



## 1.18 • Conjuntura Internacional

### Guerras cambiais: realidade ou ficção?

UMA GRANDE PARTE DAS PRINCIPAIS economias mundiais tem vindo a implementar políticas monetárias ultra expansionistas, com os bancos centrais respetivos a colocarem as taxas de juro oficiais próximo de zero por cento e a lançarem programas massivos de compra de dívida (maioritariamente dívida pública), como forma de combater os baixos níveis de inflação e fomentar o incipiente crescimento económico.

Primeiro no Japão, mais tarde nos EUA, e ainda depois na área do euro, estes fenómenos ocorreram num alargadíssimo conjunto de economias<sup>1</sup> e, pela evolução das expectativas inflacionistas, que continuam extremamente contidas, não parece ter fim à vista.

Decisões desta natureza têm, por outro lado, consequências a nível da evolução cambial, na medida em que um eventual alargamento do diferencial de taxas de juro entre duas economias pode favorecer estratégias especulativas e, deste modo, condicionar a evolução cambial<sup>2</sup>.

Nas próximas linhas irá proceder-se a uma análise dos principais determinantes das taxas de câmbio, em seguida efetua-se uma breve resenha histórica das estratégias de política cambial que foram desenhadas no passado, com objetivos específicos de política económica e, por último, discute-se até que ponto estaremos no epicentro de uma nova guerra cambial, discutindo quais os seus atores eventuais e as respetivas estratégias.

#### O equilíbrio instável entre os *carry trades* e a lei da paridade

O mercado cambial assume uma importância central nas economias, tanto a nível macroeconómico, condicionando a evolução da balança comercial e as contas externas do país (e podendo, por isso, induzir endividamento externo, que pode tornar-se um sério problema, caso a balança seja estruturalmente deficitária), como a nível micro, dada a sua capacidade de influenciar os resultados das empresas e, em último caso, a sua prosperidade ou colapso.

Bastará olhar para a evolução do principal cross mundial, o Euro/dólar (responsável por cerca de 85% das transações cambiais que se realizam atualmente) para rapidamente inferir a extrema volatilidade deste mercado. Desde logo, no início da moeda única europeia, passou-se de uma cotação de 1,1790<sup>3</sup>, em janeiro de 1999, para o máximo atingido até hoje pelo dólar, em 0,8250 (em outubro de 2000), o que representava uma apreciação da moeda norte-americana de 30%, em menos de dois anos.

Desde esta última data até meados de 2008, altura em que o euro atingiu um máximo histórico, próximo de 1,6 face ao dólar, a apreciação média anual do euro foi de 9%, mais do que suficiente

certamente para “arrasar” boa parte do tecido empresarial europeu, nomeadamente do setor exportador, se este não fosse capaz de acomodar as perdas cambiais, nomeadamente pela redução dos custos produtivos.

E que dizer agora da situação das empresas norte-americanas, confrontadas nos últimos sete anos com uma depreciação média anual do dólar face ao euro na ordem dos 6%<sup>4</sup>?

Perante esta forte volatilidade cambial, e porque muitas empresas não têm capacidade financeira, nem *know-how* técnico, para desenvolverem estratégias de cobertura de risco, é fundamental avaliar quais os cenários, contextos ou fatores que podem ser determinantes para a evolução de uma moeda.

A literatura tende a apontar para seis grandes fatores: o comércio internacional, os fluxos de investimento internacionais, o risco político, a dimensão infraestrutural, a lei da paridade e os *carry trades*.

O racional inerente a cada um dos primeiros quatro fatores é muito simples e, tudo o resto constante, também substancialmente direto:

- Um país com excedentes comerciais terá abundante moeda estrangeira nas suas reservas, pelo que, a prazo, a sua moeda deve apreciar-se, acontecendo exatamente o oposto numa economia com défices comerciais crónicos;
- Um país recetor líquido de investimento internacional deverá também observar ganhos cambiais, ao passo que aquele que é essencialmente um investidor internacional verá a sua moeda perder;
- O risco político, materializado nas suas diversas formas<sup>5</sup>, penaliza a moeda do país que o enfrenta de forma mais substancial;
- A dimensão infraestrutural tem essencialmente a ver com fatores intangíveis (porventura algo irracionais) mas que tornam uma moeda especialmente atrativa. O melhor exemplo para o ilustrar será eventualmente o dólar norte-americano, que mesmo na pior fase dos *triple deficits* (comercial, orçamental e das famílias) não deixou de ser uma moeda muito procurada pelos investidores internacionais públicos e privados.

Já a lei da paridade e os *carry trades* colocam um problema bastante mais complexo. Em primeiro lugar, por norma, serão os fatores mais importantes para a evolução cambial, o que torna a sua previsão especialmente relevante. Acontece que a informação que fornecem é totalmente contrária. Enquanto a especulação (*carry trades*) deverá induzir ganhos à moeda em que as taxas de juro são mais elevadas, a lei da paridade diz-nos justamente o contrário, i. e., a moeda em que a taxa de juro é mais baixa irá apreciar-se, justamente para

### OBSERVARE – Observatório de Relações Exteriores

“compensar” os menores ganhos de taxa de juro. Um corolário muito simples do que foi dito é este: perante uma expectativa de aumento das taxas de juro pelas autoridades monetárias, os *carry trades* “dizem-nos” que a moeda vai apreciar-se, enquanto a lei da paridade indica que deve depreciar-se.

Assim, a verdadeira *one million dollar question* é saber em que condições o balaceamento penderá para a especulação ou para o equilíbrio da lei da paridade (também conhecida por efeito internacional de Fisher). Isto se outros fatores ainda mais relevantes não surgirem, como veremos adiante.

#### De Bretton-Woods à China

A utilização da moeda como instrumento de política económica foi muito comum ao longo do século XX, mas talvez os seus exemplos mais fragorosos tenham ocorrido após a II Guerra Mundial, na sequência da organização monetária internacional que emanou dos acordos de Bretton-Woods.

Ao instituir-se um sistema de câmbios tendencialmente fixos, mas que na verdade admitiam a desvalorização cambial pontual de todas as moedas menos uma (o dólar dos EUA), foram criadas as condições apropriadas para o que aconteceu nos quase trinta anos seguintes<sup>6</sup>: a hegemonia norte-americana baseada na moeda forte do sistema monetário internacional tinha como contraponto a derrocada progressiva da indústria dos EUA, perante a concorrência desigual de indústrias como a alemã, francesa e japonesa, suportadas também por desvalorizações das respetivas moedas.

E se as moedas europeias, desde o final dos câmbios fixos, passaram, em geral, a negociar-se no chamado regime de câmbios flexíveis, “obedecendo” à lei da oferta e da procura e aos mecanismos do mercado, a verdade é que o iene, entre muitas outras moedas, designadamente asiáticas e da América Latina, continuou a ser utilizado como instrumento ativo de política económica, pelo menos durante mais vinte e cinco anos, uma política económica baseada na capacidade exportadora da economia e numa moeda enfraquecida para que os ganhos competitivos perdurassem.

O exemplo mais recente é o da China, ao estabelecer, em 1994, um regime de *currency peg* face ao dólar que, na prática, “colava” as variações do *yuan* aos movimentos do dólar e que perdurou até 2005. Desde então passou a cotar-se em câmbios flexíveis, mas condicionado por uma banda constituída com base num cabaz de moedas e num intervalo estreito de variação.

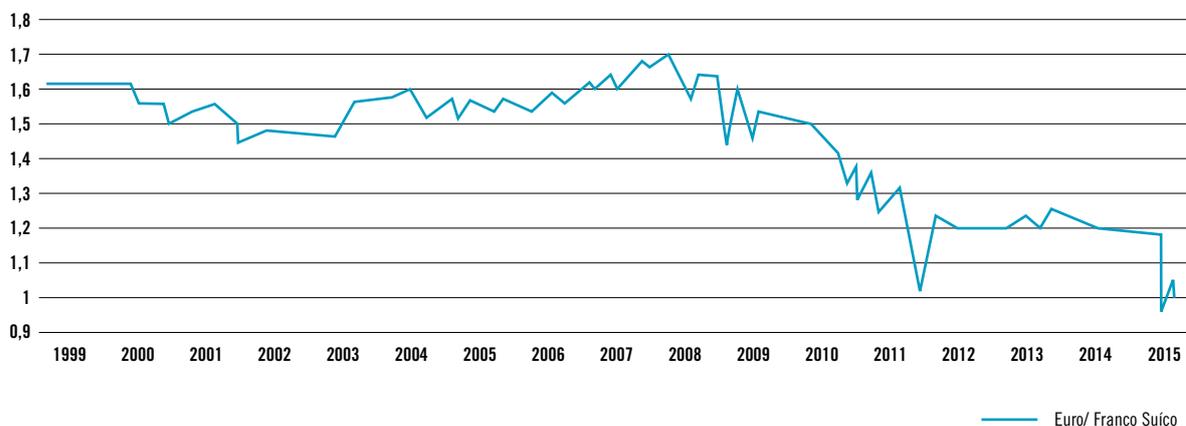
Como se justifica que a maior economia exportadora do mundo, o país que mais reservas acumula, um dos que tem evidenciado um ritmo de crescimento económico mais forte nas últimas três

## O QUEIJO SUÍÇO

Em meados de janeiro de 2015, o Banco Nacional da Suíça (BNS) provocou um autêntico terramoto no mercado cambial, com o anúncio de que iria descontinuar a taxa de câmbio mínima face ao euro, que estava fixada desde setembro de 2012 em 1,20. Esta decisão provocou uma súbita apreciação do franco, que chegou a 0,85 face ao euro, e a interrupção temporária de plataformas de negociação.

O banco central justificou a suspensão da medida lembrando que a mesma era temporária e que já não fazia sentido perante a menor sobrevalorização do franco suíço induzida pela forte depreciação que o euro vinha registando, por exemplo, face ao dólar. A “bomba atômica” vinha todavia acompanhada por um sedativo: para assegurar que a descontinuação da taxa de câmbio mínima não provocasse “inappropriate tightening of monetary conditions”, o BNS desceu a taxa de depósito para -0,75% (era -0,25%).

Francos p/ 1 Euro



Fonte: Criado com valores disponíveis em <http://www.bloomberg.com/markets/currencies>.

décadas, tenha uma moeda ainda tão subvalorizada? Simplesmente porque o *yuan* não funciona verdadeiramente em câmbios flexíveis e porque as autoridades monetárias efetivamente o condicionaram por intuítos competitivos.

Curiosamente, nos últimos anos o posicionamento das autoridades chinesas parece ter-se alterado, não tanto porque tenha surgido um súbito entusiasmo com o funcionamento livre do mercado cambial, mas com razões muito mais pragmáticas: o sobreaquecimento da economia chinesa, a excessiva acumulação de reservas e uma difícil gestão política de uma moeda excessivamente desvalorizada (que tem efeitos negativos nalgumas das economias com as quais a China pretende intensificar as relações comerciais, enquanto mercados de origem das matérias-primas de que o gigante amarelo necessita) induziu uma efetiva flexibilização das autoridades, que se refletiu numa maior apreciação do *yuan*.

### Uma nova Guerra Cambial?

O termo “Guerra Cambial” foi popularizado muito recentemente, após uma intervenção de G. Mantega, ministro das Finanças do Brasil, em 2010, em que se queixava dos prejuízos para a economia brasileira resultantes de alguns países manipularem o valor das respetivas moedas. Todavia, como mencionado anteriormente, a prática, chame-se-lhe guerra ou simplesmente manipulação cambial<sup>7</sup>, é muito antiga, remontando seguramente ao início do século XX.

A última ronda de programas massivos de compra de ativos pelas autoridades monetárias (os chamados *quantitative easing*) relançou o debate. Em bom rigor, esta política monetária não

convencional que visava injetar liquidez nos mercados e fomentar o crescimento (e que, já agora, penalizava a moeda local...) não era novidade: o Japão tinha recorrido a esta prática entre 2000 e 2005, os EUA em novembro de 2008, na sequência da crise financeira.

A novidade é que a prática se intensificava nos países onde tinha já ocorrido (os EUA iniciou a terceira ronda de QE em 2013, num montante de 1,7 mil milhões de dólares, o Japão nesse mesmo ano implementava o aumento anual da massa monetária entre sessenta a setenta biliões de ienes, tendo aumentado para oitenta biliões em 2014) e se alargava a outras economias, como o Reino Unido (375 mil milhões de libras) e, sobretudo, à durante muito tempo irredutível área do euro, que viria a adotar, em março de 2015, um programa de QE de 1,1 biliões de euros, que deverá perdurar até setembro de 2016.

Com o euro/dólar próximo da paridade, que não deverá tardar muito a ser quebrada, num contexto em que o BCE estará ainda muito tempo em *quantitative easing* e o FED se prepara para subir as taxas de juro oficiais algures em 2015, com os receios expressos recentemente por vários membros do FED em relação à excessiva apreciação do dólar e, finalmente, com meia Europa às voltas com deflação ou inflação muitíssimo baixa, avizinham-se dias de muito entusiasmo no mercado cambial.

Podemos chamar-lhe guerra cambial ou simplesmente volatilidade ou, com um certo cinismo, comportamento dos mercados, mas a verdade é que os fatores tradicionais que foram apontados nestas linhas como determinantes do comportamento cambial correm o risco de ser ultrapassa-

dos pela realidade dos movimentos diários das cotações cambiais, numa ultrapassagem pela direita a que as autoridades monetárias poderão não ser indiferentes. ■

### Notas

<sup>1</sup> Em março de 2015, as taxas de referência dos bancos centrais estão em 0,125% nos EUA, 0,05% na área do euro e no Japão, 0,5% no Reino Unido e 0,75% no Canadá. Na Suécia, a *repo rate* está em -0,25%.

<sup>2</sup> Trata-se dos chamados *carry trades*, i. e., a realização de financiamentos em mercados onde as taxas de juro são mais baixas, para aplicação em mercados em que se registam níveis mais elevados de taxas de juro. Tudo o resto constante, estas operações irão gerar ganhos das moedas dos países em que as taxas de juro estão mais altas e perdas naqueles em que as taxas são mais baixas.

<sup>3</sup> Esta cotação significa que eram necessários 1,1790 dólares para adquirir 1 euro.

<sup>4</sup> A análise é puramente ilustrativa do possível impacto das variações cambiais. Uma análise mais fina, que pretendesse avaliar com rigor os impactos no comércio, não utilizaria apenas um *cross* (e em termos nominais), mas sim a chamada taxa de câmbio efetiva em termos reais. Ora, quando se observa este indicador para o euro conclui-se pela existência de flutuações, em períodos de 4-5 anos, que chegam a atingir os 30% – caso de outubro de 2000 a dezembro de 2004, em que o euro se valorizou 32%.

<sup>5</sup> Não se trata apenas da possibilidade de um tumulto político ou social extremo (ditaduras, atentados...), mas também de incerteza governativa ou das medidas que possam vir a ser tomadas e que sejam pouco “apreciadas” pelo mercado.

<sup>6</sup> Admite-se que o Sistema Monetário Internacional de Bretton-Woods perdurou de 1944 a 1976, quando os Acordos da Jamaica puseram um final formal ao sistema de câmbios fixos que, na prática, já estava moribundo pelo menos desde que, em agosto de 1971, Nixon suspendeu as vendas de ouro do tesouro norte-americano.

<sup>7</sup> Veja-se, a propósito da manipulação cambial, um artigo notável de Bergsten C. e Gagnon E., disponível em [www.iie.com/publications/pb/pb12-25.pdf](http://www.iie.com/publications/pb/pb12-25.pdf).