



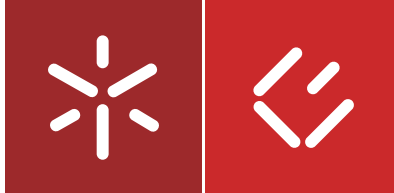
Luis Pedro Marques Ferreira

A Relevância do SDR na estrutura monetária internacional

Universidade do Minho  
Escola de Economia e Gestão







Universidade do Minho  
Escola de Economia e Gestão

Luís Pedro Marques Ferreira

A Relevância do SDR na estrutura monetária  
internacional

Dissertação de Mestrado  
Economia Monetária, Bancária e Financeira

Trabalho efetuado sob a orientação da  
Professora Doutora Ermelinda Amélia Veloso Costa  
Lopes Fernandes Silva

## **DIREITOS DE AUTOR E CONDIÇÕES DE UTILIZAÇÃO DO TRABALHO POR TERCEIROS**

Este é um trabalho académico que pode ser utilizado por terceiros desde que respeitadas as regras e boas práticas internacionalmente aceites, no que concerne aos direitos de autor e direitos conexos.

Assim, o presente trabalho pode ser utilizado nos termos previstos na licença abaixo indicada.

Caso o utilizador necessite de permissão para poder fazer um uso do trabalho em condições não previstas no licenciamento indicado, deverá contactar o autor, através do RepositóriUM da Universidade do Minho.

***Licença concedida aos utilizadores deste trabalho.***



**Atribuição-NãoComercial-SemDerivações  
CC BY-NC-ND**

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>

## **Agradecimentos**

Num trabalho desta envergadura e complexidade teria sido totalmente impossível para mim a conclusão deste sem o apoio de determinadas pessoas.

Em primeiro lugar e o mais importante vai um agradecimento do fundo do meu coração para a professora Doutora Ermelinda Fernandes Silva, orientadora da minha tese de mestrado. Foi a pessoa que mais me acompanhou durante todo este processo e que me incentivou e corrigiu ao longo deste ano. Simplesmente um muito obrigado. Em segundo lugar tenho que agradecer ao professor doutor Luís Lobo Fernandes por toda a disponibilidade e por todas as dicas para a realização desta dissertação.

Agora queria agradecer a todos os meus colegas de curso por todas as ajudas, paciência e pelas noites de estudo sem fim. E por fim, mas não menos, um obrigado aos meus familiares, namorada e amigos por toda a compreensão, disponibilidade e atenção incondicional.

Um muito obrigado a todas as pessoas que me ajudaram na conclusão desta dissertação de mestrado.

## **DECLARAÇÃO DE INTEGRIDADE**

Declaro ter atuado com integridade na elaboração do presente trabalho académico e confirmo que não recorri à prática de plágio nem a qualquer forma de utilização indevida ou falsificação de informações ou resultados em nenhuma das etapas conducente à sua elaboração. Mais declaro que conheço e que respeitei o Código de Conduta Ética da Universidade do Minho.

## **Resumo: A relevância do *Special Drawing Rights* na estrutura monetária internacional**

O Sistema de *Bretton Woods* trouxe várias alterações ao sistema monetário, sendo que o foco desta dissertação irá debruçar-se sobre um deles em específico, os *Special Drawing Rights (SDR)*. Inicialmente os *SDRs* apareceram como um complemento do dólar americano, mas após o *Nixon Shock* todos esperavam que a estrutura monetária alterar-se-ia, com o ativo do Fundo Monetário Internacional a ganhar maior credibilidade e *status*. Podemos dizer que os *SDRs* apareceram como uma opção viável em detrimento do dólar na estrutura monetária internacional, contudo, este ativo foi posto em segundo plano devido à predominância do dólar, e da adaptação americana à realidade do Sistema Internacional.

Com a crise mundial de 2008, este ativo ganhou visibilidade quando certos autores discutiam a possibilidade de alterar a hegemonia do dólar pelos *Special Drawing Rights*, dado que estes responsabilizavam os EUA e a sua moeda pela eclosão desta crise. Nesta dissertação são estudadas o *SDR* como moeda cabaz do FMI e o impacto dos seus ajustamentos na taxa de câmbio do dólar americano.

Com base na aplicação de diversos modelos que utilizam a taxa de câmbio do dólar americano face a outras moedas internacionais, podemos concluir que de facto certos ajustamentos da moeda cabaz provocam volatilidade na taxa de câmbio do dólar.

**Palavras-Chave:** Estabilidade monetária; Fundo Monetário Internacional; Special Drawing Rights; Taxa de câmbio.

## **Abstract: The relevance of Special Drawing Rights in the international monetary structure**

The Bretton Woods System brought many changes to the monetary system, mainly the creation of the *Special Drawing Rights*. Initially the *Special Drawing Rights (SDRs)* functioned as a complement to the American dollar and gold, but after the Nixon *Shock* everyone expected that all the monetary situation would change (the asset would gain more credibility and status). We can say that *SDRs* appeared as an interesting option as the primary option in the international monetary structure, however this asset was shadowed by the important and strong role of dollar in the international trade/system.

With the 2008 financial crisis, this asset earned visibility when certain authors discussed the possibility of transaction of the dollar hegemony to the *Special Drawing Rights*, given that they blamed the US and its currency for the outbreak of this crisis. In this dissertation we study the SDR as the IMF basket currency and the impact of its adjustments on the US dollar exchange rate.

Based on the application of various econometric models that use the US dollar exchange rate against other international currencies, we can conclude that certain basket currencies adjustments cause volatility in the dollar exchange rate.

**Keywords:** Exchange rate; International Monetary Fund; Monetary stability; Special Drawing Rights.



# Índice

<b>Agradecimentos</b> .....	iii
<b>Resumo: A relevância do <i>Special Drawing Rights</i> na estrutura monetária internacional</b> .....	v
<b>Abstract: The relevance of Special Drawing Rights in the international monetary structure</b> ..vi	
<b>Índice de Figuras</b> .....	x
<b>Índice de Tabelas</b> .....	xi
<b>Lista de abreviaturas e siglas</b> .....	xii
<b>Introdução</b> .....	1
<b>Capítulo I (Abordagem teórica: O Dólar e o SDR)</b> .....	3
<b>1. A emergência do dólar como moeda do Sistema Internacional</b> .....	4
<b>2. Fundo Monetário Internacional e o sistema Bretton-Woods até 1971</b> .....	6
<b>3. Principais contributos teóricos dos <i>SDRs</i></b> .....	7
3.1. A origem dos SDR's: .....	7
3.2. Objetivos da criação dos SDRs: .....	8
3.3. Normas necessárias para ser uma moeda veículo .....	9
3.4. Inconvertibilidade do dólar e os seus efeitos na economia global .....	10
3.5. Alocações de <i>SDRs</i> e pesos relativo das moedas.....	12
<b>4. <i>Special Drawing Rights</i>: a taxa de câmbio e a taxa de juro</b> .....	15
4.1. Moedas internacionais participantes na moeda cabaz do SDR .....	16
<b>Capítulo II (Análise às principais economias da moeda cabaz)</b> .....	17
<b>1. A Economia britânica e a Libra Esterlina</b> .....	18
1.1. A hegemonia no SI e os efeitos económico-monetários das Guerras Mundiais.....	18
1.2. Da década de 60 até ao fim do <i>Exchange Rate Mechanism</i> .....	20
1.3. Da crise financeira de 2008 até à atualidade .....	22
<b>2. A economia alemã e o Marco alemão</b> .....	23
2.1. O milagre económico alemão e o sistema <i>Bretton Woods</i> .....	23
2.2. Fim de <i>Bretton Woods</i> e o processo de integração europeu.....	26
2.3. Entrada no novo século e a crise financeira de 2008 .....	28
<b>3. A economia japonesa e o Iene</b> .....	29
3.1. Os efeitos económicos da IGM e IIGM no Japão .....	29
3.2. <i>Boom</i> da economia japonesa na segunda metade do século XX .....	30
3.3. <i>Lost Decade</i> e as repercussões da crise financeira de 2008.....	31
<b>4. A economia francesa e o Franco francês</b> .....	32
4.1. Trinta Anos Gloriosos .....	33
4.2. Vinte Cinco Anos Ingloriosos e a integração europeia .....	36
4.3. As consequências da crise financeira 2008 na economia francesa .....	37

<b>5. A economia chinesa e o Renminbi</b> .....	39
5.1. A Reforma económica de 1978.....	39
5.2. Geopolítica chinesa e a crise financeira de 2008 .....	41
5.3. Renminbi e os <i>Special Drawing Rights</i> como reservas internacionais.....	42
<b>6. A economia americana e o Dólar: pós Sistema <i>Bretton Woods</i></b> .....	44
6.1. Fim do Sistema <i>Bretton Woods</i> e a <i>Great Inflation</i> .....	44
6.2. Efeitos pós <i>Bretton Woods</i> na composição das reservas internacionais .....	47
<b>7. Do ECU até ao Euro</b> .....	49
7.1. O projeto europeu e a origem do <i>European Currency Unit</i> .....	49
7.2. A relevância do Euro enquanto reserva internacional .....	51
<b>8. A crise de 2008 e o reajustamento dos <i>SDRs</i></b> .....	53
8.1. Regulação pós- <i>Bretton Woods</i> .....	53
8.2. Políticas do <i>Fed</i> .....	54
8.3. Desequilíbrios Globais .....	54
8.4. <i>E-SDR</i> , o surgimento de uma nova criptomoeda?.....	55
<b>Capítulo III (Metodologia)</b> .....	58
<b>1. Objetivo da análise</b> .....	59
<b>2. Modelo Econométrico</b> .....	59
2.1. Modelo 1 a estimar:.....	60
2.2. Modelo 2: .....	60
2.3. Modelo 3: .....	61
<b>3. Caracterização das variáveis explicativas</b> .....	61
<b>4. Dados e Período temporal</b> .....	62
<b>Capítulo IV (Análise da evolução das variáveis e estudo empírico)</b> .....	63
<b>1. Análise das variáveis explicativas</b> .....	64
1.1. Evolução da taxa de câmbio USD/EUR, USD/GBP e USD/JPY .....	64
1.2. Evolução dos pesos relativos da moeda cabaz.....	65
1.3. Taxas de câmbio (01/99 a 12/18): USD face ao RUB, AUD, BRL e KRW.....	66
<b>2. Estudo Empírico</b> .....	69
2.1. Caracterização da Amostra .....	69
2.2. Correlação das variáveis dos Modelos 1;2;3.....	70
2.3. Regressão dos modelos com o Métodos Mínimos Quadrados .....	72
<b>3. Leitura de resultados: conclusões gerais</b> .....	75
3.1. Modelo 1: USD/EUR.....	75
3.2. Modelo 2: USD/GBP .....	76
3.3. Modelo 3: USD/JPY .....	76

<b>Conclusão</b> .....	78
<b>Referências bibliográficas</b> .....	80
<b>Anexos</b> .....	92

## Índice de Figuras

Figura 1- Esquema relativo aos equilíbrios de poder no Sistema Internacional.....	5
Figura 2- Produto Interno Bruto per capita entre os EUA e a URSS: 1946-1992 .....	5
Figura 3- Esquema das características do que é uma moeda reserva.....	10
Figura 4- Quantidade de Alocações de SDR: 1970-2009 .....	13
Figura 5- Quantidade de SDRs , Reino Unido: 1968-2018 .....	22
Figura 6- Comparação das taxas de crescimento entre vários países. ....	34
Figura 7- Taxa de crescimento do PIB francês entre 1973-2018 .....	37
Figura 8- Taxa de desemprego francesa entre 1996-2019 .....	38
Figura 9- Crescimento do PIB real anual chinês entre 1979-2018 .....	40
Figura 10- Taxa de crescimento da China entre 1990-2018 .....	42
Figura 11- PIB dos EUA em percentagem face ao PIB mundial .....	45
Figura 12- Taxa de desemprego dos EUA entre 1960-2018.....	46
Figura 13- PIB americano no pós Bretton-Woods até 2016. ....	47
Figura 14- Composição das reservas mundiais em percentagem: 1945-2014.....	48
Figura 15- Reservas mundiais (em %): 1999-2019 (com Renminbi) .....	52
Figura 16- Contexto histórico do Bitcoin .....	56
Figura 17- Taxa de câmbio USD/EUR e USD/GBP: jan. 1999 a dez. de 2018 .....	64
Figura 18- Taxa de câmbio USD/JPY: janeiro de 1999 e dezembro de 2018 .....	65
Figura 19- Peso das 5 moedas no cabaz dos SDRs: jan. de 1999-2019.....	66
Figura 20- Taxa de câmbio RUB/USD: jan. de 1999 a dez. de 2018 .....	67
Figura 21- Taxa de câmbio USD/AUD e USD/BRL: jan. de 1999 a dez. de 2018.....	68
Figura 22- Taxa de câmbio USD/KRW: jan. de 1999 e dez. de 2018.....	68
Figura 23- Dívida pública em % face ao PIB entre 1996-2019.....	93

## Índice de Tabelas

Tabela 1- Balança de pagamentos entre 1980-83. ....	11
Tabela 2- Peso das moedas da moeda cabaz: 1981 a 2019.....	14
Tabela 3- SDR Valuation em setembro de 2019 .....	15
Tabela 4 - Taxas de inflação entre 1950-57 .....	24
Tabela 5- Valorizações e desvalorizações de 6 moedas face ao dólar .....	25
Tabela 6- Exportações e importações do Japão durante o ano de 1950 .....	31
Tabela 7- Resultado dos Trinta anos gloriosos na sociedade francesa. ....	35
Tabela 8- Comparação das taxas de desemprego entre vários países. ....	36
Tabela 9- Análise dos 3 Modelos: (USD/EUR); (USD/GBP) e (USD/JPY).....	69
Tabela 10- Correlações entre as variáveis do Modelo 1 (USD/EUR) .....	71
Tabela 11- Correlações entre as variáveis do Modelo 2 (USD/JPY) .....	71
Tabela 12- Correlações entre as variáveis do Modelo 3 (USD/GBP) .....	71
Tabela 13- Resultado da análise através do Método Mínimos Quadrados (MMQ).....	74
Tabela 14- Alteração de preços entre 1910-1949.....	92
Tabela 15- Produção japonesa com o despoletar da Guerra da Coreia .....	93

## **Lista de abreviaturas e siglas**

AUD	Dólar Australiano
BCE	Banco Central Europeu
BRL	Real Brasileiro
CAD	Dólar Canadiano
CECA	Comunidade dos Carvão e do Aço
CEE	Comunidade Económica Europeia
ECU/UCE	European Currency Unit/Unidade de Conta Europeia
EMS/SME	European Monetary System/Sistema Monetário Europeu
EMU/UME	European Monetary Union/União Monetária Europeia
ERM/MTC	Exchange Rate Mechanism/ Mecanismo de Taxas de Câmbio
EUA	Estados Unidos da América
EUR	Euro
GB	Grã-Bretanha
GBP	Libra Esterlina
IMF/FMI	International Monetary Fund/ Fundo Monetário Internacional
IGM	Primeira Guerra Mundial
IIGM	Segunda Guerra Mundial
JPY	Iene Japonês
ONU	Organização das Nações Unidas
PIB	Produto Interno Bruto
RMB	Renminbi Chinês
SDR/DSE	Special Drawing Rights/Direitos de Saque Especiais
SI	Sistema Internacional
UE	União Europeia
URSS	União das Repúblicas Socialistas Soviéticas
USD	Dólar Americano

## Introdução

O Sistema de *Bretton Woods* trouxe várias alterações ao sistema monetário internacional, que justificaram nomeadamente a criação de uma moeda cabaz do FMI, designados *Special Drawing Rights (SDRs)*. Inicialmente os *SDRs* apareceram como um complemento do dólar americano, sendo opção em detrimento do dólar na estrutura monetária internacional. Contudo, esta moeda cabaz tem sido fortemente reestruturada em particular, aquando da entrada do Euro, e mais recentemente com a entrada da moeda chinesa, o Renminbi.

A crise financeira de 2008 abalou um número significativo de economias nacionais fazendo com que estas começassem a procurar uma moeda alternativa nas transações comerciais internacionais face à dominância do dólar americano desde o fim da II Guerra Mundial. Neste quadro, é de referir, em especial, a proposta de alguns países que visa expandir o papel dos chamados *SDRs*, ou seja, dos Direitos de Saque Especiais (Cociuba, 2010).

Os *SDRs* são um ativo de reserva internacional criado pelo FMI em 1969 para complementar as reservas oficiais dos países membros desta organização, podendo ser trocados livremente por qualquer outra moeda. O valor dos *SDRs* é baseado no cabaz das cinco maiores moedas que são as seguintes: Dólar (USD), Euro (Eur), Renminbi (RMB), Iene (JPY) e a Libra esterlina (GBP). Associa-se os *SDRs* a uma combinação dos vários pesos das várias moedas existentes nesse cabaz.

Polak e Clark (2002) referiram que o objetivo do FMI em conjunto com o seu mecanismo de reserva (*SDR*) era assegurar um desenvolvimento económico e financeiro internacional que garantisse que este não fosse perturbado por insuficiência/excesso de oferta de liquidez internacional. Segundo Williamson (2009) os *Special Drawing Rights* passaram do desconhecido para um tema de grande foco por causa da proposta do G-20 que levou à criação de 180 mil milhões em *SDRs*. Este ativo chegou a representar 9.5% das reservas internacionais em 1972, no entanto, em 2009 este apenas representava 0.5%.

Desde a sua criação que este ativo tem como objetivo de longo prazo tornar-se a principal moeda do sistema comercial internacional, contudo este objetivo ainda não foi atingido, dada a supremacia dos EUA e do seu dólar nas transações internacionais.

Nesta dissertação irão ser tratadas as origens dos *SDR's*, o contexto histórico, as razões histórico-económicas para a inclusão das cinco moedas na moeda cabaz do FMI, as repercussões

que a crise de 2008 trouxe para a estrutura monetária internacional e a possibilidade do desenvolvimento de uma criptomoeda da moeda cabaz do FMI (*E-SDR*).

No primeiro capítulo uma breve abordagem dos principais contributos teóricos, num segundo capítulo a análise às principais economias e moedas internacionais que compõem a moeda cabaz do FMI. No terceiro capítulo são apresentados diversos modelos econométricos, utilizando o Método Mínimos Quadrados. No quarto capítulo é feita a análise empírica e apresentados os principais resultados.

Assim, com base nos modelos econométricos foi analisada a taxa de câmbio do dólar face ao euro; libra e iene, considerando os pesos relativos das moedas no cabaz, verificando o seu impacto na cotação do dólar. Adicionalmente, analisamos o impacto da alteração da moeda cabaz do sistema monetário internacional provocada com a introdução do Renminbi, onde observamos que a inclusão do Renminbi na moeda cabaz tem um impacto significativo na taxa de câmbio do dólar, face às outras moedas, nomeadamente o euro, a libra e o iene.

Assim, podemos concluir que os pesos relativos das moedas internacionais na moeda cabaz (*SDR*) afeta a flutuação cambial do dólar, sendo a taxa de câmbio mais significativa, a taxa de câmbio relativamente ao dólar australiano (USD/AUD), bem como a taxa de câmbio do dólar relativamente ao real brasileiro (USD/BRL).

No que se refere aos pesos relativos, concluímos que o peso do relativo do dólar é que afeta mais a própria taxa de câmbio. É também relevante a conclusão que atribui um impacto significativo sobre a taxa de câmbio do dólar, resultante da inclusão do renminbi na moeda cabaz do Fundo Monetário Internacional (*SDRs*). Contudo, esse impacto é positivo quando consideramos a taxa de câmbio do dólar com o euro, e negativa quando analisamos a taxa de câmbio dólar face à libra.



## **Capítulo I**

### **Abordagem teórica: O Dólar e o SDR**

## 1. A emergência do dólar como moeda do Sistema Internacional

A II Guerra Mundial (IIGM) ainda não tinha terminado e os países membros da força dos aliados já realizavam reuniões de forma a decidirem o que iriam fazer para resolver e desenvolver o Sistema Internacional (SI), após a mais devastadora guerra em toda a história da humanidade. O objetivo passava não só por evitar a mesma situação que acontecera com o Tratado de Versalhes<sup>1</sup> após a I Guerra Mundial (IGM), mas também a criação de um conjunto de apoios, acordos e organizações internacionais para gerir o SI, tais como: o Plano Marshall; a Organização das Nações Unidas; *Bretton Woods* e o Fundo Monetário Internacional (FMI).

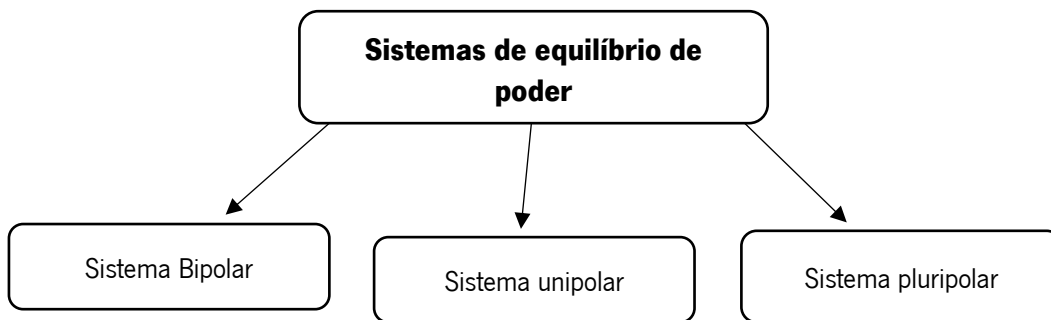
Um dos aspetos mais importantes a referir neste primeiro ponto é como aconteceu a emergência dos EUA como superpotência económica mundial e também como a sua moeda se tornou a mais preponderante no comércio internacional. Uma das principais razões passou pela entrada tardia dos EUA na IIGM e a forma como esta beneficiou da necessidade de importação de todo o tipo de bens por partes dos países europeus em guerra, conseguindo dessa forma economizar enormes quantidades de dinheiro e ouro. A segunda razão passa pela questão de a guerra não ter afetado as suas fronteiras físicas e desta maneira não ter havido a necessidade de gastar dinheiro na reconstrução do seu país, já a situação inversa aconteceu na Alemanha; Grã-Bretanha (GB); União das Repúblicas Socialistas Soviética (URSS), França e Japão que tiveram enormes despesas na sua reconstrução.

No seio destes dois contextos e a saída dos EUA do lado vencedor, levou a uma alteração no sistema de equilíbrio de poder, por sua vez, levou a uma alteração no panorama do SI. Ao longo de toda a história tivemos vários tipos de sistemas de equilíbrio de poder (como é possível ver na figura 1) e segundo Simões (1977) o sistema de equilíbrio de poder após a IIGM inseria-se num sistema bipolar, dado a força da URSS e dos EUA em vários aspetos no panorama internacional, contudo esta ideia é contrariada por Beeson (2004). Este autor refere que a posição hegemónica dos Estados Unidos da América ficou óbvia após a IIGM porque face à URSS, os EUA dominavam a nível militar, económico, político e até mesmo cultural (Beeson, 2004).

---

<sup>1</sup> Este tratado levou a Alemanha a perda de território (ex: Sarre e Alsácia-Lorena, ...), a tomada de responsabilidade única pela guerra e a indemnização por todos os custos provocados pela guerra tanto aos principais países vencedores como seus aliados.

**Figura 1- Esquema relativo aos equilíbrios de poder no Sistema Internacional**

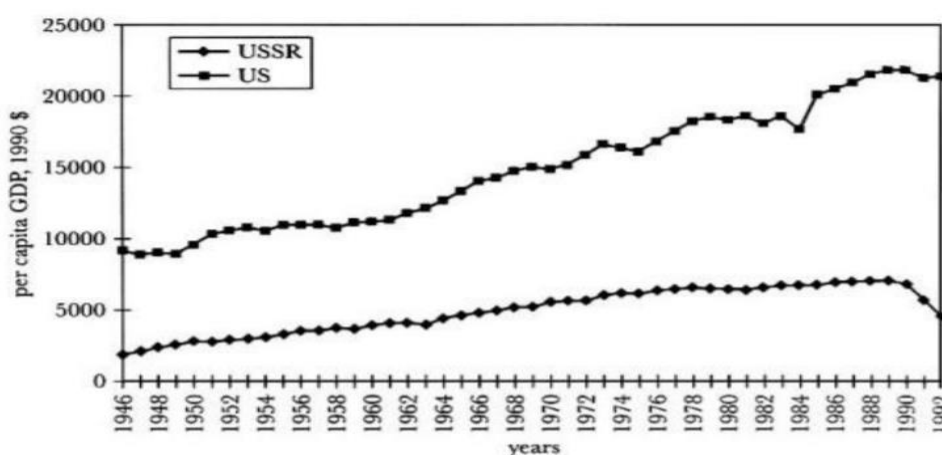


**Fonte:** Elaboração própria com base no artigo de Simões (1977). Link: [https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/2945/1/NeD05\\_RochaSimoes.pdf](https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/2945/1/NeD05_RochaSimoes.pdf)

Na realidade a URSS foi uma superpotência<sup>2</sup>, contudo um bocado diferente face aos EUA. Segundo Efremov (2012) existem algumas lacunas que levaram a que este país não tivesse a mesma preponderância que os EUA.

A principal razão passou pelo seu regime político não permitir o capitalismo e dificultar as trocas comerciais mundiais “abertas”, que fizeram com que a sua moeda nacional e a sua economia nunca tivessem a mesma predominância no comércio internacional que o dólar e a economia dos EUA (figura 2). Segundo Foudout e Ponsot (2016), até mesmo a URSS usava frequentemente dólar nas trocas comerciais com os países Ocidentais

**Figura 2- Produto Interno Bruto per capita entre os EUA e a URSS: 1946-1992**



**Fonte:** Reproduzido do artigo *The role of inflation in Soviet history: Prices, Living Standards and Political Change* de Efremov (2012).

<sup>2</sup> A URSS foi sempre conceptualmente considerada uma superpotência, daí o “equilíbrio do terror” durante a Guerra Fria.

## 2. Fundo Monetário Internacional e o sistema Bretton-Woods até 1971

Os acordos de *Bretton-Woods* realizados em julho de 1944 foram a primeira ordem monetária/económica internacional negociada pelos Estados para o pós-guerra e que iriam trazer na sua génese uma organização importantíssima, o Fundo Monetário Internacional. O papel desta organização é evitar a não repetição de políticas económicas desastrosas como aconteceu no pós IGM, que foram responsáveis pelo despoletar da IIGM. O Sistema de *Bretton Woods* tratou-se da junção de duas abordagens económicas de dois países, os EUA e o Reino Unido, mas mais concretamente de dois autores, John Keynes e Harry White, respetivamente (Bordo et al, 2017).

No seio destas negociações e acordos, o ponto mais importante foi quando os EUA assumiram o Padrão Dólar-Ouro (também conhecido por Sistema de *Bretton Woods*) e este era baseado numa fixação das taxas de câmbio de vários países ao dólar americano através do compromisso dos EUA garantir a convertibilidade da sua moeda em onças de ouro (uma onça de ouro foi fixada no valor de 35\$) que seria monitorizada e ajustada se necessário através da supervisão e aprovação do FMI (Elson, 2017). Este acordo trouxe aos países estabilidade nas taxas de câmbio, como a independência das suas autoridades monetárias de forma a garantir pleno emprego às populações (Bordo et al., 2017).

Os primeiros anos deste acordo trouxeram benefícios ao SI, contudo esta tratar-se-ia de uma situação de curto-prazo. A interrupção deste bem-estar internacional deveu-se ao fornecimento mundial de ouro crescer mais lentamente do que a economia mundial, isto é, houve um enorme aumento na procura de dólares americanos nas reservas mundiais dado que o dólar garantia a sua convertibilidade em ouro (Obstfeld, 2011). Esta situação do padrão dólar-ouro não se aguentou por muito tempo, devido à necessidade de aumentar a liquidez global sem trazer instabilidade ao sistema monetário global (Martins 2017). No seio desta questão temos de referir o *Triffin's dilemma*. Triffin (1960) chamava a atenção da dependência do sistema monetário internacional em relação ao dólar, dando um ênfase especial ao aumento do défice dos EUA por causa de ser o *big world liquidity provider*. Com a crescente procura do dólar a partir dos anos 60, devido ao aumento das transações na economia global, a emissão de dólares superou a oferta de ouro. Isso levaria necessariamente a uma crise de confiança do dólar como um ativo de reserva, bem como à capacidade dos EUA de manter indefinidamente a convertibilidade de dólar em ouro.

---

<sup>3</sup> Economista belga que se tornou numa das vozes mais críticas do sistema de *Bretton Woods* e da questão das taxas de câmbio fixas.

Esta situação da convertibilidade aguentou até à data de 15 de agosto de 1971 quando o presidente americano Richard Nixon acabou com o padrão dólar-ouro, o famoso *Nixon shock*. O fim da convertibilidade foi um conjunto de medidas de forma a reduzir a inflação, devido à necessidade de dinheiro para providenciar o necessário para a guerra do Vietname<sup>4</sup> e para que os outros países chaves (Alemanha; Japão; etc) reavaliassem as suas moedas, o que acabaria por acontecer com o *Smithsonian Agreement*. Neste acordo a Alemanha e o seu marco foram valorizados em 13,57% e o lene do Japão em 16,9%<sup>5</sup>, já os EUA aceitaram desvalorizar o dólar através do aumento do preço do ouro de 35\$ para 38\$. Com esta reunião os EUA conseguiram um dos seus objetivos que era a reavaliação das principais moedas internacionais (o lene e o Marco Alemão).

Apesar das várias dificuldades que iam surgindo no Sistema Internacional após a IIGM, Bordo (1993) realça que o Sistema de *Bretton Woods* demonstrou a melhor performance macroeconómica que qualquer outro regime, especialmente entre 1959-1970 em que tanto a nível nominal como real foi o período mais estável.

### **3. Principais contributos teóricos dos *SDRs***

#### **3.1. A origem dos *SDR*'s:**

Antes de acontecer o *Nixon shock*, em 1968, na vigésima terceira reunião anual do Fundo Monetário Internacional foi aprovada a alteração do acordo de *Bretton Woods*, que por sua vez iria trazer o *Special Drawing Rights (SDRs)*, contudo este ativo somente iria começar a funcionar no ano seguinte. Os *SDRs* são considerados um ativo de reserva ou moeda sintética de reserva (Williamson, 2009), que apareceram numa altura em que o sistema monetário internacional ainda

---

<sup>4</sup> Guerra que durou mais de 20 anos e que custou cerca de 738 mil milhões de dólares aos cofres americanos como também a vida de 50000 indivíduos de nacionalidade americana. Foi um dos principais motivos para a quebra do padrão dólar-ouro (Kent 2015).

<sup>5</sup> Nesta reunião os EUA pediam uma reavaliação do lene em cerca de 19.2% enquanto que a Alemanha pedia pelo menos mais 4% face à sua própria reavaliação. Contudo esta situação foi contrariada por um momento histórico que havia acontecido no ano de 1932 (em plena época militarista). O então ministro das finanças e governador do Banco do Japão, Inoue Junnosuke, tomou um conjunto de medidas que levou a uma apreciação do lene de 17% entre 1925-1926 sendo uma das situações responsáveis pela crise financeira de 1927 (falado no ponto 3.1.3 desta tese). O aumento do militarismo e o ressentimento da população japonesa face ao Inoue foi visível no ano de 1932 quando este foi assassinado por causa das medidas previamente tomadas por este (Irwin,2013).

estava assente numa situação de taxas de câmbio fixas, mas que na qual já se via certa instabilidade do dólar.

Há que referir que ainda antes do FMI aprovar tal instrumento, já vários economistas (entre os quais Triffin) abordavam que teria que existir uma solução para evitar a dependência total dos países face ao dólar americano. Este ativo entre 1969-1972 possuía o seguinte valor: 1SDR=0.888671 gramas de ouro, e a sua taxa de juro era de 1.5 %, sendo mais baixa que as taxas de juros na altura, tornando-se uma das razões da sua reduzida utilização.

No entanto, a partir de 1973 até 1981 o valor dos *SDR's* correspondiam a uma cesta de dezasseis moedas<sup>6</sup>, dado que essas dezasseis moedas eram de países que possuíam pelo menos 1% no comércio mundial de mercadorias e serviços na respetiva altura. Já a taxa de juro era dependente somente de 5 das 16 moedas - essas cinco eram compostas pelas moedas dos países mais desenvolvidos do mundo.

### 3.2. Objetivos da criação dos SDRs:

A criação deste instrumento monetário tinha os seguintes objetivos: apoiar, financiar e expandir as trocas comerciais; ser um complemento das reservas do dólar americano e do ouro; garantir uma maior eficiência no sistema da balança de pagamentos (os EUA tinham muitas vezes de aumentar o seu défice na balança de pagamentos para aumentar as reservas internacionais da sua moeda) e ser um ativo de reserva internacional mais estável que qualquer outro no SI (Martins, 2017). Esta moeda cabaz foi concebida para ser simples, sólida nos mercados financeiros e garantir que o valor dos *SDRs* fosse e seja estável diante as grandes oscilações nas taxas de câmbio, para dar mais estabilidade ao sistema monetário internacional. Assim sendo, este era um ativo de reserva internacional criado pelo FMI para complementar as reservas oficiais dos países membros dessa organização.

Como referido do capítulo 1 (subcapítulo 3.1) entre 1974-81 o cabaz era composto por 16 moedas, no entanto a partir de 1981 este cabaz foi composto apenas por 5 moedas que

---

<sup>6</sup> Os países e os relativos pesos eram os seguintes: dólar americano (0.330); Marco Alemão (0.125); Libra esterlina (0.090); Iene (0.075); Franco Francês (0.075); Dólar Canadiano (0.060); Lira Italiana (0.060); Florim Neerlandês (0.045); Franco Belga (0.035); Krona sueca (0.025); Dólar Australiano (0.015), Krona Dinamarquesa (0.015); Krona Norueguesa (0.015); Peseta Espanhola (0.015); Xelim Austríaco (0.010) e o Rand sul-africano (0.010) – (Mandeng, 2019)

eram/são consideradas moedas veículo, o dólar, o Marco Alemão, o Franco Francês, o Iene e a Libra Esterlina.

Desde 1981 até à atualidade este cabaz tem sofrido certas alterações, como em 1999 o aparecimento do Euro (em detrimento do marco alemão e do franco francês) e em 2016 a inclusão do Renminbi chinês no cabaz, sendo que estas moedas são consideradas moedas veículo no SI.

### 3.3. Normas necessárias para ser uma moeda veículo

Um dos aspetos cruciais do sistema monetário internacional refere-se às condições de existência de uma moeda reserva ou moeda veículo, nas quais as 5 moedas supracitadas cumprem. Segundo Carneiro (2010), para o surgimento de uma moeda reserva é necessário um conjunto de condições<sup>7</sup> para que uma moeda em particular se torne num *vehicle currency* (ver figura 3 para esquema sucinto).

Inicialmente, uma das condições de maior importância é relativo à sua convertibilidade. Esta convertibilidade representa a capacidade de ter a riqueza em ativos com liquidez e reconvertê-los na moeda de origem sem perdas de capital, logo isto pressupõe que o país emissor dessa moeda, os seus mercados financeiros e de câmbio sejam estáveis e fortes (Carneiro, 2010). Outro fator necessário de existência de uma moeda veículo é a exigência de estabilidade macroeconómica. Esta estabilidade é caracterizada pela existência de inflação baixa e estável de forma a preservar o valor da riqueza financeira (Carneiro, 2010).

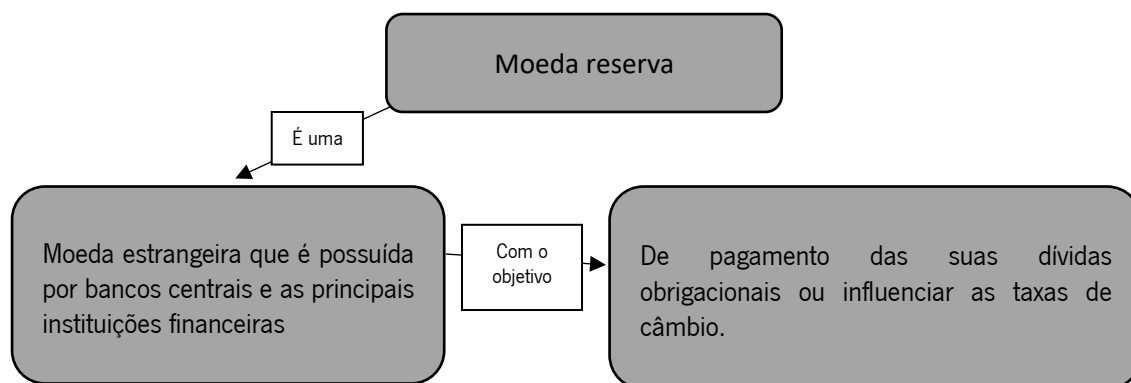
E por fim, num plano internacional esta situação está subdividida na esfera pública e privada<sup>8</sup>. No âmbito público esta moeda veículo é uma referência na qual outras moedas fixam o seu valor e num âmbito privado constitui um simplificador para as trocas comerciais face à sua liquidez garantida (Carneiro, 2010).

---

<sup>7</sup> Este conjunto de condições divergem de autor para autor, contudo as bases principais são as mesmas. Segundo Frankel (2011) as determinantes fundamentais para ser uma moeda reserva são o tamanho económico do país, a confiança da moeda e a estrutura dos mercados financeiros.

<sup>8</sup> Para mais informações acerca deste tema, ler o artigo "Dólar e os seus rivais" de Ricardo Carneiro (2010).

**Figura 3- Esquema das características do que é uma moeda reserva**



**Fonte:** Elaboração própria com base no artigo *Dólar e os seus rivais* de Carneiro (2010).

### 3.4. Inconvertibilidade do dólar e os seus efeitos na economia global

Após o *Nixon shock*, o SI ficou bastante abalado dado que suas moedas estavam assentes numa taxa de câmbio fixa e agora teriam que fazer uma transição para taxas de câmbio flexíveis. Segundo Martins (2017), estima-se que na altura em que foi anunciada a inconvertibilidade do dólar, 70% das reservas oficiais internacionais que não eram ouro, eram em dólares. Seria após essa situação que os *SDRs* teriam que mostrar a função para o qual foram criados. Não a função inicial em que os *SDRs* eram um simples complemento face ao dólar, mas sim tornar-se o ativo hegemónico no SI. Contudo, várias situações dificultaram os *SDRs* de se assumir como o ativo predominante do SI, principalmente a não implementação do *substitution account*.

O *substitution account* consistia num conjunto de medidas capaz de substituir algumas reservas de dólar por ativos de *SDRs* (McCauley e Schenk, 2012). Segundo Gowa (1984), estas medidas passaram primeiramente por fortalecer a estabilidade dos mercados das taxas de câmbio ao fornecer os meios necessários aos bancos centrais de cada país para reduzirem as suas reservas de dólar (que não envolvia a venda do dólar americano em mercados privados) e depois fazer os esforços máximos para ajudar o *Special Drawing Rights* se transformar no principal ativo de reserva internacional. No entanto, havia limites para tornar os *SDRs* como ativo de reserva internacional, tais como ser um ativo muito recente e com propriedades relativamente pouco conhecidas, a quantidade de *SDRs* ser bastante pequenas em comparação às do dólar e a não

\* Segundo Mandeng (2019) consistia numa conta administrada pelo FMI que aceita depósitos de títulos elegíveis em dólares em troca de uma quantia equivalente de créditos em *SDRs*.



existência de um mercado privado para as trocas de *SDRs* (só pode ser trocado entre bancos centrais e outros órgãos oficiais).

Em 1978, o dólar estava perante uma queda gradual nos mercados de câmbio e o FMI desenvolveu um conjunto de medidas para estabelecer o mais rápido possível o *Substitution Account*, dado que este era o momento ideal para combater a depreciação do dólar no mercado e ao mesmo estabelecer no timing certo os *SDRs* como o principal ativo de reserva no sistema monetário internacional (Boughton, 2001). No entanto, a *Substitution Account* não conseguiu realizar os seus objetivos<sup>10</sup> devido ao problema de quem suportaria os custos da sua implementação e a dificuldade do FMI convencer os países a apostarem no novo ativo. No meio desta conjuntura, mais a questão da recuperação do valor do dólar em 1979 e o aumento da procura de dólares por causa do segundo choque petrolífero<sup>11</sup> (para visualizar a balança de pagamentos no segundo choque petrolífero, ver tabela 1), foram fulcrais para o colapso da introdução do *Substitution Account* no SI (Martins, 2017).

**Tabela 1- Balança de pagamentos entre 1980-83**

	<b>1980</b>	<b>1981</b>	<b>1982</b>
<b>Países industrializados</b>	-38,1	4,8	3,2
<b>Países exportadores de petróleo</b>	110,4	53,5	-13,1
<b>Outros países em desenvolvimento (não exportadores de petróleo)</b>	-88,7	-108,5	-85,9

**Fonte:** Elaboração própria. Dados do *Second Oil Shock: 1979–80. In: The Developing Country Debt Crisis* de Lomax, 1986.

**Nota:** Estes dados foram resultado do segundo choque petrolífero e estão expressos em milhares de milhões de dólares.

<sup>10</sup> Esta foi a razão que levou à “morte” do ativo. Segundo Williamson (2009) este ativo só voltaria a tema discussão com a crise de 2008.

<sup>11</sup> Aconteceu durante a crise política/revolução do Irão que começou em 1978 e terminou no ano seguinte. Segundo Verleger (1979) este acontecimento afetou tanto a capacidade produtiva de petróleo do terceiro maior produtor mundial da altura, o Irão, tendo havido um decréscimo de cerca de 5.2 milhões de barris por dia em 1978 para cerca de 445 mil barris em 1979. O Irão era o terceiro maior produtor de petróleo mundial e tal situação político-social provocou um grande aumento do preço desta matéria-prima.

Apesar do esforço do FMI para implementar a *Substitution Account*, este não conseguiu acabar por não ser bem-sucedido. No entanto, a década de 80 representou o começo de uma certa evolução dos *SDRs*. O FMI começou a permitir que os *SDRs* começassem a ser utilizados em *swaps*, transações a prazo e empréstimos, ou seja, houve por parte do FMI uma liberalização em relação ao seu ativo, no entanto ainda não era o suficiente para este se tornar um ativo de atenção internacional.

### 3.5. Alocações de *SDRs* e pesos relativo das moedas

Segundo alguns autores, o dólar foi o responsável pela crise financeira nos anos 70<sup>12</sup>, e devido à preponderância do dólar no comércio internacional permitia a que os EUA pudessem beneficiar de uma regulação financeira inconveniente através de défices contínuos na sua balança de pagamentos. Isto é, existia uma quantidade de países que precisavam de excedentes para liquidarem os seus défices versus o caso dos EUA que persistia em défices crónicos que eram cobertos por maior criação de moeda<sup>13</sup> (Martins, 2014).

#### 3.5.1 Alocações de SDRS

Segundo Williamson (2009) os *SDRs* em 1972 representavam cerca de 9.5% das reservas internacionais, valor bastante alto face às expectativas iniciais, contudo o insucesso da *Substitution Account* tirou a preponderância ao ativo. Em 2009 o ativo do FMI representava menos que 0.5 das reservas internacionais (Williamson, 2009), enquanto que atualmente existem cerca de 204 mil milhões de *SDRs*, o que corresponde a menos de 3% das reservas cambiais mundiais (Harrison e Xiao, 2019)

A quantidade inicial existente de *SDRs* entre 1970-72 totalizavam 9,3 mil milhões de *SDRs*; entre 1979 e 1981, houve uma segunda rodada de alocações, totalizando 12,1 mil milhões de *SDRs* e não haveria mais nenhuma alocação de *Special Drawing Rights* até 2009 (eclosão da crise

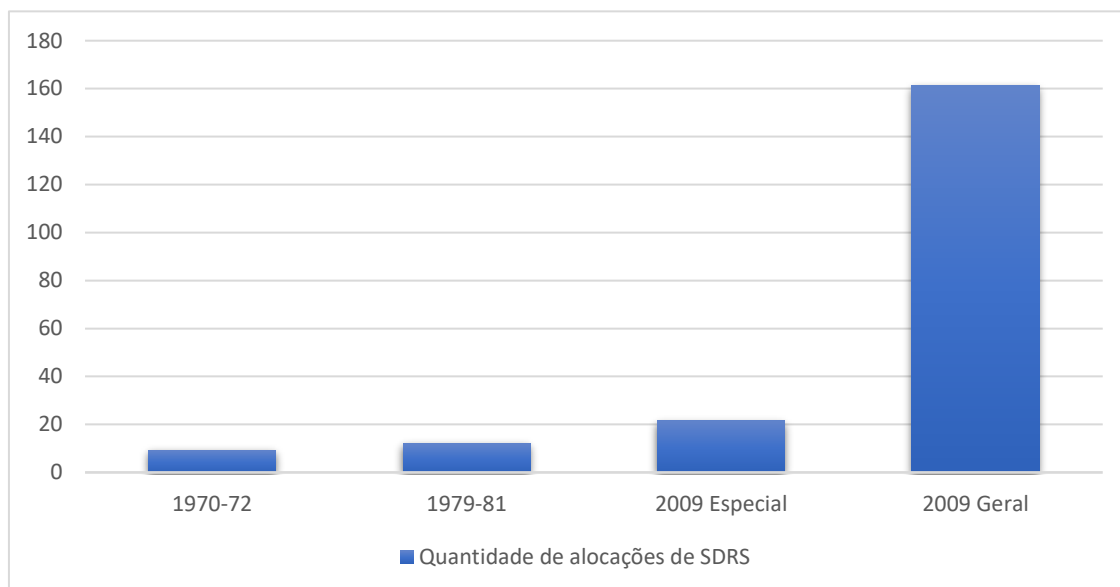
---

<sup>12</sup> A desregulamentação do sistema internacional com a quebra do sistema de *Bretton-Woods* e os 2 choques petrolíferos estiveram na origem da crise económica nos anos 70 que travou bastante o crescimento dos países industrializados (ver na Tabela 1 a balança de pagamentos após o segundo choque petrolífero).

<sup>13</sup> Segundo Eichengreen (2004), o problema era que o dólar Americano era a fonte primária de liquidez nos mercados de capitais europeus, o que permitia aos EUA de aproveitar-se de défices significativos na balança de pagamentos sem o risco de desvalorização da moeda ou taxas de juros mais altas através da criação de moeda.

dos *subprimes*), que foi cerca 161.2 mil milhões de *SDRs*, conforme é possível visualizar na figura 4 (Martins, 2017).

**Figura 4- Quantidade de Alocações de SDR: 1970-2009**



**Fonte:** Elaboração própria com dados obtidos Fundo Monetário Internacional. Acedido em abril de 2019 em: <https://www.imf.org/external/np/exr/faq/sdrallocfaqs.htm#q3>

**Nota:** Alocações estão em mil milhões.

### 3.5.2 Pesos relativos das moedas

Os pesos das moedas no cabaz do FMI alteram-se a cada cinco anos e entre 1981-2019 podemos observar que os EUA assumiram sempre o peso mais relevante no cabaz, sendo que apenas por 3 momentos houve diminuições do seu peso.

Primeiramente aconteceu entre 1996-2000 devido ao aumento da relevância do lene, em segundo lugar entre 2006-2010 devido ao aumento da preponderância do Euro e por último devido à inclusão do Renminbi no cabaz. Face às outras moedas, a descida do lene foi resultado da *Lost Decade* e do baixo crescimento económico e é também visível no lene e nas restantes moedas a descida devido à entrada do Renminbi no cabaz (com aproximadamente 11%) Em 1981 cada uma das 5 moedas teria o seguinte peso: dólar (42%); Marco alemão (19%); Franco francês (13%); libra esterlina (13%) e lene japonês (13%), como é possível visualizar na tabela 2.

**Tabela 2- Peso das moedas da moeda cabaz: 1981 a 2019**

	1981-85	1986-90	1991-95	1996-2000	2001-2005	2006-2010	2011-2015	2016-
Dólar Americano	42	42	40	39	45	44	41.9	41.73
Euro	...	...	...	...	29	34	37.4	30.93
Marco Alemão	19	19	21	21	...	...	...	
Franco Francês	13	12	11	11	...	...	...	
Iene Japonês	13	15	17	18	15	11	9.4	8.33
Libra Esterlina	13	12	11	11	11	11	11.3	8.09
Renminbi Chinês	...	...	...	...	...	...	...	10.92

**Fonte:** Elaboração própria. Dados de Mandeng (2018), maio de 2018. <http://www.lse.ac.uk/iga/assets/documents/research-and-publications/OJM-Currency-baskets-The-SDR.pdf>

**Informação adicional:** Em 1999 o peso do euro foi no cabaz foi o somatório dos pesos do Marco Alemão e do Franco Francês e as taxas de câmbio assumidas foram as do Euro que só iria entrar em circulação física em 2001.

Os pesos atribuídos a essas moedas baseiam-se no valor das exportações de bens e serviços pelo membro (ou por membros incluídos em uma união monetária) que emite a moeda e o valor das reservas denominadas nas respectivas moedas mantidas por outros membros do FMI (FMI,2010).

#### 4. *Special Drawing Rights*: a taxa de câmbio e a taxa de juro

Segundo o FMI (2019), os *SDRs* são um ativo baseado num cabaz de moedas internacionais (não é uma moeda, nem uma reivindicação do FMI), com potencial de troca com outros países por outras moedas reconhecidas como *freely usable currencies*<sup>14</sup>. O valor dos *SDRs* não é diretamente determinado pela oferta nem procura no mercado, mas sim definido diariamente pelo FMI com base nas taxas de câmbio entre as moedas incluídas no cabaz do FMI face ao dólar (*Currency Amount*<sup>15</sup>).

Por sua vez a taxa de juro é calculada semanalmente (a cada sexta-feira) e introduzida na segunda feira seguinte. Esta é baseada na média ponderada das taxas de juros da dívida a três meses nos mercados monetários das cinco moedas do cabaz dos *SDRs*. Relativamente ao peso das moedas no cabaz, estes são estipulados inicialmente pelo *Executive Board*<sup>16</sup>, contudo o peso altera-se ao longo do tempo devido ao desenrolar diário das taxas de câmbio<sup>17</sup> (tabela 3).

**Tabela 3- *SDR Valuation* em setembro de 2019**

Tuesday, September 10, 2019				
Currency Unit	Currency amount under Rule O-1	Exchange rate <sup>1</sup>	U.S. dollar equivalent	Percent change in exchange rate against U.S. dollar from previous calculation
Chinese yuan	1.0174	7.10660	0.143163	0.214
Euro	0.38671	1.10385	0.426870	0.118
Japanese yen	11.900	107.37500	0.110827	-0.363
U.K. pound	0.085946	1.23350	0.106014	-0.327
U.S. dollar	0.58252	1.00000	0.582520	
			1.369394	
		U.S.\$1.00 = SDR	0.730250 <sup>2</sup>	-0.004 <sup>3</sup>
		SDR1 = US\$	1.369390 <sup>4</sup>	

**Fonte:** Reproduzido do site oficial do Fundo Monetário Internacional, em setembro de 2019. [https://www.imf.org/external/np/fin/data/rms\\_sdrv.aspx](https://www.imf.org/external/np/fin/data/rms_sdrv.aspx)

**Nota:** 1/USD por cada unidade monetária, à exceção do lene e do Renminbi que é expresso em unidades monetárias para cada dólar.

<sup>14</sup> Segundo o Fundo Monetário Internacional (2016) *uma freely usable currency* tem que ter os seguintes parâmetros: tem que ser amplamente utilizado para fazer pagamentos em transações internacionais e ser bastante negociado nos principais mercados de câmbio.

<sup>15</sup> Segundo Tweedie (2010), o *Currency amounts* são calculados no último dia de trabalho do FMI face à entrada em funcionamento do novo cabaz. Nesse dia os *currency amounts* são derivados dos pesos decididos pela *Executive Board* do FMI usando a taxa de câmbio média para cada moeda nos últimos três meses. O *currency amount* é fixo por um período de cinco anos.

<sup>16</sup> A estipulação do peso da moeda por parte do *Executive Board* tem em conta a sua importância relativa no sistema financeiro e comercial mundial (Tweedie,2010).

<sup>17</sup> Para mais informações acerca do tema, ler o artigo *REVIEW OF THE METHOD OF VALUATION OF THE SDR—AMENDMENT TO RULE O-1* do Fundo Monetário Internacional (2016).

#### 4.1. Moedas internacionais participantes na moeda cabaz do SDR

Apesar do *Currency Amount* ser fixo devido à estipulação dos pesos relativos das moedas pelo *Executive Board*, as taxas cambiais das moedas participantes do cabaz são diariamente alteradas. Assim sendo, podemos verificar se existe um aumento ou descida do peso relativo no dia fazendo o cálculo seguinte:

Dólar: 41.73%; Euro: 30.93%; Renminbi: 10.92%; Iene: 8.33%; Libra: 8.09%

#### **Cálculo para descobrir o peso do Euro no dia 10 de setembro de 2019:**

De forma a descobrir o peso que a moeda tem no cabaz, fica a resolução seguinte (assumindo os dados da tabela supracitada):

- Peso inicial estipulado pelo *Board Executive* em 2016: 30.93% que correspondia a 0.38671 em *Currency Amount*
- % do Peso do Euro no cabaz no dia 10 de setembro de 2019: X
- Taxa de câmbio do Euro/Dólar: 1.10385\$
- Valor de 1SDR no dia 10 de setembro de 2019: 1.369390\$

Num primeiro passo precisamos de descobrir o valor do Euro em equivalência ao dólar e após a realização desse passo, realizamos uma regra de Três Simples:

1º passo: *USD equivalent of Euro* :  $0.38671 * 1.10385 = 0.426870$ \$<sup>18</sup>

Logo se 1SDR assume o valor de 1.369390\$ e este é a acumulação da equivalência das 5 moedas (corresponde a 100%), a % do peso do euro no dia 10 de setembro é de:

$$X = \text{Peso diário do euro (em\%)} = \frac{0.426870 * 100}{1.369390} = 31.17\%<sup>19</sup>$$

A % do peso do Euro no cabaz no dia 10 de setembro de 2010 é de 31.17, logo é maior do que o foi estipulado inicialmente pelo *Executive Board*. (31.17%>30.93%).

---

<sup>18</sup> Se fosse a calcular o *USD equivalent* para o Iene ou Renminbi em vez da multiplicação terá que se usar a divisão, porque não se usa a Iene ou Renminbi/dólar, mas sim Dólar/Renminbi ou Iene.

<sup>19</sup> Os valores para o peso no cabaz são arredondados à casa centesimal.

## **Capítulo II**

### **Análise às principais economias da moeda cabaz**

## 1. A Economia britânica e a Libra Esterlina

A libra esterlina é uma das moedas mais antigas e uma das mais viáveis e seguras relativamente à sua liquidez enquanto moeda. Durante a sua história a Grã-Bretanha (GB) teve três momentos político-económicos de relevância, sendo esses os seguintes: a hegemonia no SI e os efeitos económico-monetários das Guerras Mundiais; da década de 60 até ao fim do *Exchange Rate Mechanism* e da crise financeira de 2008 até à atualidade.

### 1.1. A hegemonia no SI e os efeitos económico-monetários das Guerras Mundiais

A hegemonia da Grã-Bretanha foi patente desde o século XVIII e perdurou até ao início da IGM. Numa era pré IGM onde o sistema monetário internacional estava assente num padrão de ouro-clássico, a Libra era considerada a moeda veículo dominante do SI. A GB até ao ano de 1914 possuía cerca de 27% dos produtos manufaturados exportados mundialmente, sendo a maior economia industrial do mundo, contudo esta situação começaria a alterar-se com a entrada deste país na IGM (Crafts,2014).

Durante o período da Guerra (1914-1918) a Inglaterra sofria uma grave inflação devido à suspensão do padrão ouro, que por sua vez fez com que o Banco Central Inglês tivesse a liberdade de criar mais moeda (criação de moeda descontrolada = aumento da inflação). A Inglaterra aumentou os impostos diretos<sup>20</sup>, pediu grandes empréstimos internacionais (principalmente aos EUA) e criou *war bonds* para os seus próprios cidadãos investirem na guerra de forma a cobrir os seus gastos (Bruendel, 2015). A Grã-Bretanha no fim da guerra enquadrava-se da seguinte forma: num âmbito geopolítico e militar os esforços de Guerra foram positivos dado que a GB sairia como um dos grandes vencedores e continuaria a possuir as suas colónias. Já num âmbito económico esta situação já não seria igual. As grandes dívidas internacionais devido aos gastos com a guerra, a perda de cidadãos em plena idade ativa, os gastos sociais com os seus cidadãos que foram vítimas da guerra e o fim da dependência dos outros países aos bens manufaturados britânicos<sup>21</sup>,

---

<sup>20</sup> Os impostos diretos principais incidiram sobre as propriedades e o *income*.

<sup>21</sup> Países como o Japão e os Estados Unidos conseguiram substituir a Grã-Bretanha nos mercados internacionais durante a guerra. Esta situação permitiu-lhes desenvolver a sua indústria manufatureira que porventura levou à rutura das vantagens da indústria britânica em setores como a têxtil e em setores financeiros como os empréstimos internacionais. Esta situação levou a uma perda da hegemonia da Grã-Bretanha no mercado mundial.



ou seja, os países assumiram a própria produção dos bens (Japão) ou procuraram outros mercados (EUA). O fim da IGM seria o acontecimento que levaria ao gradual declínio da GB e da libra no SI e ao início da ascensão dos EUA<sup>22</sup> e do dólar<sup>23</sup> (Balderston,1989). No seio de um país fragilizado da guerra (uma moeda sobrevalorizada, elevado desemprego, elevada inflação e desemprego<sup>24</sup>), sendo algo que durante uma década não conseguiu resolver, a GB iria ser afetada pela Grande Depressão de 1929 (Janeway,1971).

No entanto, no fim do ano de 1932 uma lenta recuperação da economia britânica começou a avistar-se e para tal recorreram a medidas como, a saída do sistema padrão-ouro, desvalorizaram a libra, desceram as taxas de juro e desta maneira conseguiram reavivar as exportações de forma a serem mais competitivos no comércio internacional (Arndt,1963). A década de 20 e 30 foi marcada pela Grande Depressão e pelas repercussões do Tratado de Versalhes que trouxeram a emergência de partidos nacionais de carácter ditatorial a vários países. Estes países, com especial fulcro a Alemanha de Hitler, foram os responsáveis pela eclosão da IIGM<sup>25</sup>.

Com o início da guerra, a libra esterlina deparou-se imediatamente com o mesmo problema que acontecera na IGM, a sua depreciação. Em apenas um mês a libra depreciou cerca de 13.4 % face ao dólar<sup>26</sup>(Powell, 2005). Devido a esta situação, em março de 1940 o Governo Britânico decidiu combater esta volatilidade das taxas de juro e para tal fez um *pegged* da libra esterlina ao dólar americano. Tal como acontecera na IGM, a economia Britânica sofreu de forte inflação<sup>27</sup>, sendo que do ano da eclosão da guerra até 1940-41 a alteração dos preços dos bens face ao ano anterior era de cerca de 17.2% e 11.2%<sup>28</sup> (Twigger, 1999). Segundo Twigger (1999), foi graças à *pegged* da libra face ao dólar que a partir de 1940 houve uma diminuição da inflação, sendo que durante o período de 1942-45 a alteração dos preços foi de 7.5%;3.7%;3.1%;3.2% (ver

---

<sup>22</sup> Após o ano de 1914, os EUA passaram de devedores a credores enquanto que a Grã-Bretanha passou pela situação contrária, devido à quebra da economia Britânica pós IGM (Chinn et Frankel, 2008).

<sup>23</sup> Para mais informação ver o artigo *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression 1919-39* de Eichengreen (1992) e o artigo *The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency* de Chinn e Frankel (2008).

<sup>24</sup> Para mais informação ler a tese *The Economic Policy of the Second Labour Government 1929-31* de William Janeway (1971).

<sup>25</sup> Esta guerra deveu-se a vários acontecimentos<sup>25</sup>, mas a principal razão foi a invasão da Polónia<sup>25</sup> por parte da Alemanha Nazi e o receio do crescente tamanho geopolítico do *III Reich* Alemão por parte da Grã-Bretanha e da França.

<sup>26</sup> Passou de 4.86\$=1£ para 4.06\$=1£

<sup>27</sup> Durante o período da Guerra, a Alemanha fez uma tentativa de destabilizar a moeda britânica, através da falsificação de notas. A falsificação por parte da Alemanha Nazi chegou a cerca de 134 milhões de libras, cerca de 10% de toda a libra em circulação (TheTelegraph,2001)

<sup>28</sup> Ver o efeito da inflação na alteração dos preços na Grã-Bretanha entre 1948-45 no capítulo Anexos.

tabela 14 em Anexos). Com o fim da IIGM e a “abertura” do caminho para o processo de *Bretton Woods* seria visível que a predominância da libra esterlina no comércio internacional acabara.

Um país com uma economia submersa em dívidas<sup>29</sup> externas e uma taxa de câmbio demasiado alta para uma economia tão danificada, a GB foi forçada a desvalorizar a libra em cerca de 30%<sup>30</sup> (Cairncross e Eichengreen, 2003). Em 1950 cerca de 55% das reservas cambiais do mundo eram mantidas em libra esterlina, mas esta desceu rapidamente devido, em parte, à corrida às armas para a Guerra da Coreia que levou à maior circulação de dólares no estrangeiro (Schenk, 2010).

Segundo Schenk (2010), a partir de 1960, tanto os EUA como a GB começaram a incorrer em défices contínuos, enquanto a Alemanha Ocidental gerava excedentes, colocando a taxa de câmbio da libra em dívida. A década de 60 foi um ponto crucial para a GB como para a libra, tanto por causa da reorientação da sua política externa (virou-se para a Europa em detrimento da *Commonwealth*) e porque o sistema monetário internacional ia se desmoronando (Schenk, 2010). De forma a reverter esta situação várias medidas foram propostas e debatidas tal como o *Gold Pool*<sup>31</sup> e os *swaps* cambiais bilaterais, mas o mais predominante vai ao encontro da importância do tema desta dissertação, a criação de um ativo de reserva internacional, o *Special Drawing Rights* (Schenk, 2010).

## 1.2. Da década de 60 até ao fim do *Exchange Rate Mechanism*

Durante a década de 60 os governos britânicos tentavam sustentar a taxa de câmbio estabelecida em 1949, contudo uma nova desvalorização acabou por realmente acontecer em

---

<sup>29</sup> Há que realçar a implementação do Serviço Nacional de Saúde em 1948 que representa elevados gastos para o governo britânico (mais uma instituição integrante do *Welfare State*).

<sup>30</sup> Passou de 4.03\$ para 2.80\$ por cada libra e decisão foi tomada pelo do *Economic Policy Committee*. Para mais informações acerca da desvalorização da libra de 1949 ler o livro *The Sterling decline: The devaluations of 1931, 1949 and 1967* de Cairncross e Eichengreen (2003).

<sup>31</sup> O *Gold Pool* existiu entre 1961-1968 e foi uma ambiciosa cooperação entre bancos centrais. No início dos anos 60, os principais bancos centrais do mundo ocidental decidiram intervir no mercado de ouro de forma a garantir a estabilidade do sistema monetário internacional. Estes países coordenaram as suas compras e vendas de ouro (em Londres) para estabilizar a paridade ouro-dólar em que todo o sistema de *Bretton Woods* estava assente (Bordo et al, 2017, pp.1). Neste contexto, os países compartilhavam os lucros e perdas de operações comuns. O *Gold Pool* funcionou efetivamente por quase sete anos, mas acabou em colapsar. Uma das mais importantes razões para o colapso deste sistema foi a desvalorização da libra em 1967 (Bordo et al, 2017).

1967, devido à crescente dívida externa<sup>32</sup> e ao ambicioso plano de modernização da indústria do país (Schenk, 2010).

Num contexto de tentativa de recuperação da balança de pagamentos da GB no início da década de 70, o FMI propôs que os *SDRs* financiassem a balança da libra. O objetivo passava por eliminar a libra esterlina como uma moeda de reserva internacional, dado que o Sistema Monetário Internacional trabalhava de forma menos eficiente se houvesse várias moedas reserva (Schenk, 2010). Neste contexto surgiu um plano para uma alocação especial de *Special Drawing Rights* para substituir as reservas de libra esterlina que seria amortizado pelo Reino Unido durante um período de 20 a 30 anos, contudo tal objetivo nunca chegou a ser concretizado. Neste contexto, sucessivos governos britânicos adotaram uma estratégia de reunir apoio, de forma a reduzir o risco de uma súbita diversificação das reservas globais para longe da libra esterlina, o que permitiu uma redução bastante suave da participação da libra esterlina nas reservas globais, passando de 55% no início da década de 50 para quase 10% em 1971 (Schenk, 2010).

O momento mais marcante do Reino Unido na década de 70 foi a crise de 1976. Esta crise foi a combinação de uma falha na elaboração de políticas por parte do *Treasury* Britânico, dada a sua incapacidade de compreender o impacto da crise do petróleo nas perspetivas económicas da Grã-Bretanha. Em dezembro de 1976 a Grã-Bretanha teve que receber uma ajuda de 3.9 mil milhões de dólares por parte do FMI. Em contrapartida a Grã-Bretanha tinha que se comprometer em fazer cortes nos gastos públicos (Schenk, 2010).

A partir desta crise a Grã-Bretanha viu um período de certa estabilidade política com a tomada de poder de Margaret Thatcher em 1979 até 1990, contudo em 1990 existe uma transição do poder para o John Major. Este primeiro-ministro exerceu funções entre 1990-1997 e esteve num dos períodos mais conturbados para a Grã-Bretanha, o *Black Wednesday* (Kettel, 2005). Este período insere-se num contexto da entrada da Grã-Bretanha em 1990 no *European Exchange Rate Mechanism*<sup>33</sup> (*ERM*). A entrada no *ERM* foi um meio de unir o partido conservador em torno da questão da integração europeia e na tentativa de influenciar a Comunidade Europeia através do mesmo, contudo a incapacidade por parte da Grã-Bretanha em manter os valores da libra dentro

---

<sup>32</sup> Ver a tabela na secção Anexos: *Elementos da balança de pagamentos do Reino Unido entre 1961-71* (adaptado de Cairncross e Eichengreen (2003).

<sup>33</sup> O *ERM* é a componente principal do Sistema Monetário Europeu, que foi estabelecido em 1979 sendo um meio de garantir a segurança e estabilidade monetária dentro da CEE. A adesão a este mecanismo fazia com que os estados participantes se comprometessem a manter as suas taxas de câmbio dentro de uns limites predefinidos (entre 4.5% máximo) com uma paridade central fixada ao European Currency Unit-ECU (esta é uma cesta de moedas composta pelos pesos das moedas que participavam no *ERM*) (Kettel, 2005).

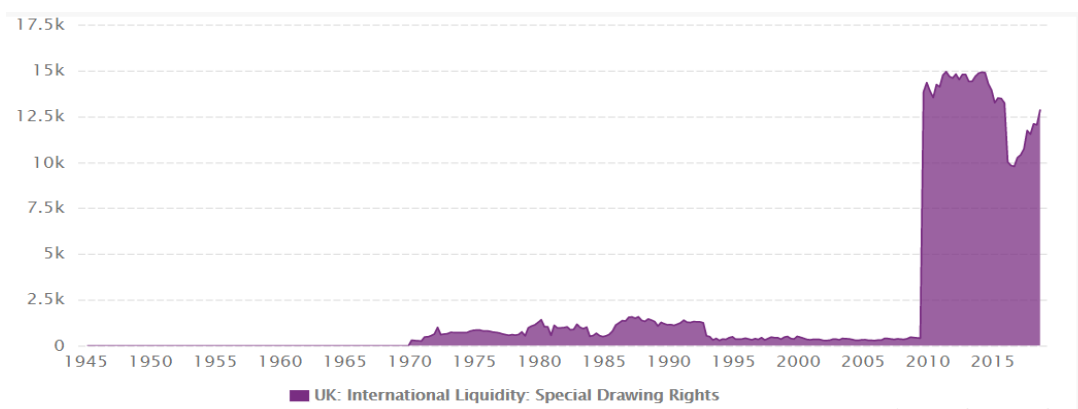
do limite mínimo estipulado no *ERM*, obrigou a sua retirada deste, provocando uma perda para o Tesouro Britânico de 3.14 mil milhões£ num único dia (Kettel, 2005).

### 1.3. Da crise financeira de 2008 até à atualidade

O próximo acontecimento de realçar foi a crise financeira de 2008. A eclosão da crise de 2008 trouxe um aumento abrupto na possessão dos *SDRs* por parte do Reino Unido devido não só à desconfiança face ao dólar americano, mas também porque a avaliação deste ativo de reserva é constituída pelas moedas dos 5 países economicamente mais fortes do Mundo (é menos volátil que outras moedas).

Ao longo de toda a sua história o Reino Unido nunca foi um grande possuidor deste tipo de reserva, mas face à eclosão de uma crise mundial, este país quis garantir uma certa estabilidade ao apostar neste ativo (como é observável na figura 8). Esta crise trouxe um período de restrição orçamental para a Grã-Bretanha, sendo que os danos à sua economia ainda são visíveis nos dias de hoje. A produtividade do país estagnou, o desemprego chegou aos 8.4% quando em 2011 era apenas de 5.3% e um abrupto aumento da dívida governamental, apesar de todas as medidas de austeridade tomadas pelo Governo Britânico em 2010 face à crise<sup>34</sup>.

**Figura 5- Quantidade de *SDRs* , Reino Unido: 1968-2018**



**Fonte:** Gráfico reproduzido do CEIC, em maio de 2019. em <https://www.ceicdata.com/en/united-kingdom/international-liquidity-quarterly/uk-international-liquidity-special-drawing-rights>

<sup>34</sup>Num contexto de globalização e interdependência, a eclosão de uma crise numa das maiores economias do mundo vai arrastar outras economias. Apesar de a crise financeira começar com a falência do *Lehman Brothers* esta arrastou-se para quase todo mundo, incluindo a Grã-Bretanha, sendo que o elo de ligação a tal acontecimento seria a instituição bancária britânica *Northern Rock*. Este banco apostou numa agressiva expansão que era assegurada pelo financiamento dos mercados internacionais, no entanto este financiamento deixou de existir com o início da crise dos *subprimes*. A impossibilidade de financiamento levou a um stress de uma possível falência deste banco (Bank of England, 2018).

Ao longo do capítulo viu-se que a Grã-Bretanha e a Libra tiveram hegemonia até à IIGM e tiveram grande importância ao longo do Século XX, no entanto é visível a perda gradual da importância deste no sistema monetário internacional, tendo a libra perdido cerca de 50% na composição das reservas internacionais entre 1950-2019 (55% em 1959 e 4,43% em 2019). A Grã-Bretanha possui cerca 10176.04 milhões de *SDRs*, sendo o quarto país do cabaz em termos de quantidade do ativo de reserva do FMI.

## 2. A economia alemã e o Marco alemão

O Marco Alemão corresponde á moeda oficial da Alemanha desde 1948 a 2002. Após a derrota da Alemanha Nazi na IIGM, este país saiu completamente destruído da guerra, tanto a nível económico, político-social e demográfico e ainda foi dividido em duas partes, a Alemanha Ocidental e a parte Oriental<sup>35</sup>. Depois da guerra a Alemanha não possuía um banco central e assim sendo não poderia criar moeda. Neste contexto os países ocidentais viram a necessidade de criar o *Bank Deutscher Länder* (que futuramente tornar-se-ia *Bundesbank*) com o poder de emitir moeda, tornando-se assim o banco central da Alemanha Ocidental (Hetzel, 2002).

Desde a sua criação, a evolução do marco alemão esteve assente em 3 períodos históricos. Primeiro aconteceu com a reforma monetária de 1948, o *Wirtschaftwunder* e o sistema *Bretton Woods*, o segundo acontecimento foi o período de taxas de câmbio flutuantes e o papel ativo do *Bundesbank* durante este período e por último a situação económica no início do século XXI e a crise financeira de 2008.

### 2.1. O milagre económico alemão e o sistema *Bretton Woods*

A reforma monetária de 1948 é um ponto de viragem no desenvolvimento da Alemanha após a IIGM (Tribe,2001, pp.15). Esta reforma traduziu-se na criação do marco alemão e a instituição do *Bank Deutscher Länder* previamente referido, sendo referências que iriam ter impacto político, cultural e económico ao longo da segunda metade do século XX (Tribe, 2001). A inauguração do Marco Alemão traduziu-se numa alteração de todo o panorama monetário vivido na década de 30 (como o excesso de moeda, fixação de preços, escassez de bens) e iria ser

---

<sup>35</sup> A República Democrática Alemã não partilhava a mesma moeda que a Alemanha Ocidental. Este país criaria o Marco Alemão Oriental (*Ostmark*).

reconhecido como uma moeda que se tornaria símbolo de prosperidade que estaria por advir ao longo da segunda metade do século XX (Tribe,2001).

Em segundo lugar deu-se o *Wirtschaftwunder* que corresponde ao milagre económico vivido na Alemanha durante a década de 50. Entre 1950-59 o PIB alemão cresceria a um ritmo de aproximadamente 8% anualmente. Este milagre económico foi visível, dado que nos primeiros anos da década de 60 este país tinha ganho o estatuto de maior influência económica e financeira da Europa<sup>36</sup> (Eichengreen e Ritschl,2008). Por último, o sistema de *Bretton Woods* permitiu à Alemanha Ocidental viver numa situação prolongada de subvalorização apesar deste país possuir pleno emprego entre 1950-70 (sofria de escassez de mão-de-obra) e em situações como esta deveria ser observável a inflação ocorrer, contudo tal não aconteceu (Höpner,2019). Na tabela 4 é possível visualizar que a inflação dos outros países em comparação com a da Alemanha é geralmente maior, apesar de este país viver uma situação de pleno emprego.

**Tabela 4 - Taxas de inflação entre 1950-57**

Taxas de inflação entre 1950-1957						
	França	Alemanha	Itália	Reino Unido	EUA	
1950	8	-9,6	-0,7	3,1	-1,4	
1951	17,6	9,2	14,3	9,1	8	
1952	12	-0,3	1,9	9,2	2,2	
1953	-1,9	-1,3	1,4	3,1	0,8	
1954	0,4	-3,9	3,1	1,8	0,4	
1955	1	1,1	3	4,5	-0,3	
1956	4,3	1,6	2,9	4,9	1,5	
1957	-0,8	2,6	1,4	3,7	3,4	
1958	15,3	2,3	2,8	3	2,7	
1959	5,8	0,5	0,1	0,6	0,9	
1960	4,1	0,5	1,4	1	1,5	
1961	2,4	2,2	2,7	3,4	1,1	
1962	5,2	2,7	3,9	4,3	1,1	
1963	4,9	1,4	7,6	2	1,2	
1964	3,2	1,2	5,9	3,3	1,3	
1965	2,7	2,1	4,4	4,8	1,7	
1966	2,6	2	3,2	3,9	3	
1967	2,8	0,4	3,1	2,5	2,8	
1968	4,6	-0,2	2	4,7	4,2	
1969	6	1,1	2	5,4	5,4	
1970	5,8	3,1	4,8	6,4	5,9	
1971	5,4	4,7	5,5	9,4	4,3	
1972	6,1	4,6	5,2	7,1	3,3	
1973	7,4	6,6	10,7	9,2	6,2	

**Fonte:** Elaboração com dados do artigo *The German Undervaluation Regime under Bretton Woods: How Germany Became the Nightmare of the World Economy* de Höpner (2019, pp.9).

\* A Grã-Bretanha havia sido o líder tanto em termos de produtividade como tecnológico na Europa, em todo o século XIX até meados do século XX (até à IIGM). A alteração neste panorama continua a ser um ponto útil de comparação da transformação do sistema económico europeu (Eichengreen e Ritschl, 2008).

É neste contexto de subvalorização de várias moedas (aproveitamento do sistema) que os americanos viram a necessidade de reajustar algumas taxas de câmbio no sistema de *Bretton Woods* de forma a assegurar a continuação desta ordem monetária. O período de 1950-1970 foi marcado por elevada estabilidade na taxa de câmbio, apesar de que nesse período houve duas revalorizações da moeda alemã que se destacam, +5,0% em 1961 e +9,3% em 1969 (tabela 5).

**Tabela 5- Valorizações e desvalorizações de 6 moedas face ao dólar**

Coluna1	França	Alemanha	Itália	Reino Unido
1950	-	-	-0,3	-
1951	-	-	-	-
1952	-	-	-	-
1953	-	-	-	-
1954	-	-	-	-
1955	-	-	-	-
1956	-	-	-	-
1957	-14,6	-	-	-
1958	-14,9	-	-	-
1959	-	-	-0,1	-
1960	-	-	-	-
1961	-	5	-	-
1962	-	-	-	-
1963	-	-	-	-
1964	-	-	-	-
1965	-	-	-	-
1966	-	-	-	-
1967	-	-	-	-14,6
1968	-	-	-	-
1969	-11,1	9,3	-	-
1970	-	-	-	-
1971	8,6	13,6	7,5	8,6
1972	-	-	-	-
1973	11,1	11,1	11,1	(taxa de câmbio flutuante)

**Fonte:** Elaboração própria com dados de *The German Undervaluation Regime under Bretton Woods: How Germany Became the Nightmare of the World Economy* de Höpner (2019, pp.10).

**Nota:** Sinais negativos referem-se a desvalorizações, caso não tenha sinais refere-se a valorizações.

Nos últimos anos de existência do sistema de *Bretton Woods*, este deu lugar a mais flexibilidade, mas também começava a demonstrar que estava perto da sua rutura (Höpner, 2019). A desvalorização de 11,1% do dólar em fevereiro de 1973 ainda foi uma tentativa de salvar o sistema, contudo este objetivo não foi alcançado e assim chegou-se ao fim desta ordem monetária em março do mesmo ano. Neste contexto a principal preocupação da Alemanha era com a persistência de défice na balança de pagamentos dos EUA. Esta política americana forçava excedentes em outros países (entre os quais a Alemanha) e, desta maneira levava à inflação (dado

que eram grandes exportadores). A Alemanha era altamente avessa à inflação<sup>37</sup> e como tal algumas medidas para combater isto foram dirigidas pelo *Bundesbank*<sup>38</sup>. É possível analisar nas duas tabelas anteriores, que todos os países sofriam de sobrevalorização em comparação à Alemanha entre 1950-70 (Höpner, 2019).

## 2.2. Fim de *Bretton Woods* e o processo de integração europeu

Com a queda do sistema de *Bretton Woods* surgiu um período de taxas de câmbio flutuantes, no qual faria com que o *Bundesbank* tivesse a oportunidade de controlar as condições monetárias nacionais, como aumentar a preponderância do marco alemão no sistema internacional (Issing, 2005). A década de 70 seria demarcada pelo papel do *Bundesbank* no “combate” à *Great Inflation*<sup>39</sup>. A política do *Bundesbank* assentou em dois pontos fulcrais, o controlo da inflação através do controlo da expansão monetária e em segundo lugar através de acordos salariais<sup>40</sup> (Issing, 2005). Ao longo da década de 70 e 80 é observável o mérito de todo o trabalho desempenhado pelo banco central alemão<sup>41</sup>, dado o baixo nível de desemprego, o controlo sobre a inflação do país, mas também devido às taxas de crescimento.

No fim da década de 70 é criado o *European Monetary System* (EMS) no qual advieram dois instrumentos, o *European Currency Unit* (ECU) e o *European Exchange Mechanism*<sup>42</sup> (EEM). Na perspetiva da Alemanha este seria um recurso político-monetário europeu bastante importante para afastar as pressões que vinham por parte dos EUA (Loedel, 1999). Um exemplo que mostra as boas decisões tomadas pelo banco central alemão e o seu governo em aderir ao SME de forma a combater as pressões que advinham por parte da maior economia mundial, é que entre o período 1974-1982 os preços aumentaram 46% na Alemanha (com uma taxa média anual de 4,8%),

---

<sup>37</sup> A instituição que melhor demonstrava a aversão à inflação no sistema monetário alemão era principalmente encabeçada pelo Bundesbank (previamente *Bank Deutscher Länder*). O *Bundesbank* desfrutou de uma independência excepcional desde 1950, algo não visível nos outros países europeus (Höpner, 2019).

<sup>38</sup> Para mais informações acerca das ações tomadas pelo Bundesbank durante 1950-70 ler *The German Undervaluation Regime under Bretton Woods: How Germany Became the Nightmare of the World Economy* de Martin Höpner (2019).

<sup>39</sup> Este acontecimento está correlacionado com o aumento dos preços do petróleo devido aos choques petrolíferos (Beyer et al, 2009).

<sup>40</sup> A Alemanha é caracterizada por uma densa rede de sindicatos, de empregadores e outras associações empresariais, que está inserida dentro de um quadro legal que promove a continuidade das estruturas e relações económicas (Carlin, 1993)

<sup>41</sup> Durante as décadas conturbadas de 70 e 80, o Bundesbank estabeleceu uma excelente reputação entre os demais bancos centrais. A Alemanha alcançou um alto grau de estabilidade doméstica e forneceu segurança para os investidores em tempos de turbulência no sistema financeiro internacional. Dado isto, o Bundesbank é considerado um exemplo de Banco Central (Beyer et al, 2009).

<sup>42</sup> Os elementos básicos do SME foram a definição da European Currency Unit (ECU) que funcionava como uma cesta de moedas nacionais e um Mecanismo de Taxa de Câmbio (MTC1), que estabeleceu uma taxa de câmbio para cada moeda participante no ECU (Delivorias,2015).



enquanto que no mesmo período os preços quase duplicaram nos EUA, com uma taxa média de inflação anual de 9% (Beyer et al., 2009). Segundo Issing (2005) pode-se concluir que o *Bundesbank* se tornara o banco central dominante e o Marco alemão a âncora do Sistema Monetário Europeu (SME). Na década seguinte dois acontecimentos importantes iam eclodir, a *Great Moderation* que se iniciou em meados dos anos 80, mas mais importante para o caso alemão, a Queda do Muro de Berlim. A *Great Moderation* consistiu no baixo crescimento do Produto Interno Bruto e da inflação, com principal foco nas economias desenvolvidas (Giannone et al, 2008). Este período durou entre 1985-2007 e segundo inúmeros economistas as bases que levaram à *Great Moderation* foram a redução da inflação e o estabelecimento de políticas para estabilidade de preços, contudo vários economistas procuraram razões mais profundas. As três razões mais profundas consistiam nas seguintes: mudanças na estrutura das economias, as boas políticas monetárias e sorte<sup>43</sup> (Hakkio,2013).

Já o caso da Queda do Muro de Berlim<sup>44</sup> consistiu na eliminação de um dos maiores símbolos da Guerra Fria, mas também um novo começo para a Alemanha enquanto país. A queda do Muro aconteceu em novembro de 1989 e consistiu no fim da existência de “duas Alemanhas” no SI. A diferença entre ambos era avassaladora, o PIB per capita do lado Oriental era 40% menor face ao lado Ocidental e a produtividade laboral era 30% menor face ao mesmo (Mavrokordatos et al, 2010). A reunificação não foi um processo fácil e envolveu um grande investimento por parte da Alemanha Ocidental<sup>45</sup> para diminuir a disparidade entre ambos, esse investimento nos primeiros cinco anos chegou a um valor de 586 mil milhões de dólares (no melhoramento de infraestruturas)<sup>46</sup>; este processo apesar de ter sofrido vários obstáculos, viu em 1994, resultados positivos das medidas tomadas, dado que nesse ano o crescimento do PIB per capita do outrora lado Oriental havia crescido cerca de 9.4% (Mavrokordatos et al, 2010).

---

Segundo Pescatori (2008) este termo resume-se à possibilidade que choques económicos notáveis não haviam acontecido durante este período (foi um acaso segundo a opinião do autor). Para além disso, Pescatori refere que a conjuntura de estabilidade do preço do petróleo ajudou a acalmar estes choques, porque grande parte da produção dos países industrializados requer petróleo como input para a produção e a maioria desses países são importadores de petróleo.

<sup>43</sup> Para mais informações acerca deste contexto histórico ler o artigo *Germany: Twenty years after the Union* de Mavrokordatos et al (2010).

<sup>44</sup> A entrada de várias empresas internacionais como a adoção do Marco Alemão como moeda da Alemanha reunificada também contribui para a diminuição da disparidade (Mavrokordatos et al., 2010).

<sup>45</sup> Segundo Mavrokordatos et al. (2010) várias medidas foram tomadas durante este processo, entre os quais a criação de uma agência que tinha como objetivo era tornar as empresas do lado Ocidental competitivas e transferi-las para mãos privadas dado que eram propriedade do Estado. Para mais informações acerca de todo o processo de reunificação ler *Germany: Twenty years after the Union*

O início da década de 90 foi um período de algumas dificuldades para a Alemanha<sup>47</sup>, devido a vários fatores como a alteração na balança de pagamentos (fragilização do sector exportador), a competitividade económica sofreu com o aumento dos salários e dos custos sociais (introdução do sistema de segurança social no lado Oriental) e a substancial apreciação do Marco alemão devido à crise do SME<sup>48</sup> em 1992 (Grömling, 2008 e Eichengreen, 2000). Segundo Grömling (2008) foi em 1999 que se deu o começo do União Monetária Europeia (UME), sendo que este é caracterizado por taxas de câmbio fixas e que passaria a responsabilidade pela política monetária da zona euro para o Banco Central Europeu.

Podemos concluir que o Marco Alemão teve bastante relevância ao longo do século XX, tornando-se uma das 5 mais importantes moedas na economia mundial, devido às políticas monetárias e anti-inflacionárias do *Bundesbank*, mas também graças ao excelente desempenho da economia alemã desde a IIGM.

### 2.3. Entrada no novo século e a crise financeira de 2008

O começo do novo século até ao ano de 2004 foi um período marcado por estagnação económica. Segundo Grömling (2008), esta estagnação deveu-se a um conjunto de fatores como o crescimento do desemprego (em 2001 o número de desempregados era de 3.85 milhões e no fim de 2004 esta passaria a ser de 4.9 milhões), a descida no consumo (aumento do preço dos bens energéticos) e a descida do investimento (principalmente no sector imobiliário).

Após um período de estagnação económica adveio um período de recuperação económica que durou somente entre 2005-2007 no caso alemão. Esta recuperação aconteceu devido a três fatores. Em primeiro lugar foi a existência de um *boom* económico provocado pela integração de certos países da Ásia na economia mundial e o crescimento económico de países que possuem altas reservas de bens energéticos e minerais (Grömling, 2008). O segundo fator foi a reestruturação da economia alemã (desindustrialização) e, por fim temos as reformas económicas. Estas reformas inseriam-se no *Agenda 2010* e consistiu na diminuição do tempo de fundo de

---

<sup>47</sup> Segundo Eichengreen (2000) o impacto da reunificação não era de difícil previsão, devido ao aumento da procura doméstica que foi alimentada por gastos deficitários e altas taxas de juros, enquanto o Bundesbank tentava limitar as consequências da inflação.

<sup>48</sup> Esta crise deveu-se à pressão que aconteceu com a rejeição do Tratado de Maastricht por parte da Dinamarca, o que levou a outros países começarem a duvidar da *Economic and Monetary Union* (EMU). Grandes diferenças nos preços e produtividade entre os membros do EMS levaram a um aumento das taxas de juro na Alemanha devido ao aumento da inflação, o que causou especulação nas moedas que faziam parte do EMS, que se acreditava que estavam sobrevalorizadas (Grömling, 2008).

desemprego (forçando a procura de emprego), redução dos impostos (incentivou o investimento) e o crescente investimento estadual (Grömling, 2008)

Contudo, esta situação económica foi alterada por causa da crise mundial de 2008, como em todas as economias da moeda cabaz do FMI. Inicialmente, a Alemanha foi dos países que mais repercussões sofreu e tal foi visível no crescimento económico desse ano, sendo de apenas 1% e já no ano de 2009 o crescimento chegou mesmo a ser negativo, -4.7% (Hoffman, 2011).

Apesar de atualmente ter uma economia assente numa moeda de relativa estabilidade e composta por vários países, a Alemanha tem tentado variar a quantidade de moedas reserva para *SDRs* (em detrimento do dólar). Assim sendo, presentemente possui cerca de 11847.83 milhões de *SDR's* (FMI,2019).

### **3. A economia japonesa e o iene**

Segundo Camdessus (1995), apesar do iene Japonês ter alguma relevância no SI, o seu papel é principalmente uma moeda nacional.

Ao longo da história, o Japão teve três momentos importantes para o contexto económico do país. Primeiramente foi a iniciação da era *Meiji* que revolucionou totalmente o país, através da forte industrialização do país (com as rédeas deste acontecimento serem tomadas pelo zaibatsu<sup>49</sup>) e os efeitos das 2 guerras mundiais. Em segundo lugar foi o *boom* económico depois de 1945 e por último, foi a *Lost Decade* e a crise financeira de 2008.

#### **3.1. Os efeitos económicos da IGM e IIGM no Japão**

Durante esta era de progressão económica e tecnológica, o Japão tornar-se-ia também o país mais poderoso do Este Asiático. Entre 1910-1920 o Japão iria receber um grande estímulo para as suas exportações devido ao despoletar da IGM. Com a intervenção de quase todos os países europeus nesta guerra houve um corte nos produtos manufaturados por estes, que levou a um vazio na oferta desse tipo de bens (esta situação é relatada no capítulo 2 - subcapítulo 1.1). O Japão agarrou esta oportunidade e graças à sua forte industrialização e manufatura conseguiu cobrir o défice deixado pelos países europeus.

---

<sup>49</sup> Segundo Tang (2006), os Zaibatsu correspondem a um aglomerado familiar de grande envergadura, e que são considerados responsáveis como a principal razão da forte industrialização japonesa durante o período *Meiji* (1868-1912).

Durante o período de 1915-1920 a indústria manufatureira japonesa cresceu a uma média de 9.3 % (Smith, 1995). Contudo com o fim da IGM e a reentrada da indústria europeia no mercado internacional levou o Japão a um período de recessão que foi agravado pelo terramoto de Kanto<sup>50</sup> em 1923, o colapso do sistema bancário em 1927<sup>51</sup> e a Depressão Showa<sup>52</sup> de 1930.

Apesar de toda esta dificuldade, o Japão conseguiu recuperar através primeiramente da *Takahashi Economic Policy* e num segundo plano através do forte investimento na militarização do país. A militarização levou a aumento na sofisticação tecnológica, alterando todo o panorama que era visível previamente à IGM, em 1917 a indústria manufatureira era principalmente têxtil, mas em 1940 a manufaturação de maquinaria pesada representava 59% versus os 17% no têxtil (Smith,1995).

Em 1941 o Japão entrou na IIGM do lado das forças do Eixo, contudo tratou-se de uma tomada de decisão catastrófica para este país, ao estar do lado dos derrotados e tendo sido o primeiro país a sofrer as atrocidades de um ataque nuclear (bombas de Nagasaki e Hiroshima). No fim da Guerra, o Japão teve cerca de 8 milhões de mortos ou feridos, 1/4 dos seus edifícios destruídos e 1/3 da sua maquinaria industrial destruída (Smith, 1995).

Após a resignação, o Japão foi ocupado pelos EUA, e um conjunto de medidas políticas e ajudas foram implementadas pelos americanos. Foi fornecido um conjunto de recursos vitais (como o petróleo), a introdução do *Dodge Line* em 1949 que procurava estabilizar o Yen através de medidas anti-inflacionárias e uma desconcentração económica com a rutura com os *zaibatsu* (Smith,1995).

### 3.2. *Boom* da economia japonesa na segunda metade do século XX

Durante a década de 50 e a década de 70, o Japão iria ter um desenvolvimento económico impressionante sendo até mesmo conhecido como o *milagre económico*. É neste contexto que surgiu o quarto momento preponderante para a economia japonesa, a Guerra da Coreia. Esta guerra foi um grande estimulador das exportações japonesas que fez com que os seus ganhos

---

<sup>50</sup> Este terramoto aconteceu no dia 1 de setembro de 1923 e foi responsável por ter quase destruído totalmente as cidades de Tóquio e Yokohama. O número de mortes e de desaparecimentos perfazem no total cerca de 105000 pessoas (Yoneyama, 2009).

<sup>51</sup> Foi a consequência de uma instabilidade financeira persistente por causa da incompleta reestruturação do sector dos negócios e do adiamento dos maus empréstimos das instituições financeiras (Shizume, 2009).

<sup>52</sup> Foi causado pela Grande Depressão. Foi intensificado no Japão devido ao retorno deste país ao padrão ouro com a antiga paridade, no entanto, o Japão conseguiu escapar mais rapidamente à crise face a um conjunto de medidas macroeconómicas bem-sucedidas (Shizume, 2009).

fossem de 4.6 mil milhões (face aos 0.5 mil milhões em 1949) e a presença das tropas das Nações Unidas no Japão levaram a um aumento do consumo, que por sua vez, levaram a um ganho económico adicional (ver tabela 6 para mais informações).

**Tabela 6- Exportações e importações do Japão durante o ano de 1950**

Período	Exportações	Importações	Diferença entre exportações e importações
Jan-Mar 1950	144	239	-95
Abr-Jun 1950	179	246	-67
Jul-Set 1950	210.5	210	+0.5
Out-Dez 1950	287	264	+23
Total	820	959	-139

**Fonte:** Elaboração própria com dados do artigo *Japan's Economy and the Korean War* de Okita (1951).

**Nota:** Estes dados mostram o antes e depois da eclosão da guerra da Coreia.

O milagre económico refere-se ao período entre 1953-71 quando o Japão teve uma média de crescimento de 14 % e uma acumulação de capital de 9% (Gregory e Stuart, 2004). Na década de 60 a 80, as taxas de crescimento do Japão eram quase o dobro da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) enquanto a taxa de inflação e desemprego eram constantemente baixas (Marangos, 2013). No fim dos anos 80 e inícios dos anos 90, o Japão surgiu no Sistema Internacional (SI) como uma das maiores potências apesar dos choques petrolíferos de 1973 e 1979-80. Alguns exemplos de tal presença no SI são, a bolsa de valores de Tóquio é uma das maiores do mundo, durante esse período o Japão tinha nove dos vinte maiores bancos mundiais e a produção de aço, ferro e de automóveis ultrapassava os valores dos EUA (Smith, 1995).

### 3.3. *Lost Decade* e as repercussões da crise financeira de 2008

Após este período de grande desenvolvimento económico, o Japão passou por uma situação denominada de *Lost Decade*. Segundo Yoshino e Hesary (2015), a crise previamente

referida deveu-se ao despoletar da bolha imobiliária e do mercado de valores, que iriam provocar durante vários anos uma longa recessão e baixas taxas de crescimento.

Segundo Yoshino e Hesary (2015) as razões que provocaram tais acontecimentos foram os seguintes: o envelhecimento da população<sup>53</sup>, o peso do investimento do Governo Central às autoridades regionais<sup>54</sup>, o comportamento dos bancos<sup>55</sup>, política monetária contracionista excessiva<sup>56</sup>, a alta apreciação do Yen em meados dos anos 90<sup>57</sup> e a crise bancária de 1998<sup>58</sup>. Durante um período de aproximadamente 10 anos, o PIB real do Japão esteve abaixo de 1 % (Lipsky e Takinami, 2013).

Em 2008 com a crise financeira mundial o Japão teve bastante repercussão e isso é visível na taxa de crescimento do PIB, sendo que entre 2008-2009 apresentou taxas de crescimento negativas e entre 2010-2018 a sua taxa de crescimento média registou valores bastante baixos, cerca de 1.388%. Apesar de todos estes problemas económicos em conjunto com uma dívida pública maior que a Grécia, o Japão garante a sustentabilidade desta dívida devido aos seus investidores nacionais (estes possuem cerca de 95% da dívida nacional).

Em 2019, o Japão possuía cerca de 13905.51 milhões de *SDRs*, sendo o segundo maior detentor deste ativo (FMI,2019).

#### **4. A economia francesa e o Franco francês**

A existência do Franco Francês perdurou até ao ano de 2002 e para esta dissertação iremos abordar o franco francês a partir da IIGM, dado que segundo os autores Patat e Lutfalla (1990) a França pré 1939 era um país pouco monetarizado, algo que com a guerra iria alterar-se.

---

<sup>53</sup> Atualmente cerca de 1/3 dos gastos governamentais japonês é alocado para os custos da segurança social (Yoshino,2017).

<sup>54</sup> As autoridades regionais dependem em demasia do investimento do governo central e não fazem esforços de forma a revitalizar a economia local (Yoshino,2017).

<sup>55</sup> Desde os anos 80 que os bancos japoneses começaram emitir empréstimos com base em garantias (normalmente bens imobiliários), contudo a partir de 1991 os preços imobiliários começaram a descer de forma drástica que provocou uma acumulação de ativos de empréstimos maus por parte das entidades bancárias (Yoshino,2017).

<sup>56</sup> A excessiva dificuldade na concessão de crédito devido às políticas monetárias governamentais fizeram com que as pequenas e médias empresas e as *startups* tivessem complicações no acesso a fundos que ajudassem a crescer os seus negócios (Yoshino e Hesary,2017).

<sup>57</sup> Esta forte apreciação da moeda japonesa provocou a deslocalização das empresas manufatureiras do Japão para outras regiões da Ásia como o Vietname, Tailândia, China, Indonésia (Yoshino e Hesary,2017).

<sup>58</sup> Nos finais dos anos 90 cerca de 181 bancos japoneses faliram devido à focalização de crédito a sectores como a construção e imobiliária e a gestão fraudulenta (Yoshino e Hesary,2017).

A economia francesa e o franco francês subdividem-se em 3 períodos bastante importantes, em primeiro lugar após a Segunda Guerra Mundial (IIGM), as ajudas do Plano Marshall e a existência do sistema de *Bretton Woods* (que levaram aos Trinta Anos Gloriosos); em segundo lugar os Vinte Cino Anos Ingloriosos e a tomada de decisão à integração europeia e por último a crise de 2008 e os efeitos desta.

#### 4.1. Trinta Anos Gloriosos

Apesar da França pertencer ao lado vencedor da IIGM e em termos demográficos não ter sido devastada da mesma maneira que a Grã-Bretanha (ou face ao que sofrera na IGM<sup>59</sup>) em termos económicos esta possuía uma economia totalmente destruída pela ocupação alemã (Patat e Lutfalla, 1990).

Segundo Patat e Lutfalla (1990) o valor de toda a destruição provocada pela IIGM correspondia a cerca de 5 mil milhões de francos franceses, contudo como acontecera nas outras economias afetadas pela destruição da guerra este acontecimento levou a uma completa renovação da economia francesa. O período entre 1945-51 ficou conhecido pelo período de reconstrução e traduziu-se num período de recuperação económica. Esta recuperação foi resultado das políticas económicas (nacionalização<sup>60</sup>) mas também pela gestão dos fundos que advieram do Plano Marshall<sup>61</sup>. A realidade é que a economia francesa entre 1945-1973 viveu um período conhecido como os Trinta Anos Gloriosos<sup>62</sup> (Dormois, 2005). Entre 1949-59 a França crescia a um ritmo anual de 4.5% bastante abaixo face à Alemanha Ocidental, no entanto, entre 1959-1971 esta aumentou a taxa de crescimento anual para cerca de 5.8% face aos 4.9% da Alemanha, como é visível na figura 6 (Gildea, 2002). O crescimento no período entre 1945-1973 não foi apenas marcado pelo Plano Marshall, mas também pela integração no projeto europeu.

---

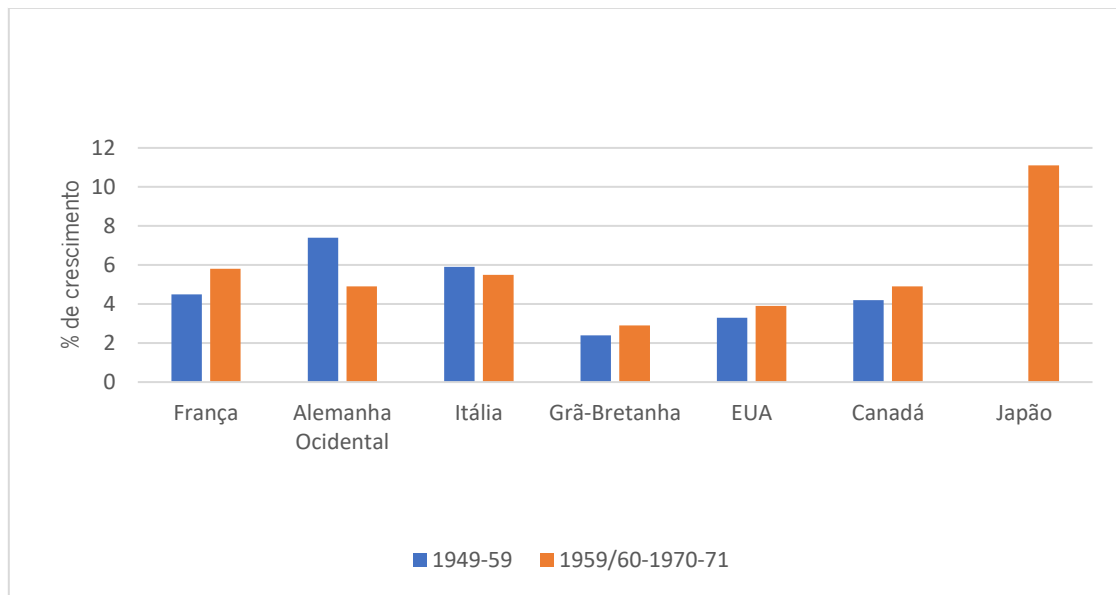
<sup>59</sup> Cerca de 1350000 de franceses haviam morrido na IGM enquanto que na IIGM faleceram aproximadamente 650000 franceses (Patat e Lutfalla, 1990).

<sup>60</sup> Segundo Gildea (2002) a existência de um sector bancário nacionalizado permitiria o mesmo transferir os fundos necessários para a indústria pesada que levaria a um crescimento da exportação. A primeira etapa consistia em que a produção francesa de 1938 fosse alcançada já no ano de 1946, contudo isso só foi possível em 1947 e neste período foi dado ênfase aos sectores do carvão, eletricidade, aço, agricultura e maquinaria (Gildea, 2002). A segunda parte do plano decorreu entre 1952-57 e esta vez deu prioridade à modernização dos equipamentos industriais de forma a aumentar a produtividade das indústrias.

<sup>61</sup> Segundo Patat e Lutfalla (1990) o Plano Marshall para o caso francês teve um valor aproximado de 2420 milhões de dólares.

<sup>62</sup> Segundo Dormois (2004), os Trinta Anos Gloriosos marcam o período de reconstrução e crescimento francês entre 1945-1975 .

**Figura 6- Comparação das taxas de crescimento entre vários países.**



**Fonte:** Elaboração própria com dados do livro *France since 1945* de Gildea (2002).

A entrada da França na CEE em 1958 provocou uma maior abertura das fronteiras para o comércio internacional e de forma a tornar-se mais competitivo neste novo panorama, os franceses desvalorizaram o franco francês em cerca de 17.5%, (de forma a tornar-se um exportador mais barato), aumentaram as taxas alfandegárias e fizeram cortes nos gastos governamentais (Gildea, 2002).

O plano francês foi um sucesso, antes da IIGM o comércio internacional francês era de 4%, entre 1949-59 era de 6.5 % e entre 1959-74 cresceu para os 10.8%, tornando-se em 1964 o quarto maior exportador mundial, muito devido às medidas económicas como também pela transição de uma economia assente na agricultura tradicional<sup>63</sup> para a indústria (Gildea, 2002). Contudo, os Trinta Anos Gloriosos não foram apenas um sucesso no âmbito económico mas também no bem-estar social e no aumento do poder de compra, com o aumento na esperança média de vida (em 1946 era de aproximadamente 56 anos e em 1975 correspondia acerca de 70 anos), na diminuição de horas de trabalho média anuais (em 1946 era de 2100 horas e em

<sup>63</sup> Segundo Gildea (2002), a França até 1945 possuía cerca de 45% da sua população em zonas rurais (conhecido por comunas rurais que tinham até 2000 habitantes). A transição deste panorama e da agricultura tradicional francesa passou por 2 meios, o primeiro fora a mudança dos agricultores para outros sectores de atividade como a indústria e os serviços (passando para regiões urbanas) e o segundo passou pela mecanização da agricultura. Esta mecanização é visível na quantidade de tratores utilizados entre 1946 face a 1965, sendo que no primeiro período existiam cerca de 20000 e no período seguinte cerca de um milhão (Gildea, 2002).



1975 era de 1875 horas), sendo observável várias melhorias na tabela 7 (Dormois, 2004) e a taxa de desemprego era bastante baixa, cerca de 1-2% (Gildea, 2002).

### **Tabela 7- Resultado dos Trinta anos gloriosos na sociedade francesa.**

Bem estar social e poder de compra privado	1946	1975
População total (em milhões)	40,5	52,6
Expectativa média de vida (anos)	55,9	70,2
Média de horas de trabalho (anual)	2100	1875
Produto Nacional Bruto (1938=100)	87	320
Nº de casas construídas anualmente (milhares)	65	570
Carros privados (milhões)	1	15,3

**Fonte:** Elaboração própria com dados obtidos do livro *The French Economy in the Twentieth Century* de Dormois (2005).

Neste contexto de sucesso e desenvolvimento, o único entrave à economia francesa era o alto nível de inflação. Na década de 70 a situação dos Trinta Anos Gloriosos iria alterar-se, devido ao segundo e terceiro choque petrolífero<sup>64</sup> e com a quebra do sistema de *Bretton Woods*. Em 1973 a França importava cerca de  $\frac{3}{4}$  da sua energia e com aumento dos preços energéticos (cerca de 400%<sup>65</sup>), este país sofreu de um grande aumento da inflação<sup>66</sup>, provocando um défice na balança comercial, levando a indústria francesa à recessão e ao aumento da taxa de desemprego<sup>67</sup>, como é visível na tabela 8 (Gildea, 2002). Relativamente ao sistema de *Bretton Woods*, como tem sido observável ao longo da tese, marcou o início das taxas de câmbio flutuantes, o que provocou um difícil processo de adaptação a esta nova realidade<sup>68</sup>, contudo este período foi contornado com a entrada da França no Sistema Monetário Europeu em 1979.

<sup>64</sup> Segundo Dormois (2005) o segundo choque petrolífero custou cerca de 3% do PIB francês e o terceiro choque aproximadamente 5%.

<sup>65</sup> Mais informação acerca das consequências dos choques petrolíferos ler o artigo *The Great Plunge in Oil Prices: Causes, Consequences, and Policy Responses* de Baffes et al., 2015.

<sup>66</sup> Em 1974 a França sofreu um aumento da inflação aproximadamente de 14% (Gildea, 2002). Segundo Graham e Seldon (1991) entre 1956-85 a França teve uma taxa média de inflação aproximadamente de 7.3 %.

<sup>67</sup> A indústria francesa sempre teve várias dificuldades na questão da empregabilidade devido ao elevado custo da segurança social e a segurança do trabalho (Gildea, 2002).

<sup>68</sup> Segundo Graham e Seldon (1991) a estabilidade da taxa de câmbio do franco francês continuou a ser um objetivo político-económico na década 70, contudo foi alvo de insucesso. A França tentou várias medidas para garantir a estabilidade, tais como: ajuste da taxa de juro de curto prazo, intervenção direta do banco central no mercado de câmbio, controles cambiais e empréstimos do estrangeiro.

## 4.2. Vinte Cinco Anos Ingloriosos e a integração europeia

Segundo Gildea (2002) após os Trinta Anos Gloriosos veio um período conhecido por os Vinte Cinco Anos Ingloriosos, um período de baixo crescimento, de elevado desemprego (tabela 8) e do aumento da dívida pública em França.

**Tabela 8- Comparação das taxas de desemprego entre vários países.**

	1970	1975	1980	1980	1990	1995	2000
França	2,5	4,0	6,3	10,2	9,0	11,7	9,6
Alemanha (Occidental)	0,6	4,0	3,2	8,0	6,2	8,2	7,9
Itália	5,3	5,8	7,5	9,6	10,3	11,9	10,5
Grã-Bretanha	2,2	3,2	5,6	11,5	5,5	8,7	5,5
EUA	4,8	8,3	7,0	7,1	5,4	5,6	4,0
Canadá	5,6	6,9	7,4	10,4	8,1	9,5	6,8
Japão	1,1	1,9	2,0	5,6	2,1	3,1	4,7

**Fonte:** Elaboração própria com dados do livro *France since 1945* de Gildea (2002).

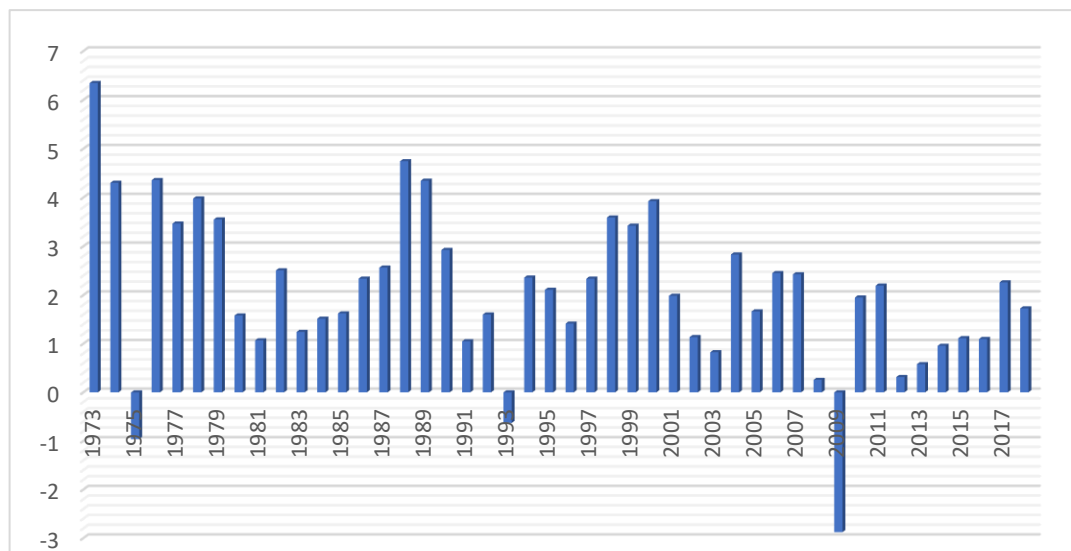
Face a este período mais conturbado, a França virou-se para a integração europeia de forma a contornar a sua situação económica e a instabilidade cambial. Neste contexto, em 1979 surge o SME que fez com que a França renunciasse ao controlo nacional sobre a taxa de câmbio, pelo interesse de promover a cooperação e o comércio europeu, mas também pela possibilidade deste sistema garantir mais estabilidade cambial para o país (Dillingham, 1995). A França sempre foi um dos impulsionadores da integração europeia, apesar de durante a construção deste processo terem surgido alguns entraves<sup>69</sup>. A integração europeia delineou-se com os pilares de Maastricht e a União Monetária Europeia<sup>70</sup>.

<sup>69</sup> A França teve dois dos grandes impulsionadores do projeto europeu, Robert Schuman e Jean Monnet, o que demonstra a vontade da criação de certa uma cooperação europeia. Contudo, segundo Lynch (2004) ao longo da história franco-europeia também houve certos entraves, como os seguintes: a rejeição do *European Defence Community* (uma força militar europeia com um orçamento comum); a mínima aprovação (51%) dos cidadãos franceses no referendo de 1992 para o tratado de Maastricht.

<sup>70</sup> Segundo Howarth (2001), a entrada no SME e no UME tratou-se de um meio da França alcançar o poder económico e monetário no seio de uma Europa dominada pela Alemanha. Referindo o supracitado autor (2001, pp.1-174), inicialmente os franceses procuraram maximizar o controlo sobre a formulação de políticas monetárias e macroeconómicas, minimizando o impacto das políticas monetárias americanas e alemãs sobre o franco e a economia francesa e maximizando a influência francesa sobre o estabelecimento de políticas monetárias dos EUA e da Alemanha. O objetivo dos franceses era preservar o controlo nacional em uma economia mundial cada vez mais interligada, no entanto, o fracasso levou a que os franceses compensassem isso com a Europa, através do Sistema Monetário Europeu e futuramente com a União Monetária Europeia, de forma a utilizar estes instrumentos europeus como forma de combater a dominância monetária que a Alemanha e o *Bundesbank* tinham neste continente (Howarth, 2001).

Os Vinte Cinco Anos Ingloriosos foram em termos económicos bastante duros para a economia francesa como é visível na figura 7 (com a exceção dos anos de 1988/89).

**Figura 7- Taxa de crescimento do PIB francês entre 1973-2018**



**Fonte:** Elaboração própria com dados do site oficial do *World Bank*, maio de 2019. Disponível em <https://data.worldbank.org/indicador/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=FR>

No entanto, a situação económica iria alterar-se por um breve período, entre 1998-2007. Em 1 de Janeiro de 1999 a França dá entrada à terceira etapa da União Monetária Europeia, o que levou à circulação física do Euro<sup>71</sup> em 2002 e em termos económicos entre 1999-2007 a França teve um período de significativo crescimento económico<sup>72</sup>, uma diminuição da taxa de desemprego e da dívida pública.

#### 4.3. As consequências da crise financeira 2008 na economia francesa

Em 2008 despoletou a crise dos *subprimes*, que foi a consequência do aparecimento da crise das dívidas soberanas na Europa, algo que afectou tanto a economia francesa como a sua actual moeda, o Euro. Desde a eclosão da crise que a França tem tido bastantes dificuldades em

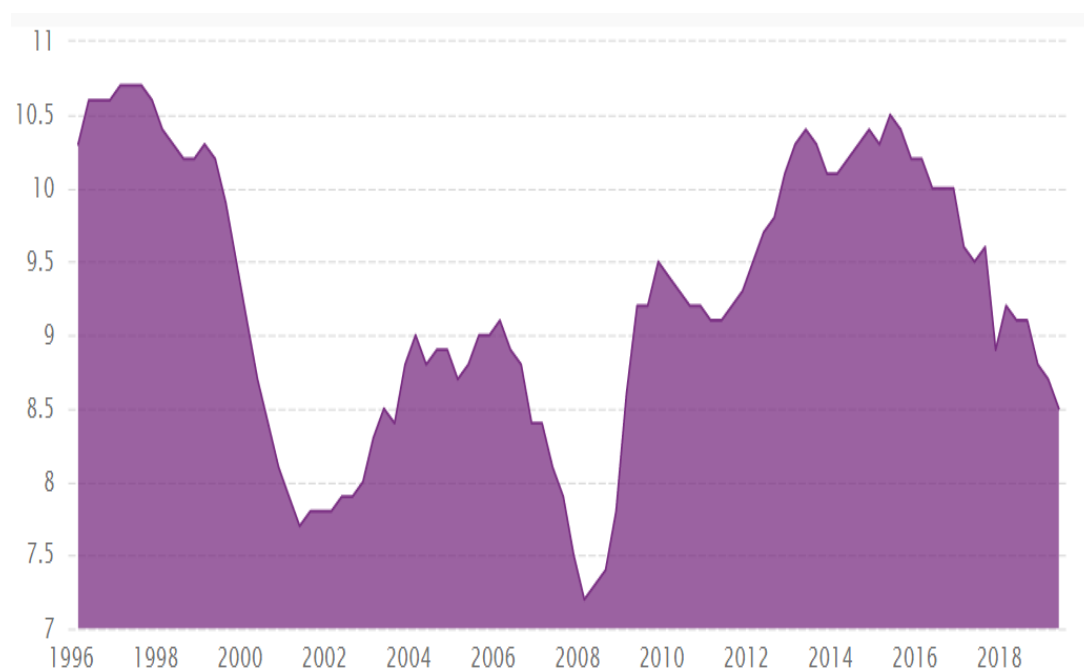
<sup>71</sup> A taxa de câmbio foi de 1€ = 6.55957 FRF.

<sup>72</sup> A existência de uma quebra do PIB entre 2001-2003 deveu-se ao aumento da inflação e à desconfiança dos cidadãos franceses face ao Euro, o que levou à diminuição de gastos e como consequência houve uma quebra na procura interna. Contudo, após a justificação dos economistas face à estabilidade do Euro e da garantia da estabilidade dos preços, a confiança dos cidadãos franceses ao consumo voltou (Etienne, 2009).

recuperar tanto em termos económicos<sup>73</sup> como sociais, dado que esta crise provocou grandes danos no crescimento anual do PIB, na taxa de desemprego (figura 8), na dívida pública<sup>74</sup> e em várias outras áreas. Segundo Mathieu e Sterdyniak (2014) alguns destes efeitos ainda perduram até aos dias de hoje, principalmente a alta dívida pública francesa devido à relutância dos governos franceses em impor reformas liberais que ponham em causa a protecção do bem-estar social dos franceses (como a saúde).

Numa Europa que em termos económicos ainda se encontra fragilizada e em recuperação, e que em termos monetários procura a estabilidade que alguns países haviam posta em causa (Ex:Grécia), a França tem apostado minimamente no ativo de reserva do FMI, e atualmente possui cerca de 8210,74 milhões de *SDRs*.

**Figura 8- Taxa de desemprego francesa entre 1996-2019**



**Fonte:** Gráfico reproduzido do site oficial do CEIC. Acedido em maio de 2019 e disponível em <https://www.ceicdata.com/pt/indicator/france/unemployment-rate>

Ao longo da dissertação observa-se que a França ganhou o estatuto de uma das maiores economias mundiais, tendo um dos desenvolvimentos económicos de maior envergadura entre 1945-1975 e tornando-se um dos maiores exportadores mundiais, o que fez com que se tornasse

<sup>73</sup>A França permanece uma economia com um alto nível de gastos e impostos públicos, de défice persistentes e uma política fiscal bastante *keynesiana* devido à desaprovação da população e à tradição do Estado (Mathieu e Sterdyniak, 2014).

<sup>74</sup> Ver a figura 23 no capítulo Anexos.

uma das maiores economias mundiais e parte integrante do cabaz do FMI com o franco francês entre 1974-1998 e a partir de 1999 até à atualidade com o Euro.

## 5. A economia chinesa e o Renminbi

O aumento do *status* do Renminbi no SI está totalmente correlacionado com as normas necessárias para se tornar uma moeda reserva. A China é um caso excecional na comunidade internacional tanto no desenvolvimento económico como geopolítico. Primeiramente irá ser referido o incrível crescimento económico do país, em segundo lugar serão referidas as causas para o aumento da relevância geopolítica chinesa e as empresas multinacionais chinesas e em terceiro lugar, a sua moeda nacional (renminbi chinês) e o apoio da China aos *SDRs*.

### 5.1. A Reforma económica de 1978

Segundo Morrison (2019) a China até ao ano de 1979 era um país bastante pobre, fortemente centralizado<sup>75</sup> e relativamente isolado, devido ao tipo de regime político, dado que tinha o objetivo da autossuficiência<sup>76</sup> nacional. Contudo este tipo de política teve bastantes repercussões na economia chinesa, como foi visível com o *Great Leap Forward*<sup>77</sup> e com o *Cultural Revolution*<sup>78</sup>.

Com estas dificuldades económico-sociais o governo chinês viu a necessidade de alterar o seu sistema económico. Em 1978 um conjunto de reformas económicas foram criadas e dirigidas por Deng Xiaoping<sup>79</sup>, de forma a alterar todo este panorama de dificuldades na China. Este conjunto de reformas incluíam a criação de incentivos relativamente a preços e à tomada de terrenos agrícolas para os agricultores (sendo possível vender partes dos seus bens agrícolas no

---

<sup>75</sup> Até 1978, cerca ¾ da produção industrial deste país eram de empresas públicas chinesas (Morrison,2019)

<sup>76</sup> Os bens que não eram produzidos na China e da qual seria necessária a exportação possuíam várias leis de restrição (Morrison,2019).

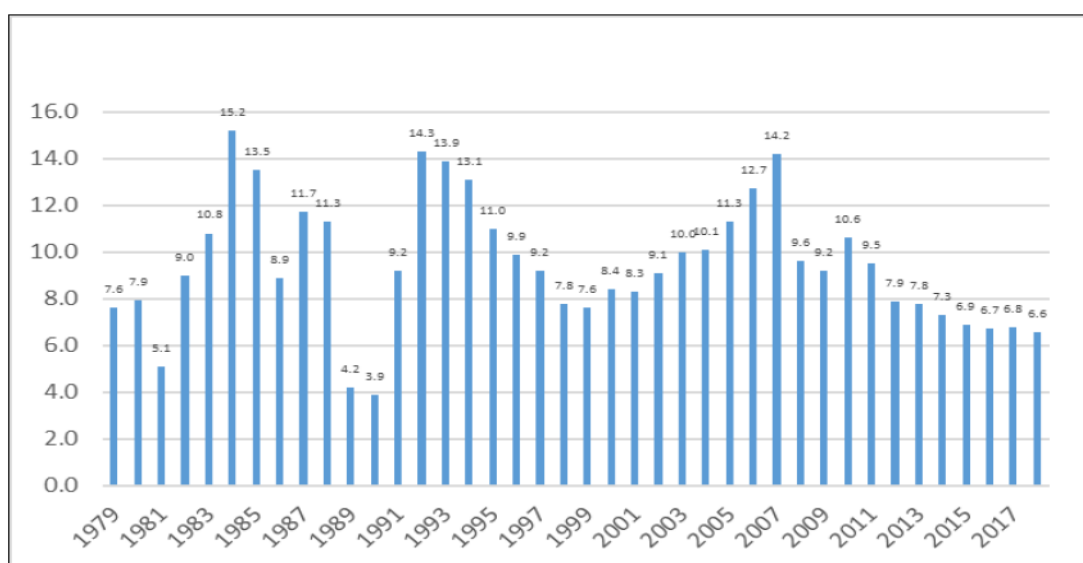
<sup>77</sup> Política que tinha o objetivo de organizar a população e economia chinesa através da criação de grandes comunas populacionais para colmatar o défice industrial e agrícola do país (Britannica,2019).

<sup>78</sup> O período entre 1966-76 foi marcado pelo caos político e social causado pela tentativa de Mao Zedong de usar as massas chinesas para reafirmar seu controle sobre o Partido Comunista. Este período conturbado afetou bastante a economia, morreram centenas de milhares de pessoas e colocou a China em 10 anos de turbulência (TheGuardian, maio 2016). Segundo Macfarquhar e Schoenhals (2008), sem a existência deste período conturbado também não existiria a reforma económica de 1978.

<sup>79</sup> Político e líder chinês entre 1978-2002, sendo o responsável por várias reformas nos mais diversos sectores (principalmente económico). Segundo Vogel (2011), Deng Xiaoping foi o líder com maior impacto no século XX.

mercado livre); a criação de 4 zonas económicas especiais no país de forma a estimular o investimento estrangeiro, as empresas estatais passaram para a esfera dos governos locais com a possibilidade de poderem operar e competir no mercado livre; iniciativas para os cidadãos chineses criarem o seu próprio negócio; a eliminação do controlo de preços em vários produtos, entre outras medidas (Morrison, 2019). Desde 1979<sup>80</sup> até aos dias de hoje, a China tem tido um desenvolvimento económico de grande envergadura muito devido às medidas reformistas tomadas em 1978, fazendo com que a média do PIB real anual chinês seja cerca de 9.5%, como é visível na figura 9 (Morrison, 2019).

**Figura 9- Crescimento do PIB real anual chinês entre 1979-2018**



**Fonte:** Gráfico reproduzido do artigo *China's Economic Rise: History, Trends, Challenges, and implications for the United States* de Morrison (2019).

Segundo Morrison (2019) a causa explicativa para este crescimento económico assenta principalmente em dois fatores que advieram da reforma de 1978: o investimento em grande escala que foi financiado pelas grandes poupanças domésticas e pelo investimento estrangeiro e, em segundo lugar, por causa do rápido crescimento da produtividade. O alto valor das poupanças dos chineses<sup>81</sup> já se sucedia antes do conjunto de reformas propostas por Deng Xiaoping, dado que antes da iniciação dessas reformas a poupança doméstica correspondia a cerca de 32% do

<sup>80</sup> Há que referir que entre nos anos 80 a China foi dos primeiros países a tentar que os *SDRs* ganhassem relevância nas transações internacionais em detrimento do dólar. Na década de 80, representantes chineses no FMI enfatizaram o desejo de alocações adicionais do Special Drawing Rights de forma a ajudar o desenvolvimento financeiro dos países subdesenvolvidos (Eichengreen e Xia, 2018). Desde 1980 que a China tem sido uma das vozes mais favoráveis ao papel que o SDR devia tomar no Sistema Monetário Internacional. Para mais informações acerca desta reunião ler o artigo *China and the SDR: Financial Liberalization through the Back Door* de Eichengreen e Xia (2018).

<sup>81</sup> Maior parte das poupanças dos cidadãos chineses entre 1950-78 foram gerados pelo lucro das empresas estatais – *State Owned Enterprises* (SOE's) - (Morrison, 2019).

PIB (Morrison, 2019). No pós -reforma de 1978, a alta tendência de poupança dos cidadãos chineses levou a que a China pudesse aguentar altos níveis de investimento, alcançando até poupanças maiores que o investimento nacional, fazendo com que esta se pudesse tornar um credor no sistema internacional (Morrison, 2019). Já em relação ao rápido crescimento da produtividade, este deveu-se à realocação de recursos para usos mais produtivos em sectores como a agricultura, comércio e serviços que adveio de uma abertura (limitada) destes ao mercado livre. Assim sendo, isto levou a que estes se tornassem rentáveis, dado que agora dependia somente da meritocracia e iniciativa própria dos cidadãos chineses, que proporcionou um *boom* na produtividade (Morrison, 2019). A boa execução destas reformas é tão visível que entre 1979-2018 a economia chinesa em termos reais duplicava o tamanho da sua economia a cada oito anos (Morrison, 2019).

## 5.2. Geopolítica chinesa e a crise financeira de 2008

Relativamente à questão do crescimento da dimensão geopolítica chinesa, esta correlaciona-se com o impressionante crescimento económico, mas também devido a vários outros fatores. Alguns desses fatores são a estabilidade política de partido único<sup>82</sup>, o tamanho do seu exército, a constante modernização militar e a realização de tratados a nível internacional<sup>83</sup> (Mckirdy, 2019). Por último, a questão do crescimento do número e dimensão de várias empresas multinacionais chinesas<sup>84</sup>. O crescimento da preponderância das empresas multinacionais chinesas foi graças à política do *Please Come in, and then go* (Tong, 2014). A primeira parte *Please come in* é relativa à abertura das fronteiras chinesas ao investimento das empresas multinacionais estrangeiras enquanto que *and then go* refere-se à transformação das suas empresas nacionais em multinacionais através da ajuda estatal (Tong, 2014).

---

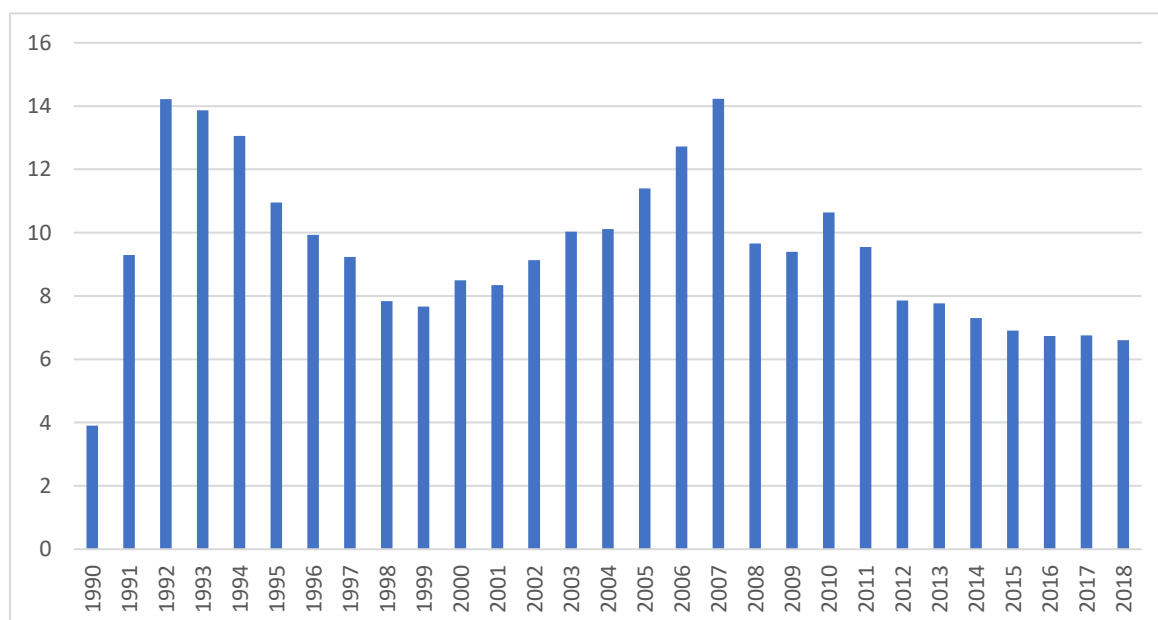
<sup>82</sup> O sistema governativo chinês está enquadrado num sistema de partido único encabeçado pelo partido comunista chinês desde 1949. Segundo Dumbaugh e Martin (2009) a complexidade do sistema chinês é visível na difusão do poder em vários polos de poder como os seguintes: o Partido Comunista e os seus líderes; o People's Liberation Army e o National People's Congress (são os mais relevantes)..

<sup>83</sup> Segundo Defense Intelligence Agency (2019) o tamanho do exército ativo chinês corresponde a cerca de 2 milhões militares. Relativamente à modernização militar esta enquadra-se num dos pontos fulcrais da geopolítica chinesa e assim sendo houve um aumento do orçamento militar chinês. Atualmente o valor do orçamento militar é aproximadamente de 177 mil milhões de dólares (Johnson, março 2019).

<sup>84</sup> Segundo a Forbes (maio 2019), empresas como a *Industrial and Commercial of China* e a *China Construction Bank* estão no top 3 das maiores empresas públicas mundiais. Contudo existe várias outras empresas que têm bastante preponderância no quotidiano dos cidadãos ocidentais como as seguintes (principalmente tecnológicas): Alibaba, Huawei, Xiaomi, Tencent, entre outras.

Segundo Tong (2014) o *boom* da segunda parte da política supracitada surgiu com a crise de 2008, quando as empresas ocidentais entraram em grandes dificuldades financeiras, o que abriu uma excelente oportunidade para as empresas chinesas. Logo no ano seguinte à eclosão da crise, as empresas chinesas tinham internacionalmente adquirido 298 empresas, para além do seu forte investimento no continente africano, que é visível nas 2000 empresas que estão a operar na criação de inúmeras infraestruturas de grande importância neste continente subdesenvolvido<sup>85</sup> (Tong, 2014). Apesar de todos estes desenvolvimentos económicos, geopolíticos e empresariais, a China também sofreu de repercussões da crise de 2008, principalmente na taxa de crescimento do PIB (como é visível na figura 10), contudo aplicou um conjunto de medidas para diminuir o impacto desta.

**Figura 10- Taxa de crescimento da China entre 1990-2018**



**Fonte:** Elaboração própria com dados do Banco Mundial. Acedido em maio de 2019, em <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2018&locations=CN&start=1990>

Neste contexto de desenvolvimento económico e do aumento da relevância chinesa no SI, mais um acontecimento de grande importância aconteceu: a introdução oficial do renminbi no

<sup>85</sup> Este aumento da relevância geopolítica noutros continentes vai ao encontro da nova estratégia geopolítica chinesa conhecida por Belt and Road Initiative. Segundo Zhang (2018) esta é uma estratégia chinesa com o intuito da extensão da sua zona de influência (com foco no continente europeu; asiático e africano), de novas formas de cooperação económica e uma tentativa de promover uma nova ordem mundial. Atualmente a China já possui cerca de 100 acordos de cooperação com países e organizações internacionais (Zhang, 2018).

<sup>86</sup> Para mais informações acerca do pacote de estímulos económicos, das reservas de moeda estrangeira e da limitação ler o artigo *The Effects of the Global Financial Crisis on China's Financial Market and Macroeconomy* de Li et al (2011).



cabaz de moedas do FMI em 1 de outubro de 2016. Apesar de a inserção da moeda chinesa ser um caso excepcional<sup>87</sup>, a introdução do renminbi no cabaz do FMI é o reflexo do enorme progresso que o país tem vivenciado<sup>88</sup>.

Desde 2005 que a China tem proposto várias medidas de forma a incentivar o uso do *Special Drawing Rights* em detrimento do dólar. Essas medidas passam pela melhoria da liquidez dos instrumentos denominados em *SDRs*, incentivando a sua incorporação em carteiras de investimento privado e permitindo que estes instrumentos sejam transferidos entre os setores público e privado; estabelecer um mercado dos *SDRs*; e realização de novas alocações deste ativo (Eichengreen e Xia, 2018). Em 2009 um dos maiores exemplos da posição chinesa face aos *SDRs* foi visível no artigo do Zhou Xiaochuan<sup>89</sup>, *o Reform the international monetary system*. Neste artigo o autor refere que face à crise financeira de 2008, a solução passava pelo reforço de um ativo, os *SDRs*. Segundo Xiaochuan (2009) o *Special Drawing Rights* tem as características e o potencial necessário para atuar como uma moeda de reserva supra-soberana (...) Além disso, um aumento na alocação dos *SDRs* ajudaria o Fundo a resolver o seu problema de recursos (...) o alcance do uso dos *SDRs* deveria ser ampliado, de modo a permitir que ele satisfaça plenamente a procura dos países membros por uma moeda de reserva (...) configurar um sistema de liquidação entre os *SDRs* e outras moedas (...) os *SDRs* que agora são usados apenas entre governos e instituições internacionais, deveriam tornar-se um meio de pagamento amplamente aceite no comércio internacional e nas transações financeiras; Promover ativamente o uso do SDR no comércio internacional, nos preços de *commodities* e em investimentos o que reduziria efetivamente a flutuação dos preços dos ativos denominados em moedas nacionais e os riscos relacionados (...) Criar ativos financeiros denominados em *SDRs* para aumentar o seu *status* internacional; o cabaz de moedas que constitui a base para a avaliação dos *SDRs* deve ser expandida para incluir as

---

<sup>87</sup> Segundo Eichengreen e Xia (2018) o renminbi era claramente menos utilizável nas transações internacionais face às outras 4 moedas do cabaz, dado que nenhum destes 4 países mantém controlo de capitais (limite no uso das suas moedas em transações correntes).

<sup>88</sup> O Renminbi não tinha preponderância internacional dado que o seu desenvolvimento económico era relativamente recente, contudo a não-abertura ao mercado de capitais e o controlo estatal sobre a economia impediam a inclusão prévia desta moeda no panorama internacional.

<sup>89</sup> Zhou Xiaochuan é atualmente presidente do Banco Central Chinês, governador do Fundo Monetário Internacional por parte da China e membro do *Bank for International Settlements*. Neste artigo, Zhou Xiaochuan (2009) refere uma situação bastante pertinente que se trata da seguinte: a eclosão da atual crise e a sua repercussão no mundo nos confrontaram com uma questão de à muito tempo (mas ainda sem resposta), que tipo de moeda de reserva internacional precisamos para garantir a estabilidade financeira global e facilitar o crescimento económico mundial? Houve várias soluções tentadas para alcançar esse objetivo como o *Silver Standard*, o *Gold Standard*, o *Gold Exchange Standard* e o Sistema *Bretton Woods*. Contudo desde a quebra do sistema de Bretton Woods que nos temos deparado com crises bastante recorrentes como a da América Latina nos anos 80; o Este da Ásia (1997/98); Rússia (1998); países desenvolvidos (2007-09) e com os mercados emergentes (2018-) – (Harrison e Xiao, 2019).

moedas de todas as principais economias, Esta posição tomada pelo presidente do Banco Central Chinês é somente mais uma das várias demonstrações que a China é um dos maiores apoiantes do aumento da relevância dos *Special Drawing Rights* no Sistema Monetário Internacional<sup>90</sup>.

A China teve e continua a ter um dos maiores crescimentos económicos do mundo, sendo que em cerca de 40 anos a China conseguiu tornar-se numa das maiores economias mundiais e um dos países de maior influência no SI.

Atualmente a China possui cerca de 7726,69 mil milhões deste ativo, apesar de todo o apoio aos *Special Drawing Rights* por parte do país, a quantidade deste ativo que possui ainda é bastante pequeno em comparação ao dos EUA, sendo que é o país abordado nesta dissertação com o menor número de *SDRs*.

## **6. A economia americana e o Dólar: pós Sistema *Bretton Woods*.**

Como foi visível no capítulo 1 da dissertação, com o fim da IIGM os EUA assumiram uma posição de hegemonia a par com URSS no Sistema internacional (SI). Este SI assentava num sistema bipolar que levaria ao clima de Guerra Fria e que viria causar vários problemas de instabilidade dado a sua força geopolítica.

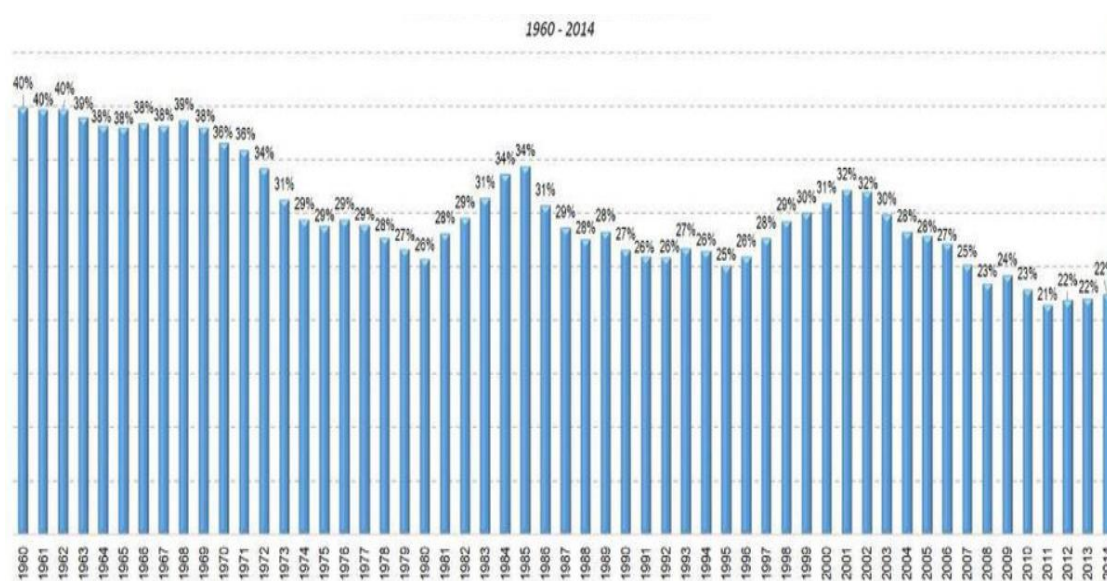
### **6.1. Fim do Sistema *Bretton Woods* e a *Great Inflation***

Apesar da URSS assumir somente poder em questões militares e geopolíticas, os EUA encontravam-se na hegemonia nas mais variadíssimas áreas como a cultura, económica, em 1960 o seu PIB correspondia a cerca de 40% do PIB mundial (visualizar figura 11), e monetária, dado que o dólar se tornou em 1955 a principal moeda reserva internacional (Patton,2016).

---

<sup>90</sup> Segundo Wang (2015), a defesa do SDR estava alinhada com a antiga e atual posição da China de que o sistema monetário internacional precisa ser reequilibrado face à dominância do dólar.

**Figura 11- PIB dos EUA em percentagem face ao PIB mundial**



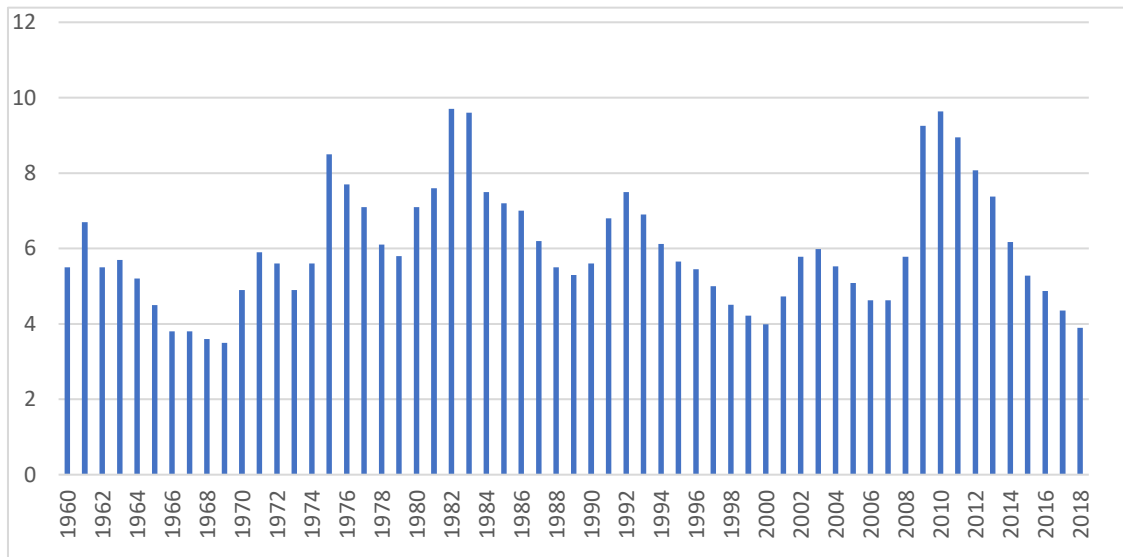
**Fonte:** Reproduzido do artigo *U.S Role in global economy declines nearly 50%* de Patton (2016). Acedido em Maio de 2019 e disponível em <https://www.forbes.com/sites/mikepatton/2016/02/29/u-s-role-in-global-economy-declines-nearly-50/#137ce85e9e7c>

Desde a criação do sistema *Bretton Woods* até à quebra do mesmo, os EUA assumiram uma posição inabalável nos aspetos económicos e monetários mundiais. No entanto, nos anos 70-80 tanto o Japão como a República Federal Alemã e as suas respetivas moedas ganharam bastante preponderância no comércio internacional.

Segundo Escrivá et al. (2008) a quebra do Sistema *Bretton Woods* marcou o início de uma nova era monetária, uma era marcada pela flutuação das moedas nos mercados cambiais, da inflação e de baixo crescimento económico. Os EUA foram vítimas da quebra deste mesmo sistema e nos finais da década de 60 e na década de 70-80 haviam mergulhado num ambiente de instabilidade devido à Guerra do Vietname, aos choques petrolíferos, à elevada taxa de desemprego (em 1966 era de 3.8%; em 1971 era de 5.9%, e em 1982 de 9.7%) como é visível na figura 12 e aos elevados gastos governamentais em projetos sociais como, o *The Great Society*<sup>91</sup> (Hogan, 2010).

<sup>91</sup> Este programa concebido pelo Presidente Lyndon Johnson correspondia à criação de uma legislação que fosse ao encontro do bem-estar social da população americana. Esta legislação tinha em conta os seguintes objetivos: ajuda na educação, *Medicare*, renovação urbana, desenvolvimento de regiões subdesenvolvidas, luta contra a pobreza, prevenção e controlo da criminalidade (Reifman, 2014). Para mais informação acerca do projecto *The Great Society*, ler o artigo *Great Society social programs* de Alan Reifman (2014).

**Figura 12- Taxa de desemprego dos EUA entre 1960-2018**



**Fonte:** Elaboração própria com base em dados do Banco Mundial. Acedido em maio de 2019 e disponível em <https://data.worldbank.org/indicador/SL.UEM.TOTL.NE.ZS>

Esta situação melhorou por volta de 1976-79, contudo esta iria reverter-se totalmente com a crise de 1980. O segundo choque petrolífero foi uma das causas desta crise, em conjunto com um aumento abrupto da inflação, que em 1979 era aproximadamente 9% e passou para cerca de 15,2 % em 1980, pondo os Estados Unidos da América (EUA) numa fase de grandes dificuldades (Hogan, 2010).

Podemos concluir que o abandono dos EUA do sistema de *Bretton Woods*, a desvalorização do dólar e as políticas monetárias de expansão levaram a um período de baixo crescimento económico e de elevada inflação, fazendo que este período ficasse conhecido pela *Great Inflation*<sup>92</sup>. Após um conjunto de medidas tomadas pelo *Federal Reserve System*, entre os quais o *Monetary Control Act*,<sup>93</sup> os EUA conseguiram entrar num período de estabilidade e de crescimento sustentado, terminando o período da *Great Inflation* para dar lugar a outro período, o *Great Moderation* (Bryann, 2012).

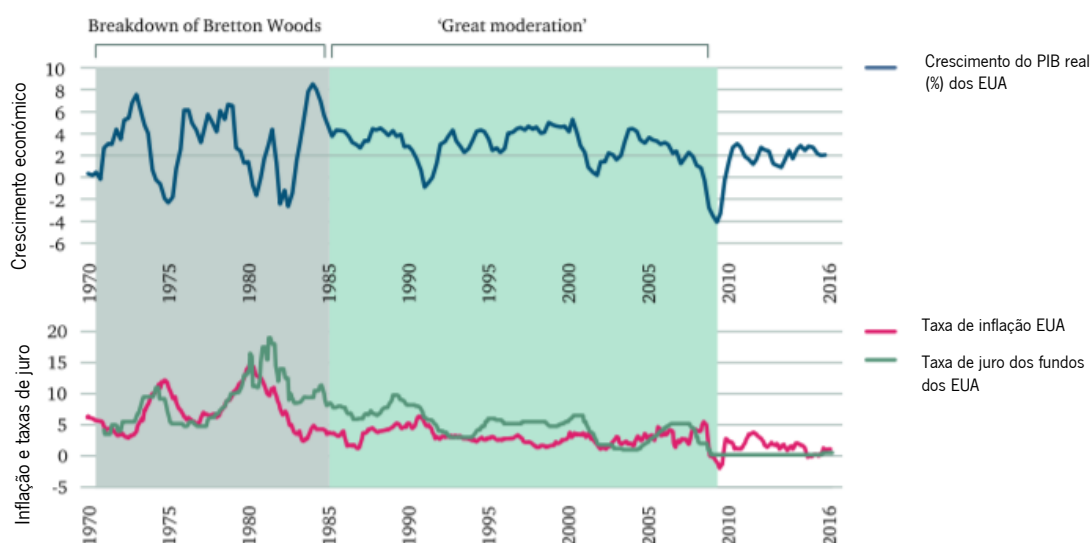
<sup>92</sup> Segundo Meltzer (2005) a *Great Inflation* de 1965 até meados da década de 80 foi o acontecimento monetário de maior importância na segunda metade do século XX. Este acontecimento levou à destruição do Sistema de Bretton Woods, à falência de grande parte da indústria e a níveis altos de tributação (Meltzer,2005).

<sup>93</sup> Tratou-se de uma lei assinada em 1980 pelo presidente Jimmy Carter em que se focou nos seguintes dois pontos: desregulamentação das instituições que aceitam depósitos e esforços para melhorar o controlo da política monetária pelo Federal Reserve (Robinson,2013). Adicionalmente algumas das outras medidas passou pela presidência de Reagan e o seu projeto conhecido por *Reaganomics*. Este projeto consistiu numa redução de impostos, de uma política anti-inflacionária e no aumento dos gastos governamentais em Defesa que levou a uma apreciação do dólar na década de 80 (Feldstein,1994).

## 6.2. Efeitos pós *Bretton Woods* na composição das reservas internacionais

O período da *Great Moderation* como é visível na figura 13, começou em 1985 e terminou em 2007, devido à instabilidade que se sentia nos finais de 2007, que foram um indicador da crise económica de 2008 que estava por advir. Este período como foi referido no capítulo 2 (no subcapítulo 2.2) foi marcado pela redução da inflação e pela estabilidade dos preços.

**Figura 13- PIB americano após *Bretton-Woods* até 2016.**



**Fonte:** Adaptado do artigo *The Evolution of US and European Monetary Policy after Bretton Woods A Historical Overview and Lessons for the Future* de Mathew de Oxenferd (2016).

Neste contexto de *Great Inflation* e da *Great Moderation* é necessário analisar o comportamento do dólar. Apesar do período turbulento da *Great Inflation* e o receio que se sentia em relação à perda do estatuto de maior moeda reserva internacional, foi algo que acabou por nunca acontecer. A queda da importância do dólar aconteceu, mas continuou a assumir a hegemonia monetária, apesar dos países desenvolvidos (como a Alemanha; o Japão) começarem a usar as suas moedas num sistema de câmbio flutuante e as suas moedas ganharem relevância no sistema internacional<sup>94</sup>. No entanto, os EUA conseguiram contornar a situação através do sistema petrodólar e da apreciação do dólar de 1980-85. Segundo Robinson (2012) o sistema petrodólar surgiu nos anos 70 perto do colapso de *Bretton Woods*, e tratou-se de uma alternativa para a manutenção da procura do dólar, dado que a saída deste do *gold standard* significaria uma

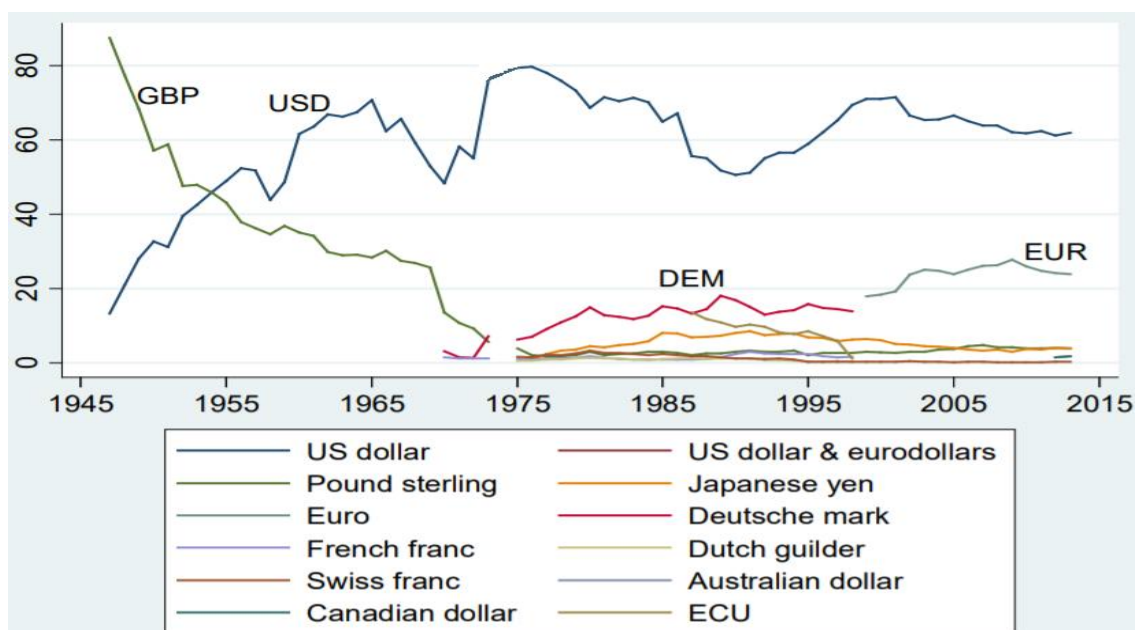
<sup>94</sup> Segundo Chinn e Frankel (2008) o iene e o marco alemão cresceram constantemente durante as décadas 70 e 80. Os excedentes das contas orçamentais do Japão e da Alemanha e as suas baixas taxas de inflação constituíam a razão para o crescimento da importância das suas moedas.

quebra na procura mundial do dólar americano. Este sistema foi um acordo inicialmente realizado com a Arábia Saudita em que os EUA assumiam uma posição de protetor militar e forneciam armamento, e em troca pretendiam que os Sauditas concordassem que todas as vendas de petróleo fossem realizadas em dólar americano (ou seja, recusavam qualquer outra moeda como meio de pagamento sem ser o dólar) e que ainda tivessem de investir os recursos excedentes de petróleo em títulos de dívida dos EUA (Robinson, 2012). De uma forma bastante sucinta, o sistema petrodólar trouxe aos EUA três elementos importantes: o aumento da procura mundial por dólares americanos, o aumento da procura mundial de títulos de dívida americana e permitiu ainda que pudessem comprar petróleo através de uma moeda criada de acordo com a sua vontade (Robinson, 2012).

Como podemos visualizar nas figuras 11, 12, 13 e 14, o período de *Great Moderation* persistiu até ao ano 2007 (nas vésperas da eclosão da crise dos *subprimes*), traduzindo-se num período de crescimento baixo e estável e em que o dólar, enquanto reserva mundial, tinha ainda uma quota de 50% na sua composição.

Observando a figura 14 podemos referir que o dólar continuou como a moeda de maior importância no SI por uma larga margem, mesmo após a criação do Euro. Os motivos para a eclosão da crise de 2008 foi explicada ao longo desta tese e como forma de especificar mais no caso americano, ler o subcapítulo “A Crise de 2008 e o reajustamento dos *SDRs*”.

**Figura 14- Composição das reservas mundiais em percentagem: 1945-2014**



**Fonte:** Reproduzido do artigo *Stability or Upheaval? The currency composition of international reserves in the long run* de Eichengreen et al. (2014).

Em 2019, os Estados Unidos da América possuem cerca 36611,82 milhões de *SDRs*, sendo o país com a maior quantidade deste ativo internacional, para além de possuir a moeda mais transacionada mundialmente (FMI,2019).

## **7. Do ECU até ao Euro**

Ao falarmos do *European Currency Unit* (ECU), do Sistema Monetário Europeu (SME) e do Euro, temos que falar primeiramente da integração regional que aconteceu no velho continente após a IIGM. Esta integração foi mais um meio, para além do FMI, de alcançar a paz e o desenvolvimento económico e evitar todos os erros cometidos previamente com as medidas após a IGM.

### **7.1. O projeto europeu e a origem *do European Currency Unit***

A primeira forma de integração e cooperação aconteceu com a Comunidade do Carvão e do Aço (CECA) e em segundo lugar foi a criação da Comunidade Económica Europeia (CEE) com o objetivo do Mercado Comum<sup>95</sup>, fruto do tratado de Roma. Segundo Alves (2013) o Mercado Comum não seria possível sem a cooperação dos Estados europeus de forma a garantirem a estabilidade monetária, a expansão económica e o progresso social. Ao longo do século XX e do século XXI houve vários outros tratados de enorme importância para a cooperação europeia, contudo não se inserem no âmbito da união monetária que é central a esta dissertação.

Após uma breve análise da União Europeia (UE) enquanto organização de cooperação regional podemos referir os elementos de cooperação monetária que foram preponderantes para a criação da moeda única, o Euro. O primeiro passo para a cooperação monetária aconteceu em outubro de 1970 com o aclamado *Werner Report*, que apresentava a ideia e o plano de como alcançar num prazo de dez anos a União Económica e Monetária.

---

<sup>95</sup> O Tratado de Roma de 1957 instituiu a CEE e a CEEA e tinha como objetivo liberdades muito importantes para o futuro desenvolvimento da região, sendo esses os seguintes: livre circulação de mercadorias, de capitais, de serviços e de trabalhadores (Alves, 2013). Vários outros objetivos foram previstos para esta Comunidade como política agrícola comum, supressão dos encargos alfandegários, entre outros (para mais informação ler *A História da Integração Europeia Do Pós-Guerra a Maastricht: Tratados e Instituições* de Baldissera, 2012). O Mercado Comum é formalmente concluído apenas em 1993.

O projeto da união supracitada começou em 1979 quando a CEE criou o SME de forma a reforçar a coordenação das políticas monetárias e económicas entre os membros da comunidade, com o intuito de estabilizar as taxas de juro e para dar um passo face à unificação monetária (União Monetária Europeia (UME). Surgiu também como resposta face à instabilidade do dólar na altura (Barral, 2010). Com a criação do SME<sup>96</sup>, adveio um instrumento importante para a cooperação monetária, sendo esse o seguinte: o ECU<sup>97</sup>. Esta unidade de conta correspondia a uma moeda cabaz da CEE, que tinha em conta o peso das economias nacionais e que passou a ser utilizado como meio de pagamento de taxas aduaneiras (Barral, 2010). A positiva evolução do Sistema Monetário Europeu levou a que em 1989 fosse criado o *Delors Committee* de forma a averiguar o caminho para a união monetária, incluindo a questão da moeda única. No contexto desta evolução, em 1990 são abolidas as restrições face ao movimento de capitais e em 1993, com o Tratado de Maastricht, são definidos os critérios que cada país deve alcançar para poder aderir à moeda única, sendo esses, a estabilidade dos preços, finanças públicas sólidas e sustentáveis, a durabilidade da convergência e a estabilidade das taxas de câmbio<sup>98</sup>.

Neste contexto, o desenvolvimento da união monetária levou a que em 1998 fosse criado o Banco Central Europeu (BCE) que tem como funções<sup>99</sup> o gerenciamento do Euro, definir e executar a política monetária e económica da UE através da manutenção da estabilidade dos preços e da criação de emprego. Segundo Scheller (2004) a última fase do UME começou em 1 de janeiro de 1999, quando as taxas de conversão das moedas dos 11 países membros<sup>100</sup> foram irrevogavelmente fixas e o BCE tomou o controlo pela condução da política monetária dos países da zona euro. O Euro entre 1999-2001 servia apenas como unidade de conta e de pagamentos eletrónicos, sendo que as notas e as moedas só entraram em circulação a 1 de janeiro de 2002.

---

<sup>96</sup> Segundo Bordo (1995) o Sistema Monetário Europeu conseguiu estabilizar as taxas de câmbio nominal e real na Europa e reduzir as divergências entre as taxas de inflação dos membros. O sucesso do SME foi atribuído em grande parte à sua evolução como um sistema assimétrico (tal como Bretton Woods), com a Alemanha agindo como país central na tomada de posições e comprometido em alcançar inflação baixa (Bordo, 1995).

<sup>97</sup> A primeira forma de cooperação monetária europeia aconteceu após a falha do *Smithsonian Agreements* e foi chamada e *Snake in the Tunnel* e consistia num limitador de flutuações cambiais. Contudo este sistema colapsou após a crise petrolífera, em 1973. A próxima tentativa de cooperação foi a Unidade de Conta Europeia, a *Europe unit account* de forma a combater a instabilidade das moedas nacionais dos países membros da comunidade, sendo futuramente substituída pelo ECU (Iozzo et al, 2014). Para mais informações acerca do *Snake in the Tunnel* e do *Europe Unit of Account* ler o artigo *The ECU and the SDR: learning from the past, preparing the future* (Iozzo et al, 2014)

<sup>98</sup> Segundo o site da Comissão Europeia exige-se a análise de outros fatores relevantes para a integração e convergência económica. Esses fatores adicionais incluem a integração de mercados e o desenvolvimento da balança de pagamentos.

<sup>99</sup> O BCE tem várias outras funções sendo que algumas das mais importantes a acrescentar-se são as seguintes: fixação das taxas de juro dos empréstimos aos bancos comerciais, gestão das reservas de divisas da zona Euro, supervisão dos mercados e instituições financeiras.

<sup>100</sup> Os onze países correspondiam aos seguintes: Alemanha, França, Espanha, Bélgica, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Áustria, Portugal e Finlândia (Scheller, 2004).



## 7.2. A relevância do Euro enquanto reserva internacional

Desde 2002 que o Euro tem ganho uma enorme reputação no comércio internacional tornando-se a segunda maior moeda reserva mundial.

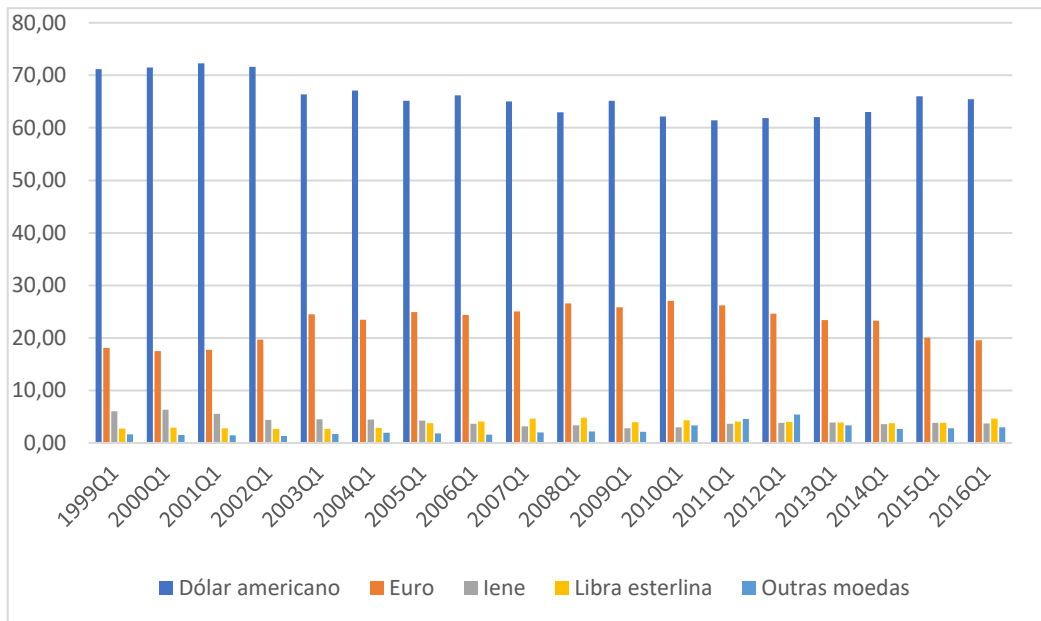
A progressiva evolução desta moeda fiduciária a um patamar internacional aconteceu não só pela dimensão populacional que usa diretamente o euro nos seus países ou por atualmente ser o maior bloco comercial, mas também porque inicialmente albergava economias que já tinham uma certa preponderância na composição das reservas mundiais (principalmente o marco alemão), como é visível na figura 15 com os 13,79% correspondente.

O Euro ganhou bastante terreno como reserva internacional passando de 18,12% em 1999 para aproximadamente 27,05% em 2010 enquanto o dólar passou de 71,19 % para 62,17% no mesmo período temporal. A descida do dólar foi colmatada com a subida das reservas do euro, contudo a partir de 2010 a situação inverteu-se.

Segundo Maggiori et al. (2019) esta alteração deveu-se à instabilidade que se vivia na zona Euro onde se chegou a falar da saída de membros dada a dívida pública excessiva (Grécia). Esta dívida pública elevada causou instabilidade nos mercados, altos níveis de desemprego e enfraqueceu a credibilidade da moeda, sendo por isso que houve uma redução na sua composição das reservas internacionais.

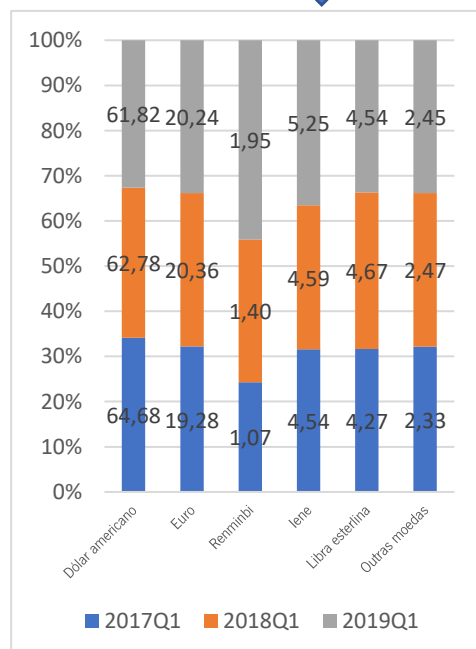
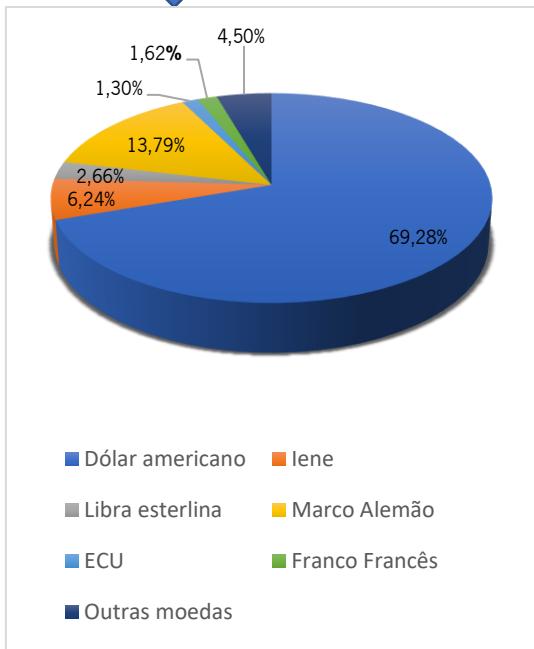
Apesar do euro ser uma das moedas reserva de maior volume no mercado de divisas e ser uma das preferidas pelos bancos centrais como reserva, a crise retirou força a este e proporcionou um aumento do poder do dólar num espaço de uma década (Maggiori et al., 2019).

**Figura 15- Reservas mundiais (em %): 1999-2019 (com Renminbi)**



Composição das reservas em pré entrada do euro (1998Q1)

Composição das reservas com a entrada do renminbi (2017-2019)



**Fonte:** Elaboração própria. Dados do FMI, maio de 2019. Link: <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>.

## 8. A crise de 2008 e o reajustamento dos *SDRs*

Com a crise dos *subprime*<sup>101</sup> nos EUA, vários problemas foram sentidos na economia global. Assim sendo, surgiu um contexto de desconfiança relativamente ao dólar e à economia americana no sistema internacional.

É neste contexto de crise e de desconfiança, que ressurgiu por parte de certos países<sup>102</sup> uma vontade de uma reforma no sistema monetário, de forma a não dependerem tanto do dólar, mas sim de uma moeda/ativo não dependente dos interesses de um só país (os *Special Drawing Rights*). Os países culpavam os EUA pela origem de uma crise que não era visível desde a Grande Depressão e que provocou uma recessão económica única no contexto atual.

Mas que acontecimentos levaram a uma crise tão profunda? Esses acontecimentos irão ser explicados pelos seguintes subcapítulos: Regulação inadequada no sistema pós-*Bretton Woods*; Políticas do *Fed*; Desequilíbrios globais e os problemas que os *global shadow banking system*<sup>103</sup> provocaram na confiança do sistema monetário-financeiro.

### 8.1. Regulação pós-*Bretton Woods*

A conclusão do sistema *Bretton Woods* deveu-se ao fim da convertibilidade dólar-ouro e à adoção das taxas de câmbio flexíveis. O sistema monetário-financeiro internacional passava por uma situação nunca antes vista no âmbito da desregulação e flexibilização desde 1945 (Martins, 2017).

Neste contexto de desregulação surgiram vários novos instrumentos e instituições financeiras. Com isto, verificou-se uma autorregulação dos mercados e o afastamento das

---

<sup>101</sup> Segundo Leão et al (2017) a crise dos *subprime* correspondeu à concessão excessiva de crédito, aos procedimentos de empréstimos descuidados por parte dos bancos e o excessivo risco tomado pelas instituições financeiras que levou a um grande número de incumprimentos de empréstimos bancários. Muitos desses empréstimos foram assegurados (por algumas agências de rating ao darem a melhor nota possível ao retorno desses empréstimos/ativos), vendidos e dispersos por todo o sistema financeiro mundial. Todavia, a realidade é que estes empréstimos eram considerados ativos tóxicos e que por sua vez iria trazer grande desconfiança no sector bancário (comprometendo seriamente a capacidade do sistema bancário de fornecer empréstimos a empresas e famílias e, assim, perturbar a economia real). Enquanto isso, as instituições financeiras que assumiram as garantias imobiliárias associadas a empréstimos hipotecários não pagos e títulos de hipotecas de valor incerto, tentaram vender as garantias (as casas), pressionando os preços da habitação e que por sua vez provocaram os danos ao consumo e riqueza das famílias (Leão et al., 2017).

<sup>102</sup> Os principais foram a China, Índia, Brasil e Rússia.

<sup>103</sup> O *global shadow banking system* é composto principalmente pelos seguintes elementos: bancos de investimentos, seguradoras, fundos de investimentos, *hedge funds*, fundos de pensão.

entidades público-políticas na monitorização do funcionamento destas instituições. Após 1971, as práticas financeiras não controladas, a concessão de empréstimos hipotecários<sup>104</sup> em conjunto com o excesso de alavancagens, seriam um dos maiores responsáveis pela crise dos *subprime* em 2008 (Martins, 2017).

## 8.2. Políticas do *Fed*

Segundo Martins (2017) uma importante causa da crise de 2008 foram as medidas tomadas pelo *Fed* na estabilização da economia americana (incluindo os mercados financeiros) que moderou em excesso o perigo de perdas fazendo com que as novas instituições e os *global shadow banking* fossem menos avessos ao risco.

Nos anos 2000, as baixas taxas de juros (a curto prazo) faziam com que os investidores assumissem mais riscos e utilizassem mais a alavancagem (com taxas de juros baixas, reduz-se o custo de se contrair empréstimos). Em virtude do que foi mencionado, os bancos aumentaram a concessão de empréstimos devido às políticas do *Fed*. Esta facilitação no crédito levou a um preço sobrevalorizado dos imóveis, sendo uma das causas da crise dos *subprimes* (Martins, 2017).

## 8.3. Desequilíbrios Globais

Como referido ao longo desta dissertação, o excedente ou défice da balança de pagamentos dos países é um aspeto importante para a avaliação das economias destes. É neste contexto que os desequilíbrios dessa mesma balança foram responsáveis pela instabilidade do SI (crise de 2008).

Estes desequilíbrios são contornados através da emissão de títulos de dívida de forma a ter receita contínua, contudo existe uma acumulação destes títulos por parte de outros países. Nos finais dos anos 90 alguns países da Ásia investiram na compra de títulos de tesouro americano

---

<sup>104</sup> Para mais informações ler o artigo *Moeda, Estado e Poder: Limites dos Direitos Especiais de Saque enquanto Alternativa ao Dólar como moeda-chave* de Aline Martins.

com o intuito de se protegerem da grande volatilidade dos fluxos de capitais e de uma nova crise (Martins, 2017). A compra de vários títulos americanos (entrada de imenso capital) contribuiu para a subida do preço dos ativos nos EUA, que por sua vez levou à valorização da sua moeda, demonstrando que estes eram merecedores de crédito e consequentemente, resultando em empréstimos de grande quantia e de longa duração (sem ter em consideração a balança de pagamentos dos americanos). As reservas que vinham para os EUA não tinham em conta a balança de pagamentos, fazendo com que houvesse um encobrimento da situação financeira do país. Assim sendo, esta foi uma das razões do despoletar da crise de 2008. (Martins, 2017).

O ressurgimento dos *SDRs*, após a crise de 2008, é algo que ainda permanece uma incógnita, contudo as propostas de Williamson (2009) e de Zhou Xiaochuan (2009) mostram que uma mudança no panorama internacional estará por advir.

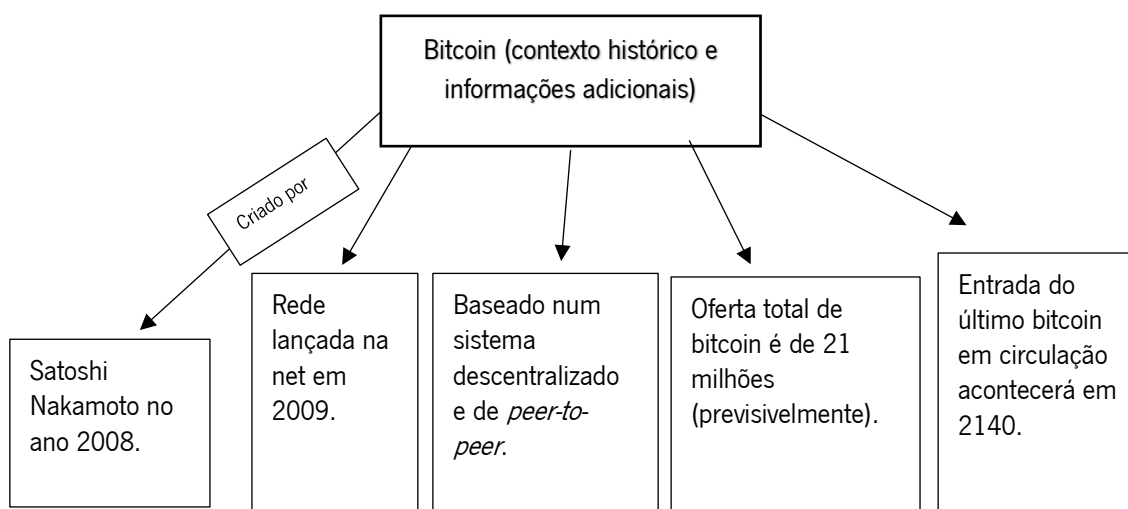
Segundo Martins (2017) o regime monetário internacional desde 1945 até à crise de 2008 era um sistema assimétrico no qual os EUA e o dólar desempenhavam papéis excecionais. Já no caso de Williamson (2009), este refere a possibilidade dos *SDRs* gradualmente substituírem o dólar como o centro do sistema monetário internacional. Por último, temos Zhou Xiaochuan (2009) que refere que os *SDRs* servem como uma “luz no fundo do túnel” para a reforma do sistema monetário internacional.

#### 8.4. *E-SDR*, o surgimento de uma nova criptomoeda?

Segundo Piedade (2018), as criptomoedas têm estado em moda desde que a Bitcoin apareceu em 2008 (ver figura 16).

A partir desse momento, começou a verificar-se o aparecimento de um novo mercado que atualmente é um assunto diário para todos os envolvidos nos mercados financeiros e monetários. Este mercado tornou-se bastante relevante quando o valor de 1Bitcoin alcançou a barreira dos 19,783.21\$ e quando empresas como a *Microsoft*, a *Dell* e a *Baidu* começaram a aceitar criptomoedas como método de pagamento.

**Figura 16-Contexto histórico do Bitcoin**



**Fonte:** Elaboração própria com dados obtidos do artigo *Mastering Bitcoin: Unlocking Digital Cryptocurrencies* de Antonopoulos (2015).

Neste quadro de aumento da relevância das criptomoedas e dos *SDRs* após a crise financeira 2008, o FMI considerou a possibilidade de juntar ambos os ativos anteriormente referidos. Em 2015, Yao Yudong<sup>105</sup> propôs uma versão eletrônica do *Special Drawing Rights* de forma a corrigir os erros que existiam no atual sistema monetário internacional<sup>106</sup>. Este propôs que o cabaz que compõe os *SDRs* deve incluir também as moedas de todas as principais economias, cujos PIBs devem ser levados em consideração na definição dos pesos das moedas (Reuters,2017). Assim sendo, em 2017 Christine Lagarde referiu a importância das moedas digitais e abriu a possibilidade de introduzir uma tecnologia similar à das criptomoedas nos *SDRs*.

Harrison (2019) perspectiva que a introdução do mecanismo de *blockchain* nos *SDRs* alteraria o panorama de funcionamento dos mercados financeiros e monetários mundiais e como tal, visiona o *E-SDR* como um ativo com várias vantagens. O *E-SDR* permitiria um ativo disponível para toda a gente (e não apenas só bancos), a realização de transações seguras e imediatas, provocando um alívio na dependência dos seus utilizadores face a intermediários financeiros (reduzindo tempo e custos). As transações em *E-SDRs* seriam transparentes quanto ao valor e ao tempo (via *blockchain*), permitindo gerenciamento de risco e análise de política financeira em

<sup>105</sup> Yao Yudong é atualmente o responsável pelo instituto de investigação financeira e bancária do Banco Central Chinês (Reuters,2017).

<sup>106</sup> As medidas propostas para corrigir o sistema monetário internacional advieram de Zhou Xiaochuan, sendo que a diferença passava pela criação de uma versão eletrônica do ativo do Fundo Monetário Internacional (Reuters,2017).

tempo real e, por último, as transações seriam anónimas para observadores externos que não integrassem no mecanismo de *blockchain* (Harrison, 2019).

Apesar de vários autores estudarem a possibilidade de este ativo eletrónico entrar no sistema financeiro e monetário mundial, até aos dias de hoje ainda não existe o *E-SDR*.

## **Capítulo III**

### **Metodologia**



A relevância dos *Special Drawing Rights (SDRs)* e dos pesos que as principais moedas internacionais têm na taxa de câmbio da moeda mais transacionada mundialmente (o dólar americano) irá ser investigado com base nos dados obtidos sobre os mesmos. De forma a compreender melhor os modelos econométricos, será feita uma análise das variáveis e a evolução que as mesmas têm tido entre 1999-2018.

## 1. Objetivo da análise

O objetivo da análise passa por verificar se a alteração dos pesos que as 5 moedas do cabaz do FMI, as taxas de câmbio do Dólar Australiano (AUD), do Real Brasileiro (BRL), do Won Coreano (KRW) e do Rublo Russo (RUB), impactam a taxa de câmbio do dólar americano (USD).

Segundo Hoguet e Tadesse (2011) e Queré e Capelle (2012) a introdução de uma nova moeda ou a alteração do peso de uma moeda que faz parte do cabaz do *SDR*, poderá ter impacto nas taxas de câmbio bilaterais dessas mesmas moedas (provoca volatilidade), indo ao encontro das ideias referidas por Obstfeld (2011b). Contudo, os seus estudos foram realizados previamente à introdução do renminbi no cabaz do FMI em 1 de outubro de 2016, sendo que este novo estudo procura confirmar o impacto que a introdução do renminbi, a alteração dos pesos das moedas do cabaz do FMI e as taxas de câmbio do AUD, BRL, RUB e do KRW, na taxa de câmbio do dólar. A escolha do dólar como elemento central para averiguar as alterações é devido a esta moeda possuir o maior peso no cabaz moeda desde 1974 e por ser a moeda da maior economia mundial.

Assim sendo, surgiu o interesse de compreender se essas mesmas alterações têm um impacto positivo ou negativo na cotação do dólar.

## 2. Modelo Econométrico

$$y = \beta_1 + \beta_2.x_2 + \beta_3.x_3 + \beta_4.x_4 + \beta_5.x_5 + \beta_6.x_6 + \beta_7.x_7 + \varepsilon_{i,t}$$

Forma simplificada:

$$y_{i,t} = \beta_0 + \beta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

i = Pesos das moedas no cabaz (PUSD; PEUR; PGBP;PJPY;PRMB) e as taxa de câmbio USD/AUD,USD/BRL,USD/KRW e USD/RUB

t=240 meses, 240 corresponde ao período temporal entre janeiro 1999 – dezembro 2018

Os três modelos econométricos irão ser realizados no software estatístico STATA 15.1 e será regredido através do Método dos Mínimos Quadrados.

A variável a explicar ( $y_{i,t}$ ) representa a variável dependente que se trata do USD face a uma das moedas do cabaz no período temporal, o  $\beta_0$  corresponde à constante do modelo, as variáveis independentes  $\beta X_{i,t}$  correspondem ao coeficiente das regressões estimadas ao modelo de cada país durante o período temporal t e o último termo  $\varepsilon_{i,t}$  corresponde ao termo de perturbação/erro sendo que este é possível para cada país (i) num dado período de tempo (t). No modelo econométrico referido acima, o erro é assumido como independente e identicamente distribuído, contudo como os países não são iguais, o termo de erro pode diferir para cada um desses (Merza e Cader, 2009)

## 2.1. Modelo 1 a estimar:

$$USD/EUR = \beta_0 + \beta_1 PUSD_{i,t} + \beta_2 PEUR_{i,t} + \beta_3 PRMB + \beta_4 USD/AUD \\ + \beta_5 USD/BRL_{i,t} + \beta_6 USD/KRW_{i,t} + \beta_7 USD/RUB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

**Explicação:** A taxa de câmbio do dólar face ao Euro= Peso do dólar no cabaz + peso do euro no cabaz + peso do renminbi no cabaz + taxa de câmbio do dólar face ao dólar australiano + taxa de câmbio do dólar face ao real brasileiro + taxa de câmbio do dólar face ao won coreano + taxa de câmbio do dólar face ao rublo russo.

## 2.2. Modelo 2:

$$USD/GBP = \beta_0 + \beta_1 PUSD_{i,t} + \beta_2 PGBP_{i,t} + \beta_3 PRMB_{i,t} + \beta_4 USD/AUD_{i,t} \\ + \beta_5 USD/BRL_{i,t} + \beta_6 USD/KRW_{i,t} + \beta_7 USD/RUB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

A explicação é semelhante ao do modelo 1. As alterações são a variável dependente em que neste caso é a taxa de câmbio do dólar face ao lene e o  $\beta_2$  é o peso do lene no cabaz.

### 2.3. Modelo 3:

$$USD/JPY = \beta_0 + \beta_1 PUSD_{i,t} + \beta_2 PJPY_{i,t} + \beta_3 PRMB_{i,t} + \beta_4 USD/AUD_{i,t} \\ + \beta_5 USD/BRL_{i,t} + \beta_6 USD/KRW_{i,t} + \beta_7 USD/RUB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

A explicação é semelhante ao do modelo 1 e 2. As alterações são a variável dependente em que neste caso é a taxa de câmbio do dólar face à libra esterlina e o  $\beta_2$  é o peso da libra no cabaz.

### 3. Caracterização das variáveis explicativas

PUSD= Esta variável refere-se ao peso que o dólar americano possui no cabaz do FMI, que é alterado de 5 em 5 anos. O peso é atribuído conforme o peso das exportações dos países no comércio internacional e pelo lado financeiro, compreende as reservas oficiais denominadas da moeda do país membro (ou união monetária) mantidas por outras autoridades monetárias que não são emissoras da moeda relevante, a movimentação de divisas, os saldos internacionais e os títulos de dívida (internacionais) denominados na moeda relevante (FMI,2018b).

PEUR= Esta variável corresponde ao peso que o Euro possui no cabaz do FMI, tal como na variável explicativa anterior, o peso desta é alterado de 5 em 5 anos e o peso atribuído é dado pelos critérios supracitados.

PGBP= Corresponde ao peso que a Libra esterlina tem no cabaz do FMI, sendo a restantes características iguais às supracitadas.

PJPY= Trata-se do peso que o lene Japonês assume no cabaz do FMI, sendo as restantes características às referidas anteriormente.

PGBP= Esta variável explicativa corresponde ao peso que a Libra esterlina tem no cabaz do FMI e o seu peso é conforme os critérios supracitados no PUSD.

PRMB= A variável explicativa adequa-se ao peso que o Renminbi assume no cabaz do FMI, sendo a sua entrada a mais recente das 5 moedas.

USD/AUD= Corresponde á taxa de câmbio do Dólar americano face ao dólar australiano. A escolha desta moeda passou pela enorme valorização do dólar australiano num período de 10 anos. Em 2001 a taxa de câmbio USD/AUD era de 0.50\$ para um valor bastante alto em 2011, de 1.10\$. Segundo Garton et al. (2012) esta apreciação deve-se a vários fatores, mas o mais reconhecido é o *boom* do sector mineral.

USD/BRL= A ingressão da taxa de câmbio do Dólar americano face ao Real brasileiro deve-se à sua economia ser uma das que integra o G20 e por ser a maior economia da América Latina e a pôr ser o maior parceiro comercial desta região dos EUA.

USD/KRW= Taxa de câmbio do dólar americano face ao won coreano. A ingressão desta moeda no modelo passou por ser um país membro do G20 e por ter fortes ligações económicas com os EUA.

USD/RUB= A entrada da taxa de câmbio do dólar americano face ao rublo russo deve-se ao contexto histórico, mas também por ser um dos países integrantes do G20 e por ser um dos países do continente Europeu com maiores laços económicos com os EUA (sem possuir o Euro).

#### **4. Dados e Período temporal**

Os dados obtidos para a regressão dos 3 modelos supracitados foram obtidos do FMI e do *Federal Bank Reserve of St.Louis*. No caso do FMI foram retirados os pesos que as moedas possuíam entre janeiro de 1999 a dezembro de 2018 e no *Federal Reserve of St.Louis* foram retirados as taxas de câmbio nominais mensais do dólar face às outras quatro moedas no mesmo período temporal referido anteriormente. Assim sendo, os dados de interesse são provenientes de fontes fidedignas.

## **Capítulo IV**

### **Análise da evolução das variáveis e estudo empírico**

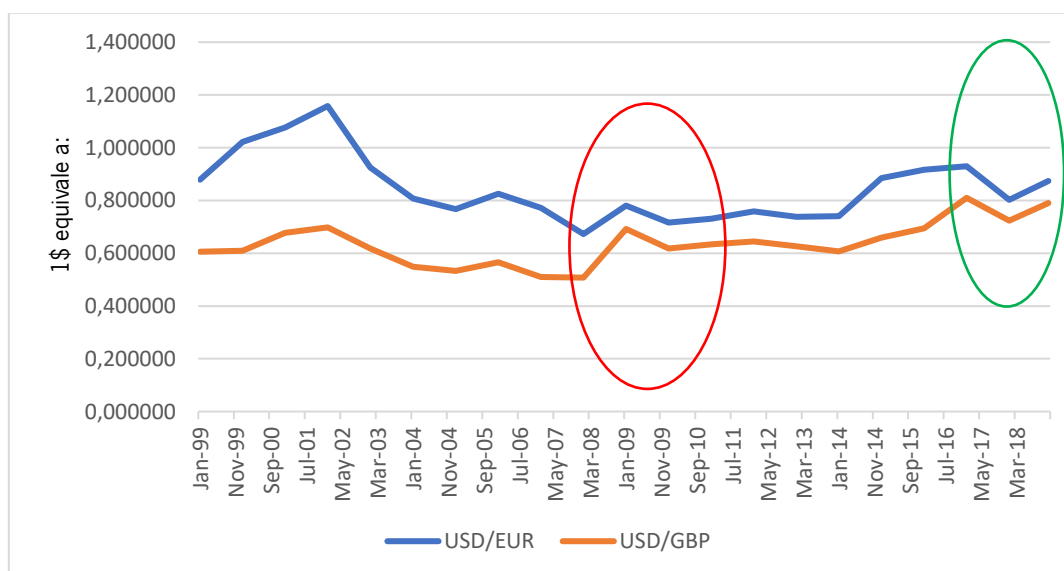
## 1. Análise das variáveis explicativas

A análise às variáveis explicativas terá um principal foco em dois períodos de grande importância monetário-financeira, a Crise de 2008 e a entrada do Renminbi no cabaz do FMI.

### 1.1. Evolução da taxa de câmbio USD/EUR, USD/GBP e USD/JPY

Podemos observar nas figuras 17 e 18 que existe alterações nas taxas de câmbio do USD/EUR, do USD/GBP e do USD/JPY. As alterações do USD/EUR e do USD/GBP seguem a mesma tendência, isto é, no momento da crise as taxas de câmbio aumentaram, logo com 1\$ comprava-se mais Euros e Libras, já com a entrada do Renminbi no cabaz podemos visualizar uma diminuição das taxas de câmbio, sendo que com o mesmo 1\$ comprávamos menos Libras e Euros. As alterações vistas nos 2 períodos são de ainda de grande impacto. Na situação do USD/JPY, na crise financeira de 2008 a taxa de câmbio desceu de forma significativa, isto é, com 1\$ comprava-se bastantes menos ienes e na situação da entrada do Renminbi no cabaz, a taxa de câmbio diminui novamente, mas com menor impacto.

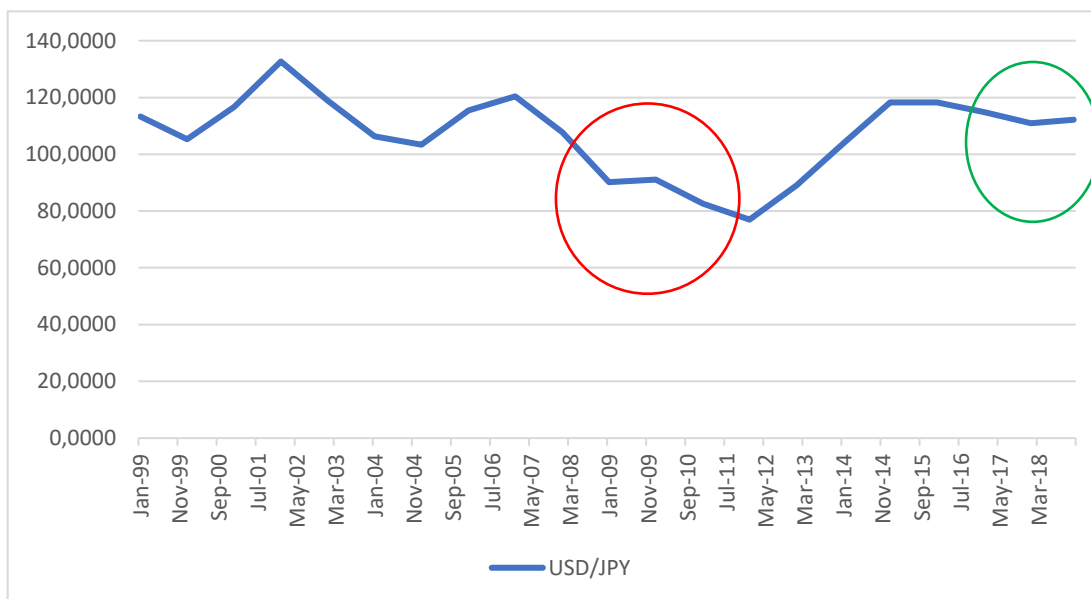
**Figura 17- Taxa de câmbio USD/EUR e USD/GBP: jan. 1999 a dez. de 2018**



**Fonte:** Elaboração própria com dados do *Federal Bank Reserve of St.Louis*. Acedido em agosto de 2019 e disponível em <https://fred.stlouisfed.org/series/CCUSMA02EZM618N> e <https://fred.stlouisfed.org/series/CCUSMA02GBM618N>

**Nota:** O círculo a vermelho corresponde ao período da crise financeira de 2008 e o círculo verde corresponde ao período de inserção do Renminbi no cabaz do FMI.

**Figura 18- Taxa de câmbio USD/JPY: janeiro de 1999 e dezembro de 2018**



**Fonte:** Elaboração própria com dados obtidos do *Federal Bank Reserve of St.Louis*. Acedido em Agosto de 2019 e disponível em <https://fred.stlouisfed.org/series/EXJPUS>

**Nota:** O círculo a vermelho corresponde ao período da crise financeira de 2008 e o círculo verde corresponde ao período de inserção do Renminbi no cabaz do FMI.

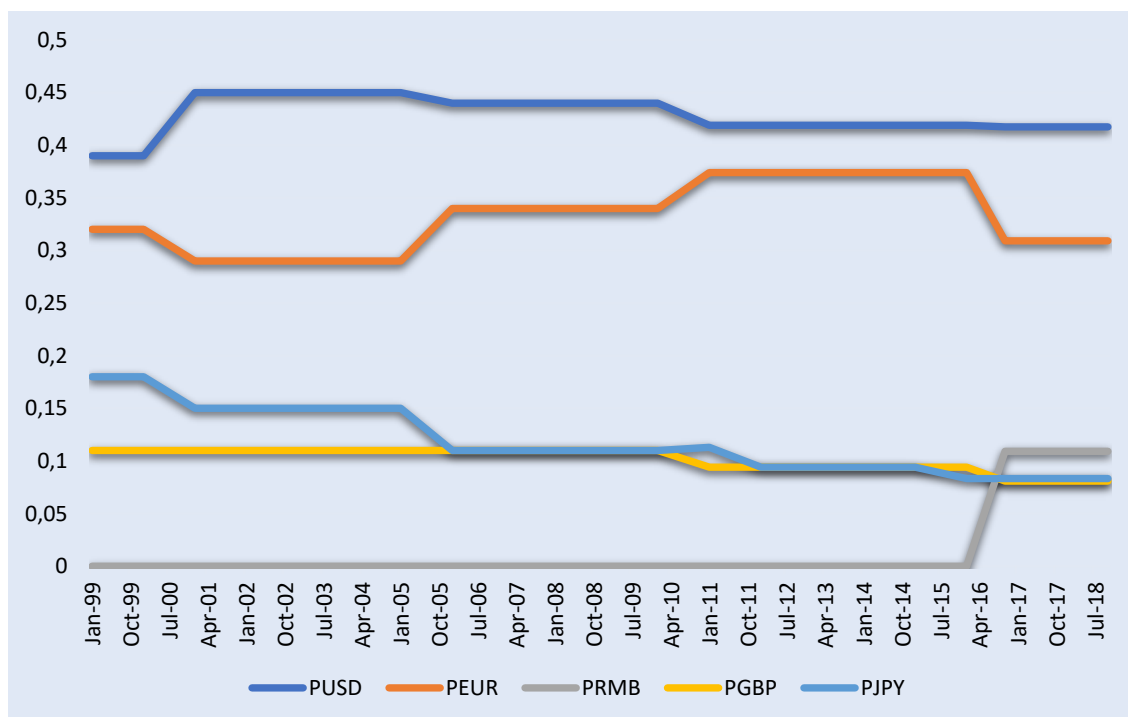
## 1.2. Evolução dos pesos relativos da moeda cabaz

Os pesos das moedas do cabaz do FMI que são o PUSD, o PJPY, o PGBP, o PEUR e o PRMB aumentam e descem consoante a decisão do *Executive Board* do FMI sob os critérios referidos no capítulo III (subcapítulo 3).

Esta alteração acontece de 5 em 5 anos e para além da alteração dos pesos das variáveis ao longo do período temporal, temos também a inclusão do Renminbi no cabaz do FMI em 2016, ultrapassando o peso do JPY e da GBP, conforme é visível na figura 19. Outra conclusão que se pode tirar ao ver o gráfico é que o Dólar e o Euro nunca perderam as suas respetivas posições no dado período temporal (1º e 2º), mas o Euro em janeiro de 2011 esteve aproximadamente a 4% de estar no mesmo patamar que o Dólar.

A maior queda no peso relativo das moedas é o caso do Iene Japonês devido às repercussões da *Lost Decade* (conforme foi analisado no capítulo II, subcapítulo 3.3). Já no caso da Libra esterlina há poucas oscilações do peso relativo entre 1999-2018.

**Figura 19- Peso das 5 moedas no cabaz dos SDRs: jan. de 1999-2019**



**Fonte:** Elaboração própria com os dados obtidos do FMI. Acedido em agosto de 2019 em <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR>

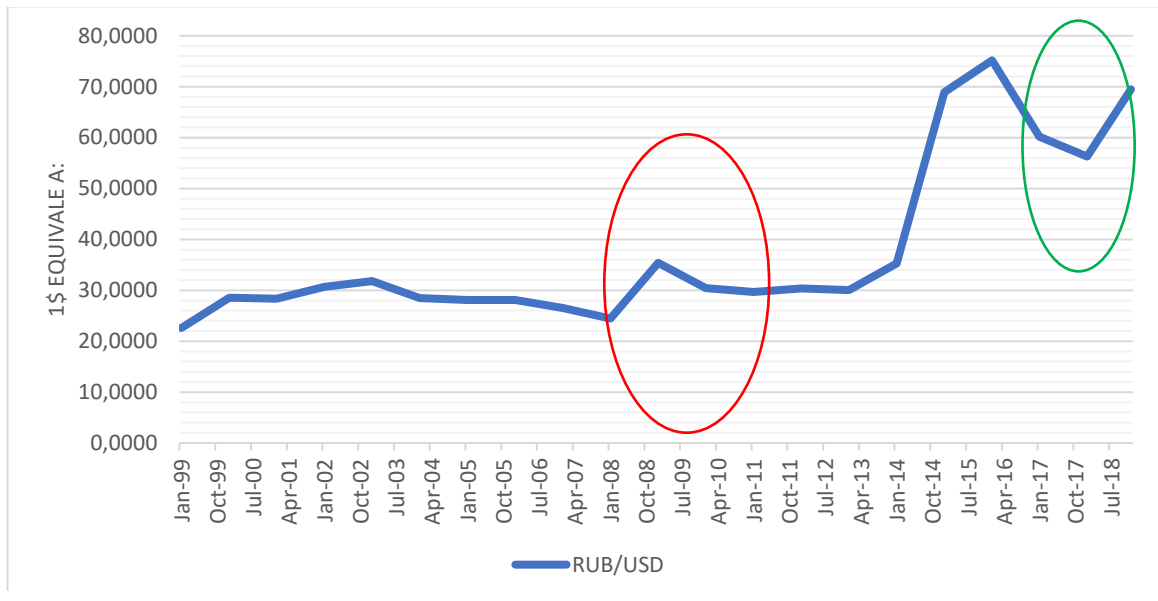
### 1.3. Taxas de câmbio (01/99 a 12/18): USD face ao RUB, AUD, BRL e KRW

No caso das taxas de câmbio, podemos visualizar que ao longo das figuras 20,21 e 22, as alterações das taxas de câmbio de várias moedas como, o USD/AUD, USD/BRL, USD/KRW e do USD/RUB com base nos 2 acontecimentos monetário-financeiros supracitados nas variáveis explicadas.

No caso da taxa de câmbio RUB/USD pode-se visualizar uma subida da taxa de câmbio, sendo que com 1\$ comprava mais rublos russos, contudo com a entrada do Renminbi no cabaz do FMI a situação inverteu-se numa fase inicial com uma diminuição da taxa de câmbio (havendo uma subida novamente a partir de março de 2018), como é observável na figura 20.



**Figura 20- Taxa de câmbio RUB/USD: jan. de 1999 a dez. de 2018**

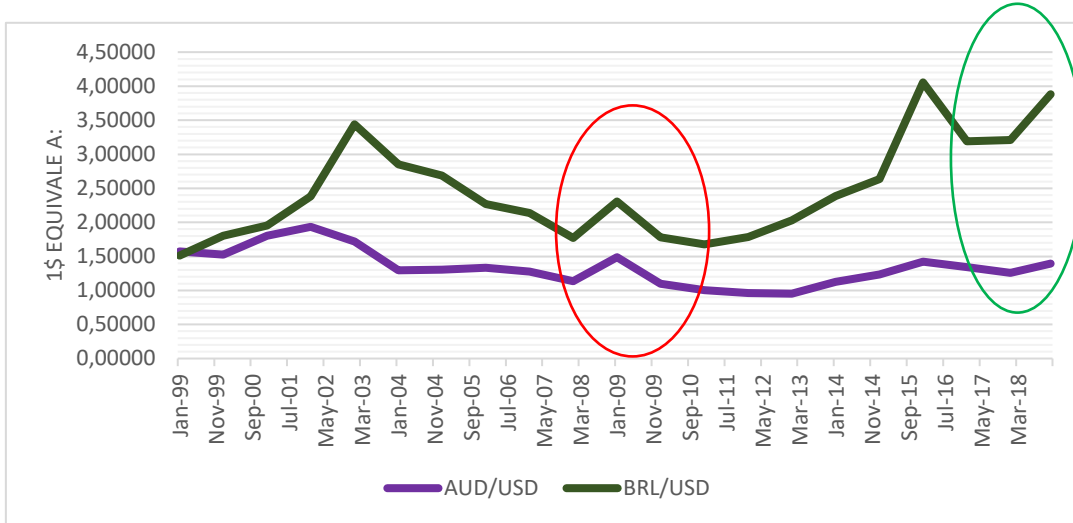


**Fonte:** Elaboração própria com dados do *Federal Reserve Bank of St.Louis*. Acedido em agosto de 2019 e disponível em <https://fred.stlouisfed.org/series/CCUSSP02RUM650N>

**Nota:** O círculo a vermelho corresponde ao período da crise financeira de 2008 e o círculo verde corresponde ao período de inserção do Renminbi no cabaz do FMI.

Na figura 21 e 22 podemos visualizar as taxas de câmbio USD/AUD, USD/BRL e do USD/KRW e as suas movimentações nos 2 acontecimento têm bastantes semelhanças. A taxa de câmbio subiu para as 3 moedas no âmbito da crise financeira de 2008 de forma bastante significativa, no entanto para o segundo acontecimento deparamo-nos que o USD/BRL e o USD/AUD com variações pouco significativas, enquanto que é observável uma descida do câmbio USD/KRW bastante significativa. Destas 4 moedas, tanto o Brasil como a Rússia apresentam níveis de instabilidade cambial bastante elevados.

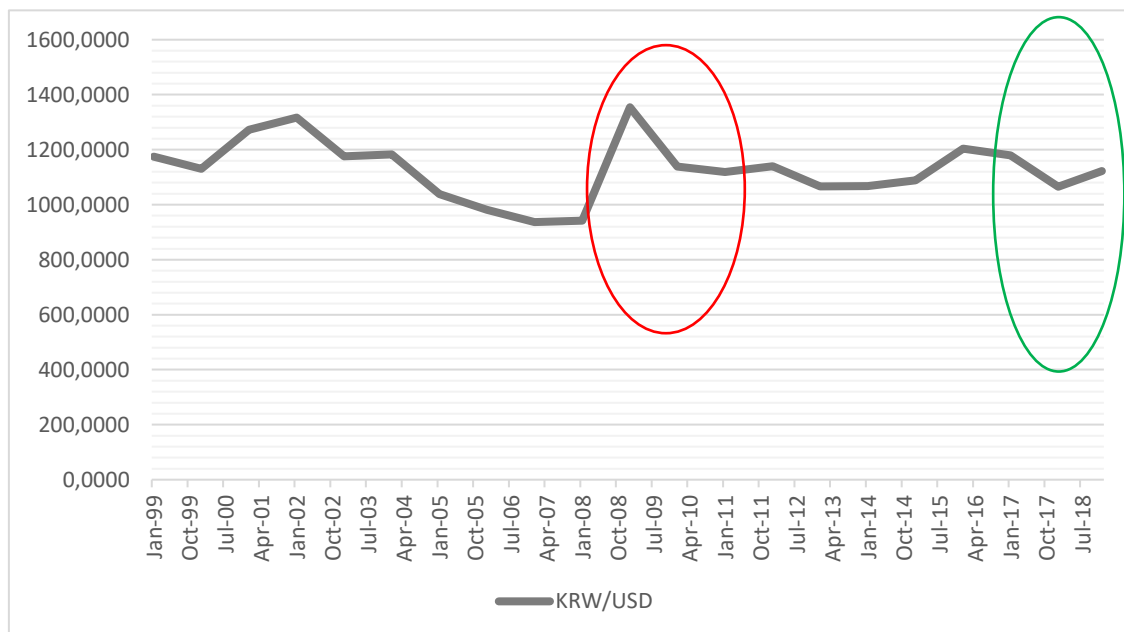
**Figura 21- Taxa de câmbio USD/AUD e USD/BRL: jan. de 1999 a dez. de 2018**



**Fonte:** Elaboração própria com dados obtidos do *Federal Reserve Bank of St.Louis*. Acedido em agosto de 2019 e disponível em <https://fred.stlouisfed.org/series/EXBZUS> e <https://fred.stlouisfed.org/series/CCUSMA02AUM618N>

**Nota:** O círculo a vermelho corresponde ao período da crise financeira de 2008 e o círculo verde corresponde ao período de inserção do Renminbi no cabaz do FMI.

**Figura 22- Taxa de câmbio USD/KRW: jan. de 1999 e dez. de 2018**



**Fonte:** Elaboração própria com dados obtidos do *Federal Reserve Bank of St.Louis*. Acedido em agosto de 2019 e disponível em <https://fred.stlouisfed.org/series/EXKOUS>

**Nota:** O círculo a vermelho corresponde ao período da crise financeira de 2008 e o círculo verde corresponde ao período de inserção do Renminbi no cabaz do FMI.

## 1. Estudo Empírico

### 2.1. Caracterização da Amostra

Neste subcapítulo tratar-se-á de uma análise descritiva das variáveis faladas anteriormente, tanto para o Modelo 1, Modelo 2 e 3, dado que em cada modelo só muda a variável a explicar e uma das variáveis explicativas (um dos pesos). Com base no nosso período temporal, os dados estarão representados na tabela seguinte.

**Tabela 9- Análise dos 3 Modelos: (USD/EUR); (USD/GBP) e (USD/JPY)**

<b>Variáveis explicativas</b>	<b>Nº de Observações</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>
EUR/USD	240	0.8461928	0.1294895	0.6324311	1.188072
PUSD	240	0.4289088	0.0183889	0.39	0.45
PEUR	240	0.338213	0.0322618	0.29	0.374
PRMB	240	0.012285	0.0345772	0	0.1092
AUD/USD	240	1.338005	0.2729098	0.9281429	1.99723
BRL/USD	240	2.444318	0.6659953	1.512	4.1087
KRW/USD	240	1126.975	102.9911	914.9435	1449.616
RUB/USD	240	36.09132	13.81299	22.60	75.1723
Modelo 2: PGBP	240	0.1021263	0.0103594	0.0809	0.11
Modelo 3: PJPY	240	0.1190742	0.0313314	0.0833	0.18

**Fonte:** Elaboração própria com dados obtidos com o comando *summarize* do Stata.

Ao analisar a tabela supracitada podemos ver que o peso do dólar é a variável com maior valor máximo assumido entre as variáveis peso e a que apresenta a maior média entre as mesmas, já no caso das taxas de câmbio a que apresenta uma maior volatilidade entre os valores mínimos e máximos é a taxa de câmbio do RUB/USD em que o valor máximo atingido é superior ao dobro da média dos valores do mesmo entre 1999-2018. (o valor mínimo corresponde a janeiro de 1999 enquanto que o valor máximo foi atingido em janeiro de 2016). No próximo subcapítulo iremos estudar as correlações entre as variáveis supracitadas.

## 2.2. Correlação das variáveis dos Modelos 1;2;3

Nas tabelas 10, 11 e 12 encontram-se as correlações entre as variáveis de forma a ver-se se existem multicolinearidade. Segundo Asteriou e Hall (2015) quando as variáveis explicativas são altamente correlacionadas entre si (coeficientes de correlação muito próximos a 1 ou -1), ocorre o problema da multicolinearidade, o que significa existência de uma relação linear entre essas mesmas variáveis. Segundo os mesmos autores (2015) a forma mais fácil de medir a extensão da multicolinearidade é simplesmente olhar para a matriz de correlações entre as variáveis individuais.

Ao longo das tabelas 10,11 e 12 podemos ver que o nível mais próximo de correlação de correlação entre as variáveis é entre o USD/BRL e USD/RUB, sendo de 0.7740, ficando abaixo do valor que Guarajati (2004) afirma haver problemas de multicolinearidade que é correlações acima de 0.80. Ao analisarmos as tabelas anteriores, podemos dizer que a correlação entre USD/BRL e USD/RUB estão positivamente relacionadas com as 3 variáveis a explicar. O peso da libra e o peso do renminbi estão negativamente correlacionadas face á variável a explicar, USD/GBP. No caso do peso do euro e a taxa de câmbio USD/AUD estão também negativamente correlacionadas com a variável a explicar, USD/EUR.

**Tabela 10- Correlações entre as variáveis do Modelo 1 (USD/EUR)**

	PUSD	PEUR	PRMB	USD/AUD	USD/BRL	USD/KRW	USD/RUB
PUSD	1						
PEUR	-0.4106	1					
PRMB	-0.2252	-0.2491	1				
USD/AUD	0.1042	-0.6795	-0.0195	1			
USD/BRL	0.1064	-0.2659	0.5162	0.2842	1		
USD/KRW	0.0476	-0.2664	-0.0268	0.5369	0.1801	1	
USD/RUB	-0.2732	0.1734	0.6372	-0.0325	0.7740	0.0860	1

**Fonte:** Elaboração própria com dados obtidos através do comando *correlate* do Stata.

**Tabela 11- Correlações entre as variáveis do Modelo 2 (USD/JPY)**

	PUSD	PGBP	PRMB	USD/AUD	USD/BRL	USD/KRW	USD/RUB
PUSD	1						
PGBP	0.4406	1					
PRMB	-0.2252	-0.7310	1				
USD/AUD	0.1042	0.3781	-0.0195	1			
USD/BRL	0.1064	-0.4687	0.5162	0.2842	1		
USD/KRW	0.0476	0.0980	-0.0268	0.5369	0.1801	1	
USD/RUB	-0.2732	-0.7725	0.6372	-0.0325	0.7740	0.0860	1

**Fonte:** Elaboração própria com dados obtidos através do comando *correlate* do Stata.

**Tabela 12- Correlações entre as variáveis do Modelo 3 (USD/GBP)**

	PUSD	PJPY	PRMB	USD/AUD	USD/BRL	USD/KRW	USD/RUB
PUSD	1						
PJPY	0.0387	1					
PRMB	-0.2252	-0.4074	1				
USD/AUD	0.1042	0.6730	-0.0195	1			
USD/BRL	0.1064	-0.2315	0.5162	0.2842	1		
USD/KRW	0.0476	0.2683	-0.0268	0.5369	0.1801	1	
USD/RUB	-0.2732	-0.5772	0.6372	-0.0325	0.7740	0.0860	1

**Fonte:** Elaboração própria com dados obtidos através do comando *correlate* do Stata.

### 2.3. Regressão dos modelos com o Métodos Mínimos Quadrados

A estimativa dos 3 modelos referidos no subcapítulo 8.2 foi realizada através do Método dos Mínimos Quadrados. Segundo Asteriou e Hall (2015) é necessário cumprir certos requisitos para que o modelo econométrico possa ser estimado por este método sem apresentar resultados enviesados. Para isso escolhemos os seguintes requisitos:

- Coeficiente de determinação e coeficiente de determinação ajustado (elevado)
- O teste T individual ( $T < 0,05$ ) e o teste F de significância conjunta ( $F = 0$ )
- Multicolinearidade ( $VIF < 10$ )
- Heterocedasticidade ( $P\text{-value} > 0,05$ )

Relativamente ao coeficiente de determinação (o  $R^2$ ), pode dizer-se que é um bom indicador para avaliar a qualidade do ajustamento dos modelos, ou seja, saber se as variáveis explicativas selecionadas explicam significativamente as variações ocorridas nas variáveis a explicar, sendo que os valores variam entre 0 e 1. Os valores obtidos da regressão para o coeficiente de determinação para o Modelo 1, 2 e 3 foram, 0.8675, 0.8971 e 0.7598, respetivamente.

O coeficiente de determinação ajustado ( $R^2$  ajustado) tem o mesmo intuito que o coeficiente de determinação, contudo este prejudica a ingressão indistinta de variáveis explicativas só para aumentar o  $R^2$  normal, sendo por isso um indicador mais fiável da qualidade explicativa dos modelos. Os valores registados do coeficiente de determinação ajustado dos 3 modelos foram 0.8635, 0.8940, 0.7525.

Ao realizarmos o teste t, também conhecido pelo teste de significância individual, é possível perceber, se cada variável independente, tem relevância na explicação da variável dependente, sendo que para isso  $t < 0,05$ . No modelo 1 as duas variáveis que não passam neste teste são o PEUR e o USD/KRW, no modelo 2 somente o PUSD não apresenta significância estatística e no modelo 3 o PJPY, o PRMB e o USD/BRL.

Para avaliar a significância conjunta foi realizado o teste F, cuja hipótese nula ( $H_0$ ) é que os coeficientes das variáveis explicativas em conjunto são zero, assim sendo, o valor dos 3 modelos apresentou um valor menor que 0,05, logo rejeitamos  $H_0$ . Assim, pode afirmar-se que as variáveis explicativas em conjunto têm capacidade explicativa sobre a variável dependente.

A multicolinearidade, por sua vez, já foi referida no subcapítulo 8.4.3, contudo ao fazermos a regressão no Stata, realizamos também o teste de multicolinearidade através do

comando *VIF*, ou seja, ao Fator de Inflação da Variância. Segundo Asteriou e Hall (2015) valores de VIF superiores a 10 são vistos como prova de existência de multicolinearidade, contudo os 3 modelos apresentam valor abaixo disso, sendo 4.62, 3.98 e 4.28, respetivamente.

Por último, em relação à Heterocedasticidade, Asteriou e Hall (2015) afirmam que os distúrbios devem ter uma variação constante (igual) independente, assim sendo, ter uma variância dos erros igual significa que o modelo apresenta homocedasticidade. Para observar a existência de Heterocedasticidade nos modelos recorreu-se ao teste *Breusch-Pagan LM test* com o objetivo de ver se a hipótese nula (variância dos erros constante) é rejeitada ou não. Ao fazermos o teste supracitado observou-se que o P-value é superior a 0,05, logo não rejeitamos a  $H_0$ . Assim sendo, estamos perante um modelo que apresenta homocedasticidade, tal como desejado.

Ao longo da tabela 13 podemos ver os valores obtidos através da regressão e dos testes no *Stata* referidos ao longo deste capítulo.

**Tabela 13- Resultado da análise através do Método Mínimos Quadrados (MMQ)**

<b>Variáveis independentes</b>	<b>Modelo 1</b>	<b>Modelo 2</b>	<b>Modelo 3</b>
<b>PUSD</b>	-1.509 (6.32)**	0.111 (0.91)	115.128 (3.36)**
<b>PEUR</b>	-0.424 (1.74)	-	-
<b>PGBP</b>	-	-3.772 (9.00)**	-
<b>PJPY</b>	-	-	6.165 (0.19)
<b>PRMB</b>	-0.418 (2.29)*	0.468 (6.03)**	-28.492 (1.71)
<b>USD/AUD</b>	0.423 (18.73)**	0.103 (9.75)**	45.655 (14.50)**
<b>USD/BRL</b>	-0.038 (3.46)**	-0.046 (8.67)**	2.041 (1.35)
<b>USD/KRW</b>	0.000 (0.28)	0.000 (16.32)	-0.070 (13.67)**
<b>USD/RUB</b>	0.003 (5.08)	0.002 (8.79)**	0.273 (2.89)**
<b>Coefficiente de determinação</b>	0.8675	0.8971	0.7598
<b>Coefficiente de determinação ajustado</b>	0.8635	0.8940	0.7525
<b>Teste de significância conjunta</b>	P-value=0	P-value=0	P-value=0
<b>Multicolinearidade (Média VIF)</b>	4.62	3.98	4.28
<b>Heterocedasticidade</b>	P-value= 0.9173	P-value= 0.8124	P- value=0.8935

**Fonte:** Elaboração própria com base nos dados obtidos do programa Stata.

**Nota:** Os dados com 2 asteriscos referem-se níveis de significância estatística a 5% e com 1 asterisco a níveis de significância estatística a 1%. Os dados das variáveis foram obtidos através do comando *outreg* do Stata.



### 3. Leitura de resultados: conclusões gerais

O nosso objetivo na realização do estudo empírico era perceber se os pesos que as moedas cabazes do FMI e as taxas cambiais de países do G20 afetam ou não a taxa de câmbio USD/EUR, USD/GBP e USD/JPY.

Assim sendo, vamos apresentar os resultados obtidos com as regressões dos modelos. Recorrendo aos dados explícitos da tabela 6 faremos agora análise do comportamento das variáveis de cada modelo.

#### 3.1. Modelo 1: USD/EUR

Deparamo-nos que as variáveis que impactam a variável dependente é o peso do dólar no cabaz (PUSD), o peso do Renminbi no cabaz (PRMB) e as taxas de câmbio USD/AUD e USD/BRL. As explicações seguintes referem-se somente entre 1 variável a explicar e a variável dependente, em média e mantendo tudo o resto constante (*Ceteris Paribus*):

- No caso da variável PUSD esta impacta negativamente a taxa de câmbio USD/EUR (a um nível de significância de 5%), ou seja, o aumento do coeficiente PUSD em 1 ponto percentual impacta negativamente a taxa de câmbio USD/EUR em 1,509 pontos percentuais.
- A variável PRMB também afeta negativamente a variável dependente do modelo 1 (a um nível de significância de 1%), isto é, o aumento do coeficiente PRMB em 1 ponto percentual impacta negativamente o USD/EUR em 0.418 pontos percentuais.
- A taxa de câmbio USD/AUD afeta positivamente a variável dependente do modelo (a um nível de significância de 5%), sendo que isto revela que o aumento de 1 ponto percentual da variável explicativa associa-se a um aumento de 0.423 pontos percentuais da variável a explicar.
- Por último temos a variável explicativa USD/BRL e esta afeta negativamente a taxa de câmbio USD/EUR (a um nível de significância de 1%), ou seja, o aumento em 1 ponto percentual do coeficiente da variável explicativa leva a uma redução da taxa de câmbio USD/EUR de 0.038 pontos percentuais.

### 3.2. Modelo 2: USD/GBP

Visualizando a tabela 6 reparamos que as variáveis que impactam a variável dependente é o PGBP, o PRMB, o USD/AUD, o USD/BRL e o USD/RUB, todas a um nível de significância de 5%. As explicações seguintes referem-se somente entre 1 variável a explicar e a variável dependente, em média e mantendo tudo o resto constante (*Ceteris Paribus*):

- A variável PGBP impacta negativamente a variável a explicar, sendo que o aumento do coeficiente PGBP em 1 ponto percentual reduz a taxa de câmbio USD/GBP em cerca de 3,772 pontos percentuais.
- No caso da variável PRMB, esta afeta de forma positiva o USD/GBP, sendo que o aumento do coeficiente PRMB em 1 ponto percentual traduz-se num acréscimo da taxa de câmbio da variável a explicar em 0.468 pontos percentuais.
- As variáveis USD/AUD e USD/RUB influenciam positivamente a variável dependente do modelo, ou seja, o aumento do coeficiente dessas duas variáveis corresponde a um aumento da cotação USD/GBP em 0.103 e 0.002 pontos percentuais (respectivamente).
- Por último temos a taxa de câmbio USD/BRL e esta impacta negativamente a taxa de câmbio USD/GBP, sendo que o aumento do coeficiente da variável USD/BRL em 1 ponto percentual corresponde a uma descida da cotação USD/GBP em cerca de 0.046 pontos percentuais.

### 3.3. Modelo 3: USD/JPY

Neste último modelo, as variáveis explicativas que têm impacto na taxa de câmbio USD são as seguintes: PUSD, US/AUD, USD/KRW e USD/RUB (com um nível de significância de 5%). As explicações seguintes referem-se somente entre 1 variável a explicar e a variável dependente, em média e mantendo tudo o resto constante (*Ceteris Paribus*):

- A variável PUSD tem um impacto positivo na taxa de câmbio USD/JPY, sendo que o aumento do coeficiente PUSD em 1 ponto percentual corresponde a um aumento da taxa de câmbio USD/JPY em cerca de 115.128 pontos percentuais.

- As variáveis USD/AUD e USD/RUB têm um impacto positivo na variável a explicar, sendo que o aumento em 1 ponto percentual destas implica num aumento de 45.655 e 0.273 pontos percentuais (respetivamente) na taxa de câmbio USD/JPY.
- Por fim temos a taxa de câmbio USD/KRW e esta influencia negativamente a variável USD/JPY, dado que o aumento em 1 ponto percentual do coeficiente da variável explicativa corresponde a uma descida de -0.070 pontos percentuais da cotação USD/JPY.

## Conclusão

Inicialmente os *Special Drawing Rights (SDRs)* apareceram como um complemento ao dólar, como um meio de assegurar o crescimento contínuo da liquidez internacional. Apesar de este ativo ser referido várias vezes no Sistema Internacional (SI), a sua criação e intensificação de utilização acontece principalmente em períodos de grande instabilidade económica e monetária internacional, como aquele que ocorreu após a crise financeira que provocou o reajustamento da moeda cabaz com a entrada do renminbi.

A sua criação enquanto ativo do FMI aconteceu em 1968 devido à instabilidade do dólar e dos défices contínuos dos Estados Unidos da América (EUA). De realçar que as principais emissões de *SDRs* ocorrem em momentos de crise. O primeiro momento de emissão deveu-se ao fim do Sistema de *Bretton Woods* com a inconvertibilidade do dólar em 1971 em parte provocado e agravado pelos choques petrolíferos na década de 70, e o segundo grande momento de emissão ocorreu com a crise dos *subprimes*, isto é, que implicou a crise financeira de 2008.

No entanto, a estrutura internacional tem se alterado, a criação da zona Euro e o desenvolvimento económico e geopolítico chinês têm posto em causa a hegemonia do dólar americano e da sua economia. No seio destas duas alterações, a China tem sido um dos países que tem pressionado o aumento da relevância dos *SDRs* na estrutura monetária internacional, levando à sua inclusão da sua moeda, o Renminbi na moeda cabaz do FMI em 2016 (*SDRs*), sugerindo medidas, para tornar este ativo mais relevante.

Neste sentido, Iozzo et al.(2014) sugere a possibilidade de se conseguir aumentar a relevância dos *SDRs* no atual sistema monetário indo ao encontro da ideia de Robert Triffin's relativamente ao ECU para o Sistema Monetário Europeu. A ideia de fortalecer o SDR é justificada no sentido de a tornar acessível ao setor privado e ao desenvolvimento de uma criptomoeda, de forma a acompanhar a evolução das Tecnologia de Informação e Comunicação.

Neste estudo, observa-se que os pesos relativos das moedas internacionais na moeda cabaz (*SDR*) afeta a flutuação cambial do dólar. Após a inclusão do Renminbi na moeda cabaz conclui-se que o seu impacto na taxa de câmbio do dólar é relevante, atenuando a sua volatilidade. De facto, o peso do renminbi na moeda cabaz é significativo (aproximadamente 11%), o que se justifica o seu impacto ser relevante. Contudo, esse impacto é positivo quando consideramos a taxa de câmbio do dólar com o euro, e negativa quando analisamos a taxa de câmbio do dólar

face à libra. No que se refere aos sucessivos ajustamentos dos pesos relativos do dólar (PUSD), concluímos que, é o que afeta mais a própria taxa de câmbio.

Podemos também concluir que a volatilidade da taxa de câmbio do dólar se reduz face a todas as outras moedas internacionais, considerando o período de análise (Jan 1999 a Dez 2018). Finalmente, pode ser observado que os pesos relativos das moedas internacionais na moeda cabaz (*SDR*) afeta a flutuação cambial do dólar. Contudo, a taxa positiva e significativa, quando analisada a taxa de câmbio do dólar americano (USD) relativamente ao dólar australiano (AUD). O mesmo verificando com a taxa de câmbio do dólar relativamente ao real brasileiro (USD/BRL) e do won coreano (USD/KRW), pois nestes dois casos o impacto é negativo e significativo.

Estes resultados de alguma forma corroboram as sugestões de Mandeng (2019) ao referir que este ativo tem falhado o propósito de reserva internacional para qual foi criado, contudo, a inclusão do Renminbi no SDR realçou a importância desta moeda cabaz. Adicionalmente, provocou significativas alterações na estabilidade cambial do dólar relativamente a outras moedas internacionais, como podemos concluir com base neste estudo.

Como proposta para investigações futuras sugere-se um estudo empírico por um período de tempo mais longo, permitindo um estudo mais aprofundado sobre o impacto do renminbi na moeda cabaz do FMI, não só na taxa de câmbio dólar, mas também relativamente a cada uma das restantes moedas do cabaz.

## Referências bibliográficas

**Ahlfeldt, Gabriel M. et al. (2015).** *The economics of density: evidence from the Berlin Wall.* *Econometrica*, Vol. 83, N°6, pp.2127–2189

**Allen, Larry. (2009).** *The Encyclopedia of Money. ABC CLIO. Disponível em ISBN 978-1-59884-252-4*

**Allen, Polly. (1993).** *Artificial Currencies: SDRs and ECUs.* Kluwer Academic Publishers. *Open economies review* 4: 97-110.

**Alves, Dora R. (2013).** *Componentes integrantes da União Europeia.* Revista Eletrônica do Ministério Público do Estado de Goiás.

**Amadeo, Kimberly. (2018).** *Bretton-Woods System and 1944 Agreement.* The Balance. Link: <https://www.thebalance.com/bretton-woods-system-and-1944-agreement-3306133>. Acedido em maio de 2018

**Antonopoulos, Andreas M. (2014).** *Mastering Bitcoin: Unlocking Digital Cryptocurrencies.* O'Reilly Media, Inc.

**Arndt, H.W. (1964).** *Economic Lessons of the 1930s.* Routledge.

**Asteriou, Dimitrios e Hall, Stephen G. (2015).** *Applied Econometrics. Red Globe Press. Third edition.*

**Baffes, John et al. (2015).** *The Great Plunge in Oil Prices: Causes, Consequences, and Policy Responses.* World Bank:PRN 15/01.

**Balderston, T. (1989).** *War Finance and Inflation in Britain and Germany, 1914-1918.* *The Economic History Review*, 42(2), pp.222-244.

**Baldissera, Felipe. (2012).** *A História da Integração Europeia- Do Pós-Guerra a Maastricht – Tratados e Instituições.* Pontifícia Universidade Católica, Rio Grande do Sul.

**Bank of England. (2018).** *Ten years on: Lessons from Northern Rock.* Single Resolution Board Annual Conference. Disponível em [www.bankofengland.co.uk/speeches](http://www.bankofengland.co.uk/speeches).

**Barral, Welber. (2010).** *Sistema Monetário Europeu.* Sequência: Estudos Jurídicos e Políticos, N°34, pp.19-26.

**Baltensperger, E. (1999).** *Monetary policy under conditions of increasing integration (1979-96),* in: Deutsche Bundesbank (ed.). *Fifty years of the deutsche Mark – Central Bank and the currency in Germany since 1948.* Oxford University Press, pp. 419-523.

- Beeson, Mark. (2004).** *The Rise of the 'Neocons' and the Evolution of American Foreign Policy.* Murdoch University: Working paper n°107.
- Betts, R. (1998).** *The New Threat of Mass Destruction.* Foreign Affairs, 77(1), pp.26-41.
- Beyer, Andreas et al. (2009).** *Opting out of the great inflation: german monetary policy after the break down of Bretton Woods.* Banco Central Europeu. Working Paper Series, N°1020.
- Bird, G. (1998).** *The Political Economy of the SDR: The Rise and Fall of an International Reserve Asset.* *Global Governance*, 4(3), pp. 355-379. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/27800204>
- Bordo, Michael D. (1993).** *The Gold Standard, Bretton Woods and other Monetary Regimes: a Historical Appraisal.* Disponível em [https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/93/03/Gold\\_Mar\\_Apr1993.pdf](https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/93/03/Gold_Mar_Apr1993.pdf)
- Bordo, Michael D. e Barry Eichengreen. (1993).** *A Retrospective on the Bretton Woods system: lessons for international monetary reform.* Chicago: University of Chicago Press.
- Bordo, Michael D. (1995).** *Is There a Good Case for a New Bretton Woods International Monetary System?* The American Economic Review. Vol. 85, No. 2, pp. 317-322
- Bordo, Michael D. et al. (2017).** *The Gold Pool (1961-1968) and the fall of the Bretton Woods system: Lessons for Central Bank cooperation.* National Bureau of Economic Research, Working Paper 24016.
- Boughton, James M. (2001).** *Silent Revolution: The International Monetary Fund, 1979-89.* ISBN: 978-1-55775-971-9
- Britannica (2019).** "Cultural Revolution". Disponível em <https://www.britannica.com/event/Cultural-Revolution>.
- Broadberry, S and Harrison, M. (2005).** *The Economics of World War I: An Overview.* Cambridge: Cambridge University Press, 3-40.
- Bruendel, Steffen. (2015).** *War Bonds.* *International Encyclopedia of the First World War.* Disponível em [https://encyclopedia.1914-1918-online.net/article/war\\_bonds](https://encyclopedia.1914-1918-online.net/article/war_bonds). Acedido em Maio 2019.
- Cairncross, Alec e Eichengreen, Barry. (2003).** Sterling in decline: the devaluations of 1931, 1949 and 1967. *Palgrave Macmillan UK, first edition.*
- Camdessus, Michel. (1995).** *The Dollar, the Yen and European Currencies.* XIV Sesiones de Trabajo De Tesoreria Pamplona. Disponível em <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/spmds9518>

**Carlin, Wendy. (1993).** *West German Growth and Institutions, 1945-90.* University College of London.

**CEIC. (2019).** *França: Taxa de desemprego.* Disponível em <https://www.ceicdata.com/pt/indicator/france/unemployment-rate>. Acedido em maio de 2019.

**Chinn, Menzie D. e Frankel, Jeffrey A. (2008).** *The Euro may over the next 15 years surpass the Dollar as leading International Currency.* NBER Working Paper No. 13909. Disponível em <https://www.nber.org/papers/w13909.pdf>

**Clark, P. B. e J. J. Polak. (2002).** *International liquidity and the role of the SDR in the international system.* IMF Staff Papers, 51(1),pp. 47–71. Disponível em <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02217.pdf>.

**Crafts, Nicholas. (2014).** *Walking wounded; The British economy in the aftermath of World War.* CEPR Policy Portal. Disponível em <https://voxeu.org/article/walking-wounded-british-economy-aftermath-world-war-i>.

**Cociuba, Simona E. (2010).** *Financial Crisis Revives Interest in Special Drawing Rights.* *Economic Letter* 5 (10): 1–4.

**Defense Intelligence Agency. (2019).** *China Military Power: Modernizing a force to Fight and Win.* Disponível em [www.dia.mil/Military-Power-Publications](http://www.dia.mil/Military-Power-Publications).

**Delivorias, Angelos. (2015).** *A history of european monetary integration.* European Parliament Research Service. Disponível em [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/551325/EPRS\\_BRI\(2015\)551325\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/551325/EPRS_BRI(2015)551325_EN.pdf)

**Dillingham, Alan. (1995).** *The evolution of France's European monetary diplomacy.* Fourth Biennial International Conference European Community Studies Association Charleston.

**Dormois, Jean-Pierre. (2004).** *The French Economy in the Twentieth Century.* Cambridge University Press, New York.

**Dumbaugh, Kerry e Martin, Michael F. (2009).** *Understanding China's Political System.* Congressional Research Service. CRS report for Congress: R41007

**Eichengreen, Barry, (1992).** *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression 1919-39.* New York: Oxford University Press.

**Eichengreen, Barry. (2000).** *The EMS Crisis in retrospect.* NBER Working Paper Series, No.8035



- Eichengreen, Barry e Ritschl, Albrecht. (2008).** *Understanding West German Economic Growth in the 1950s.* Working Papers No. 113/08.
- Eichengreen, Barry. (2011).** *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System.* Oxford: Oxford University Press. Disponível em ISBN: 780-199753789
- Eichengreen, Barry et al. (2014).** *Stability or Upheaval? The currency composition of international reserves in the long run.* Working Paper Serie, N° 1715.
- Eichengreen, Barry e Xia, Guangtao. (2018).** *China and the SDR: Financial Liberalization through the Back Door.* CIGI Papers N° 170.
- Efremov, Steven. (2012).** *The role of inflation in Soviet history: Prices, Living Standards and Political Change.* Electronic Theses and Dissertations. Paper 1474.
- Elson, Anthony. (2017).** The global financial crisis in retrospect: evolution, resolution, & lessons for prevention. *Springer Nature.*
- Etienne, Dumoulin. (2009).** *The current financial crisis and its effects on the French economy.* Mid Sweden University Östersund: Department of Social Sciences. Disponível em <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:302360/FULLTEXT01.pdf>.
- Feldstein, Martin. (1994).** *American Economic Policy in the 1980s.* University of Chicago Press. pp.1-80. Link: <http://www.nber.org/chapters/c7752>
- Forbes. (2019).** *Global 2000: The World's Largest Public Companies.* Disponível em <https://www.forbes.com/global2000/#7b8fc536335d>.
- Foudot, Adrien e Ponsot, J.F. (2016).** *The dollar dominance: Recent episode of trade invoicing and debt issuance.* Journal of economic integration, vol.31, n°1.
- Frankel, Jeffrey. (2011).** *Internationalization of the RMB and Historical Precedents.* Journal of economic integration. CGS/IIGG working paper 17
- Fundo Monetário Internacional. (2010).** *IMF Determines New Currency Weights for SDR Valuation Basket.* Disponível em <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr10434>
- Fundo Monetário Internacional. (2016).** *Review of the method of valuation of the SDR-Amendment to Rule 0-1.* IMF Policy Papers. Disponível em <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/093016.pdf>
- Fundo Monetário Internacional. (2017).** *IMF Quotas.* Disponível em <https://www.imf.org> > Files > Factsheets. Acedido em setembro de 2019.

**Fundo Monetário Internacional. (2017b).** *Special Drawing Rights (SDR) Allocations.* Disponível em <https://www.imf.org/external/np/exr/faq/sdrallocfaqs.htm#q2>. Acedido em setembro de 2019.

**Fundo Monetário Internacional. (2018).** Disponível em <http://www.imf.org/external/index.htm>. Acedido em abril de 2019.

**Fundo Monetário Internacional. (2018b).** Disponível em <https://www.elibrary.imf.org/view/IMF071/24764-9781484330876/24764-9781484330876/ch04.xml?redirect=true>. Acedido em maio de 2019.

**Garton, Phil et al. (2012).** *Understanding the appreciation of the Australian dollar and its policy implications.* Disponível em [https://treasury.gov.au/sites/default/files/2019-03/03\\_Appreciation\\_of\\_the\\_Aust\\_dollar.pdf](https://treasury.gov.au/sites/default/files/2019-03/03_Appreciation_of_the_Aust_dollar.pdf)

**Giannone, Domenico et al. (2008).** *Explaining the Great Moderation: It is not the Shocks.* European Central Bank. Working Paper Series, N°865.

**Gildea, Robert. (2002).** *France since 1945.* Oxford University Press, U.S.A.

**Gowa, J. Hegemons. (1984).** *IOs, and Markets: The Case of the Substitution Account.* International Organization 38 (4), pp.661-683.

**Graham, Andrew e Seldon, Anthony. (2004).** *Government and Economies in postwar world: Economic policies and comparative performance, 1945-85.* Routledge New York and London. ISBN 0-203-26283-2

**Gregory, R. e Stuart, R. (2004).** *Comparing Economic Systems in the Twenty-First Century.* Houghton Mifflin Company, Boston.

**Guajarati, Damodar N. (2004).** *Basic Econometrics.* McGraw-Hill, fourth edition.

**Hair, J. F. et al. (1995).** *Multivariate Data Analysis.* Macmillan Publishing Company, third edition, New York.

**Hakkio, Craig. (2013).** *The Great Moderation.* Federal Reserve History. Disponível em [https://www.federalreservehistory.org/essays/great\\_moderation](https://www.federalreservehistory.org/essays/great_moderation). Acedido em Junho 2019.

**HALL, T. e Ferguson, J. (1998).** *The Great Depression: An International Disaster of Perverse Economic Policies.* University of Michigan Press. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/10.3998/mpub.11061>

**Harrison, Mathew e Xiao, Geng. (2019).** *China and the Special Drawing Rights- Towards a Better International Monetary System.* Journal of Risk and Financial Management. Disponível em <https://doi.org/10.3390/jrfm12020060>

**Helleiner, Eric, e Kirshner, Jonathan. (2009).** *The future of dollar.* Cornell University. ISBN13 9780801475610.

**Hendrickson, Joshua R. et al. (2016).** *The Political Economy of Bitcoin.* Economic Inquiry 54, n°2, pp.925-939.

**Hetzel, Robert L. (2002).** *German Monetary History in the Second Half of the Twentieth Century: From the Deutsche Mark to the Euro.* FRB Richmond Economic Quarterly, Vol. 88, N°2, Spring 2002, pp. 29-64. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2183330>

**Hoffman, Daniel. (2011).** *The impact of the financial crisis in Brazil and Germany: A comparative analysis of distinct developments.* Universidade Federal do Rio de Janeiro. Trabalho de Conclusão de MBA. Disponível em [http://modelosfinanceiros.com.br/assets/documentos/Financial\\_Crisis\\_in\\_Brazil\\_and\\_Germany.pdf](http://modelosfinanceiros.com.br/assets/documentos/Financial_Crisis_in_Brazil_and_Germany.pdf)

**Hogan, John. (2010).** *Economic Crises and Policy Change in the Early 1980s: a Four Country Comparison.* Journal of Australian Political Economy, No. 65, pp. 106-137.

**Hoguet, George e Tadesse, Solomon. (2011).** *The role of SDR-denominated securities in official and private portfolios.* Bank for International Settlements. BIS Papers chapters, Vol. 58, pp. 165-186

**Höpner, Martin. (2019).** *The German Undervaluation Regime under Bretton Woods: How Germany Became the Nightmare of the World Economy.* Max Planck Institute for the Study of Societies. MPIfG Discussion Paper 19/1

**Howarth, David J. (2001).** *The French Road to European Monetary Union.* Palgrave MacMillan. ISBN 0-333-92096-1

**Iozzo, Alfonso, et al. (2014).** *The ECU and the SDR: Learning from the past, preparing the future.* Triffin International Foundation.

**Irwin, Douglas. (2013).** *The Nixon shock after forty years: the import surcharge revisited.* World Trade Review 12: 29-56.

**Issing, Otmar. (2005).** *Why Did the Great Inflation Not Happen in Germany?* Federal Reserve Bank of St. Louis Review, March/April 2005, pp. 329-35.

**Janeway, William. (1971).** *The Economic Policy of the Second Labour Government 1929-31.* Unpublished Ph.D. dissertation. Cambridge University. Disponível em <https://www.billjaneway.com/the-1931-sterling-crisis>.

**Janeway, William. (1996).** *The 1931 Sterling Crisis and the independence of the Bank of England.* *Journal of Post-Keynesian Economics*, Volume 18, N°2.

**Johnson, Jesse. (2019).** *Chinese defense spending to grow 7.5% in 2019 as Beijing seeks 'world class' military.* JapanTimes,. Disponível em <https://www.japantimes.co.jp/news/2019/03/05/asia-pacific/politics-diplomacy-asia-pacific/chinese-defense-spending-grow-7-5-2019-beijing-seeks-world-class-military/#.XZ8gROZKhPY>

**Kent, Alexander. (2015).** *The most expensive wars in U.S history.* USA Today. Disponível em <https://eu.usatoday.com/story/news/nation/2015/05/24/24-7-wall-st-expensive-wars/27795049/>. Acedido em Maio de 2018.

**Kettel, Steven. (2005).** *A Complete Disaster or a Relative Success? Reconsidering Britain's Membership of the ERM, 1990-1992.* University of Warwick.

**Lan, Ju et al. (2016).** *Capital Flight and Bitcoin Regulation.* *International Review of Finance*, 16:3, pp. 445–455

**Leão, Emanuel et al. (2017).** *The Subprime Crisis and the Global Public Policy Response.* *The Journal of European Economic History*. 46 (2), pp. 51-73

**Li, Linyue et al. (2011).** *The Effects of the Global Financial Crisis on China's Financial Market and Macroeconomy.* Hindawi Publishing Corporation Economics Research International Vol.2012. Disponível em doi:10.1155/2012/961694.

**Lim, Ewe-Ghee. (2007).** *Do Reserve Portfolios Respond to Exchange Rate Changes Using a Portfolio Rebalancing Strategy? An Econometric Study Using COFER Data.* *IMF Working Papers*, 1–22.

**Loedel, P. (1999).** *Deutsche Mark Politics: Germany in the European and International Monetary System.* Boulder, CO: Lynne Rienner.

**Lomax, David. (1986).** *The Second Oil Shock: 1979–80. In: The Developing Country Debt Crisis.* Palgrave Macmillan.

**Loranger, Jean-Guy. (2013).** *Did Gold Remain Relevant in the Post-1971 International Monetary System? Contradictions: Finance, Greed, and Labor Unequally Paid.* Vol. 28. Emerald Group Publishing Limited.

**Ly, Minh. (2012).** *Special Drawing Rights, the Dollar, and the Institutional Approach to Reserve Currency Status.* *Review of International Political Economy* 19 (2), pp. 341–62.

**Lynch, Frances. (2004).** *France and European integration: from the Schuman plan to economic and monetary union.* Cambridge University Press. Disponível em <https://westminsterresearch.westminster.ac.uk/>

**Macfarquhar, Roderick e Schoenhals, Michael. (2008).** *Mao's Last Revolution.* The Belknap Press of Harvard University Press. Disponível em ISBN-10: 0674027485

**Maddison, Angus. (2007).** *The Organization for Economic Cooperation and Development, Chinese Economic Performance in the Long Run, 960-2030.* Disponível em ISBN: 978-92-64-03762-5

**Maddison, Angus (2008).** *Historical, Statistics of the World Economy: 1-2008 AD.* Maddison Project. Disponível em <http://www.ggdc.net/MADDISON/oriindex.htm>.

**Mandeng, Ousmène. (2016).** “Revive the IMF SDR substitution account”. *International Monetary Review* 3: 136-141.

**Mandeng, Ousmène Jacques. (2019).** *The SDR—a blueprint for libra?* The London School of Economics and Political Science. Disponível em <http://www.lse.ac.uk/iga/assets/documents/research-and-publications/OJM-Currency-baskets-The-SDR.pdf>

**Marangos, John. (2013).** Postwar Japan: From the economic miracle to the bubble economy. *In: Consistency and Viability of Capitalist Economic Systems.* Palgrave Macmillan, New York. ISBN978-1-137-08087-5

**Martins, Aline. (2014).** *Moeda, Estado e Poder: Limites Dos Direitos Especiais de Saque Enquanto Alternativa Ao Dólar Como Moeda-Chave.* pp.1-185.

**Martins, Aline. (2017).** *The special drawing right: a formal critic to the dollar dominance in the international monetary system.* Brazilian Journal of Political Economy, vol. 37, n° 2 (147), pp. 401-416.

**Mauldin, John. (2014).** *The Global Currency War And The Ascension Of King Dollar Will Be The Big Stories For Years To Come.* Business Insider. Disponível em <http://www.businessinsider.com/the-us-dollar-and-the-cone-of-uncertainty>. Acedido em maio de 2018.

**Mavrokordatos, Pete et al. (2010).** *Germany: Twenty Years After the Union.* International Business & Economics Research Journal, Vol.4, N°4.

- Mathieu, Catherine e Sterdyniak, Henri. (2009).** *Global financial crisis: the french policy answer in a EU perspective. 2009.* Disponível em <https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-01069371>.
- Mccauley, Robert. e Catherine Schenk. (2012).** *How Is the Substitution Account Doing?* Economic History Association Meeting Vancouver, 1–37.
- McCormick, Thomas. (1997).** *The Promises and Perils of American Hegemony.* In: Revue Française d'Etudes Américaines, N°72. Le déplacement dans l'histoire et la culture américaines. pp. 81-90.
- McKirdy, Euan. (2019).** *Study: China faces 'unstoppable' population decline by mid-century.* CNN, janeiro 2019. Disponível em <https://edition.cnn.com/2019/01/07/asia/china-population-decline-study-intl/index.html>
- Meltzer, Allan.(1991).** *U.S Policy during the Bretton Woods Era.* Federal Reserve Bank of St.Louis,pp.54-83.
- Meltzer, Allan. (2005).** *Origins of the Great Inflation.* Federal Reserve Bank of St. Louis Review, March/April 2005, pp. 145-75.
- Merza, Ebrahim e Cader, Hanas. (2009).** *Determining the Exchange Rate of the Common GCC Currency under a Fixed Exchange Rate Regime. International Review of Business Research Papers* 5 (4): 192–99.
- Morrison, Wayne M. (2019).** *China's Economic Rise: History,Trends, Challenges, and implications for the United States.* Congressional Research Service: RL33534.
- Obstfeld, Maurice. (2011).** *International Liquidity: The Fiscal Dimension.* NBER Working Paper Series. Working Paper 17379. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w17379>
- Obstfeld,Maurice. (2011b).** *The SDR as an International Reserve Asset: What Future?* International Growth Center: 11/0885.
- OECD. (2019).** *OECD Economic Survey: France.* Abril 2019. Disponível em <https://www.oecd.org/eco/surveys/France-2019-OECD-economic-survey-overview.pdf>.
- Oliveira, G, et al. (2008).** *O Sistema de Bretton Woods e a Dinâmica Do Sistema Monetário Internacional Contemporâneo.* Pesquisa & Debate 19 (2), pp.195–219.
- Okita, S. (1951).** *Japan's Economy and the Korean War.* Far Eastern Survey, 20(14), pp.141-144. Disponível em doi:10.2307/3024219

**Patat, Jean-Pierre e Lutfalla, Michel. 1990.** *A Monetary History of France in the Twentieth Century.* Palgrave Macmillan. Disponível em ISBN 978-1-349-10119-1.

**Patton, Mike. (2016).** *US Role in Global economy Declines nearly 50%.* Forbes. Disponível em <https://www.forbes.com/sites/mikepatton/2016/02/29/u-s-role-in-global-economy-declines-nearly-50/#137ce85e9e7c>. Acedido em agosto de 2019.

**Pescatori, Andrea. (2008).** *The Great Moderation: Good Luck, Good Policy, or Less Oil Dependence?* Federal Reserve Bank of Cleveland. Economic Commentary. Disponível em ISSN 0428-1276

**Piedade, João. (2018).** *Cryptocurrencies: The future of money or just a speculative investment?* ISCTE Dissertation. Disponível em <https://repositorio.iscte-iul.pt/handle/10071/17893>

**Powell, James. (2005).** *A History of the Canadian Dollar.* Bank of Canada. Disponível em [https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/07/dollar\\_book.pdf](https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/07/dollar_book.pdf).

**Queré, Agnés B. e Capelle, Damien, (2012).** *On the inclusion of the Chinese renminbi in the SDR basket.* HAL Archives. Disponível em <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00763966/document>

**Reifman, Alan. (2014).** *Great Society social programs.* In M. J. Coleman & L. H. Ganong (Eds.), *The social history of the American family: An encyclopaedia*, pp.647-650. Thousand Oaks.

**Reuters. (2015).** *IMF'S Lagarde says digital currencies could boost its own SDR.* Disponível em <https://uk.reuters.com/article/uk-imf-lagarde/imfs-lagarde-says-digital-currencies-could-boost-its-own-sdr-idUKKCN1C41QP>

**Robinson, Jerry. (2012).** *Bankruptcy of our Nation.* New Leaf Press. pp.1-300.

**Robinson, Kenneth. (2013).** *Depository Institutions Deregulation and Money Control Act of 1980.* Federal Reserve History. Disponível em [https://www.federalreservehistory.org/essays/monetary\\_control\\_act\\_of\\_1980](https://www.federalreservehistory.org/essays/monetary_control_act_of_1980). Acedido em agosto de 2019.

**Rocha, Simões. (1978).** *Uma breve análise do equilíbrio mundial de Poder.* Instituto de Defesa Nacional 3 (5): 45-62. Disponível em [https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/2945/1/NeD05\\_RochaSimo.es.pdf](https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/2945/1/NeD05_RochaSimo.es.pdf)

**Scheller, Hanspeter. (2004).** *The European Central Bank: History, Role and Functions.* European Central Bank. Disponível em ISBN 92-9181-506-3

**Schenk, Catherine R. (2010).** *The Decline of Sterling: Managing the Retreat of an International Currency 1945-1992.* Cambridge University Press.

**Selwood, Dominic. (Janeiro 2017).** On this day in 1868: Japan overthrows its last shogun and enters the modern era full steam ahead. TheTelegraph. Disponível em <https://www.telegraph.co.uk/news/2017/01/03/day-japan-overthrows-last-shogun-enters-modern-era-full-steam/>. Acedido em maio 2019.

**Serrano, Franklin. (2013).** *Relações de Poder e A Política Macroeconômica Americana, de Bretton Woods Ao Padrão Dólar Flexível*. pp.1–14.

**Shizume, Masato. (2009).** *The Japanese Economy during the Interwar Periodo: Instability in the Financial System and the Impact of the World Depression*. Bank of Japan Review. Disponível em [https://www.boj.or.jp/en/research/wps\\_rev/rev\\_2009/data/rev09e02.pdf](https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/rev_2009/data/rev09e02.pdf)

**Smith, Dennis B. (1995).** Japan since 1945: The rise of an economic superpower. *Macmillan International Higher Education*. ISBN: 9781349241262

**Steil, Benn. (2013).** *The battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the making of a new world order*. Princeton University Press. Disponível em ISBN 978-0-691-14909-7

**Tang, John P. (2006).** *The role of financial conglomerates in industry formation: Evidence from Early Modern Japan*. Disponível em <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.470.4275&rep=rep1&type=pdf>.

**The Guardian. (2016).** *The Cultural Revolution: all you need to know about China's political convulsion*. Disponível em <https://www.theguardian.com/world/2016/may/11/the-cultural-revolution-50-years-on-all-you-need-to-know-about-chinas-political-convulsion>.

**The Telegraph. (2010).** *Nazi fake banknote 'part of plan to ruin British economy'*. Disponível em <https://www.telegraph.co.uk/history/world-war-two/8029844/Nazi-fake-banknote-part-of-plan-to-ruin-British-economy.html>

**Tong, Natalie. (2014).** *The Rise of Chinese Multinationals*. International HR adviser. Disponível <http://www.internationalhradviser.com/storage/downloads/The%20Rise%20of%20Chinese%20Multinationals%20Asia%20Pacific%20Properties.pdf>

**Tribe, K. (2001).** *The 1948 Currency Reform: Structure and Purpose*. In: Hölscher J. (eds) *50 Years of the German Mark*. Anglo-German Foundation for the Study of Industrial Society. Palgrave Macmillan.

**Triffin, Robert. (1960).** *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*. Yale University Press. New Haven.



- Triffin, Robert. (1978).** *Gold and the Dollar Crisis: Yesterday and Tomorrow*. Princeton University. Essays in International Finance, n°132. Disponível em <https://ies.princeton.edu/pdf/E132.pdf>
- Tweedie, Andrew. (2010).** *Review of the method of valuation of the SDR*. International Monetary Fund: Finance Department. Disponível em <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/102610.pdf>
- Twigger, Robert. (1999).** *Inflation: The Value of Pound 1750-1998*. Research paper 99/20 em Library House of Commons. Disponível em [researchbriefings.files.parliament.uk](http://researchbriefings.files.parliament.uk)
- Verleger, Philip K. (1979).** *The U.S petroleum crisis of 1979*. Brookings papers on economic activity. Disponível em [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1979/06/1979b\\_bpea\\_verleger\\_okun\\_lawrence\\_sims\\_hall\\_nordhaus.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1979/06/1979b_bpea_verleger_okun_lawrence_sims_hall_nordhaus.pdf)
- Vasquez, Jonathan A. (1996).** The Causes of the Second World War in Europe: A new scientific explanation. *International Political Science Review* Vol. 17, N° 2, pp.161-178.
- Wang, Hongying. (2015).** *Much Ado about nothing? The RMB's inclusion in the SDR basket*. Centre for International Governance Innovation, No.84. Disponível em [https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi\\_paper\\_84web.pdf](https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_paper_84web.pdf)
- Williamson, John. (2009).** *Understanding Special Drawing Rights (SDRs)*. Peterson Institute for International Economics - Policy Brief, 7.
- Williamson, John. (2009b).** *Why SDRs Could Rival the Dollar*. Peterson Institute for International Economics.
- Xiaochuan, Zhou. (2009).** *Reform the International Monetary System*. BIS Review 41/2009. Disponível em <https://www.bis.org/review/r090402c.pdf>.
- Yoneyama, Takau. (2009).** *The Great Kanto Earthquake and the response of insurance companies: a historical lesson on the impact of a major disaster*. *Hitotsubashi Journal of Commerce and Management* 43, pp.11-36.
- Yoshino, Y. e Hesary, Taghizadeh. (2015).** *Japan's Lost Decade: Lessons for Other Economies*. ADBI Working Paper 521. Tokyo: Asian Development Bank Institute. Disponível em <http://www.adbi.org/working-paper/2015/04/08/6590.japan.lost.decade.economies/>
- Zhang, Zhixin. (2018).** *The Belt and Road Initiative: China's New Geopolitical Strategy?* German institute for International and security affairs. Disponível em <https://www.worldscientific.com/doi/10.1142/S2377740018500240>

## Anexos

**Tabela 14- Alteração de preços entre 1910-1949**

**Price Index 1750 to 1998**

<b>Year</b>	<b>Price index 1974=100</b>	<b>Value of the pound 1974= 100 pence</b>	<b>Change in prices on year before</b>
1910	9.4	1,063	0.9%
1911	9.4	1,061	0.1%
1912	9.7	1,031	3.0%
1913	9.7	1,035	-0.4%
1914	9.6	1,038	-0.3%
1915	10.8	922	12.5%
1916	12.8	781	18.1%
1917	16.0	624	25.2%
1918	19.6	511	22.0%
1919	21.5	465	10.1%
1920	24.8	403	15.4%
1921	22.7	440	-8.6%
1922	19.5	512	-14.0%
1923	18.4	545	-6.0%
1924	18.2	549	-0.7%
1925	18.3	547	0.3%
1926	18.1	551	-0.8%
1927	17.7	565	-2.4%
1928	17.7	566	-0.3%
1929	17.5	571	-0.9%
1930	17.0	588	-2.8%
1931	16.3	614	-4.3%
1932	15.9	630	-2.6%
1933	15.5	644	-2.1%
1934	15.5	644	0.0%
1935	15.6	640	0.7%
1936	15.8	635	0.7%
1937	16.3	614	3.4%
1938	16.5	605	1.6%
1939	17.1	586	3.1%
<b>1940</b>	20.0	500	17.2%
1941	22.2	450	11.2%
1942	23.9	418	7.5%
1943	24.8	403	3.7%
1944	25.5	391	3.1%
1945	26.4	379	3.2%
1946	27.3	367	3.5%
1947	29.3	341	7.4%
1948	31.2	320	6.6%
1949	32.0	312	2.6%

**Fonte:** Reproduzido do artigo *Inflation: The Value of Pound 1750-1998* de Twigger (1999)

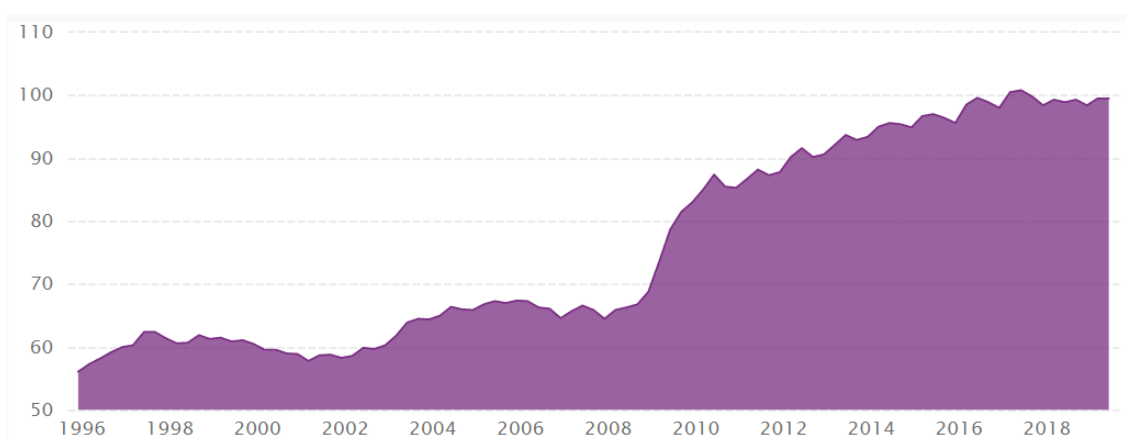
**Tabela 15- Produção japonesa com o despoletar da Guerra da Coreia**

	Junho de 1950	Dezembro de 1950	Março de 1951
Produção industrial	93.6	116.7	126.9
Mineração	111.5	120.1	128.8
Metalurgia	131.2	158.2	163.5
Maquinaria	103.8	150.1	177.8
Têxteis	39.8	49.1	51.2
Indústria Química	123.3	150.7	164.7

**Fonte:** Elaboração própria com dados obtidos de *Japan's Economy and the Korean War* de Okita (1951).

**Nota:** Index de produção de 1932-1936=100.

**Figura 23- Dívida pública em % face ao PIB entre 1996-2019**



**Fonte:** Reproduzido do site oficial do Global Economic Data. Acedido em Junho de 2019 e disponível em <https://www.ceicdata.com/en/indicator/france/government-debt-of-nominal-gdp>