maior competitividade monetária por parte das moedas emergentes, um passo importante para o dia em que os Estados Unidos perdessem algum do seu domínio monetário (*idem*, 2014).

2.2 Uso internacional das moedas

"The introduction of the euro, on the other hand, will challenge the status of the dollar in the international monetary system and change the power configuration. For this reason the introduction of the euro may be the most important development since the dollar replaced the pound sterling as the dominant international currency in World War I."

Robert Mundell, 2000. p.57.

A maioria dos autores considera três funções clássicas da moeda: meio de pagamento, unidade de conta e de reserva de valor (KRUGMAN, 1992). Como meio de pagamento ou moeda veicular, ou no caso dos Estados, moeda de intervenção, observa-se o seu uso para transação de ativos mas também, como forma de intervenção nos mercados, para influenciar a procura e a oferta. Atualmente, os bancos centrais não conseguem, face à dimensão dos mercados, ter pleno impacto no valor cambial através da compra e venda de moedas, no entanto, a intenção de depreciação ou apreciação de uma moeda por parte destes, pode levar os investidores a seguirem a mesma tendência (FRISCH, 2003). Como moeda de unidade de conta ou referência, uma vez que uma economia pode ancorar a sua moeda a outra (a referência). Por último, como moeda de reserva, funcionando como subproduto das intervenções cambiais ou como forma de preservar valor para o futuro (CUNHA; PRATES; LÉLIS, 2008). De facto, após a crise cambial do final da década de 1990, diversos países, principalmente economias emergentes, começaram a adotar modelos de acumulação de reserva precaucionais como forma de se protegerem contra choques económicos externos (*idem*, 2008). Se uma

moeda está ancorada, ou por outro lado, obedece a uma taxa cambial gerida, é necessário que a autoridade monetária da moeda ancorada possua reservas suficientes para intervir e contrariar qualquer tendência de subida ou descida. Adicionalmente, se a moeda de referência utilizada é primariamente o meio veicular de transação de bens num contexto internacional, a autoridade monetária poderá ter ainda mais incentivos ao ancorar a sua moeda a esta, uma vez que pode funcionar como defesa da sua economia a flutuações cambiais excessivas (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013). Existe, contudo, uma clara preponderância da função de reserva de valor. Se uma moeda é utilizada como forma de reserva, esta terá maior probabilidade de assumir mais destaque nas outras funções (*idem*, 2013). Aqui observa-se uma clara vantagem do dólar face às outras moedas, assim como, teoricamente, um fator positivo do aumento do papel do euro no SMI.

Assim, a acumulação de reservas internacionais é objetiva à transferência de valor, do presente para o futuro, em contextos de incerteza (KEYNES, 1936). Da mesma forma, serve para compensar eventuais desequilíbrios na balança de pagamentos e para possibilitar intervenções nos mercados cambiais - seja para reduzir a volatilidade cambial, seja no esforço de determinar um patamar adequado para a taxa cambial (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

Krugman defende que as moedas que adquirem uso internacional, não o fazem pela imposição de tal, mas como resultado de processos dos mercados ou ratificados por acordos internacionais (1992). Eichengreen e Hausmann entendem que a determinação das moedas-denominação de ativos é fruto da escolha dos investidores internacionais, mediante análises da relação custo-benefício e da diversificação de portfólios (2010). No entanto, Paul Viotti afirma que o poder económico relativo dos EUA após a 2GM, e mais tarde, poder geopolítico, permitiram aos EUA impor a sua vontade nas reformas do SMI (2014). Assim, Viotti defende que não são os agentes privados que determinam as moedas preponderantes no uso internacional, mas sim a hierarquia monetária, determinada por questões geopolíticas e económicas - influenciadas pelo *hard power* e *softpower* de um Estado (VIOTTI, 2014).

Por outro lado, é praticamente irrefutável a relevância da capacidade económica no papel da moeda. O Produto Interno Bruto (PIB) dos EUA representa cerca de 25%

do PIB mundial, constituindo seguramente um dos principais fatores que potencia o papel do dólar. O PIB da Zona Euro atinge valores perto dos referidos dos EUA e, da mesma forma, tal tem fortemente contribuído para o aumento do papel do euro (WEOD, 2014). No caso da China, contudo, apesar da sua dimensão, a falta de integração económica tem inviabilizado um maior domínio do *renminbi* (RMB) (VIOTTI, 2014).

Segundo Frisch, as moedas usadas em âmbito internacional são aquelas emitidas pelos países que contam com uma política económica responsável³², ou seja, que representem estabilidade macroeconómica, disciplina fiscal, políticas monetárias transparentes e equilíbrio na balança de pagamentos (2003). A lógica subjacente é o grau de confiança depositado na economia emissora. Por outro lado, quando analisadas as taxas de inflação de uma economia, elevados valores associados a uma moeda internacional poderão, a longo prazo, diminuir a procura da moeda. No entanto, o contrário não é por si só verdade, uma vez que taxas deflacionárias persistentes podem originar baixo crescimento e outros problemas económicos (*idem*, 2003). Por outro lado, recorda-se que o poder geopolítico é também um dos fatores determinantes do uso internacional das moedas. Lindert refere que as influências geopolíticas podem ocorrer tanto nas relações bilaterais entre os países como também sobre as instituições multilaterais (1969). De facto, durante a Guerra Fria, a incidência do poder norte-americano sobre questões de segurança e defesa, institucionalizadas na Organização do Tratado do Atlântico Norte (OTAN), cimentou os fundamentos de financiamento das forças destacadas assim como, apesar da relutância de alguns países, da obrigação de aceitar e reservar dólares sem limite. Desta forma, pode dizer-se que era permitido às forças americanas o financiamento ilimitado de dólares, uma vez que os restantes países eram obrigados a aceitá-los (VIOTTI, 2014). Outros fatores passam pelo poder de voto que um Estado detém no FMI e, inevitavelmente, a capacidade militar dos próprios países (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013). Observa-se assim, os fatores que potenciam os EUA como principal ator político e económico no cenário internacional. Os Estados-membros europeus são também atores de peso nas decisões geopolíticas internacionais mas o facto de não possuírem um governo central, agravado pelos recentes conflitos ideológicos

³² Não se defende que o domínio do dólar tem sido por uma política responsável dos Estados Unidos, uma vez que existe uma forte inercia das moedas predominantes do sistema de reserva global.

internos, tem penalizado a credibilidade e por sua vez o papel do euro no contexto internacional (CARTAPANIS, 2009).

Muitas vezes, os bancos centrais conseguem intervir ou ajustar as suas políticas com objetivos de acelerar ou ampliar o uso internacional da sua moeda, podendo contudo, assumir uma postura mais neutra ou até de evitar a exposição da sua moeda (FRISCH, 2003). Como se observa, os países que detêm um elevado poder económico e geopolítico conseguem, até certo ponto, impor as suas vontades no uso da sua moeda a outros países. Ainda que essa imposição não seja explícita, os meios de persuasão são numerosos e existem diversas medidas que podem ser adotadas pelos governos e bancos centrais para reforçar o papel das suas moedas (*idem*, 2003).

Os Estados Unidos, por exemplo, desde sempre adotaram uma postura de estímulo ao uso internacional da sua moeda (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013). No início do século XX, foi criada a Comissão Monetária Nacional norte-americana, cujo objetivo era de analisar e discutir, entre outras questões, os meios necessários para reforçar o papel internacional do dólar (FLANDREAU; JOBST, 2009). Após a 2GM, a expansão do uso do dólar foi resultante do elevado crescimento económico, assim como, dos elevados investimentos e financiamentos americanos no exterior e, sobretudo, da promulgação do acordo de Bretton Woods, que colocou o dólar no centro do SMI³³ (RICKARDS, 2011). Por outro lado, o Japão, adotou uma postura inversa ao desincentivar a utilização externa do *yen*, uma vez que poderia causar efeitos negativos na sua estabilidade económica, assim como criar pressões apreciativas e deflacionárias na moeda japonesa (*idem*, 2011). A China, de forma extrema, possui uma política de elevada restrição à mobilidade de capitais e de forte controlo cambial, o que impede o RMB de assumir um uso significativo no SMI. Na Zona Euro em contrapartida, a posição oficial do BCE é de neutralidade. O BCE não assume uma postura de incentivo ao aumento do euro como reserva de valor internacional (BCE, 2014). De acordo com o BCE, o uso internacional do euro e de outras moedas deve ser inteiramente baseado na procura externa e na credibilidade da moeda (CARTAPANIS, 2009). No entanto, o euro tem-se mantido estável como segunda maior forma de reserva de valor (COFER, 2015). O BCE calcula um

³³ Note-se que durante as negociações de Bretton Woods, os EUA opuseram-se radicalmente à proposta de Keynes que defendia a criação de uma moeda supranacional – o *bancor* (RICKARDS, 2011).

indicador do papel internacional do euro que confirma a tendência positiva de 1999 a 2003 e relativamente estável até 2014 (2014). Em parte, este aumento do papel do euro deu-se pela ótica territorial ao abranger grande parte dos países europeus. Atualmente, com a entrada da Lituânia a 1 de janeiro de 2015, fazem parte da moeda única 19 Estados-membros (SYTAS, 2014). Por outro lado, o aumento do uso internacional do euro deveu-se à sua liquidez, segurança e maiores taxas de juro quando comparadas com as do dólar. O dólar permanece contudo, como principal forma de reserva de valor e meio de pagamento (CONTI; PRATES; PLIHON, 2013).

2.4 União Monetária Europeia

2.4.1 Histórico e critérios de convergência de Maastricht

As origens da criação da União Europeia como se conhece, precedem a momentos do pós-guerra. Procurava-se recuperar a harmonia das relações europeias que já tinham provado ser critério mandatório para o crescimento e prosperidade. Destaca-se deste longo percurso a constituição da Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA) em 1951 e o Tratado de Roma em 1957, que criou a Comunidade Económica Europeia (CEE) (DINIZ; JAYME, 2013).

Entre 1973 e 1976 os progressos em si da integração monetária tinham sido insuficientes. Apenas em abril de 1978, após o apelo da integração monetária feita por Jenkins, presidente da Comissão Europeia (CE), se estabelece uma nova ideologia para o Sistema Monetário Europeu (SME) (COSTA, 2004). Esta iniciativa franco-alemã é finalmente acordada em julho de 1978 pelo Conselho Europeu de Brema, encarregando os ministros das finanças da elaboração de um sistema em que todos os países da comunidade devessem participar e que não dependesse do dólar (*idem*, 2004). São assim definidos os objetivos do SME:

“1. A criação de uma zona de estabilidade monetária externa e interna na Europa, visando baixos níveis de inflação e taxas de câmbio estáveis.

2. A constituição de uma estrutura-quadro, visando uma maior cooperação das políticas económicas dos Estados-membros, a fim de se conseguir uma maior

convergência em termos de resultados económicos, bem como o crescimento de emprego.

3. A obtenção de estabilidade monetária global, através de políticas comuns relativamente a moedas terceiras e da repartição do impacto dos choques monetários externos por todas as moedas participantes” (COSTA, 2004, p. 239-240).

Com a criação de uma moeda artificial, é em 1979 que entra em vigência este quadro de normas. A Unidade Monetária Europeia³⁴ serviria assim como ponto de referência para o resto das moedas europeias (SPAHN, 2001). Segundo Spahn, com a criação do SME, a Alemanha procurava alcançar uma melhor defesa contra a apreciação do marco alemão, criando uma área de taxas cambiais fixas com moedas mais depreciadas (2001).

A liderança da moeda alemã no SME, imposta pela dimensão da sua economia³⁵, credibilidade e estabilidade, garantia-lhe o seu estatuto de reserva de valor internacional e ancorava as restantes moedas do sistema ao marco alemão. A Alemanha defendia políticas monetárias mais conservativas que tinham reflexos nas restantes moedas dos países europeus, adicionalmente, *“os países com a moeda mais fraca acabavam por ficar muitas vezes desamparados no contexto das intervenções intramarginais”* (COSTA, 2004, p. 244). Era neste ponto que residia a assimetria europeia, de facto, a política monetária alemã afetava todo o bloco monetário europeu. Na realidade, nesta altura, *“não fazia parte do Bundesbank conduzir a sua política em função dos outros países”* (*idem*, 2004, p. 245).

Em 1986 deu-se um importante passo para a liberalização dos fluxos de bens, serviços e fatores de produção com a assinatura do Ato Único Europeu (CINTRA; MARTINS, 2013). Em 1992 é assinado o Tratado de Maastricht, também conhecido como Tratado da União Europeia, criando formalmente a União Europeia em substituição da CEE e que veio estabelecer critérios de convergência para a UEM (DINIZ; JAYME, 2013). Com uma clara ênfase dada à política económica e monetária, os redatores deste tratado tinham em mente a criação de uma moeda e mercado único com o objetivo de facilitar as relações comerciais e suprimir o risco

³⁴ *European Currency Unit (ECU)*

³⁵ *A Alemanha como principal ator económico europeu, já advém desde o final dos anos 1980, uma vez “que a economia alemã representava mais de 30% do PIB comunitário, [...] reforçado, também, por uma forte credibilidade internacional”* (COSTA, 2010, p.40).

cambial. Pretendia-se de igual forma reajustar o alinhamento de interesses nas áreas de defesa, justiça e comércio, permitindo a livre circulação de pessoas, bens, capitais e serviços (CINTRA; MARTINS, 2013).

Para aderir à UE, os Estados tiveram de cumprir com critérios não só de convergência jurídica mas também de natureza económica, como por exemplo:

“1. Respeito, durante dois anos, pelos limites de flutuação do SME.

Este critério perdeu o seu sentido a seguir à crise do sistema monetário europeu de julho de 1993 e à decisão de alargar as margens de flutuação entre as moedas do SME de mais ou menos 2,25% a mais ou menos 15%.

2. Taxas de inflação em função da média dos três países europeus com melhor desempenho económico.

3. Défices orçamentais inferiores a 3% do PIB.

4. Endividamento público limitado a 60% do PIB.

5. Taxas de juro a longo prazo não excedendo em mais de 2% a média dos três países da comunidade em que estas taxas são mais baixas” (BONIFACE, 2008, p.333).

O pacto de estabilidade e crescimento, assinado a 2 de agosto de 1997, foi a última etapa antes da criação da moeda única e fim do antigo SME (DINIZ; JAYME, 2013). O início de funcionamento do BCE (Banco Central Europeu), que veio substituir o Instituto Monetário Europeu, tinha como objetivo a análise conjunta das necessidades da Zona Euro, focado nas condicionantes de todos os Estados-membros. No entanto, *“questões relacionadas com níveis de desemprego, produtividade, retornos do capital humano ou fatores de competitividade”*, eram menos focadas nestes tratados (COSTA, 2010, p.88).

Segundo Robert Mundell, a teoria das áreas monetárias ótimas aborda alternativas às taxas cambiais flutuantes como fator de equilíbrio das economias. Uma das alternativas é a criação de taxas cambiais fixas ou de uma moeda comum. No entanto, como a moeda é parte da soberania nacional, a reorganização monetária só é possível se acompanhada por grandes mudanças políticas (1961). Neste aspeto,

Kenen reitera a importância de a política fiscal coincidir com a área monetária através da distribuição otimizada das receitas de impostos entre países membros para reduzir as divergências regionais (1969). A UEM aparece assim como forma de reduzir o efeito negativo da instabilidade dos preços internos, fruto de variações cambiais, além de favorecer a promoção da mobilidade de fatores e capitais entre os países constituintes da moeda única.

Onze membros qualificaram-se inicialmente com os critérios de convergência e adoção da moeda única. Estes incluíam a Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos e Portugal. Em janeiro de 2001, o número de Estados-membros que adotaram o Euro aumentou para 12 com a entrada da Grécia e em 2007, com a entrada da Eslovénia, para 13. Atualmente, com a entrada da Lituânia, fazem parte da moeda única 19 Estados-membros (BCE, 2015a). Antes do Euro, a política monetária era tida como um importante instrumento económico e político, a perda da política cambial por parte dos Estados foi um dos custos da moeda única (CINTRA; MARTINS, 2013).

Um claro vencedor do Euro é a Alemanha. Entre 1996 e 2008 as suas exportações cresceram a uma velocidade duas vezes superior às dos parceiros europeus. No mesmo período, o *superavit* comercial da Alemanha com os outros membros da UE passou de € 20 mil milhões para € 100 mil milhões por ano, que permitiu maiores níveis salariais e empregabilidade (CINTRA; MARTINS, 2013). De facto, os critérios de convergência inflacionária e orçamental de Maastricht foram atingidos pela maioria dos países membros até 2008, no entanto, com consequências no crescimento dos países membros menos competitivos (*idem*, 2013). Segundo Diniz e Jayme, a evolução do grau de abertura e mobilidade de fatores de produção não esteve de acordo com o ideal pela teoria das áreas monetárias ótimas, o que não contrabalançou este problema (2013).

A crise financeira de 2008, os défices e o desemprego de alguns países membros geraram a desconfiança do euro nos mercados internacionais. Isto provocou perdas de credibilidade em relação às economias mais afetadas com reflexos sobre a Zona Euro como um todo. A incomportabilidade dos défices públicos colocaram os governos *reféns* de financiamentos externos e condicionalismo impostos pelo FMI e UE (CINTRA; MARTINS, 2013). Segundo Cintra e Martins, a solução para a

recuperação financeira na Europa passa pelo corte dramático nos gastos públicos, congelamento de salários e pensões, fim de benefícios fiscais e aumento de impostos, agravando a instabilidade social sentida nestes países. Imposições da Alemanha e outros fortes vencedores da moeda única que prosseguem com a estratégia de contrair as políticas fiscais internas dos países vizinhos (2013). Procuram impor pactos de competitividade que segundo Cintra e Martins, são uma tentativa de coagir reduções de salários, cortes e demissões no setor público (2013). Wolfgang Münchau defende que os alemães cultivavam uma narrativa conveniente sobre a crise europeia. Se há uma crise, ela é fiscal e a resposta é a austeridade (2011).

As manifestações populares contra os programas de austeridade multiplicam-se. As economias europeias mais afetadas resistem a medidas de austeridade, de redução de salários, corte de benefícios sociais e aumento de impostos. Segundo Diniz e Jayme, o impacto destabilizador está ligado à falta de integração política e coordenação institucional da Zona Euro (2013). Esta falha, traduzida no número reduzido de políticas comuns de natureza económica e fiscal que poderiam minimizar as disparidades económicas, a par de fortes medidas de austeridade, limitam a defesa e penalizam a credibilidade do Eurossistema (DINIZ; JAYME, 2013).

Por outro lado, políticas mais conservadoras, em parte pelos critérios de convergência impostos aos Estados-membros, limitam a ação do BCE não permitindo maiores incentivos ao crescimento e ao ajuste necessário da inflação. De facto, com raízes no modelo de atuação do *Bundesbank*, estas diretivas foram condicionalismos impostos pela Alemanha à altura da criação da UME (SPAHN, 2001).

Diniz e Jayme defendem que as disparidades dentro da UE residem na limitação dos instrumentos dos Estados-membros, conseqüente de menor controlo sobre a política monetária (2013). A política atual do BCE não permite assim servir em pleno os interesses dos países e atua como entrave na promoção do crescimento e emprego (DINIZ; JAYME, 2013).

As políticas fiscais e monetárias expansionistas colidem com as ideologias mais conservativas, de países membros como da Alemanha e outros países do norte da

europa. Estas assimetrias políticas dificultam a integração e viabilidade da moeda única. Com as dificuldades sentidas nas economias da Grécia e mesmo Itália, a falta de medidas internas à União Europeia e a incapacidade de atuação do BCE, permitiram que as políticas destes países divergissem daquelas que criaram a União Económica e Monetária em primeiro lugar. A possível saída da Grécia nos anos seguidos da crise, ainda não totalmente afastada, coloca enormes pressões nos mercados financeiros e na construção da integração europeia (MANGASARIAN, 2015).

2.4.2 Modelos de ação do BCE

Na Europa, após a Segunda Guerra Mundial, existiam dois principais modelos de política monetária. As principais diferenças entre os modelos anglo-francês e alemão prendem-se com os objetivos económicos e ideologias institucionais. No modelo anglo-francês, as políticas monetárias estão subjugadas à concordância política. Em contrapartida, o modelo alemão foi desenhado em volta da independência. Assim, por exemplo, uma alteração das taxas de juro no modelo anglo-francês carece de intenções políticas em concordância com tal, em contraste, no modelo alemão, os bancos centrais atuam de forma independente e possuem completo poder de decisão sobre a política monetária (ESTEVES, 2014). Quanto aos objetivos primários, o modelo alemão prioriza a estabilidade dos preços enquanto o modelo anglo-francês consagra diferentes objetivos ao focar, para além da estabilidade dos preços, o crescimento económico, a elevada empregabilidade e a estabilidade financeira (*idem*, 2014). Ressalva-se que a estabilidade dos preços por parte do modelo alemão não possui um caráter de exclusividade, contudo, políticas que beneficiem a empregabilidade ou crescimento económico não podem colocar a estabilidade inflacionária em risco (*idem*, 2014).

Quando o BCE iniciou a sua operação em 1999 foi confrontado com a difícil tarefa de gerir a política monetária num contexto diferente do que os países europeus estavam habituados (JAEGER, 2003). A incerteza dos diferentes impactos sobre as diversas economias da Zona Euro levou a políticas que focassem a estabilidade em detrimento de outras. De facto, o princípio de independência e a definição de

objetivos, ao encontro da estabilidade³⁶ dos preços, foram claramente explícitos nos estatutos do BCE e no Tratado da União Europeia (FRISCH, 2003).

Durante a década de 1980, as teorias monetaristas tinham prevalecido sobre os bancos centrais e influenciaram eventualmente o documento *The Delors Report* (1989) que veio a estabelecer os princípios-base da criação da União Monetária (DE GRAUWE, 2009).

De Grauwe refere duas principais razões para o BCE ter seguido a ideologia monetarista. Na primeira, refere a prevalência de teorias monetaristas à altura da criação do BCE. De facto, apesar das teorias *keynesianas* se estabelecerem como predominantes após a 2GM, estas foram severamente postas em causa na década de 1970 com a crise petrolífera (2009). A aproximação da política monetarista segue a ótica da estabilidade dos preços – que deve ser inteiramente da responsabilidade dos bancos centrais. Políticas expansionistas que estimulam o crescimento e reduzem o desemprego têm inevitavelmente efeitos sobre a estabilidade dos preços - o monetarismo defende que cabe aos bancos centrais prevenir estas *irresponsabilidades* (HAYO, 1998). A segunda razão foi a elevada prepotência da economia alemã à altura da criação da UE. O governo alemão, como condição de adesão à UEM, tinha expressado claramente que o BCE deveria ser independente e priorizar a estabilidade dos preços (DE GRAUWE, 2009). Desta forma, o modelo alemão prevaleceu e objetivos como crescimento económico e empregabilidade foram colocados em segundo plano (COSTA, 2010). Tal como tinha acontecido com o sistema de Bretton Woods, as economias e as moedas mais fortes conseguiram agora impor as suas vontades aos restantes parceiros (VIOTTI, 2014).

Segundo De Grauwe, após a crise de 2008, os estímulos económicos por parte do BCE, como a descida de taxas de juros e outros programas monetários, foram muito mais tardios do que os definidos pelo banco central norte-americano (2009). Observa-se assim que o BCE segue um modelo mais conservador do que o Sistema de Reserva Federal norte-americano e outros, precisamente, por se focar inteiramente no controlo da inflação económica.

³⁶ O BCE define a estabilidade dos preços com base no indicador Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) para a Zona Euro abaixo, mas perto dos 2% ao ano (BCE, 2015b).

2.4.3 Taxa de câmbio real e competitividade

“In terms of economic impact, Western Europe has been hit at least as hard as the United States in 2008. This is partly because of the appreciation of the euro.”

Diretor do FMI Dominique Strauss-Kahn, 2010. p.36.

O principal entrave ao crescimento económico e à recuperação financeira dos países mais afetados pela crise económica, encontra-se na incapacidade da UEM em superar diferenças estruturais entre Estados-membros. Até à data, os problemas económicos demonstram este fenómeno de forma cabal (DINIZ; JAYME, 2013).

Segundo Smaghi, os principais tratados europeus referem valores de convergência nominal. Isto não significa que a convergência real não seja alvo de políticas europeias, no entanto, deve notar-se que a falta de convergência macroeconómica apresenta dificuldades para a moeda única e atua como principal obstáculo à integração europeia (2008). Por norma, a convergência aumenta os fluxos de capitais para os países menos desenvolvidos através de investimentos e financiamentos externos que, por sua vez, provocam a apreciação cambial real e maiores taxas de inflação (SMAGHI, 2008). Apesar de, se observar a apreciação cambial real de algumas economias mais afetadas, face às políticas fiscais contracionistas e à incapacidade de reajustes salariais, não se tem observado taxas de inflação mais elevadas nestes países (BCE, 2015c). Assim, apesar do alto grau de integração das economias, representado na mobilidade de capitais e comércio interno à Zona Euro, persiste a discrepância significativa da taxa cambial real provocada pelos preços relativos (DINIZ; JAYME, 2013). Irlanda, Espanha, Itália, Portugal e Grécia foram os países onde a taxa cambial real ficou mais valorizada, exatamente por serem países menos desenvolvidos e com menor inserção nas exportações mundiais se comparados com a Alemanha. Com efeito, a relutância de políticas mais expansionistas e a defesa de um euro forte, impedem maior competitividade cambial como solução para a recuperação económica (*idem*, 2013).

Com a capacidade competitiva relativa da Alemanha *beneficiada* pela crise económica dos seus parceiros europeus, agravam-se os desequilíbrios estruturais dos países da Zona Euro (REISENBICHLER; MORGAN, 2013). Só entre 1999 e

2010 houve uma perda de competitividade de quase 30% da Irlanda face a Alemanha - que vê agora a sua taxa cambial real mais depreciada (*idem*, 2013).

“This form of internal devaluation - an equivalent to currency devaluation based on depressing wages - has fueled an export boom and made the German economy more competitive than other eurozone countries. [...] Another blessing for German exporters has been the German-engineered European Central Bank, given its obsession with low inflation and price stability”.

Alexander Reisenbichler e Kimberly J. Morgan in Foreign Affairs, junho de 2013.

O Relatório do *Economic European Advisory Group* (EEAG) procurou demonstrar que a convergência das taxas de juro do BCE e das demais condições de crédito determinou um forte fluxo de capitais para os países mediterrânicos da UE (BERTOLA *et al.*, 2013). Nestes fluxos de capitais, tiveram um importante papel os empréstimos às instituições financeiras espanholas, gregas, portuguesas e irlandesas. Esta tendência de dispersão cambial real entre Estados-membros, agravada pelo aumento dos défices estruturais e pela necessidade de maior financiamento externo, atua como fator limitador do crescimento - problemas que subjagam os países a especulações e a imposições políticas externas (SMAGHI, 2008). O que se demonstra é o aumento excessivo dos défices públicos, não só pela deficiência na gestão de políticas fiscais internas, mas também pela falta de competitividade provocada pela discrepância cambial real (MCCOMBIE; THIRLWALL, 2004). O relatório do EEAG vem defender assim que os países periféricos da Zona Euro necessitam de depreciar a sua moeda, como forma de aumentar a sua competitividade e alavancar exportações e crescimento económico (BERTOLA *et al.*, 2013).

Assim, percebe-se que o aumento dos défices em conta-corrente dos países mais afetados da Zona Euro relacionam-se com a perda de competitividade externa e interna pela apreciação real do euro. Reitera-se que o problema principal da Zona Euro repousa no modelo de união monetária concebido na Europa, que tendeu a aprofundar as divergências estruturais entre os países e, conseqüentemente, não permitiu o crescimento sustentado e convergente dos agregados macroeconómicos (GUERRIERI, 2012). Segundo Feldstein, este rumo deu-se pela priorização de

políticas monetaristas mais conservadoras e desajustadas aos múltiplos interesses dos países membros, o que, em conjugação com a incapacidade de políticas fiscais comuns levou a que não se tenha conseguido atenuar as diferenças estruturais entre os países membros, com destaque, a divergência competitiva (2014).

Em teoria existem três formas de depreciação interna; pela queda dos preços nos países menos competitivos, pela subida dos preços nos países centrais, ou ainda, uma combinação das duas (BERTOLA *et al.*, 2013). Adicionalmente, um possível abandono controlado do Euro e posterior desvalorização - atualmente mais frequentemente associado à situação da Grécia. No entanto, isto forçava a adoção de outra moeda e por isso, essa possibilidade, é aqui desconsiderada. De facto e segundo Soto, se tal acontecesse, seria pouco provável que a Grécia conseguisse suportar os custos externos agora muito superiores - num sistema que Soto caracteriza por *padrão-euro* inquebrável³⁷ (2012).

A depreciação interna através da queda dos preços nos países periféricos tem contudo efeitos secundários como a deflação económica e elevadas taxas de desemprego. O aumento dos preços nos países centrais, apesar de não afetar negativamente os países periféricos, faz com que estes países tenham que suportar maiores taxas de inflação - o que encontra fortes resistências políticas (BERTOLA *et al.*, 2013). Por outro lado, como o Tratado de Maastricht considera valores relativos à média europeia, uma grande discrepância inflacionária entre os países periféricos e centrais poderia condicionar o tratado (GUERRIERI, 2012).

A principal dificuldade da depreciação interna reside na necessidade de cortes salariais que se traduz em períodos de deflação e desemprego, o que destabiliza a harmonia social e provoca manifestações e descontentamento. São estas as razões pelas quais economistas como Keynes e Friedman realçavam os custos da depreciação interna (BERTOLA *et al.*, 2013). Atualmente, o desemprego da população jovem atinge valores próximos de 50% em países como Espanha e Grécia; a Europa, vive períodos de deflação económica e as manifestações contra as restrições fiscais impostas são cada vez mais frequentes (EUROSTAT, 2014a). Consequentemente, a Grécia move-se agora a favor de políticas anti-austeridade e

³⁷ Soto vai mais longe afirmando que se existissem tantas dificuldades em abandonar o padrão-ouro no início do séc. XX como atualmente existem em abandonar o Euro, provavelmente os países teriam permanecido no *gold standard* e evitado muitos dos posteriores conflitos internacionais (2012).

capazes de estimular a economia - políticas monetárias expansionistas, observadas em países como Estados Unidos, Japão e Reino Unido (FORELLE; STAMOULI; GRANITSAS, 2015).

Com a depreciação externa, o ajuste da moeda é relativamente rápido assim como o impacto sobre as importações e exportações. Na depreciação interna, contudo, estes ajustes são relativamente lentos e os efeitos positivos na balança de pagamentos demoram a materializar-se. Tal significa que estes países necessitam de financiamentos externos por maiores períodos, refletindo-se em maiores custos³⁸. No entanto, isto também implica que os efeitos negativos da depreciação, especialmente agravados em países maioritariamente importadores, sejam diluídos durante a depreciação interna (BERTOLA *et al.*, 2013).

Na depreciação cambial externa, por outro lado, enquanto existem evidências empíricas de que esta melhora a economia, as opiniões dos autores divergem. Freund e Warnock afirmam que durante a fase de ajustamento cambial existe uma queda significativa do crescimento económico (2007). Já Bussière, Saxena e Tovar afirmam que após a depreciação cambial existe uma queda na capacidade produtiva mas que é seguida de um forte crescimento económico, afirmando que findo o aumento competitivo cambial, é duas vezes mais provável que a curto-prazo uma economia cresça, do que sofra crescimento negativo (2012). De facto, a defesa de que os países periféricos, ou a Zona Euro como um todo, necessitam de uma moeda mais depreciada, ou em contraparte, não tão apreciada, ganha cada vez mais relevância.

Segundo Odendahl, o euro encontra-se atualmente sobrevalorizado para os interesses multidimensionais europeus (2014). Enquanto existem diversas maneiras de determinar o valor mais justo de uma moeda, um método objetivo, é de analisar as taxas de inflação correntes. Na Zona Euro, tanto a inflação como o crescimento económico encontram-se em níveis extremamente baixos, o que defende a sobrevalorização do euro face a outras moedas. Se o euro é demasiado forte para a Zona Euro como um todo, quando reduzido às economias menos competitivas, a situação é agravada (ODENDAHL, 2014).

³⁸ Ressalvam-se situações em que, face à exposição da dívida pública em outras moedas, a depreciação cambial pode agravar os encargos financeiros com o exterior e não ao contrário. Este não é contudo o caso da Zona Euro, onde grande parte dos financiamentos são internos à moeda única (PERSSON, 2012).

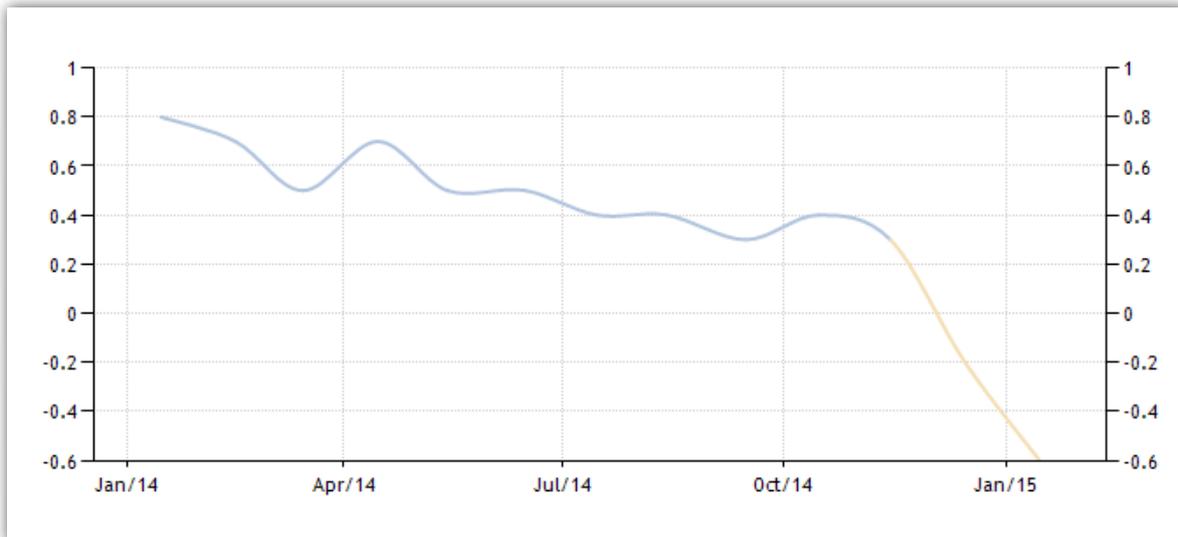


Figura 1 - Taxa de inflação Zona Euro (EUROSTAT, 2015).

Por outro lado, para a Alemanha, por exemplo, o euro poderia de facto estar mais valorizado do que está atualmente. As razões refletem-se na procura externa percentualmente reduzida, onde a taxa cambial tem importância. Além de um euro forte assegurar um elevado poder de compra, a segurança económica que a Alemanha possui nas suas exportações faz com que, uma possível queda de exportações com o exterior, não coloque a economia alemã em risco³⁹ (ODENDAHL, 2014).

O modelo proposto pelo banco de investimento *Goldman Sachs* vem reiterar a necessidade de uma depreciação do euro (GOLDMAN SACHS *apud* BERTOLA *et al.*, 2013). O modelo prevê que seja necessário uma depreciação real do euro português de cerca de 35%. A Espanha e a Grécia precisam para estimular a suas economias, uma depreciação de 30% e 20%, respetivamente. Já para a Itália, o valor é menos pronunciado, aproximando-se de 10 a 15 pontos percentuais. Para a Irlanda, o modelo prevê que uma depreciação real abaixo dos 5% seja suficiente para reduzir os desequilíbrios internos (*idem*, 2013). O modelo prevê ainda que com uma taxa de inflação média de 2% da Zona Euro, a taxa de inflação económica na Alemanha atingiria cerca de 4% em contraste com valores perto dos 0% anuais nos países periféricos (*idem*, 2013).

³⁹ Dados de 2013 mostram que 57% das exportações da Alemanha foram dentro da UE, sendo 36.8% para países da moeda única (FMEAE, 2014).

Tal como observado, o valor do euro ajustado às diferentes economias da Zona Euro é constantemente tópicos de discussão não só de entre os países periféricos, mas como da França e da Alemanha. Segundo Magnani *et. al.*, uma depreciação do euro francês iria aumentar substancialmente a procura agregada, reduzir o desemprego para níveis perto dos 6% e beneficiar as principais indústrias de energia, extração mineira, têxtil, mecânica e elétrica (2014).

O BCE reafirma que não faz parte dos seus objetivos assegurar nenhum determinado valor do euro e que rege a sua política pela estabilidade dos preços e consequentemente, controlo sobre a inflação (BCE, 2014). No entanto, o valor do euro tem impacto no crescimento e inflação da economia. Se a moeda desvaloriza, os preços das exportações tendem a ficar mais competitivos e as importações mais dispendiosas, o que por sua vez, estimula maior crescimento e inflação. Da mesma forma, Odendahl vem referir que a orientação do crescimento económico da UE não passa pela orientação fechada nas exportações, mas admite que são necessárias medidas mais expansionistas para estimular as economias europeias menos competitivas (2014).

Feldstein vem contrapor o BCE, defendendo “*um euro mais fraco para uma Europa mais forte*” (2014). Segundo Feldstein, uma descida de aproximadamente quinze pontos percentuais da taxa cambial real do euro solucionaria muitos dos atuais problemas económicos da Zona Euro (FELDSTEIN, 2014). Um euro mais fraco aumentaria o custo das importações, o que elevaria a taxa de inflação da Zona Euro. Por outro lado, a desvalorização aumentaria também o crescimento médio do PIB da Zona Euro, ao estimular as exportações e ao encorajar os europeus a substituir os bens e serviços importados por produtos internamente produzidos, impulsionando a procura interna e o emprego (*idem*, 2014). Embora a competitividade da Zona Euro não fosse imediatamente afetada, um aumento da competitividade cambial espelhada num euro mais fraco, iria melhorar significativamente o balanço externo com o resto do mundo, o que representa cerca de metade do comércio da Zona Euro (*idem*, 2014).

Atualmente, a Europa encontra-se com um problema de deflação que afeta as economias da moeda única (EVANS-PRITCHARD, 2015), o que, segundo Münchau, representa um problema mais urgente que os atuais défices públicos (2014).

Mario Draghi, presidente do BCE, tem enfatizado a sua preocupação de que a valorização do euro nos últimos três anos possa ter aumentado o risco de deflação (BERTOLA *et al.*, 2013). Mas foi a sua famosa intervenção discursiva⁴⁰, em julho de 2012, de que o BCE faria o que fosse necessário para preservar o euro que, embora bem-sucedida na redução das taxas de juro nos países em dificuldades, contribuiu para a força atual do euro (*idem*, 2013). A questão importante é de como evitar a sobrevalorização do euro, ao mesmo tempo que se mantém a perceção de estabilidade que Draghi ajudou a estabelecer em 2012 (FELDSTEIN, 2014). Feldstein defende que, se o BCE pretender reduzir o valor do euro e aumentar a taxa de inflação da Zona Euro, a única forma confiável de o fazer pode ser através da intervenção direta no mercado cambial – ou seja, vender euros e diversificar as suas reservas de valor. Ainda que a intervenção direta criasse desafios noutras partes do mundo, os responsáveis políticos dos Estados Unidos e de outros Estados devem reconhecer a importância de um euro mais competitivo para o futuro da integração europeia (2014).

Conclui-se assim que existe uma forte defesa de um euro menos apreciado, de uma maior adoção de políticas monetárias expansionistas e de um maior controlo sobre as pressões deflacionárias. De facto, sem este último, o euro pode reapreciar, prejudicando as exportações e afetando a, já crítica, inflação económica (FELDSTEIN, 2014).

Assim como em outras moedas, o valor cambial do euro é uma função da procura e da oferta influenciada pela perspetiva de segurança e crescimento da economia que a emite - uma função sujeita a ataques, intervenções e especulações. Cabe à Zona Euro, junto do BCE e de organizações internacionais, defender os interesses que melhor suportam a economia europeia e a estabilidade do SMI.

⁴⁰ *vide Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference, London, 26 July 2012 (DRAGHI, 2012).*

3 Defesa económica e competitiva

Nos anos seguidos à crise, numa tentativa de rapidamente recuperar de todos os efeitos económicos negativos, as economias mundiais mais afetadas iniciaram um conjunto de políticas, pactos e acordos para que regressassem ao ritmo de crescimento visto antes de 2008. Recorde-se ainda que grande parte destas medidas, talvez inicialmente mais nos Estados Unidos, Japão e China que propriamente na Europa, não eram de todo vistas como neutras (BERGSTEN, 2014). Atualmente, os principais conflitos de interesses geram-se em volta das relações euro-atlânticas, euro-asiáticas e sino-americanas. Estes conflitos, não confinados aos países emissores, tem impacto sobre todas as economias e repartem responsabilidades pelas organizações internacionais (RICKARDS, 2011).

Por norma as relações euro-atlânticas são vistas como relações de interdependência e não de confronto (RICKARDS, 2011). Em grande parte, isto deve-se à elevada interconexão dos mercados financeiros e sistemas bancários. De facto, a sensibilidade e vulnerabilidade provocada por esta particularidade (não tão extensivamente observada noutras relações económicas) revelaram-se críticas nos momentos pós-colapso e bancarrota do banco de investimento *Lehman Brothers*, em setembro de 2008 (NYE, 2011).

Um euro mais forte mantém as importações de bens e serviços provenientes dos EUA mais competitivos. Já um possível colapso do euro, pelas elevadas dívidas soberanas dos países europeus, poderia condicionar todo sistema financeiro, assim como quaisquer reservas de valor em euros (RICKARDS, 2011). Por outro lado, o interesse da China em manter o valor do euro apreciado reflete-se no facto de a Zona Euro ser um grande importador de bens asiáticos, para além da exponencial exposição chinesa ao euro (*idem*, 2011). A crise fiscal dos países membros permitiu à China e outros países, investimentos e aquisição de diversas empresas europeias, conhecidas pela sua capacidade tecnológica e serviços de elevada especialização – o que representa enormes transferências de conhecimento tecnológico (RICKARDS, 2011).

Após 2010, a China manteve a sua posição de compra de dívida pública das economias mais afetadas da Zona Euro, o que traduz um papel fundamental na recuperação económica da Europa. Contudo, na realidade, as suas intenções traduzem-se na diversificação do seu portefólio de reservas, que, pela sua política monetária, começa a ficar excessivamente exposto ao dólar norte-americano (BERGSTEN, 2014). De facto, o esforço continuado de manutenção de uma moeda depreciada tem forçado a acumulação de enormes reservas de dólares, mas também de euros, por parte da China (*idem*, 2014). O seu interesse principal passa da mesma forma pela manutenção das relações comerciais com a Europa, que superam em valores absolutos as que mantém com os Estados Unidos. Assim, para além da manutenção do valor da sua moeda e a diversificação de reservas, a China vê agora as suas relações com a Europa francamente melhoradas, permitindo melhor acesso a investimentos e à aquisição de tecnologia europeia (RICKARDS, 2011).

Da mesma forma, os interesses norte-americanos pela manutenção de um euro forte refletem-se nas relações comerciais entre estes. A depreciação do euro afetaria as exportações americanas não só para a Europa, mas também para o resto das economias mundiais, uma vez que os países europeus teriam agora moedas mais competitivas (HILSENATH, 2015). Os Estados Unidos e a China precisam de um euro forte para alavancar as suas exportações e crescimento. Se o valor do euro depreciasse substancialmente, ambos poderiam sofrer enormes prejuízos com a compra de dívida pública e serem forçados a ver as suas moedas apreciarem face ao euro.

As políticas monetárias das economias emergentes, e mesmo dos Estados Unidos, interferem e condicionam as políticas europeias, provocando pressões deflacionárias que por sua vez, contribuem para a sobrevalorização do euro observada no anterior capítulo.

Assim e face à neutralidade do BCE, de seguida, é analisado um possível maior intervencionismo do BCE como forma de combater a apreciação cambial do euro e os desajustes cambiais permanentes, em ligação com as políticas mercantilistas de desvalorização competitiva e agravamento das relações económicas internacionais.

3.1 Intervenção monetária defensiva

“If, with substantial justification, people and businesses in other countries see themselves as the victims of substantial and prolonged competitive depreciation practiced by the Chinese authorities, and if the Fund does not even acknowledge the problem, then the disaffected will seek redress through other channels - and will be justified in doing so.”

Michael Mussa, 2007. p.75.

A crise que se sentiu no seio da União Europeia após 2010, denominada de Crise das Dívidas Soberanas é, como o nome indica, uma crise em que os Estados se encontram demasiado endividados sem darem garantias suficientes de que irão pagar aos seus credores. Segundo Carreira e Costa, contribuíram para os posteriores resgates dos países europeus “o esgotamento das soluções keynesianas, consequente da abertura dos mercados e da perda dos poderes de intervenção macroeconómica do Estado nacional” (2007, p.17).

Após 2010, pelo aumento da exposição da dívida europeia aos países que adotam outra moeda que não o euro, ainda que vastamente inferior à exposição interna⁴¹, uma moeda forte poderia ser vista como medida política para a recuperação financeira. Contudo, isto acarreta consequências para os cidadãos europeus, com especial impacto nas indústrias exportadoras. As flutuações cambiais afetam diretamente os preços, o comércio e os investimentos; se uma moeda sofre apreciação, o poder de compra aumenta e as importações, turismo e investimentos no exterior ficam mais apelativos. Adicionalmente, países em que recursos como combustíveis e inventários alocados às forças armadas dependem primariamente de fontes exteriores podem ver um ganho na sua capacidade e projeção militar (LIEBSCHER; 2008). Por outro lado, se uma moeda sofre depreciação existem efeitos contrários aos referidos, impulsionando a economia interna com investimentos e turismo provenientes do exterior – sendo suscetíveis, contudo, possíveis efeitos adversos nos défices públicos (*idem*, 2008).

⁴¹ Veja-se o caso da Grécia, onde segundo Persson, em 2012, mais de 70% da dívida pública grega era financiada pelos países internos à Zona Euro (2012).

Sendo mais comum em tempos de crise financeira ou baixo crescimento, diversos países adotam políticas monetárias expansionistas – que visam a depreciação cambial como forma de alavancar o crescimento. Uma possível medida de depreciação cambial é a intervenção direta nos mercados com a compra e venda de ativos em diferentes moedas. Neste aspeto, Gagnon identifica mais de 20 países que intervêm diretamente nos mercados cambiais com o objetivo de depreciar as suas moedas. Como resultado, assiste-se à acumulação de enormes quantidades de reservas de valor (2012). O objetivo persiste, a manutenção do valor depreciado, incentivando a competitividade cambial e *superavit* da conta-corrente. A lista inclui algumas das maiores economias mundiais, tanto países desenvolvidos, como economias emergentes; destaca-se a China, mas também outros países asiáticos, potências exportadoras de produtos petrolíferos e alguns países do continente europeu (GAGNON, 2012).

Bergsten e Gagnon identificam como manipuladores monetários e responsáveis por intervenções injustificadas, a China, Coreia do Sul, Dinamarca, Hong Kong, Índia, Malásia, Singapura, Suíça e Taiwan (2012). A cessação das intervenções cambiais por parte destes países poderia, provavelmente, persuadir outros países a fazerem o mesmo - uma vez que grande parte destas intervenções é motivada pela necessidade de corrigir perdas de competitividade, principalmente face à China (SUBRAMANIAN; KESSLER, 2012). Segundo Bergsten e Gagnon, que utilizam na sua investigação um critério de justificabilidade das intervenções, o Japão, juntamente com a Arábia Saudita, Noruega e Rússia devem ser cuidadosamente observados para não criarem pressões destabilizadoras no crescimento e estabilidade da economia mundial (2012). Não são incluídas as economias do Brasil e outras que, pela natureza das suas intervenções, agem de forma defensiva (BERGSTEN; GANON, 2012). Percentualmente, a Suíça foi o país com mais intervenções monetárias em 2012, em grande parte, para preservar o seu *superavit* - afetado pela crise económica sentida nos seus parceiros europeus (BERGSTEN; GANON, 2012). Recentemente, o Japão e a Rússia têm ocupado esta posição (BERGSTEN, 2014). De facto, apenas no período de agosto de 2012 até dezembro de 2014, o *yen* e o rublo da Rússia desvalorizaram face ao euro aproximadamente 57% e 50%, respetivamente (OANDA, 2015). Da mesma forma, poder-se-ia considerar a componente defensiva em algumas intervenções dos países

manipuladores, particularmente da Ásia, que tentam se proteger contra a competitividade cambial da China. Contudo, segundo Bergsten, o grande *superavit* destes países permite-lhes a adoção de políticas menos expansionistas sem sofrer outras consequências económicas (2013). Mesmo a países como a Suíça, é possível a adoção de políticas menos agressivas que, pelos grandes fluxos de capitais e características do seu sistema bancário, não resultariam problemas económicos significativos para além da apreciação cambial (BERGSTEN, 2013). A inflação económica poderia atuar aqui como elemento estabilizador, contudo, as economias absorvem a inflação de forma desigual⁴² (*idem*, 2013).

Gagnon demonstra que o *superavit* da conta-corrente destes países tem aumentado \$700 a \$900 mil milhões de dólares por ano de 2006 até 2012 e, como resultado, criou défices correspondentes noutros países com consequências na empregabilidade e crescimento (2012). No mesmo período, a economia norte-americana sofreu perdas na sua conta-corrente na ordem dos \$200 a \$500 mil milhões de dólares anuais (GAGNON, 2012). Uma das principais contramedidas norte-americanas tem sido a implementação de programas monetários de compra a larga escala de ativos financeiros de bancos comerciais e de outras organizações, aumentando a liquidez na economia e a oferta de moeda. O *quantitative easing*⁴³ (QE), que serviu como incentivo fiscal desde 2009, foi um desses programas monetários.

Com perdas médias anuais de \$150 a \$200 mil milhões de dólares entre 2006 e 2012, a União Europeia é a segunda economia mais afetada (GAGNON, 2012). Estudos do FMI atribuem parte da responsabilidade dos efeitos adversos sentidos nas economias mediterrânicas da Europa, ao aumento de competitividade da China e outros países asiáticos, assim como, à rápida apreciação do euro (CHEN; MILESI-FERRETTI; TRESSEL, 2012). Estudos da Comissão Europeia, enquanto diplomaticamente se abstém de acusar estes países pela sua manipulação monetária, reiteram que a apreciação do euro afeta especialmente os países menos competitivos da Zona Euro (COMISSÃO EUROPEIA, 2012).

⁴² Nos Estados Unidos por exemplo, a inflação tem-se mantido relativamente constante. Existem inúmeros fatores que influenciam o comportamento dos preços nas economias mas, a elevada procura de dólares por parte das economias emergentes, tem ajudado fortemente a manutenção de valores de inflação, na economia norte-americana, relativamente baixos (WASHINGTON, 2015).

⁴³ Tipo de medidas frequentemente considerada quando as taxas de juro dos bancos centrais já não podem ser mais reduzidas.

Em 2012, o levantamento de políticas mais expansionistas chinesas permitiram o *renminbi* apreciar brevemente face ao euro e a outras moedas, contudo, as moedas dos países manipuladores da Ásia, permaneceram substancialmente depreciadas (CLINE; WILLIAMSON, 2012). Grande parte destes ajustamentos deveu-se aos normais ciclos económicos, tendências inflacionárias e pelo interesse da China em assegurar o valor das suas reservas. Contudo, as perspetivas de que a China siga uma tendência estabilizadora podem ser demasiado idealistas. Com a procura agregada interna e crescimento económico da China agora diminuídos, prevêem-se políticas monetárias mais interventivas por parte da maior economia asiática (BERGSTEN, 2014). De facto, as suas reservas têm aumentado exponencialmente à medida que a sua economia cresce e os esforços multiplicam-se para assegurar a subvalorização do RMB (*idem*, 2014).

O Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos, à semelhança da Comissão Europeia, não refere termos associados à manipulação monetária não justificada, expressa no entanto, a sua atenção sobre as economias da Coreia do Sul e Taiwan, afirmando ainda que a China retomou a intervenção monetária a grande escala, concluindo que o RMB está significativamente subvalorizado (TREASURY, 2013).

Já em 2012, o governo francês apelava a um euro menos sobrevalorizado, considerando como a única alternativa Europeia à estagnação económica, especialmente se a Alemanha continuasse a resistir a políticas mais expansionistas (FELDSTEIN, 2012). De facto, medidas que possam contrariar estes efeitos negativos tem sido objeto de discussão com especial destaque no Brasil, Estados Unidos, Nova Zelândia e mais recentemente, com o agravamento dos problemas inflacionários, na Europa.

O BCE poderia assim intervir nos mercados como forma de assegurar o valor que mais refletisse os interesses económicos generalizados da Zona Euro, um valor *justo*, que seria determinado com base na taxas de inflação (ODENDAHL, 2014). De facto, desde meados da década de 1980 que algumas autoridades monetárias de países desenvolvidos como o Japão têm intervindo nos mercados cambiais (RICKARDS, 2011). Muitas vezes, estas intervenções não se concretizam em nenhuma compra ou venda de ativos, mas a política discursiva tem impactos especulativos similares (FRATZSCHER, 2008). O uso predominante da intervenção

discursiva tem contudo efeitos limitados e cada vez menos pronunciados à medida que a capacidade de influência dos bancos centrais se vê diminuída, especialmente, pelo aumento do número de grandes investidores privados (*idem*, 2008).

Assim, e tal como o banco central norte-americano, o BCE já não adota intervenções diretas desde a década de 1990, ao invés, é frequentemente utilizada uma intervenção baseada em políticas internas ou meramente discursivas (BCE, 2014).

Pela crescente limitação da intervenção discursiva e menor intervencionismo dos bancos centrais, o recurso a programas como o QE norte-americano é um instrumento cada vez mais comum nos países desenvolvidos, que, pelos défices elevados, taxas de juro centrais perto de valores nulos e restrições fiscais, adotam este tipo de medidas. Estes programas levam no entanto a acusações de mercantilismo e de desvalorizações competitivas (LARRAIN, 2013). O FMI vem refutar esta ideia, referindo que os objetivos do QE focam apenas ganhos económicos internos (2011a). O sucesso do QE ajuda, ao invés de penalizar o comércio internacional, uma vez que com este tipo de políticas estimula-se o crescimento e por sua vez as importações do respetivo país (FMI, 2011a). A distinção de QE e intervenção cambial deve ser clara, no entanto, como programas como o QE afetam as relações cambiais no mesmo sentido que a intervenção monetária, propicia-se a interpretação errada pelos governos e de forma geral, das populações (*idem*, 2011a). As manipulações monetárias, intervenções defensivas ou programas como o QE são igualmente, injustificáveis, contudo, compreensíveis, que agravam a perceção dos conflitos cambiais (BERGSTEN, 2013).

No entanto, face à incerteza dos resultados do QE (WALKER, 2014), Mervyn King, presidente do Banco de Inglaterra, afirmava em 2012 que nos próximos anos seria expectável um aumento da manipulação das taxas cambiais como uma alternativa às políticas monetárias (2012). Isto seria certamente mais provável nos espaços onde se denotassem baixos crescimentos económicos, como no caso da UE e do Japão (*idem*, 2012). O que, veio a verificar-se anos de 2013 e 2014, especialmente, nos países asiáticos (BERGSTEN, 2014). Contudo, na ausência de acordos que prevejam a justificabilidade destas intervenções, mesmo intervenções defensivas podem ser vistas como medidas económicas mercantilistas.

Assim, atua como agravante da sobrevalorização do euro a neutralidade do BCE ao focar medidas primariamente internas e, segundo Liebscher, uma postura *laissez-faire* dos órgãos de controlo do SMI e consequente falta de agressividade face ao mercantilismo das economias emergentes (2008).

Tal como sucedeu em diversos conflitos de interesses durante o séc. XX, a exploração de lacunas do SMI, numa ótica mercantilista, provoca a instabilidade na defesa dos interesses económicos dos países europeus. Irwin, analogamente, afirma que os desequilíbrios do SMI na década de 1930, sob regras similares às do *goldstandard* clássico, foram igualmente incapazes de pressionar e sancionar a exploração de lacunas do sistema monetário (2011). De facto, segundo Bergsten, a maior falha do sistema financeiro internacional é a sua incapacidade de sancionar efetivamente medidas mercantilistas, especialmente desvalorizações competitivas que *exportam* deflação económica e que pressionam a apreciação do dólar e euro (2013). Esta falha sistêmica permite que as desvalorizações continuem sem grandes contramedidas (BERGSTEN, 2013).

Segundo Bergsten, a responsabilidade parcial destes factos é atribuída às falhas do quadro regulatório do atual SMI (2013). Desde o sistema de taxas cambiais fixas antes de 1971 ou depois, com as taxas cambiais flutuantes geridas, a ineficácia do SMI tem sido constante (*idem*, 2013). Bergsten defende que não são necessárias políticas internas que depreciem o dólar ou o euro face a outras moedas, é simplesmente urgente reformular o SMI para que traduza, de facto, um sistema de taxas cambiais flutuantes sem intervenções mercantilistas, ou que reflita a lei da procura e da oferta de forma imparcial (2013).

3.2 Reservas de valor

3.2.1 Papel do euro e acumulação de reservas de valor

Do atual Sistema Monetário Internacional destacam-se como principais formas de reserva de valor o dólar, o euro e o *renminbi*. Outras moedas como o *yen* japonês, a libra, o franco suíço e outras moedas das economias emergentes detêm um papel significativo no SMI pela dimensão das suas economias e volume de comércio, contudo, com um PIB combinado de aproximadamente 60% do PIB mundial, a Zona Euro, os Estados Unidos e a China criam um centro gravítico em volta das suas moedas (WEOD, 2014). No entanto, e apesar do euro assumir um forte papel na contextualização internacional, o dólar ainda se caracteriza como principal reserva de valor mundial (COFER, 2015). De facto, nos primeiros anos após a 2GM, quando o PIB dos EUA equivalia a metade do PIB mundial, o dólar posicionou-se como principal moeda e como base de cotação de *commodities* (MUNDELL, 1999). Posteriormente, a introdução do sistema de Bretton Woods⁴⁴ veio impulsionar o seu domínio, tendo persistido desde então - dando vantagem àquele que emite a principal papel-moeda reserva de valor (*idem*, 2014).

O decréscimo da libra como moeda-reserva internacional na década de 1970 mostra que o reequilíbrio ocorre, não só pela crise ou liquidação da moeda mas, pela aquisição de outras reservas de valor como o dólar. De 1969 até 1975, a percentagem de reservas mundiais em libras caiu de 25% para 4%, \$8 mil milhões para \$6 mil milhões de dólares, respetivamente (EICHENGREEN; FLANDREAU, 2008). Este declínio percentual não foi particularmente marcado pela liquidação da libra esterlina mas sim pelo aumento da acumulação de ativos em dólares (SCHENK, 2010). No mesmo período, as reservas mundiais de dólares cresceram de \$20 mil milhões para \$120 mil milhões de dólares (MCKINNON, 2013).

Quando no final da década de 1970, com colapso do sistema de Bretton Woods e crise petrolífera, a depreciação cambial, deflação e défices da balança de pagamentos pressionavam o futuro do dólar como reserva de valor internacional, isto, tal como na libra, não levou a uma liquidação dos ativos em dólares. Ao invés,

⁴⁴ O sistema de Bretton Woods não foi a principal razão para este domínio, destaca-se também a capacidade económica americana e consequências europeias do pós guerra – principais economias que faziam face aos EUA.

os esforços dos países eram agora em diversificar as suas reservas e estabilizar a moeda norte-americana (HENNING, 1994). Pelo facto de em 1975, cerca de 80% das reservas de valor serem em dólares, este tinha assumido um papel predominante no SMI. Desta forma, se todas as economias intervissem vendendo as suas reservas provocariam o colapso do dólar - induzindo em mais perdas. Assim, apesar dos problemas de credibilidade do dólar, os países continuaram a acumular reservas, atuando como estabilizador dos ativos em dólares⁴⁵. Segundo Horri, após correções às flutuações cambiais, não existem evidências de grandes diversificações de reservas em outras moedas durante esta década, sendo comuns os esforços estabilizadores em volta do dólar (1986). Assim defende-se que as fragilidades de uma economia e moeda - desde que assuma funções de principal reserva de valor internacional, leva a um esforço multilateral de estabilização e não ao contrário. Segundo Viotti, este é um dos maiores pontos a favor da acumulação de reservas de uma moeda soberana por países terceiros (2014).

Atualmente, as linhas de tendência de acumulação de reservas externas nominais mostram-se francamente positivas, tendo apresentado picos nos anos pós 2008 e 2010 (COFER, 2015). Desde a criação da moeda única europeia e de todos os organismos que a suportam, o euro tem vindo a estabelecer-se como segunda moeda global e importante forma de reserva de valor para os outros países (BCE, 2014). Contudo, ao contrário dos EUA, que possuem políticas monetárias e fiscais centralizadas, a União Europeia é penalizada pelo facto de ainda não existir uma união fiscal. A maior parte das decisões fiscais, que fazem parte da soberania e poder de decisão nacional⁴⁶, tem carácter interno. Estas assimetrias políticas, apesar de atenuadas com programas de integração europeia, afetam a unidade e credibilidade económica da Zona Euro (FUEST; PEICHL, 2012).

⁴⁵ Os principais fatores responsáveis pela estabilização do dólar na década de 1970 foram a elevada acumulação de reservas assim como as intervenções dos bancos centrais dos Estados Unidos, Alemanha e Japão.

⁴⁶ A UE tem certos poderes fiscais, ainda que limitados. Participa por exemplo, na decisão do IVA e taxas alfandegárias (FUEST; PEICHL, 2012).

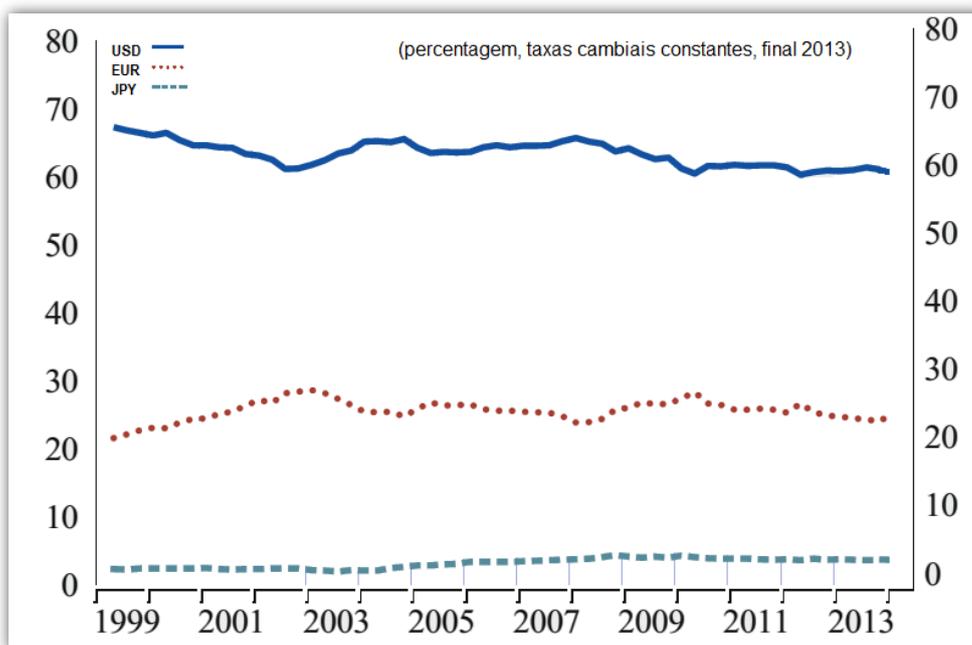


Figura 2 - Principais moedas de reserva de valor até 2014 (BCE, 2014).

Percentualmente, vemos que as três principais formas de reserva tem se mantido relativamente constantes após 2003. Em 2014 a exposição do euro às reservas internacionais aumentou ligeiramente atingindo \$1 519 mil milhões de dólares no final de agosto. De agosto até dezembro, porém, o euro sofreu uma forte queda, sendo divulgadas no final do ano de 2014, \$1 390 mil milhões de dólares em reservas de euros - o que representava 22.63% das reservas mundiais. Em contraste, o dólar aumentou o seu papel como reserva de valor, fixando-se em 62.32% da totalidade das reservas de valor no final do mesmo ano (COFER, 2015).

A acumulação *automática* de dólares pela diversificação de reservas estabilizadora, resultado das intervenções monetárias, permite aos Estados Unidos elevados défices a longo prazo, sem grandes consequências económicas negativas (VIOTTI, 2014). Adicionalmente, observa-se que, a pressão anti-inflacionária da acumulação externa de reservas permite aos Estados Unidos a continuação de programas agressivos de estimulação da economia, sem grandes problemas inflacionários adversos (*idem*, 2014).

Não se deve assumir contudo que, ser a economia emissora da principal reserva de valor internacional e moeda internacional não acarreta consigo desvantagens. O BCE não defende como prioritário políticas que destaquem o euro como principal

forma de reserva internacional (BCE, 2014). De facto, a acumulação externa de dólares e euros coloca pressões de apreciação sobre estas moedas. Segundo Bernanke, pelo papel do dólar enquanto principal forma de reserva, os fluxos provenientes das economias emergentes provavelmente sobrevalorizaram mais o dólar do que caso este não ocupasse o papel de principal moeda-reserva (2010). Adicionalmente, pelo facto de diversas matérias-primas serem cotadas em dólares, existe uma completa exposição à flutuação destas *commodities*⁴⁷. Em contraste, o valor do petróleo para os países europeus é influenciado pelo valor do barril de petróleo e pelo par cambial EUR/USD.

O relatório do *McKinsey Global Institute* (MGI) determinou que o benefício do estatuto de reserva do euro de 2007 a 2008 (23% das reservas divulgadas) teria sido de apenas 0.03% do PIB da Zona Euro (2009).

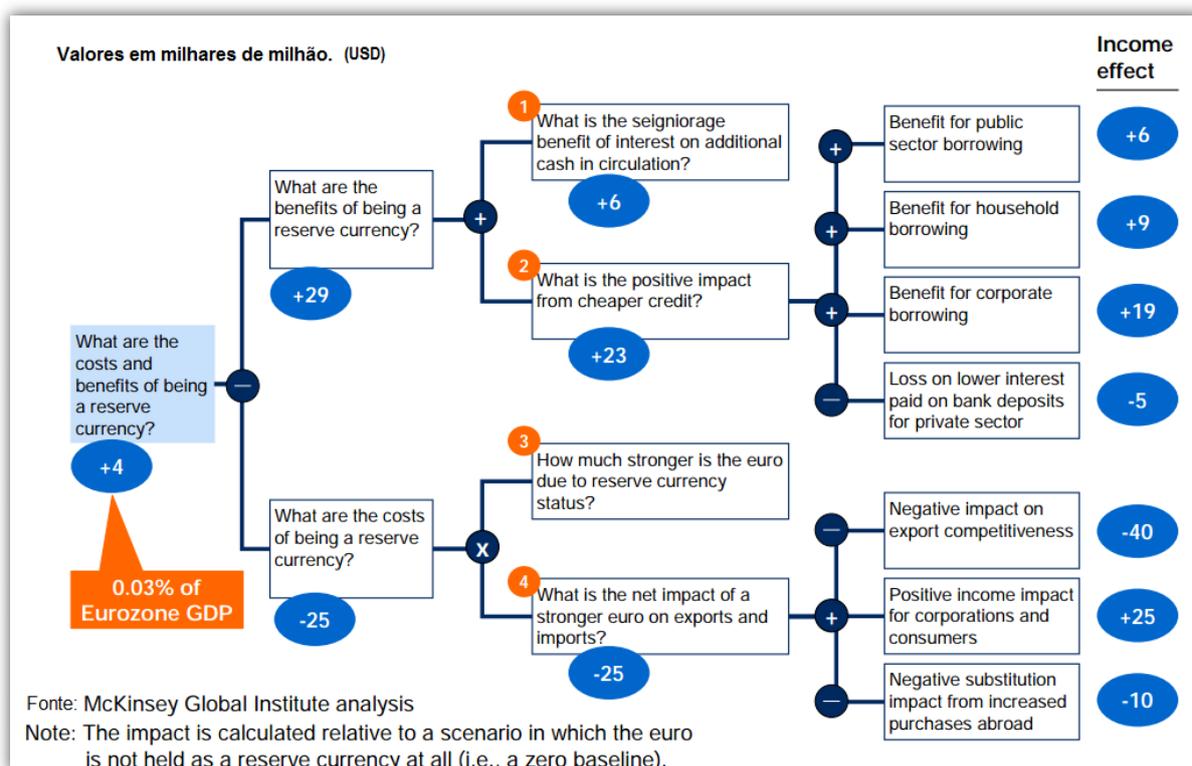


Figura 3 - Ganhos do papel do euro como reserva internacional (2007 - 2008) (MGI, 2009).

Em contraste, o papel do dólar tinha aumentado o PIB norte-americano em \$40 a 70\$ mil milhões de dólares em igual período, o que representava cerca de 0.3% a 0.5% do PIB total (*idem*, 2009).

⁴⁷ Isto pode ser visto como positivo ou negativo dependendo do valor relativo do dólar face a outras moedas.

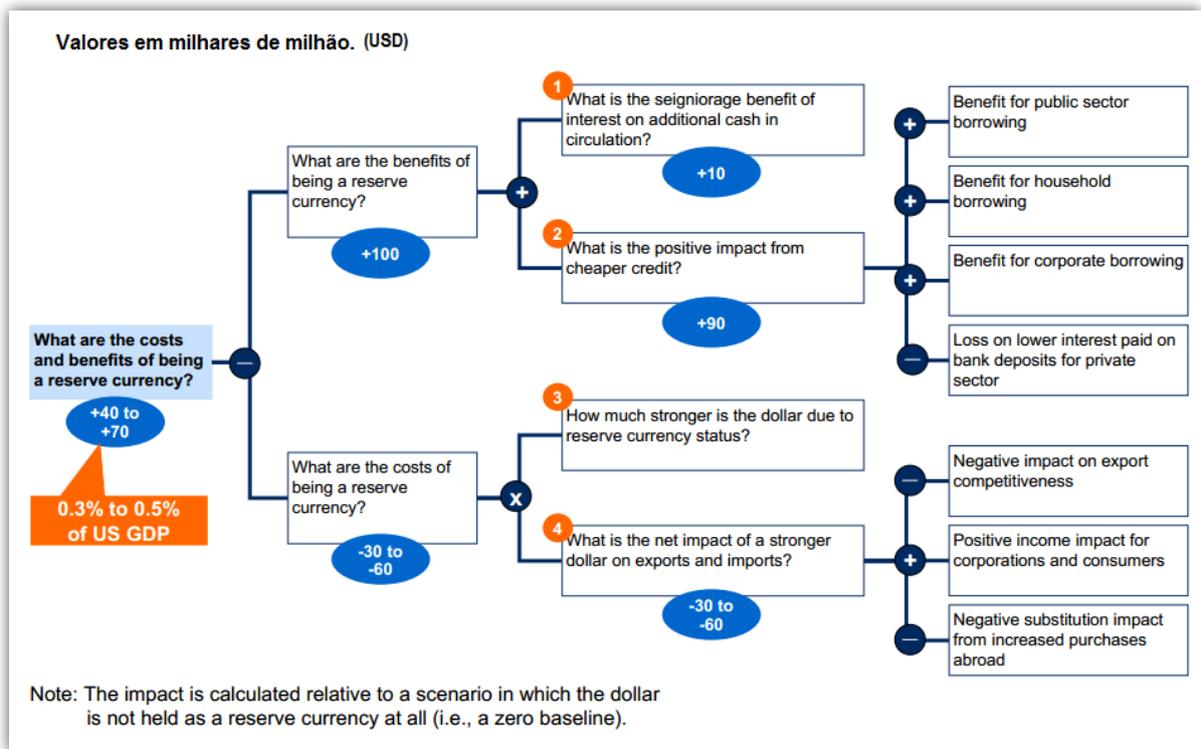


Figura 4 - Ganhos do papel do dólar como reserva internacional (2007 - 2008) (MGI, 2009).

O relatório do MGI demonstra assim que os benefícios do papel do euro são praticamente anulados pelos aspetos negativos. Os países da Zona Euro conseguem créditos mais apelativos mas com custos na competitividade como consequência de um euro mais apreciado (2009). O modelo estimava ainda em 2009, que no prazo de uma década, com um possível aumento do papel do euro como reserva de valor, os custos de financiamento externo devessem cair entre 50% a 100% e o euro valorizasse cerca de 10%. Esta apreciação teria no entanto efeitos negativos na competitividade das economias da Zona Euro, anulando por completo os benefícios económicos de uma moeda forte (MGI, 2009).

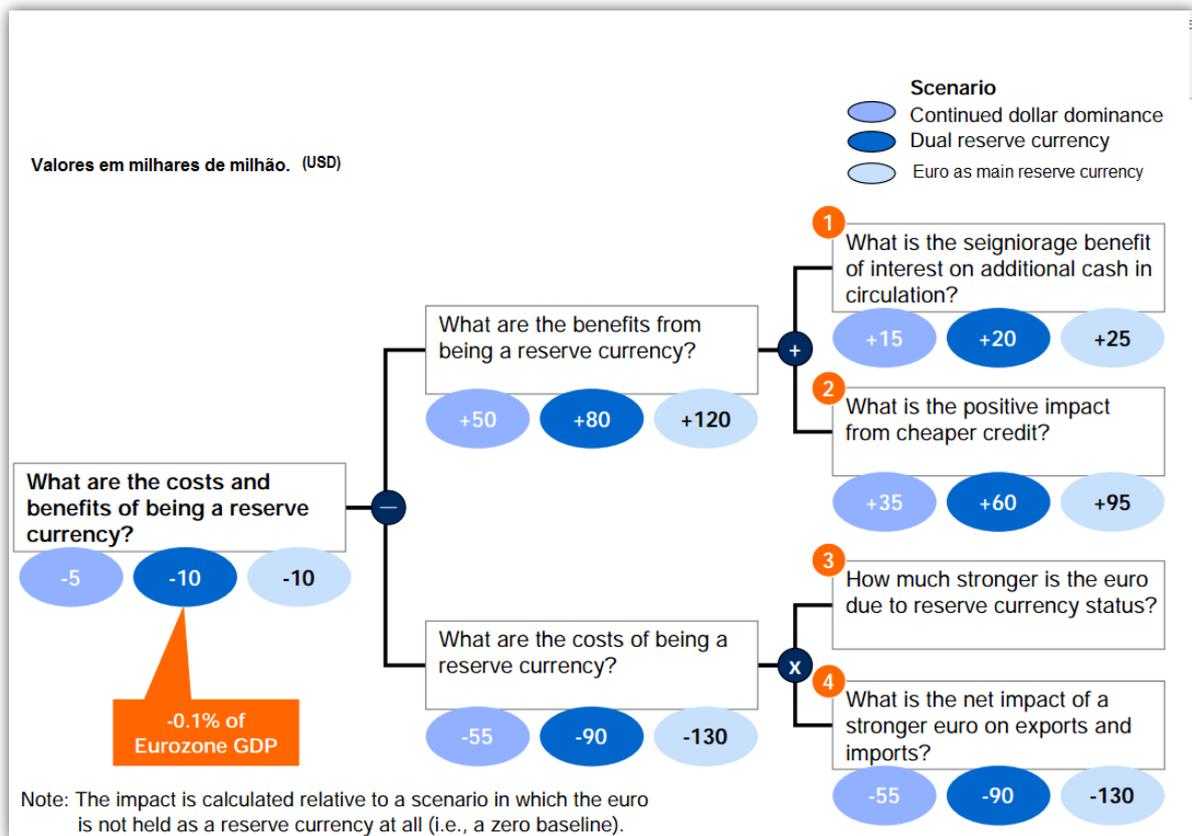


Figura 5 - Previsões impacto papel do euro em 2020 (MGI, 2009).

Assim, percebe-se que as vantagens significativamente mais vastas de se emitir uma moeda reserva de valor internacional são contrabalançadas com efeitos negativos nas exportações. O BCE, ao contrário dos EUA, não defende um voluntarismo político de aumento de uso internacional da sua moeda, o que é refletido pelas diferentes políticas monetárias - tidas como mais conservadoras na Zona Euro. De facto, Jean Claude Trichet, presidente do BCE à altura, veio afirmar em 2009 que o euro não tinha sido criado com objetivos de se tornar a principal moeda-reserva de valor internacional (2009).

3.2.1 Modelos precaucionais de acumulação de reservas

A crise financeira mundial e as assimetrias do SMI reacenderam discussões sobre o impacto da diversificação das reservas de valor, principalmente das economias emergentes que tentam reduzir a sua exposição ao dólar norte-americano. De facto, o colapso do sistema bancário e imobiliário dos Estados Unidos em 2008 e posterior *downgrade* do *rating* norte-americano exerceu enormes pressões sobre a relutância

do domínio do dólar (FRANKEL, 2013). Estas pressões sobre a moeda norte-americana e, principalmente após 2010, com o agravamento da crise europeia, sobre o euro, induzem a diversificação e acumulação de ativos em outras moedas como o dólar canadiano, dólar australiano e, apesar de problemas de convertibilidade, do *renminbi*. Por norma, durante as crises financeiras e problemas de credibilidade do sistema monetário, há também uma tendência positiva de compra de matérias-primas como o ouro, uma vez que pelas suas características é visto como uma alternativa ou *safe haven*⁴⁸ (AIZENMAN; LEE, 2005).

O conceito de diversificação de reservas pode assumir três formas, passiva, ativa e estabilizadora. A quantificação da importância relativa destes, no entanto, pode ser de difícil análise empírica (WONG, 2007). A diversificação passiva consiste da flutuação cambial das moedas e de taxas de juro dos países emissores e reservadores de moeda. Um país que reserve valor na forma da moeda A e B, aqui exemplificadas, se observar uma apreciação cambial da moeda A, ficará mais exposto a essa moeda. Por outro lado, se o valor cambial ajustado de A e B for semelhante, isto garante uma diminuição da exposição a uma determinada moeda. O efeito estabilizador da diversificação de reservas concretiza-se na intervenção dos bancos centrais, que com objetivos depreciativos sobre as suas moedas, acumulam assim reservas de valor. Por norma, isto ocorre quando os bancos centrais tentam estabilizar as suas moedas ou ancorar a outras. A diversificação ativa refere estratégias opostas, os bancos centrais alteram a composição das suas reservas de acordo com linhas de tendência macroeconómicas esperadas, aumentando as pressões cambiais neste sentido (*idem*, 2007). Quando os bancos centrais intervêm nos mercados cambiais, estão a acumular ou a vender reservas de valor. Na realidade, o impacto destas intervenções não é literal, estando interligadas a um universo de condições como taxas de juro, fatores especulativos e balanças de pagamentos (*idem*, 2007).

A manutenção de reservas de valor pode ser vista como um ajuste de precaução, refletindo a defesa contra a exposição cambial e irregularidades dos fluxos de capital (AIZENMAN; LEE, 2005). Estes modelos precaucionais de acumulação de reservas são tidos como inertes. Isto significa que pequenas oscilações de uma determinada economia são por norma rebalanceadas com o crescimento de outras. Outra

⁴⁸ Tido como garantia. Sinónimo de segurança.

consideração convencional, defendendo o ponto de vista estabilizador, é que os países com largas reservas de valor são por natureza relutantes em vender grandes quantidades das suas reservas, uma vez que isto poderia afetar o valor nominal do seu portefólio e induzir perdas (BCE, 2013).

Em contraste, estas medidas podem ser vistas em ligação com o mercantilismo, cujos objetivos refletem a defesa dos próprios interesses com prejuízo de interesses de terceiros. Situação particularmente refletida na economia chinesa e outras que procuram a competitividade cambial face ao dólar e euro. A acumulação de reservas atua como subproduto de políticas monetárias expansionistas destes países (AIZENMAN; LEE, 2005). Estas políticas, que privilegiam as exportações, empregabilidade e crescimento económico através de uma moeda fraca, são vistas como uma aproximação mercantilista das desvalorizações cambiais puras do séc. XX. Pela enorme acumulação de dólares, esta interpretação tem especial destaque nos debates que consideram o renascimento do sistema de Bretton Woods (DOMINGUEZ; HASHIMOTO; ITO, 2011).

Assim consideram-se duas aproximações, por um lado, a acumulação de reservas como prevenção contra as volatilidades cambiais, irregularidades de fluxos de capital e crises financeiras. Por outro lado, aos países que veem as suas reservas com crescimentos exponenciais, principalmente desde 1997 com a China e outras economias emergentes como a Índia, associa-se a acumulação de reservas ao mercantilismo (AIZENMAN; LEE, 2007). No caso dos países asiáticos, estas medidas ganharam destaque quando o crescimento industrial das suas economias colapsou. As medidas mercantilistas fiscais como subsídios e outras ajudas não tinham sido suficientes para sustentar o crescimento destas economias, como consequência, os bancos centrais adotaram políticas monetárias mais agressivas (AIZENMAN; SUN, 2009). Como a adoção destas políticas coincide muitas vezes com o colapso do crescimento e crises financeiras, torna-se difícil descorrelacionar medidas de precaução ao mercantilismo económico. Tanto que, estas medidas são vistas como mutualmente complementadas. O aumento de competitividade (não cambial) pode reduzir o custo da acumulação de reservas, o que favorece a adoção deste tipo de medidas. Por outro lado, o impacto adverso destas políticas, motivadas pelo aumento de competitividade a curto-prazo, podem funcionar como espoleta de medidas defensivas similares por outros países. Isto pode levar ao aumento global

de intervenções cambiais e de acumulação de reservas, que, por sua vez, dissipa possíveis ganhos competitivos (AIZENMAN; LEE, 2007). Assim, observa-se que para o mercantilismo monetário ser eficiente, os preços e os salários devem ser ajustados de forma extremamente morosa e os parceiros comerciais se devem abster de adotar medidas idênticas ou contra produtivas (*idem*, 2007).

Por outro lado, e apesar da forte queda do papel do ouro no SMI a partir da década de 1970, o ouro persiste como principal matéria-prima no sistema de reserva de valor mundial. Nos anos que se seguiram à crise de 2008, com a diversificação contínua dos bancos centrais, as reservas de valor em ouro aumentaram em cerca de 1800 toneladas (SANDERSON, 2015). Só em 2014, observou-se a acumulação de mais de 461 toneladas de ouro pelos bancos centrais, um valor 13% superior ao do ano anterior e segundo mais elevado desde o colapso do SMI em 1971 (SANDERSON, 2015).

Dos países que divulgam os valores absolutos desta diversificação, a Rússia tem ocupado o lugar de país com maior aquisição de ouro. Este tipo de redirecionamento de políticas deve-se a um conjunto de fatores como a diversificação através de ativos que não euros e dólares, assim como consequência dos recentes cortes nas relações entre estes países (ROSENFELD, 2014). Segundo Sanderson, esta redução da exposição da Rússia ao dólar deve-se à queda do preço do petróleo, às sanções sobre a Rússia, e principalmente, porque os mercados norte-americanos e europeus falharam ao assegurar a sua estabilidade (2015). Adicionalmente e pelas recentes disputas internacionais, não há interesse por parte da Rússia em comprar ativos que possam beneficiar a UE ou os EUA (SANDERSON, 2015). Assim, observa-se que com o conflito da Crimeia e, à posteriori, com a imposição de fortes sanções sobre a Rússia, levaram a que, em resposta, esta diversificasse as suas reservas de valor e suspendesse a compra de dívida pública e outros ativos financeiros europeus e norte-americanos (*idem*, 2015). A Rússia, que já no final de 2014, tinha avançado com uma postura ofensiva contra o dólar e o euro ao renegociar com a China e outros países, acordos que consagrassem o *renminbi* nas suas relações comerciais. Na mesma altura, o presidente Vladimir Putin admitia que a Rússia estava deliberadamente a afastar-se do dólar (ADAMCZYK, 2014).

3.3 Acordos multilaterais e reformas do SMI

O SMI é regulado por um conjunto de normas e organizações que asseguram a estabilidade dos fluxos de capitais. Em particular, deve possibilitar o comércio de bens e serviços, permitindo condições que garantam a estabilidade económica e financeira e, da mesma forma, deve facilitar o ajustamento de choques económicos.

Pela enorme exposição das economias ao dólar, o atual SMI é, *de facto*, um *dólar-standard*. Um sistema que permite grande liberdade cambial e de acumulação de reservas, assim como, de restrição à mobilidade de capitais. Isto permite aos países atingirem os seus objetivos internos mas com elevadas repercussões no crescimento e comércio internacional. Reiteram-se lacunas do SMI, focando a falta de mecanismos automáticos de reequilíbrio económico, os fluxos de capitais voláteis e as taxas cambiais que, quando permanentemente desajustadas, podem ter efeitos catastróficos. Adicionalmente, a acumulação exponencial de reservas em dólares e euros que, conseqüentemente criam fortes pressões apreciativas e deflacionárias sobre as respetivas economias.

O FMI, estabelecido após a Segunda Guerra Mundial, tem como objetivo a cooperação e resolução de problemas do SMI. Os membros do FMI afirmam acordar com os artigos do quadro normativo do Fundo, promovendo um sistema de taxas cambiais estável com a adoção de políticas concordantes com este objetivo.

No entanto, diversos autores consideram como o cerne da necessidade de reforma as assimetrias provocadas pelo atual *sistema de reserva global*. De facto, a multilateralização gradual do sistema de reserva já existe, mas apresenta-se como um processo extremamente moroso.

3.3.1 Sistema multipolar

Em 2010, quase meio século depois das visões *Gaulistas*, Nicholas Sarkozy, ex-presidente de França, soa o eco ao reiterar a necessidade de cooperação entre UE e os EUA na criação das regras para o *amanhã*, rejeitando a hipóteses que um único país e moeda possam ocupar o papel dominante no atual sistema monetário (VIOTTI, 2014). Segundo Eichengreen, a necessidade da reforma do SMI torna-se novamente evidente. Uma importante reforma é o retorno a um sistema multipolar.

De facto, o SMI consagrou durante a história quase sempre um sistema diversificado de moedas-chave, o domínio do dólar desde a segunda metade do séc. XX, representa, uma *aberração histórica* (2011).

No período da Guerra Fria, o domínio do dólar, assim como a dependência da Europa e Ásia Oriental nos aspetos de segurança e defesa, representava um importante instrumento para os Estados Unidos na imposição da sua política monetária (VIOTTI, 2014). Os países ocidentais da Europa, o Japão, a Coreia do Sul e outros países asiáticos, consideravam que a defesa do dólar era do interesse norte-americano, mas também do seu próprio interesse. Após a Guerra Fria, contudo, esta lógica de manutenção da posição do dólar, apesar de ainda existir, foi perdendo suporte dando origem a uma visão mais multilateralista (*idem*, 2014).

Com o aumento da credibilidade europeia e resolução completa dos problemas fiscais internos à UE, aliado a uma consolidação de maior integração fiscal e política, o papel do euro deve assumir uma tendência francamente positiva nos próximos anos (BCE, 2014). Como consequência, o dólar, como reserva mundial de valor tem caído de valores perto dos 75%-85%, na década de 1970, para cerca de 62% no final de 2014 (COFER, 2015). No entanto, a hegemonia do dólar permanece, principalmente pelos países acionistas do FMI e Banco Mundial. Fundadas pelo sistema de Bretton Woods, estas organizações têm como base de criação, interesses norte-americanos que foram bem-sucedidos ao impor as suas vontades, contribuindo para este ponto a forte economia⁴⁹ norte-americana e a já pronunciada utilização internacional do dólar.

Recorda-se que, o papel de reserva gera procura de ativos substancial pelos governos e empresas - uma vez que são necessários para reservar valor e assegurar relações comerciais. Isto permitiu ao governo norte-americano défices públicos extremamente elevados, ano após ano; uma economia que cresceu com políticas monetárias expansionistas e elevados investimentos públicos, garantidos em boa parte, por financiamento externos baratos (CANZONERI *et al.*, 2013).

⁴⁹ A economia norte-americana era bem-sucedida relativamente às economias europeias e asiáticas. Contudo, este poder económico *relativo* deu-se em parte pela consequências da Segunda Guerra Mundial, que afetou principalmente os países europeus e asiáticos – economias que poderiam fazer face aos EUA.

No entanto, apesar do SMI ainda estar longe de um sistema multilateral, as alterações já começaram; a Rússia e outras economias, movem-se novamente para o ouro; o bloco asiático, une-se, assegurando relações comerciais em moedas que não o dólar, criam cestos de moedas que visam a estabilidade monetária interna da região ao invés de esta ser assegurada pelo papel do dólar e, conseqüentemente, pela economia norte-americana. A UE, mantém a sua posição de neutralidade, concentrando-se na suas políticas internas em volta da moeda regional europeia. As economias emergentes acordam e elaboram propostas de criação de novas organizações internacionais em par com o FMI e Banco Mundial, que ao invés de prevalecerem quase em exclusivo os interesses das economias desenvolvidas, defendem os interesses dos países emergentes como Brasil, Rússia, Índia e China (BRIC)⁵⁰. De facto, o produto interno das economias emergentes tem aumentado de forma significativa nos últimos anos. O produto combinado destas quatro economias atingia em 2014 \$16.7 biliões de dólares, o que se aproxima cada vez mais dos \$17.4 e \$18.4 biliões de dólares dos EUA da EU, respetivamente (WEOD, 2014). Adicionalmente, considere-se as reservas de valor destas economias que superam mais de metade⁵¹ das reservas mundiais oficialmente divulgadas. Em contraste, os países do G7, que controlam apenas 20% das reservas mundiais, menos de 7%, se excluirmos o Japão (COFER, 2015).

Com base nestes valores, observa-se uma reforma estrutural significativa. O Novo Banco de Desenvolvimento⁵², proposto pelas principais economias emergentes, entrou oficialmente em funcionamento a 15 de julho de 2014, assegurando reservas superiores a \$100 mil milhões de dólares, que poderão servir como financiamento de emergência a estas economias (DESAI; VREELAND, 2014). Estas reformas unilaterais, e não a nível mundial, têm por base o mau funcionamento das já implementadas organizações como o FMI. De facto, as economias emergentes apelam a um maior poder de decisão sobre o atual funcionamento do SMI. Assumindo a Bélgica, por exemplo, mais poder de decisão dentro do FMI do que o Brasil⁵³ (FMI, 2015).

⁵⁰ Foi posteriormente reformulado para BRICS, ao englobar a África do Sul.

⁵¹ Este valor supera os 75% quando se abrange todas as economias emergentes.

⁵² New Development Bank (NDB) ou BRICS Bank

⁵³ Em parte, isto deve-se ao facto do poder de voto ainda estar linearmente relacionado com a cota de DSE. Este sistema sofreu uma reforma em 2010 mas que ainda não se encontra ativa (FMI, 2010)

Segundo alguns autores, as organizações mundiais falharam ao se ajustarem ao novo poder económico dos países emergentes. Modestas reformas em 2007 e mais tarde em 2010 previam maior capacidade de decisão para as economias emergentes, contudo, diversas barreiras nos sistemas jurídicos dos países desenvolvidos impediram que tal acontecesse (HALLIGAN, 2014). Os BRICS moviam-se assim no sentido de estabelecerem novas regras e novas instituições que pudessem defender os seus interesses (DESAI; VREELAND, 2014).

Relativamente à principal moeda veicular, tal como na principal forma de reserva internacional, o dólar mantém-se como principal meio de transação de bens e serviços, ativos e *commodities* (VIOTTI, 2014). Este domínio deu-se principalmente por meio dos investimentos, financiamentos e empréstimos norte-americanos após a 2GM, ou seja, pelos défices da balança de pagamentos na fase de reconstrução da Europa e do Japão, e, a partir dos anos 1980, pela inundação de dólares por meio dos défices crescentes na conta-corrente americana (CONTI, PRATES, PLIHON, 2013).

Mas mesmo este domínio enquanto moeda de cotação e transação de matérias-primas está em risco. A procura energética da China e consequentes acordos tem aumentado o número de transações em RMB, o que significa que existira um forte decréscimo do dólar neste aspeto. As transações em dólares atingiam apenas 33% em 2013, uma queda significativa face aos 55% em 2001 (HALLIGAN, 2014). Segundo Halligan, dentro de uma década poderemos ver a diversificação da utilização de moedas pelos bancos centrais - englobando ativos em dólares, euros e as quatro moedas dos BRIC. Até mesmo moedas virtuais como o caso do *Bitcoin*⁵⁴ poderão servir de forma diversificadora das reservas de valor (2014).

Não se defende que a criação de um sistema monetário multipolarizado possa resolver por completo as discrepâncias dos fluxos de capitais mundiais e, caso aconteça, deverá ser um processo de várias décadas. Contudo, objetivando-se menor sensibilidade do euro às pressões deflacionárias e apreciativas, a diversificação em ativos alternativos às principais moedas, assim como a implementação dos DSE, constituem um conjunto de fenómenos que se defende como positivos.

⁵⁴ O princípio do *Bitcoin* reflete o princípio de escassez do ouro e outras matérias-primas que sempre foram utilizadas como formas de reservar valor.

3.3.2 Direitos de Saque Especial

Estes processos de multilateralização podem ser desenvolvidos com novas ações políticas como a criação de uma Conta de Substituição DSE, enfraquecendo o papel do dólar como reserva-internacional e, conseqüentemente, dando mais destaque aos Direitos de Saque Especial (MOGHADAM, 2011).

Em 2009, Zhou Xiaochuan, governador do Banco Popular da China, veio sugerir a substituição do dólar pelos DSE, defendendo que traria maior estabilidade para o SMI, sendo esta ideia também defendida pela Rússia e outros mercados emergentes (2009). Transformar o *padrão dólar* num sistema baseado nos DSE constituiria a rutura de uma política que dura há mais de 60 anos (WIJNHOLDS, 2009). Os DSE foram introduzidos em 1969 para complementarem aquilo que na altura era visto como um nível inadequado de reservas globais, posteriormente, por modificação nos estatutos do FMI, foram consagrados como principal futuro ativo de reserva de valor (*idem*, 2009). Porém, isto não aconteceu, uma vez que as reservas mundiais de dólares assumiram valores percentuais enormes e a proporção de DSE revelou-se diminuída e incapaz de assumir o papel de moeda supranacional.

Como no caso da libra, o domínio do dólar no SMI pode ser reduzido de duas maneiras. Uma possibilidade consiste na erosão gradual do dólar como moeda de reserva, em prol do euro e outras moedas. No entanto, apesar do papel internacional do euro estar a ser reforçado desde a sua criação, especialmente na sua utilização nos mercados financeiros, é difícil prever que supere o dólar como moeda de reserva dominante no futuro previsível. Segundo Wijnholds, um desfecho deste tipo provavelmente só seria possível caso se reunissem duas condições: em primeiro lugar, se o Reino Unido aderisse à moeda única e, em segundo lugar, os Estados Unidos cometessem graves erros que abalasses a confiança no dólar. Esta última condição poderá já ter sido parcialmente preenchida, mas as políticas norte-americanas e de países terceiros de estabilização ajudam a evitar uma grande queda do papel do dólar no SMI (2009). Face à improbabilidade de a hegemonia do dólar ser seriamente afetada pelas forças do mercado, pelo menos a curto e médio prazo, a única forma de se conseguir uma forte redução do seu papel como moeda de reserva é através de um acordo internacional (XIAOCHUAN, 2009). A proposta da China vai nesse sentido.

Uma maneira de fazer com que os DSE se tornem uma moeda de reserva importante em relativamente pouco tempo seria criar e atribuir um vasto montante de novos DSE aos membros do FMI. Os líderes do G-20 teriam de acordar e decidir apoiar a alocação de 250 mil milhões de dólares em DSE, porém isto apenas aumentaria a proporção dos DSE nas reservas internacionais em não mais de que 4% (WIJNHOLDS, 2009). Seria preciso desbloquear perto de três biliões de dólares em DSE por via das alocações para que se tornassem no principal ativo de reserva, o que é uma proposta irrealista (*idem*, 2009).

No entanto, há uma forma mais realista de aumentar o peso dos DSE. Em 1980, o FMI esteve perto de adotar a chamada Conta de Substituição DSE (BERGSTEN, 2007). A ideia era permitir que os países que considerassem estar excessivamente expostos ao dólar, mais do que aquilo que desejavam, pudessem convertê-los em DSE. A conversão ocorreria fora dos mercados e, por isso, não pressionaria a depreciação do dólar. Os países membros receberiam um ativo mais estável do que o dólar, uma vez que era baseado num cabaz de moedas, dando-lhes assim uma melhor proteção contra perdas (*idem*, 2007). Este plano foi eventualmente abandonado porque alguns dos maiores acionistas do FMI não se mostraram recetivos às modalidades necessárias com vista à partilha de riscos (WIJNHOLDS, 2009). Considerações políticas à parte, os grandes detentores de dólares poderiam ser cativados pela ideia de uma conta de substituição que os protegeria contra fortes oscilações do valor da moeda norte-americana. Contudo, mesmo que se crie uma Conta de Substituição DSE, é pouco provável que a proporção do dólar nas reservas internacionais diminua para um nível equivalente à do euro e outras moedas. O dólar continuará a ser importante para muitos países como meio de intervenção nos mercados cambiais e principal forma de reserva de valor.

A passagem para um regime de câmbios flutuantes pelas maiores economias na década de 1970 tinha adiado a necessidade de implementação dos DSE, contudo, esta mesma protelação veio gerar fortes instabilidades no sistema monetário e a regressão em alguns países, para um sistema cambial manipulado (BERGSTEN, 2007). A Conta de Substituição DSE não seria a solução para todos os problemas do SMI mas, a sua utilização antecipada poderia ter minimizado os riscos e desequilíbrios do sistema financeiro mundial (MOGHADAM, 2011).

Segundo Bergsten, a estabilidade do SMI é responsabilidade última do FMI (2007). Um dos seus objetivos fundamentais é evitar a réplica das políticas *beggar-thy-neighbor* que levaram eventualmente à Grande Depressão, criando medidas que impeçam o mercantilismo e as desvalorizações competitivas (BERGSTEN, 2011). Ainda assim, a China, que não revela a totalidade das suas reservas, intervém nos mercados cambiais com a compra diária de mais de mil milhões de dólares, enfraquecendo o *renminbi* e valorizando o dólar. Isto representava segundo Bergsten e dados de 2011, uma subvalorização de cerca de 20%, equivalente a subsídios às exportações de 20% e iguais taxas às importações (2011). *This is by far the largest protectionist measure adopted by any country since the Second World War—and probably in all of history (idem, 2011).*

3.3.3 Quadro normativo do FMI

"The result could ultimately be that - disgusted with the Fund's failure reasonably to fulfill its assigned responsibilities- others will be given the job."

Michael Mussa, 2007. p.75.

Várias críticas são direcionadas ao funcionamento do FMI. Akyüz foca o artigo IV do FMI relativamente à supervisão⁵⁵, regulação e fiscalização das medidas e políticas monetárias dos países (2010).

No entanto, os membros do FMI, muitas vezes não atuam em prol da estabilidade do SMI, a não ser que tal beneficie a sua própria economia, e de facto, não estão obrigados a fazê-lo. O sistema de Bretton Woods reconhecia que a disciplina de todos os membros na condução das suas políticas monetárias exigia a determinação de obrigações claras. Mudanças nas taxas cambiais significativas, por exemplo, careciam de autorização do FMI (RICKARDS, 2011). Atualmente e apesar da promulgação da Segunda Emenda do quadro normativo do FMI, as desvalorizações competitivas persistem como um anátema (BERGSTEN, 2013). Os artigos do FMI de facto não poderiam proibir que um país estabeleça as taxas cambiais que mais reflitam os seus interesses (AHAMED, 2009). No entanto, o art.º IV do FMI refere a obrigação de colaboração multilateral em assegurar um sistema de taxas cambiais

⁵⁵ Silva refere que o artigo IV falha no seu conceito institucional, que é por norma bilateral e não consegue ter uma visão multidimensional (2013).

estável e promover a redução de imparidades do SMI (FMI, 2011b). Adicionalmente, compromete os membros a evitarem a manipulação cambial como forma de ganhar vantagem competitiva.

“(iii) avoid manipulating exchange rates or the international monetary system in order to prevent effective balance of payments adjustment or to gain an unfair competitive advantage over other members” (idem, 2011b, p. 6).

Assim, observa-se que o quadro legal do FMI já suporta a defesa multilateral contra as desvalorizações competitivas. Existem limitações às diferentes políticas cambiais, impedindo que os membros adotem medidas mercantilistas, contudo, neste último ponto existe uma variável de intenção, que é sempre de difícil análise (BECKINGTON; AMON, 2011). O FMI, no entanto, que atualmente abrange grande parte dos países desenvolvidos e economias emergentes⁵⁶, aqui particularmente focados - UE e China, possui autoridade suficiente para condicionar a política cambial de um membro se existir razoável consenso que tal possa atuar como fator destabilizador para o funcionamento do SMI. Porém, num sistema monetário que não tem sofrido reformas substanciais desde a década de 1970, o FMI, em contraste com a Organização Mundial do Comércio (OMC), não possui mecanismos suficientes para impor estas normas. *“The relevant text of the IMF's Articles of Agreement on exchange arrangements is only sufficient if the members' political consensus for meaningful enforcement is present”* (BECKINGTON; AMON, 2011, p. 246).

3.3.4 Acordos multilaterais, G20 e G7

Durante a última década, os Estados Unidos têm exercido maior pressão sobre a China para permitir a apreciação do *renminbi* face ao dólar mas o seu sucesso tem sido bastante modesto, principalmente, pela falta de medidas internacionais efetivas e procedimentos multilaterais para este propósito. No caso do FMI, a maior necessidade é a criação de medidas que permitiam o emprego eficaz de duas normas já existentes. A proscrição de políticas mercantilistas de desvalorização de moedas, manipuladas através da intervenção cambial a larga-escala, e a obrigatoriedade de acordos prévios entre os países intervenientes sobre a

⁵⁶ Atualmente fazem parte do FMI 188 países, com objetivos de promoção de crescimento mundial, cooperação monetária e eliminação de possíveis barreiras ao comércio internacional.

depreciação cambial objetivada (VIOTTI, 2014). O quadro de normas do FMI deve assim ser reforçado e acordado de forma multilateral para sancionar efetivamente países que visam medidas mercantilistas e que sejam responsáveis pela intervenção monetária. *"We underscore the importance of enhancing the credibility, legitimacy and effectiveness of the Fund"* (G20, 2013, p. 3).

Robert Scott, defendendo os interesses unilaterais norte-americanos, apela ao fim da manipulação monetária como forma de criar milhões de postos de emprego nos Estados Unidos (2014). Contudo, tenta-se analisar esta problemática de uma forma mais liberal e multipolarizada. Para além da intervenção cambial defensiva⁵⁷ anteriormente referida, uma nova medida, vista como estabilizadora do SMI, seria a criação de taxas sobre as reservas internacionais (GAGNON; HUFBAUER, 2011). Isto seria, pelo facto da acumulação de reservas ser um subproduto da intervenção cambial⁵⁸, uma forma progressiva de reajuste a uma escala mundial. Sendo prático contudo, nenhuma economia bem-sucedida aceitaria este tipo de medidas. O que se observa no entanto, é que quais quer que sejam as medidas do FMI, estas terão que ser suportadas e acordadas pela maior parte dos países desenvolvidos e economias emergentes.

Bergsten considera que as medidas pela ótica do comércio são substancialmente menos eficazes que as alternativas monetárias e reajustes ao SMI (2013). Pela ótica monetária, ao corrigir ou precaver as manipulações monetárias mercantilistas, atuariam como medidas globais e uniformes ao invés das medidas comerciais que se aplicam principalmente às relações comerciais bilaterais. No entanto, uma vez que a OMC já possui os instrumentos e mecanismos para sancionar estes desequilíbrios, as políticas comerciais da OMC não devem ser postas de parte. Em contraste, o FMI necessita ainda de desenvolver medidas eficientes para desempenhar o papel de organização internacional estabilizadora. Estes fundamentos de reforma do SMI são contudo processos extremamente morosos (BERGSTEN, 2013).

⁵⁷ No caso particular da China, pelo facto de o *renminbi* não ser completamente convertível, a intervenção cambial defensiva também pode não ser completamente eficiente. Este problema observa-se principalmente nas relações Sino-nipónicas e, no geral, dos restantes países asiáticos com a China.

⁵⁸ Uma questão técnica desde ponto cinge-se à intervenção discursiva, que a curto prazo pode ser tão efetiva ou mais do que intervenção efetiva nos mercados cambiais.

Assim, a UE deve intervir neste aspeto como forma de garantir maior consenso político, permitindo maior eficácia do FMI na definição expressa e sanção de desvalorizações competitivas e objetivas ao ganho desproporcional. De facto, a defesa conjunta dos interesses económicos europeus através de acordos multilaterais não é algo novo. Os impérios britânicos, franceses, portugueses e espanhóis do séc. XIX dependiam da coordenação e acordos de convertibilidade e liquidez internacional do ouro e de reservas monetárias, assim como de financiamentos externos (VIOTTI, 2014). Diferenças à parte, a ideologia multilateral não é fácil de se alcançar.

A União Europeia deve seguir uma aproximação multilateral junto do G20, FMI e outros países não manipuladores. Países como os Estados Unidos, Brasil, Canadá e outras economias afetadas pela desvalorização competitiva são os potenciais candidatos. O Japão, apesar de fortemente interventivo⁵⁹, tem criticado da mesma forma a China e poderia ser visto como potencial candidato, contudo, recentes acordos bilaterais com a China têm reduzido as pressões sobre o *yen*.

O G7 tem mantido esforços em assegurar que todos os membros coordenem e acordem previamente quaisquer intervenções cambiais.

"We, the G7 Ministers and Governors, reaffirm our longstanding commitment to market determined exchange rates and to consult closely in regard to actions in foreign exchange markets."

G7 Ministros das Finanças e Bancos Centrais, 12 de fevereiro de 2013.

O G20, de uma forma mais ampla, acordou em não intervir nos mercados cambiais com objetivos cambiais competitivos.

"We reaffirm our commitment to cooperate for achieving a lasting reduction in global imbalances [...] we reiterate our commitments to move more rapidly toward more market-determined exchange rate systems and exchange rate flexibility to reflect underlying fundamentals, and avoid persistent exchange rate misalignments and in this regard, work more closely with one another so we can grow together. [...] We will not target our exchange rates for

⁵⁹ O Japão tinha instituído uma defesa unilateral de intervenção cambial defensiva contra a China mas sem sucesso.

competitive purposes, will resist all forms of protectionism and keep our markets open.

Comunicado G20, Ministros das Finanças e Bancos Centrais, Moscovo, 15-16 fevereiro 2013. p. 1.

Estes compromissos, contudo, têm caráter limitado e ineficaz. Membros do G7 podem intervir nos mercados cambiais mesmo que isto possa suscitar respostas negativas pelos restantes membros. Os membros do G20, apesar do referido anteriormente, podem afirmar que as suas políticas monetárias expansionistas têm outros propósitos, que não a desvalorização competitiva. Assim, estas declarações pelos membros do G20 não devem ser tidas como fator suficiente para a descontinuidade de medidas mercantilistas no SMI (TRUMAN, 2012). Reitera-se a necessidade de um quadro de normas permanentes e globais, assim como a definição explícita de conceitos chave.

Assim como todas as anteriores reformas estruturais, pode ser necessário choques adversos significativamente graves para desencadear medidas mais agressivas ou em maior concordância sobre como redirecionar estes problemas. Estes, desde o séc. XX., foram a origem da maior parte das reformas estruturais do SMI. Defende-se a possibilidade de que este tipo de políticas deve desencadear reações nas restantes economias e organizações internacionais, sob normas e procedimentos multilateralmente acordados. Os países que consagram políticas de desvalorização competitiva devem ser claramente considerados pela Comunidade Internacional como ameaças à estabilidade. Este era um dos objetivos do sistema Bretton Woods mas, ironicamente pela relutância dos EUA, estas medidas permaneceram ineficazes ao longo do tempo (BERGSTEN, 2013).

3.4 Quantitative easing europeu⁶⁰

Apesar da recente recuperação económica de alguns Estados-membros, a economia da Zona Euro, com uma taxa anual de crescimento do PIB prevista para 2015 pouco superior a 1%, continua sem dinamismo (RANDOW, 2015). Mesmo a taxa de crescimento da Alemanha foi em 2014 bastante modesta, fixando-se nos 1.5% (EUROSTAT, 2014b). O PIB de Portugal, Itália, Espanha e Grécia, assim como de forma global, da Zona Euro, teve um desempenho negativo em 2013 (*idem*, 2014b). O abrandamento do crescimento e o elevado desemprego não são os únicos problemas da Zona Euro. A taxa de inflação anual de apenas 0,5%, está agora muito perto de valores nulos e, mesmo um pequeno choque poderia arrastar este valor para território negativo e impulsionar uma espiral de descida dos preços (EUROSTAT, 2014a). Uma possível deflação enfraqueceria a procura agregada através do aumento dos preços, valor real das dívidas dos particulares e das empresas, assim como pelo aumento das taxas de juro reais. Uma menor procura poderia, por sua vez, agravar a descida dos preços provocando uma perigosa turbulência deflacionária (FELDSTEIN, 2014).

Uma vez que o QE do BCE tem sido defendido como uma forma de estimular a economia, enfraquecer o euro e desencadear maior inflação, torna-se relevante analisar a utilização deste tipo de políticas pelo Sistema de Reserva Federal norte-americano. Em suma, o seu impacto foi pouco pronunciado. Até meados de 2014, o valor do dólar, ajustado à inflação, estava nos mesmos níveis de 2007 (FRED, 2015). O valor do dólar permaneceu então relativamente estável durante mais de três anos de *quantitative easing* - e, na verdade, aumentou durante 2013 quando a compra de ativos do SRF atingiu um máximo de mais de um bilião de dólares (FELDSTEIN, 2014). Objetivamente, outros fatores influenciaram o valor do dólar durante este período, no entanto, segundo Feldstein, o comportamento das flutuações do valor do dólar durante o período do *quantitative easing* não oferecem bases suficiente para a defesa de programas de compra de ativos a larga escala como forma de levar à depreciação cambial e inflação (2014). Quanto às taxas de inflação, o programa QE não provocou nenhum aumento significativo. O índice de preços no consumidor atingia 1,6% em 2010, aumentando temporariamente em

⁶⁰ Face às recentes medidas do BCE, que produzem efeitos semelhantes às medidas defensivas aqui referidas, foi adicionado este capítulo, propondo fazer uma pequena referência à ótica mercantilista das medidas do Banco Central Europeu.

2011 e 2012, antes de regressar para níveis perto de 1.5% em 2013 - ano em que se atingiu o pico na compra de ativos (BLS, [s.d]).

Nos últimos anos a intervenção do BCE manteve-se relativamente passiva, contudo, no início de 2015, face ao agravamento dos problemas de deflação e de baixo crescimento económico, o BCE adotou políticas monetárias mais expansionistas. As taxas de juro do BCE aproximam-se do zero e tal como aconteceu nos Estados Unidos, o BCE iniciou um processo de compra de títulos da dívida pública soberana dos países europeus, injetando liquidez no Eurossistema (NEWLANDS, 2015).

Assim como do outro lado do Atlântico Norte, o FMI considera que se trata de políticas internas e que não deverão ser consideradas como medidas mercantilistas. Contudo, no breve espaço de tempo entre finais de 2014 e meados de janeiro de 2015, o euro depreciou face ao dólar norte-americano e ao *yen* cerca de 9% e 13%, respetivamente. O primeiro ministro da Nova Zelândia, lembrando os casos do Japão e Estados Unidos, veio comentar e defender que este tipo de medidas são limitadas e que a UE deve procurar da mesma forma, reformas estruturais que suportem os efeitos benéficos do novo programa europeu (BARNATO, 2015).

Assim, o BCE começa agora e apesar da relutância de alguns países, com medidas alternativas como o QE. No entanto, segundo Soto, os problemas europeus são causados pela persistente sobrevalorização do euro (SOTO, 2012), estas medidas, são efetivamente demasiado contidas e tardias (NEWLANDS, 2015).

Apesar de internas e teoricamente não enquadradas na ótica mercantilista, estas políticas têm efeitos negativos sobre países terceiros, principalmente economias emergentes (FIC, 2013). Em 2011, muitos dos efeitos das políticas norte-americanas começavam a surgir efeitos negativos nas economias do Brasil e Egito (RICKARDS, 2011). Na hipótese mais idealista, a desvalorização competitiva permite *roubar* crescimento das economias emergentes, na pior contudo, degenera as relações multilaterais de cooperação produzindo ciclos de contramedidas, inflação, recessões e em último caso, conflitos (*idem*, 2011). Devem ser abordadas outras medidas pela UE e BCE. A alteração de normas globais deve ser prospetivada, seguindo uma aproximação multilateral de prevenção e não de correção.

4 Conclusões

O SMI sempre consagrou os metais preciosos como o principal meio de valor e de comércio, no entanto, este sistema proporcionava diversos problemas pois o aumento da oferta de moeda, necessário a uma inflação adequada a um crescimento sustentado, era condicionado pela exploração mineira.

Quando o padrão-ouro se globalizou, em parte pela influência das economias mais desenvolvidas, a convertibilidade e a livre mobilidade de capitais chocavam com as economias que necessitavam de uma moeda depreciada. Adicionalmente, os fluxos irregulares de ouro, agravados pela procura descontinuada dos países superavitários e fluxos de capitais severos, pressionavam os países devedores e a estabilidade monetária.

No período entre-guerras, os problemas económicos levaram à exploração de lacunas do SMI ao permitir políticas que objetivassem os desequilíbrios cambiais como forma de se obter vantagem desproporcional. A década de 1930 foi um bom exemplo disso. Após a Grande Depressão, os problemas económicos fecharam as economias e levaram à adoção de políticas protecionistas e de desvalorizações competitivas como forma de se recuperar e estimular o crescimento económico.

Apesar de existirem diversas semelhanças entre o período entre-guerras e a atualidade, é importante destacar as diferenças. Tal como na Grande Depressão, alguns países são atualmente *atacados* com pressões apreciativas e deflacionárias como resultado de políticas mais agressivas de outros países, contudo, são fenómenos relativamente isolados quando comparados com os das décadas de 1920 e 1930. Isto deve-se em parte à criação de novas organizações de supervisão e de restrição de políticas que objetivassem o ganho desproporcional de competitividade. Durante a 2GM, os decisores políticos tinham concluído que, sem estas organizações, os choques adversos às economias levariam inevitavelmente ao protecionismo extremo, desequilíbrios cambiais e a problemas inflacionários.

Com base nas visões de Keynes, White e outros grandes teorizadores, o FMI visava agora um quadro normativo concreto como forma de controlar os fluxos de capitais e as políticas monetárias dos países, numa tentativa de se acautelarem situações idênticas às que destronaram o crescimento mundial, relações internacionais e a

estabilidade social na década de 1930, que, eventualmente, levaram à eclosão da Segunda Guerra Mundial. Atualmente, ainda se perspetiva o pleno funcionamento destas organizações, que são ainda ineficazes nas suas medidas, e que, por razões institucionais ou geopolíticas, não defendem em pleno os interesses múltiplos das economias mundiais.

Desde a sua introdução, o euro estabeleceu-se como segunda principal moeda internacional. De facto, o poder económico Europeu dita que tal aconteça. Suportado por políticas objetivas à estabilidade dos preços, as economias emergentes agora fortemente expostas ao dólar, consagram o euro como uma alternativa às restantes moedas. A dimensão da economia europeia alterou efetivamente a estrutura do SMI contudo, este persiste, face à hegemonia do dólar, assimétrico.

O domínio da moeda norte-americana, apesar de positivo para a orientação do crescimento dos EUA - que visa políticas expansionistas, quando imposto ao BCE, leva a que a elevada exposição do euro nas reservas internacionais entre em conflito com o modelo europeu. De facto, a forte relutância às políticas expansionistas tem permitido que os desequilíbrios cambiais se reflitam sobre a competitividade das economias europeias, assim como, recentemente, sobre a estabilidade dos preços com o agravamento da deflação económica. Conclui-se que, neste sentido, a base da construção da União Económica e Monetária foi subjugada a ideologias alemãs que atualmente condicionam o funcionamento do BCE. De facto, os problemas inflacionários da economia alemã após a 1GM moldaram a aproximação de crescimento e da política monetária não só na Alemanha, mas de toda a Europa - fenómeno que, com reflexos históricos, marca irrefutavelmente a atualidade.

Os problemas económicos sentidos após 2010, principalmente nos países periféricos, podem ser abordados por duas óticas. A primeira, que aliás é pela teoria das aéreas monetárias ótimas fator crítico para a estabilidade da Zona Euro, através de uma depreciação interna dos países mais afetados e consequente reequilíbrio. A depreciação interna obriga contudo a fortes cortes salariais, maior desemprego e maior austeridade - o que, não tem acontecido de forma gradual. Assim, face aos diversos problemas económicos, denota-se uma forte relutância social e política ao agravamento das restrições fiscais impostas pelos países credores.

A segunda aproximação, que vai ao encontro da instabilidade social provocada pela deflação e austeridade, consiste na adoção de políticas mais expansionistas já adotadas pelos EUA, Japão e Reino Unido, propondo-se de imediato a injetar liquidez no sistema financeiro através de programas como QE ou a estimular a economia com reajustes cambiais. O BCE, contudo, com fundamentos institucionais diferentes destes referidos, prevê outro modelo de crescimento que, não se refutando a credibilidade ou eficácia, produz efeitos mais morosos, agravando o esforço das populações em se comprometerem com fortes medidas fiscais restritivas.

O BCE afirma que não objetiva nenhum valor cambial, indiretamente implícito que permite o valor do euro flutuar livremente, mas foram as suas intervenções discursivas que, após 2010, asseguraram grande parte da pressão apreciativa. As imposições da Alemanha e de outros países produziram assim um desequilíbrio interno nos interesses refletidos pela moeda única. Desta forma, conclui-se que existe um desalinhamento dos interesses europeus que, pela falta de convergência macroeconómica, tem permitido que as políticas dos países mais afetados se afastem daquelas que criaram a União Económica e Monetária em primeiro lugar.

Por outro lado, as políticas das economias emergentes, apesar de por vezes alegarem uma ótica defensiva, visam a depreciação com base num crescimento orientado para as exportações e ganho desproporcional de competitividade. Observa-se que as pressões apreciativas externas ao bloco económico europeu são igualmente responsáveis por pressões deflacionárias crescentes.

Relembre-se agora a pergunta de partida, base de investigação e fundamentação de hipóteses:

"Na defesa dos interesses competitivos da UEM, qual o quadro de políticas para a redução das vulnerabilidades do Euro no Sistema Monetário Internacional?"

Procurava-se identificar medidas para a redução das vulnerabilidades provocadas pelo aumento da exposição do euro e conseqüente aumento de pressões apreciativas e deflacionárias, numa ótica de defesa dos interesses competitivos.

Concluindo que na defesa da competitividade, o BCE deve adotar uma postura de defesa dos interesses multilaterais dos Estados-membros. Adicionalmente a UE, pelo poder geopolítico que detém, deve atuar junto de outros países e organizações internacionais para assegurar condições que salvaguardem e promovam da melhor forma a estabilidade das relações internacionais económicas.

A intervenção monetária é um instrumento fortemente utilizado para se corrigir desequilíbrios cambiais, contudo, com a globalização financeira, mesmo os bancos centrais deixam de ter capacidade plena de controlo do valor cambial. A curto prazo, no entanto, a intervenção cambial defensiva tem efeitos mais significativos e diversos autores recomendam este tipo de políticas à ação do BCE. No entanto, sem registos de intervenção ativa desde meados de 1990, não se prevê que o BCE assumira uma postura mais interventiva para expeditamente corrigir desequilíbrios cambiais face aos interesses europeus. Isto significaria um fim da *neutralidade* interventiva europeia que, apesar de expressamente declarada, não se tem observado. De facto, as declarações do BCE poderiam significar isso mesmo, uma neutralidade interventiva, mas na realidade observa-se que o fator crítico pode não se refletir na não-intervenção do BCE, mas sim na sua ideologia, que, com base no funcionamento do *Bundesbank* e princípios de independência, pode efetivamente estar a defender os interesses unilaterais da Alemanha e outros países.

No entanto, com o agravamento da deflação, o modelo de ação do BCE começa agora forçosamente a moldar-se. Apesar de tardios, programas como o QE adotado pelo BCE produzem efeitos semelhantes à depreciação cambial, porém, não se conclui que serão suficientes.

De qualquer forma, procura-se especialmente abordar os desequilíbrios cambiais permanentes. As intervenções cambiais só produzem efeitos significativos se existir: liquidez suficiente da autoridade monetária para comprar ou vender pelo valor objetivado; efeitos especulativos dos agentes privados no mesmo sentido e fundamentalmente, acordos ou resoluções que prevejam a depreciação cambial, uma vez que a depreciação apenas funciona se os outros países se absterem de fazer o mesmo. Caso contrário, os ciclos depreciativos levam a mais desvalorizações, anulando qualquer anterior efeito positivo e, em última instância, provocando problemas inflacionários nas economias.

Conclui-se assim que, a curto prazo, se devidamente acordadas entre bancos centrais, as intervenções cambiais devam ser adotadas pelo BCE. No entanto, objetivando um SMI idealista, não se defende um forte intervencionismo do BCE. Reitera-se que os efeitos a médio e longo prazo são ambíguos e um maior intervencionismo pode agravar a estabilidade das relações económicas. Assim, pelo acima exposto, a primeira hipótese não é validada.

H1. A intervenção cambial defensiva atua como contramedida às pressões apreciativas do euro.

Não Validada.

Com o sistema de Bretton Woods, após a 2GM o voluntarismo político em torno do dólar tinha conseguido estabelecer a moeda norte-americana como principal moeda do SMI. Como se observou, a libra dominou enquanto principal moeda do SMI durante o séc. XIX, apenas após a 1GM houve um aumento significativo do papel do dólar, que se revelou em pleno após a 2GM.

Enquanto principal forma de reserva de valor, o dólar garante maior grau de liberdade às políticas monetárias norte-americanas. Como analisado, existem diversas consequências da procura externa das principais moedas do SMI. De facto, as economias emergentes que adotam a diversificação estabilizadora intervêm com a compra de ativos a larga escala nestas moedas – o que permite financiamentos mais apelativos. Assim, conclui-se que a posição do dólar garantiu, no último meio século, financiamentos extremamente acessíveis quando comparados com uma situação hipotética de um sistema multipolar. Isto permitiu uma aproximação de crescimento diferente daquela atualmente vista nos países europeus, mas com graves repercussões nos défices orçamentais norte-americanos. Da mesma forma, observa-se uma tendência de estabilização sobre as principais moedas-reserva, uma vez que os principais países reservadores, face à sua elevada exposição, não aceitam perdas significativas com o colapso do dólar ou do euro.

Na Europa, caso a ótica seja de suportar o papel do euro, a manutenção da cooperação em torno da posição da moeda única deve ser alcançada através da partilha de informação, coordenação de intervenções monetárias e finalmente, adoção de medidas que garantam a sua estabilidade e utilização internacional.

Com a recuperação económica das economias europeias, o euro deve estabilizar-se como segunda principal moeda do SMI. A longo prazo, apesar do não-voluntarismo político do BCE, estima-se que o euro se venha a estabelecer par-a-par com o dólar e que existam outras moedas a destacarem-se - principalmente o RMB caso assuma maior convertibilidade. Isto, por outro lado, agrava as pressões apreciativas e deflacionárias sobre a moeda única. Conclui-se que os pontos positivos do aumento do papel do euro são contrabalançados pela perda de competitividade e apreciação do euro. De facto, é ambíguo se o benefício do papel reforçado do euro não será totalmente anulado pela perda de competitividade.

Assim, não fica totalmente provado que o impacto do aumento do papel do euro seja benéfico mas revoga-se que o contrário deva ser tido como positivo.

H2. O papel do euro, enquanto moeda-reserva de valor, tem um impacto positivo na defesa dos interesses económicos europeus.

Não Validada.

A diversificação de reservas objetiva a um sistema multipolar deve melhorar significativamente a estabilidade dos preços na Zona Euro – uma vez que as pressões apreciativas são diluídas pelas diferentes moedas. Adicionalmente, os países, ao consagrarem modelos de acumulação precaucionais e diversificação de reservas, protegem-se contra choques económicos ao invés de estarem fortemente expostos a uma única economia. Assim determina-se a terceira hipótese como validada.

H3. A diversificação de reservas de valor por países terceiros beneficia a estabilidade da economia europeia.

Validada.

A implementação da Conta de Substituição DSE seria extremamente positivo ao ajudar a multipolarização do sistema monetário de uma forma mais expedita. Contudo, isto iria beneficiar extremamente a China que, até agora fortemente exposta ao dólar e ao euro, viria uma diversificação *automática* do risco fora dos mercados cambiais.

Existem adicionalmente outras condicionantes neste aspeto. Face ao voluntarismo norte-americano, não se conclui que os EUA devam acordar com uma reforma que reduza o papel do dólar. No entanto, com o aumento do poder económico dos países emergentes e crescente papel do euro, à semelhança dos EUA que conseguiram impor as suas vontades sobre o SMI após a Segunda Guerra Mundial, talvez agora as economias emergentes e outros países consigam moldar as assimetrias do SMI, especialmente, após a criação de novas organizações internacionais que procuram a defesa dos seus interesses.

O artigo IV do FMI visa concretamente precaver possíveis desequilíbrios cambiais, no entanto, a supervisão e controlo do FMI é insuficiente e ineficaz. Assim, apesar de diversas resoluções multilaterais do G7, G20 e FMI, os desequilíbrios cambiais permanecem como condicionalismos à economia e política europeia. Como resultado, na defesa dos interesses económicos europeus, a UE deve intervir perante outros países e organizações internacionais para garantir meios que permitam a eficácia do quadro normativo internacional já existente. De facto, a história demonstra grande preponderância destes acordos na manutenção a longo prazo dos interesses monetários e económicos multilaterais.

H4. Acordos multilaterais e reformas do SMI potenciam maior controlo sobre medidas mercantilistas e maior estabilidade internacional.

Validada.

Assim, concluindo a análise e em resposta à pergunta de partida, a longo prazo e face ao *não-intervencionismo* do BCE, as medidas junto das organizações internacionais devem funcionar como medida defensiva mais eficaz contra as pressões apreciativas e deflacionárias. A curto prazo no entanto, a intervenção cambial defensiva ou programas de compra de ativos em grande escala deve ter efeitos mais significativos, contudo, apenas se tal não desencadear contramedidas por parte de outros países. Adicionalmente, pode ser necessária uma alteração ao modelo de ação do BCE que de facto, já começou, para que, face a pequenos desequilíbrios, o BCE prontamente corrija e reflita os interesses múltiplos dos países europeus.

Conclui-se assim uma abordagem mais interventiva do BCE ou em alternativa mais idealista relativamente ao atual funcionamento e mecanismos de reequilíbrio do SMI. Os desequilíbrios cambiais persistentes são de extrema complexidade de análise mas com efeitos económicos negativos irrefutáveis. Um Sistema Monetário Internacional que não permita o ajuste correto das taxas cambiais, não coexiste com um crescimento mundial equilibrado e sustentável. As organizações como o FMI necessitam de maior poder de decisão sobre países que, como a China, não possibilitam que as suas taxas cambiais alcancem níveis de equilíbrio. Torna-se necessário um maior empenho da Comunidade Internacional em reafirmar e consolidar esforços no desenvolvimento de medidas e reformas que condenem as desvalorizações competitivas mercantilistas.

A depreciação cambial funciona como estímulo económico em períodos de menor crescimento, no entanto, se todas as economias adotarem este tipo de políticas, os efeitos são ao invés, a mera destruição das relações entre Estados e da estabilidade económica. ■

Referências Bibliográficas

- ADAMCZYK, Ed – Russia moves away from dollar, embraces Chinese currency. **UPI Journal** [Em linha]. (14 nov. 2014). [Consult. 21 jan. 2015]. Disponível em WWW: <URL:www.upi.com/Top_News/World-News/2014/11/14/Russia-moves-away-from-dollar-embraces-Chinese-currency/5241415977738>
- AHAMED, Liaquat - **Lords of Finance: The Bankers Who Broke the World**. New York: Penguin Press, 2009.
- AIZENMAN; LEE - **International Reserves: Precautionary versus Mercantilist views, Theory and Evidence**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2005.
- AIZENMAN; LEE - **Financial versus Monetary Mercantilism-Long-run View of Large International Reserves Hoarding**. Washington, DC: IMF, 2007.
- AIZENMAN; SUN – **The Financial Crisis and Sizable International Reserves Depletion: From “Fear of Floating” to the “Fear of Losing International Reserves”**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2007.
- AKYÜZ, Y. - **Why the IMF and the International Monetary System Need More Than Cosmetic Reform**. [S.I.]: Research papers South Centre, 2010.
- BARNATO, Katy - Will QE be enough to save the euro zone from deflation? **CNBC** [Em linha]. (19 jan. 2015). [Consult. 21 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:www.cnbc.com/id/102348391>
- BCE - **The International Role of The Euro 2013** [Em linha]. [S.I.]: BCE, 2013. [Consult. 21 nov. 2014]. Disponível em WWW:<URL:www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role201307en.pdf>
- BCE - **The International Role of The Euro 2014** [Em linha]. [S.I.]: BCE, 2014. [Consult. 22 nov. 2014] Disponível em WWW:<URL: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role-201407en.pdf>
- BCE - **Economic and Monetary Union (EMU) - History** [Em linha]. atual. 2015a. [Consult. 28 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.en.html>

- BCE - **Crêterios de convergência** [Em linha]. atual. 2015b. [Consult. 28 jan. 2015].
Disponível em WWW:<URL:
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/convergence-criteria.pt.html>>
- BCE – **Infla o e o Euro** [Em linha]. atual. 2015c. [Consult. 2 fev. 2015]. Disponível
em WWW:<URL:
<https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>>
- BECKINGTON, Jeffrey S.; AMON, Matthew R. - Competitive Currency Depreciation:
The Need for a More Effective International Legal Regime. **Journal of
International Business & Law**. New York. Vol.10 (2011), p.209-268.
- BERGSTEN, C. Fred - How to solve the problem of the dollar. **Financial Times** [Em
linha]. (10 dez. 2007). [Consult. 3 jan. 2015]. Disponível em WWW:
<URL:[http://www.ft.com/intl/cms/s/0/75cb5f2e-a729-11dc-a25a-
0000779fd2ac.html?siteedition=intl#axzz3PBVC8QdM](http://www.ft.com/intl/cms/s/0/75cb5f2e-a729-11dc-a25a-0000779fd2ac.html?siteedition=intl#axzz3PBVC8QdM)>
- BERGSTEN, C. Fred - **The United States in the World Economy**. atual. 2011.
[Consult. 3 jan. 2015]. Disponível em
WWW:<URL:[http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=
1905](http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=1905)>
- BERGSTEN, C. Fred - **Currency Wars, the Economy of the United States and
Reform of the Internacional Monetay System**. [S.I]:Peterson Institute,
2013.
- BERGSTEN, C. Fred - Currency Wars and the International Economic Order [Em
linha]. **Lecture delivered at the Stockholm School of Economics**.
Stockholm, Sweden: Peterson Institute for International Economics, 2014.
[Consult. 11 dez. 2014]. Disponível em
WWW:<URL:www.iie.com/publications/papers/bergsten20140822.pdf>
- BERGSTEN, C. Fred; GAGNON, Joseph E. - Currency Manipulation, the US
Economy, and the Global Economic Order. **Policy Brief**. Washington, DC:
Peterson Institute for International Economics. N 25 (2012).
- BERNANKE, Ben S. - Rebalancing the global recovery. *In* **Sixth European Central
Bank Central Banking Conference**. Washington: Board of Governors of the
Federal Reserve System, 2010.

- BERNANKE, Ben S.; JAMES, Harold - The gold standard, deflation, and financial crisis in the Great Depression: An international comparison. *In* **Financial markets and financial crises**. Chicago: University of Chicago Press, 1991. p. 33-68.
- BERTOLA *et al.* - **EEAG Report on the European Economy 2013 - Rebalancing Europe** [Em linha]. Munich: CESifo Group Munich, 2013. [Consult. 21 nov. 2014]. Disponível em WWW:<URL:http://www.cesifo-group.de/DocDL/EEAG-2013.pdf>
- BLS: Bureau of Labor Statistics - **Archived Consumer Price Index Detailed Report Information** [Em linha]. [Consult. 12 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:http://www.bls.gov/cpi/cpi_dr.htm>
- BONIFACE, Pascal - **Dicionário das Relações Internacionais**. 2ª Ed. Lisboa: Plátano Editoras, 2008.
- BORDO, Michael D. - The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today. **Federal Reserve Bank of St. Louis**. St. Louis. Vol.1960 (1981), p. 2-17.
- BORDO, Michael D.; EICHENGREEN, Barry - **A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform**. [S.I]: NBER Books, 1993.
- BORDO, Michael D.; KYDLAND, Finn E. - The gold standard as a commitment mechanism. *In* BAYOUMI, Tamim A.; EICHENGREEN, Barry J.; TAYLOR, Mark (eds.) - **Modern perspectives on the gold standard**. Cambridge, UK: Cambridge University Press Cambridge, 1996. Cap. 3, p. 55–100.
- BRESCIANI-TURRONI, Constantino - **The Economics of Inflation: A study of currency depreciation in post-war Germany, 1914-1923**. New York: Routledge, 2013.
- BUSSIÈRE, Matthieu; SAXENA, Sweta C.; TOVAR, Camilo E. - Chronicle of currency collapses: Reexamining the effects on output. **Journal of International Money and Finance**. ISSN 0261-5606. Vol.3 Nº14 (2012), p. 680-708.
- CANZONERI, Matthew *et al.* - Key currency status: an exorbitant privilege and an extraordinary risk. **Journal of International Money and Finance**. ISSN 0261-5606. Vol.37 (2013), p. 371–393.
- CARREIRA, Medina; COSTA, Ricardo - **O dever da verdade**. 6ª Ed. Lisboa: Publicações Dom Quixote, 2007.

- CARTAPANIS, André - Le dollar incontesté? Économie politique d'une monnaie internationale. **Revue d'économie financière**. ISSN 0987-3368. Vol.94 N°94 (2009), p.135–150.
- CESARANO, Filippo - **Monetary Theory and Bretton Woods: The Construction of an International Monetary Order**. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2006.
- CHEN, Ruo; MILESI-FERRETTI, Gian Maria; TRESSEL, Thierry - External imbalances in the eurozone. **Economic Policy**. ISSN 0266-4658. Vol.28 N°73 (2013), p.101–142.
- CINTRA, Marcos; MARTINS, Aline - **As transformações no sistema monetário internacional**. Brasília: IPEA, 2013. ISBN 987-85-7811-170-0
- CLINE, William R.; WILLIAMSON, John - Updated Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates. **Policy Brief**. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics. N°23 (2012).
- COFER, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves** [Em linha], atual. 10 fev. 2015. [Consult. 10 fev. 2015]. Disponível em WWW:<URL:http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>
- COMISSÃO EUROPEIA - European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs 2013. **Current Account Surpluses in the EU. European Economy series 9/2012**. Bruxelas: Comissão Europeia, 2012.
- CONTI, Bruno; PRATES, Daniela; PLIHON, Dominique – O Sistema Monetário Internacional e o seu Caráter Hierarquizado. *In* CINTRA; MARTINS – **As Transformações no Sistema Monetário Internacional**. Brasília: IPEA, 2013. Cap. 1, p. 23-84.
- COSTA, Carla Guapo – **Economia e Política da Construção Europeia: os desafios do processo de integração**. Lisboa: Terramar, 2004.
- COSTA, Carla Guapo - **Crises Financeiras na Economia Mundial**. 4ª Ed. Coimbra: Edições Almedina, 2010.
- CUNHA; PRATES; LÉLIS - Ajustes nas contas externas e a demanda precaucional por reservas no Brasil. **Indicadores econômicos FEE**. Vol.34 (2008), p. 93-118.

- CWN: Commonwealth Network - **Commonwealth Members** [Em linha]. [s.d]. [Consult. 2 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:www.commonwealthofnations.org/commonwealth/commonwealth-members/>
- DE GAULLE, Charles - Twelfth press conference held by General de Gaulle as President of the Fifth Republic. **Speeches & Press Conferences**. Paris. Nº228 (9 set. 1965).
- DE GRAUWE - **Economics of Monetary Union**. 8th ed. Oxford: Oxford University Press, 2009.
- DELORS, J. - **Report on economic and monetary union in the European Community**. Luxemburg: Office for Official Pub. of the EC, 1989.
- DESAI, Raj M.; VREELAND, James Raymond - What the new bank of BRICS is all about. **The Washington Post** [Em linha]. (17 jul. 2014). [Consult. 06 fev. 2015]. Disponível em WWW:<URL:http://www.washingtonpost.com/blogs/monkey-cage/wp/2014/07/17/what-the-new-bank-of-brics-is-all-about>
- DINIZ, André S.; JAYME, F. G. - Competitividade e restrição externa na Zona do Euro. **Revista de Economia Política**. Vol.1 Nº 33 (2013), p. 17–40.
- DOMINGUEZ, Kathryn; HASHIMOTO, Yuko; ITO, Takatoshi – **International Reserves and Global Financial Crisis**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2011.
- DOUGHERTY, James; PFALTZGRAFF, Robert L. - **Relações Internacionais**. 2ª Ed. Lisboa: Gradiva, 2011.
- DRAGHI, Mario - **Verbatim of the remarks: Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London 26 July 2012** [Em linha]. atual. 2012. [Consult. 12 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- EICHENGREEN, Barry - **Golden fetters: the gold standard and the Great Depression, 1919-1939**. Oxford: Oxford University Press, 1992. ISBN 0199879133
- EICHENGREEN, Barry - **Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods**. Cambridge, MA: MIT Press Books, 2007.

- EICHENGREEN, Barry – **Globalizing Capital: A History Of The International Monetary System**. 2nd ed. Princeton: Princeton University Press, 2008. ISBN 978-0-691-13937-1
- EICHENGREEN, Barry - **Exorbitant Privilege: The rise and fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System**. New York: Oxford University Press, 2011. ISBN 978-0-19-959671-3
- EICHENGREEN, Barry; FLANDREAU, Marc - **The rise and fall of the dollar, or when did the dollar replace sterling as the leading international currency?**. [S.l.]: National Bureau of Economic Research, 2008.
- EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo - **Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging market economies**. Chicago: University of Chicago Press, 2010. ISBN 0226194574
- ESTEVEVES, Sílvia Simões - **The European Central Bank's Role in the Eurozone Crisis**. Lisboa: Instituto Superior de Economia e Gestão, 2014. Tese de mestrado.
- EUROSTAT - **Macroeconomic Imbalances Procedure Scoreboard 182/2014** [Em linha]. 2014a. [Consult. 22 nov. 2014]. Disponível em WWW:<URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/6153675/2-28112014-CP-EN.PDF>>
- EUROSTAT - **Real GDP growth rate - volume** [Em linha]. atual. dez. 2014b. [Consult. 6 fev. 2015]. Disponível em WWW:<URL:<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00115&plugin=1>>
- EUROSTAT - **Inflation in the euro area** [Em linha]. atual. jan. 2015. [Consult. 26 fev. 2015]. Disponível em WWW:<URL:http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Inflation_in_the_euro_area>
- EVANS-PRITCHARD, Ambrose - EMU deflation is the final betrayal of southern Europe. **The Telegraph** [Em linha]. (7 jan. 2015). [Consult. 06 fev. 2015]. Disponível em WWW:<URL:http://www.telegraph.co.uk/finance/comment/ambroseevans_pritchard/11331694/EMU-deflation-is-the-final-betrayal-of-southern-Europe.html>
- FELDSTEIN, Martin - A Weaker Euro Could Rescue Europe: Devaluation is the only way to save the single currency. **The Wall Street Journal** [Em linha]. (27 jun.

2012). [Consult. 3 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304765304577482452719799334>

FELDSTEIN, Martin - Um euro mais fraco para uma Europa mais forte. **Jornal de Negócios** [Em linha]. (15 mai. 2014). [Consult. 12 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:http://www.jornaldenegocios.pt/opiniao/economistas/martin_feldstein/detalhe/um_euro_mais_fraco_para_uma_europa_mais_forte.html>

FERGUSON, Niall; SCHULARICK, Moritz - The Empire Effect: The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization, 1880–1913. **The Journal of Economic History**. Vol.66 N°02 (2006), p.283-312.

FIC, Tatiana - **The spillover effects of unconventional monetary policies in major developed countries on developing countries**. [S.l.]: United Nations, Department of Economic and Social Affairs, 2013.

FLANDREAU, Marc; JOBST, Clemens - The Empirics of International Currencies: Network Externalities, History and Persistence. **The economic journal**. ISSN 1468-0297. Vol.119 N°537 (2009), p.643–664.

FMEAE: Federal Ministry For Economic Affairs And Energy - **Facts about German foreign trade in 2013** [Em linha]. Berlin :[S.n.], 2014. [Consult. 26 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:http://www.bmwi.de/English/Redaktion/Pdf/facts-about-german-foreign-trade-in-2013,property=pdf,bereich=bmwi2012,sprache=en,rwb=true.pdf>.

FMI - IMF Executive Board Approves Major Overhaul of Quotas and Governance. **Press Release No. 10/418** [Em linha]. [S.l.]: FMI, 2010. [Consult. 5 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pr10418.htm>

FMI - **The United States: Spillover Report - 2011 Article IV Consultation**. Washington, DC: International Monetary Fund, 2011a.

FMI – **Articles of Agreement of the International Monetary Fund**. Washington, DC: International Monetary Fund, 2011b.

FMI - **IMF Members' Quotas and Voting Power, and IMF Board of Governors** [Em linha]. atual. 2015. [Consult. 2 fev. 2015]. Disponível em WWW:<URL:https://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx>

FORELLE; STAMOULI; GRANITSAS - Syriza Win in Greek Election Sets Up New Europe Clash. **The Wall Street Journal** [Em linha]. (26 jan. 2015). [Consult.

06 fev. 2015]. Disponível em WWW:<URL:<http://www.wsj.com/articles/syriza-win-in-greek-election-sets-up-new-europe-clash-1422168982>>

FORTIN, Marie Fabienne - **Processo de Investigação: da Concepção à Realização**. 3ªEd. Loures: Lusociência, 2003. ISBN 978-972-8383-10-7

FRANKEL, Jeffrey - The latest on the dollar's international currency status. **VoxEU**. Nº6 (2013).

FRATZSCHER, Marcel - The impact of exchange rate interventions and communication over the medium term. *In* LIEBSCHER, Klaus *et al.* (eds.) - **Currency and Competitiveness in Europe**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2008. Cap. 10, p. 122–150.

FRED: Federal Reserve Economic Data - **Trade Weighted U.S. Dollar Index: Broad** [Em linha]. atual. 22 jan. 2015. [Consult. 23 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:<https://research.stlouisfed.org/fred2/series/TWEXB>>

FREIXO, Manuel João Vaz - **Metodologia Científica - Fundamentos Métodos e Técnicas**. Lisboa: Instituto Piaget, 2009. ISBN 978-989-6590-20-8

FRENKEL, Jacob A. - Further evidence on expectations and the demand for money during the German hyperinflation. **Journal of Monetary Economics**. ISSN 0304-3932. Vol.5 Nº1 (1979), p.81–96.

FREUND, Caroline; WARNOCK, Frank - Current account deficits in industrial countries: the bigger they are, the harder they fall. *In* CLARIDA, Richard (ed.) - **G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment**. Chicago: University of Chicago Press, 2007. Cap. 4, p.133–168.

FRISCH, Helmut - The euro and its consequences: What makes a currency strong? **Atlantic Economic Journal**. ISSN 0197-4254. Vol.31 Nº1 (2003), p.15–31.

FUEST, Clemens; PEICHL, Andreas - European Fiscal Union: What Is It? Does It Work? And are there really no alternatives. **IZA Policy Paper**. Nº39 (mar. 2012).

G20 - **Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors 15-16 February 2013** [Em linha]. Moscow: G20, 2013. [Consult. 27 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Final_Communique_of_FM_and_CBG_Meeting_Moscow.pdf>

- G20 RESEARCH GROUP - **G20 Members** [Em linha]. atual. 2010. [Consult. 2 out. 2014]. Disponível em WWW:<URL:http://www.g20.utoronto.ca/members.html>
- G7 - **Statement by G7 Finance Ministers and Central Bank Governors** [Em linha]. atual. 2013. [Consult. 15 dez. 2014]. Disponível em WWW:<URL:http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm130212.htm>
- GAGNON, Joseph E. - Combating Widespread Currency Manipulation. **Policy Brief**. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics. N°19 (2012), p.12–19.
- GAGNON, Joseph E.; HUFBAUER, Gary - Taxing China's Assets How to Increase U.S. Employment Without Launching a Trade War. **Foreign Affairs** [Em linha]. (25 abr. 2011). [Consult. 28 dez. 2014], Disponível em WWW:<URL:http://www.foreignaffairs.com/articles/67810/joseph-gagnon-and-gary-hufbauer/taxing-chinas-assets>
- GALLAROTTI, Giulio M. - **The Anatomy of an International Monetary Regime: The Classical Gold Standard**. Oxford: Oxford University Press, 1995.
- GILPIN, Robert; GILPIN, Jean M. - **The political economy of international relations**. New Jersey: Princeton University Press Princeton, 1987.
- GOLDSTEIN, Joshua ; PEVEHOUSE, Jon - **International Relations: 2013-2014 Update**. 10th ed. [S.l]:Pearson, 2013. ISBN 978-0-205-97136-7
- GUERRIERI, Paolo - Intra-European Imbalances: the Need for a Positive-sum-game Approach. **Chatham House Briefing Paper**. N°3 (dez. 2012).
- HALLIGAN, Liam - The dollar's 70-year dominance is coming to an end. **The Telegraph** [Em linha]. (19 jul. 2014). [Consult. 2 jan. 2014]. Disponível em WWW:<URL:http://www.telegraph.co.uk/finance/comment/liamhalligan/10978178/The-dollars-70-year-dominance-is-coming-to-an-end.html>
- HAWTREY, Ralph G. - The Genoa resolutions on currency. **Economic Journal**. N°32 (1922), p.209–304.
- HAYO, Bernd - Inflation culture, central bank independence and price stability. **European Journal of Political Economy**. ISSN 0176-2680. Vol.14 N°2 (1998), p.241–263.
- HELLEINER, Eric - Economic liberalism and its critics: the past as prologue. **Review of International Political Economy**. ISSN 0969-2290. Vol.10 N°4 (2003), p.685–696.

- HENNING, C. Randall - **Currencies and politics in the United States, Germany, and Japan**. Washington: Peterson Institute, 1994. ISBN 0881321273
- HERNANDEZ, Roy R. - The Relationship of Monetary Policy to National Security. **Bangko Sentral NG Pilipinas Economic Newsletter**. Nº1 (2014).
- HILSENATH, Jon - Euro's Big Drop Puts U.S. Economy, Federal Reserve to the Test. **The Wall Street Journal** [Em linha]. (23 jan. 2015). [Consult. 27 jan. 2014]. Disponível em WWW:<URL:<http://www.wsj.com/articles/euros-big-drop-puts-u-s-economy-federal-reserve-to-the-test-1422059437>>
- HORII, Akinari - **The evolution of reserve currency diversification**. [S.l.]: Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, 1986.
- IRWIN, Douglas A. - Esprit de Currency. **Finance and Development**. Vol.48 Nº2 (2011), p. 30-33.
- JAEGER, Albert - **The ECB's money pillar: An assessment**. [S.l.]: IMF, 2003. ISBN 1451896654
- KEMMERER, Edwin - **Gold and the Gold Standard: The Story of Gold Money, Past, Present and Future**. New York: McGraw-Hill, 1944.
- KENEN, Peter B. - **Exchange Rates and the Monetary System: Selected Essays of Peter B. Kenen**. Chicago: University of Chicago, 1994.
- KENNEDY, Paul - **The rise and fall of the great powers**. [S.l.]: Random House LLC, 2010. ISBN 0307773566
- KEYNES, J. M. - **The General Theory of Interest, Employment and Money**. London: Macmillan Publishers, 1936..
- KING, Mervyn - Mervyn King Speech at Economic Club of NY. *In The Economic Club of New York 427th Meeting* [Em linha]. New York: [s.n.]. [Consult. 25 jan. 2014]. Disponível em WWW:<URL:<http://www.ritholtz.com/blog/2012/12/mervyn-king-bofe-governor-speech-at-economic-club-of-ny/>>
- KIRSHNER, Jonathan - **Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power**. Princeton: Princeton University Press, 1997.
- KIRSHNER, Orin; BERNSTEIN, Edward Morris - **The Bretton Woods-GATT system: Retrospect and prospect after fifty years**. Armonk, NY: ME Sharpe, 1996. ISBN 1563246309
- KNAPP, Georg F. - **The State Theory of Money**. London: Macmillan & Company Limited, 1924.

- KRUGMAN, P. - **Currency and Crises**. Cambridge, MA: MIT Press, 1992.
- LARRAIN, Felipe - QE takes a toll on emerging economies. **Financial Times** [Em linha]. (4 fev. 2013). [Consult. 26 nov. 2014]. Disponível em WWW:<URL:http://www.ft.com/intl/cms/s/0/bdae7ca2-6ebd-11e2-9ded-00144feab49a.html#axzz3SOQaos70>
- LIEBSCHER, Klaus – Competitiveness still has currency. *In* LIEBSCHER, Klaus *et al.* (eds.) - **Currency and Competitiveness in Europe**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2008. Cap. 1, p.3-8.
- LINDERT, P. H. - **Key currencies and gold 1900-1913**. Princeton: Princeton University, 1969.
- MACEDO, Jorge de Braga; EICHENGREEN, Barry; REIS, Jaime (eds.) – **Currency Convertibility: The Gold standard and beyond**. London: Routledge, 2005.
- MAGNANI *et al.* - **Would a real depreciation of the euro improve the French economy**. Paris: CEPN, 2014.
- MANGASARIAN, Leon - Samaras Warns of Euro Exit Risk as Greek Campaign Starts. **Bloomberg** [Em linha]. (5 jan. 2015). [Consult. 5 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-01-03/germany-sees-greek-euro-exit-as-manageable-outcome-spiegel-says>
- MCCOMBIE, John; THIRLWALL, Tony - **Essays on balance of payments constrained growth: theory and evidence**. [S.I.]: Routledge, 2004. ISBN 1134340311
- MCKINNON, R. - **The unloved dollar standard: from Bretton Woods to the rise of China**. Oxford: Oxford University Press, 2013.
- MDN: Ministério da Defesa Nacional - **Conceito Estratégico de Defesa Nacional**. Lisboa: Ministério da Defesa Nacional, 2013.
- MGI: McKinsey Global Institute - **An exorbitant privilege? Implications of reserve currencies for competitiveness**. [S.I.]: MGI, 2009.
- MOGHADAM, Reza - **Enhancing International Monetary Stability - A Role for the SDR**. [S.I.]: IMF, 2011.
- MOREIRA, Adriano - **Teoria das Relações Internacionais**. 6ª Ed. Coimbra: Almedina, 2010.
- MORGENTHAU, Henry - Monetary Stabilization. *In* **Tripartite Agreement** [Em linha]. Washington, London, Paris: Department of Treasury US, 1936. p.277–279. [Consult. 9 jan. 2015]. Disponível em

- WWW:<URL:http://www.loc.gov/law/help/us-treaties/bevans/m-ust000003-0277.pdf>
- MUIRHEAD, Bruce - From Special Relationship to Third Option: Canada, the US, and the Nixon Shock. **American Review of Canadian Studies**. ISSN 0272-2011. Vol.34 N°3 (2004), p.439–462.
- MÜNCHAU, W. - “Phantom giants” will not save the eurozone. **Financial Times** [em linha]. (20 mar. 2011). [Consult. 12 out. 2014]. Disponível em: <http://www.ft.com/cms/s/0/32b76182-5343-11e0-86e6-00144feab49a.html#axzz2Hb5QapH4>
- MÜNCHAU, W. - Eurozone stagnation is a greater threat than debt. **Financial Times** [em linha]. (19 out. 2014). [Consult. 19 out. 2014]. Disponível em: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/326b0cec-5560-11e4-89e8-00144feab7de.html#axzz3OFOpOB3k>
- MUNDELL, R. - A theory of optimal currency areas. **American Economic Review**. Vol.51 (1961), p.657-665.
- MUNDELL, Robert A. - **Commodity Prices, Exchange Rates and the International Monetary System** [Em linha]. 1999. [Consult. 1 dez. 2014]. Disponível em WWW:<URL:http://www.fao.org/docrep/006/Y4344E/y4344e04.htm#fn2>
- MUNDELL, Robert A. - The euro and the stability of the international monetary system. In MUNDELL, Robert A.; CLESSE, Armand (eds.) - **The Euro as a Stabilizer in the International Economic System**. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers, 2000. Cap.5, p. 57-84.
- MUSSA, Michael - **IMF Surveillance over China’s Exchange Rate Policy** [em linha]. [S.l]: Peterson Institute for International Economy, 2007. [Consult. 2 jan. 2014]. Disponível em WWW:<URL:www.petersoninstitute.org/publications/papers/mussa1007.pdf>
- NYE, Joseph S. - **The Future of Power**. New York: Public Affairs, 2011.
- NEWLANDS, Chris - Bill Gross says European QE is “too little, too late.” **Financial Times** [Em linha]. atual. 1 fev. 2015. [Consult. 2 fev. 2015]. Disponível em WWW:<URL:http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2e72fbe0-a87b-11e4-bd17-00144feab7de.html?siteedition=intl#axzz3R5FljS00>
- OANDA - **Histórico Taxas de Câmbio** [Em linha]. atual. 28 jan. 2015. [Consult. 28 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:http://www.oanda.com/lang/pt/currency/historical-rates/>

- OLIVER, Robert W. - Bretton Woods: a retrospective essay. **Humanities Working Paper**. Pasadena, CA: California Institute of Technology. Nº108 (1984).
- ODENDAHL, Christian - Why devaluing the euro is not mercantilism. **CER, Centre for European Reform** [Em linha]. (2 out. 2014). [Consult. 02 fev. 2015]. Disponível em WWW:<URL:http://www.cer.org.uk/insights/why-devaluing-euro-not-mercantilism>
- PORTES, Richard - Currency wars and the emerging-market countries. **VoxEU**. Nº4 (nov. 2010), p. 47–51.
- PERSSON, Mats - In 2015, 85% of Greece's debt will be owned by European taxpayers. **The Telegraph** [Em linha]. (2 mar. 2012). [Consult. 18 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:http://blogs.telegraph.co.uk/finance/matpersson/100015389/in-2015-85-of-greeces-debt-will-be-owned-by-european-taxpayers/>
- PATERSON, Thomas - Blast from the past: Charles de Gaulle calls for one world currency... Gold. **Gold Made Simple News** [Em linha]. (17 jan. 2013). [Consult. 23 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:http://www.goldmadesimplenews.com/interviews/blast-from-the-past-charles-de-gaulle-calls-for-one-world-currency-gold-9455/>
- QUIVY, Raymond; CAMPENHOUDT, Luc Van. - **Manual de Investigação em Ciências Sociais**. 4ª Ed. Lisboa: Gradiva, 2005. ISBN 972-662-275-1
- RANDOW, Jana - Euro-Area Manufacturing Near Stagnation as ECB Readies Stimulus. **Bloomberg** [Em linha]. (2 jan. 2015). [Consult. 2 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-01-02/euro-area-manufacturing-near-stagnation-as-ecb-readies-stimulus>
- REIS, Jaime - First to join the Gold Standard, 1854. *In* MACEDO, Jorge de Braga; EICHENGREEN, Barry; REIS, Jaime – **Currency Convertibility: The Gold standard and beyond**. London: Routledge, 2005. Cap. 6, p. 159-182.
- REISENBICHLER, Alexander; MORGAN, Kimberly J. - How Germany Won the Euro Crisis And Why Its Gains Could Be Fleeting. **Foreign Affairs** [Em linha]. (20 jun. 2013). [Consult. 12 dez. 2014]. Disponível em WWW:<URL:http://www.foreignaffairs.com/articles/139520/alexander-reisenbichler-and-kimberly-j-morgan/how-germany-won-the-euro-crisis>

- RICKARDS, James. - **Currency wars: The making of the next global crisis**. New York: Penguin, 2011.
- RIECHER, Stefan; SPECIALE, Alessandro - Draghi Devaluing Euro Cheers ECB as Inflation Seen Fading. **Bloomberg** [Em linha]. (29 set. 2014). [Consult. 28 dez. 2014]. Disponível em WWW: <URL:<http://www.bloomberg.com/news/2014-09-28/draghi-devaluing-euro-cheers-ecb-as-inflation-seen-fading.html>>
- ROSENFELD, Everett - Why is Putin buying gold? **CNBC** [Em linha]. (18 nov. 2014). [Consult. 1 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:<http://www.cnbc.com/id/102196612>>
- ROTHERMUND, Dietmar - **The global impact of the Great Depression 1929-1939**. New York: Routledge, 1996. ISBN 9780415118194
- ROWLEY, Eric E. - **Hyperinflation in Germany: Perceptions of a process, Brookfield**. Manchester: University of Manchester, 1994.
- SAMPAIO, Jorge - Alocução de Sua Excelência o Presidente da República. **Nação & Defesa** Lisboa: Instituto da Defesa Nacional. N.º 80 (1996), p.27-34.
- SAMPIERI, Roberto Hernández; COLLADO, Carlos Fernández; LUCIO, Pilar Baptista - **Metodologia de pesquisa**. 3ª Ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2006. ISBN 858-680-493-2
- SANDERSON, Henry - Russia buys record amounts of gold. **Financial Times** [Em linha]. (29 jan. 2015). [Consult. 29 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:<http://www.ft.com/cms/s/0/13b55dd6-a7b6-11e4-be63-00144feab7de.html#axzz3QU5rMCgG>>
- SANTOS, Fernando Teixeira - Last to join the Gold Standard, 1931. *In* MACEDO, Jorge Braga; EICHENGREEN, Barry; REIS, Jaime – **Currency Convertibility: The Gold standard and beyond**. London: Routledge, 2005. Cap. 7, p.183-204.
- SCHENK, C - **The decline of sterling – Managing the retreat of an international currency 1945-1992**. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2010.
- SCHREIBER, Mathias - The Age of Excess: Berlin in the Golden Twenties. **Spiegel International** [em linha]. (23 nov. 2012). [Consult. 2 dez. 2014]. Disponível em WWW: <URL: <http://www.spiegel.de/international/germany/spiegel-series-on-berlin-history-the-golden-twenties-a-866383.html>>

- SCOTT, Robert E. - Stop Currency Manipulation and Create Millions of Jobs [Em linha]. **Economic Policy Institute**. Nº372 (26 fev. 2014). [Consult. 12 dez. 2014]. Disponível em WWW:<URL:<http://www.epi.org/publication/stop-currency-manipulation-and-create-millions-of-jobs/>>
- SILVA, Luiz – Propostas de Reforma do Sistema Monetário Internacional. *In* CINTRA; MARTINS – **As Transformações no Sistema Monetário Internacional**. Brasília: IPEA, 2013. Cap. 5, p.147-174.
- SINN, Hans-Werner - The limits to competition between economic regimes. **Empirica**. ISSN 0340-8744. Vol.17 Nº1 (1990), p.3–14.
- SMAGHI, Lorenzo B. – Real and nominal convergence: policy challenges in a monetary union. *In* LIEBSCHER, Klaus *et al.* (eds.) - **Currency and Competitiveness in Europe**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2008. Cap. 14, p.181-194.
- SOTO, Jesús - An Austrian Defense of the Euro. **MISES Institute** [Em linha]. (22 jun. 2012). Disponível em WWW:<URL:<http://mises.org/library/austrian-defense-euro>>
- SPAHN, Heinz-Peter - **From Gold to Euro: On monetary theory and the history of currency systems**. [S.l.]: Springer, 2001.
- STRAUSS-KAHN – The Euro and the International Monetary System. *In* PISANIFERRY; POSEN (eds.) - **The Euro at Ten: The Next Global Currency**. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 2009. Cap. 1, p.33-41.
- SUBRAMANIAN, Arvind; KESSLER, Martin - The Renminbi Bloc Is Here: Asia Down, Rest of the World to Go. **Peterson Institute for International Economics Working Paper**. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics. Nº19 (2012).
- SYTAS, Andrius - Lithuania joins euro as tensions with neighboring Russia rise. **Reuters** [Em linha]. (31 dez. 2014). [Consult. 6 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:<http://www.reuters.com/article/2014/12/31/us-lithuania-euro-idUSKBN0K918E20141231>>
- TONELSON, Alan - Nitze's World [em linha]. **Foreign Policy**. ISSN 0015-7228. Nº35 (1979), p.74-90. [Consult. 12 out. 2014]. Disponível em WWW:<URL:

<http://www.jstor.org/discover/10.2307/1148429?sid=21105472710981&uid=4&uid=70&uid=3738880&uid=2129&uid=2>

TREASURY, Office of International Affairs, U.S. Department of the - **Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies.**

Washington, DC: U.S. Department of the Treasury, 12 abr. 2013.

TRICHET, Jean-Claude - **Jean-Claude Trichet: Interview with Le Monde** [Em linha]. [S.l.]: Le Monde, 2009. [Consult. 12 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:<http://www.bis.org/review/r091119b.pdf>>

TRUMAN, Edwin M. - John Williamson and the Evolution of the International Monetary System. **Peterson Institute for International Economics Working Paper.** Washington: Peterson Institute for International Economics. N°13 (2012).

VERÍSSIMO, Henrique – Economia e Defesa - A Defesa Económica como Componente da Defesa Nacional. **Revista Nação & Defesa.** Lisboa: Instituto da Defesa Nacional. N.º 110 (2005), p.167-189.

VIOTTI, Paul - **The dollar and national security: The monetary component of hard power.** Stanford: Stanford University Press, 2014. ISBN 0804792305

WALKER, Andrew - Has quantitative easing worked in the US? **BBC** [Em linha]. (30 out. 2014). [Consult. 12 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:<http://www.bbc.com/news/business-29778331>>

WALLACE, W. - **The American Monetary System: An Insider's View of Financial Institutions, Markets and Monetary Policy.** Switzerland: Springer International Publishing, 2013.

WASHINGTON, George - If Quantitative Easing Works, Why Has It Failed to Kick-Start Inflation? **Zero Hedge** [Em linha]. (1 fev. 2015). [Consult. 6 fev. 2014]. Disponível em WWW:<URL:<http://www.zerohedge.com/news/2015-01-02/if-quantitative-easing-works-why-has-it-failed-kick-start-inflation>>

WEOD - **World Economic Outlook Database** [Em linha]- atual. 2014. [Consult. 8 jan. 2015]. [Consult. 17 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/index.aspx>>

WHEATLEY, Jonathan; GARNHAM, Peter - Brazil in «currency war» alert. **Financial Times** [Em linha]. (27 set. 2010). [Consult. 02 out. 2014]. Disponível em

WWW: <URL:<http://www.ft.com/cms/s/0/33ff9624-ca48-11df-a860-00144feab49a.html>>

WIJNHOLDS, Onno Beaufort - Os últimos dias do dólar? **Jornal de Negócios** [Em linha]. (20 maio. 2009). [Consult. 12 jan. 2015]. Disponível em WWW:<URL:http://www.jornaldenegocios.pt/opiniao/detalhe/os_uacuteltimos_dias_do_doacutelar.html>

WONG, Anna - **Measurement and inference in international reserve diversification**. Washington, DC: Institute for International Economics, 2007.

WTO: World Trade Organization - **The 128 countries that had signed GATT by 1994** [Em linha]. [s.d.]. [Consult. 12 dez. 2014]. Disponível em WWW:<URL:http://www.wto.org/english/thewto_e/gattmem_e.htm>

XIAOCHUAN, Zhou - **Reform the international monetary system: Essay by Dr. Zhou Xiaochuan, Governor of the People's Bank of China**. [S.l.]: Bank of International Settlements, 2009.

ZUKROWSKA, Katarzyna - The Link Between Economics, Stability and Security in a Transforming Economy. *In Economic Developments and Reforms in Cooperation Partner Countries: The Link Between Economics, Security and Stability*. 1st ed. [S.l.]: NATO Economics Directorate and Office of Information and Press, 2000. p.269-283.

