



Felipe Figueiredo Martins

# Câmbios e Comércio Internacional

Algumas questões relevantes

Dissertação de Mestrado, na Área de Especialização em Ciências Jurídico-Económicas, apresentada à Faculdade de Direito do Universidade de Coimbra, sob a orientação do Prof. Doutor Luís Pedro Cunha.

Coimbra, 2014



UNIVERSIDADE DE COIMBRA



• C •

FDUC FACULDADE DE DIREITO  
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

Felipe Figueiredo Martins

# Câmbios e Comércio Internacional

Algumas questões relevantes

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra no âmbito do 2.º Ciclo de Estudos em Direito (conducente ao grau de Mestre), na Área de Especialização em Ciências Jurídico-Económicas, sob orientação do Prof. Doutor Luís Pedro Cunha.

Coimbra, 2014

## **Siglas e Abreviaturas**

Art.	– Artigo
BCE	– Banco Central Europeu
Cfr.	– Confira
DSE (SDR)	– Direito de Saque Especial
FED	– Reserva Federal dos Estados Unidos da América
FMI (IMF)	– Fundo Monetário Internacional
GATT	– <i>General Agreement on Tariffs and Trade</i>
MERCOSUL	– Mercado Comum da América do Sul
NAFTA	– <i>North America Free Trade Association</i>
OIC	– Organização Internacional do Comércio
OIT	– Organização Internacional do Trabalho
OMC (WTO)	– Organização Mundial do Comércio
ORL	– Órgão de Resolução de Litígios
SMI	– Sistema Monetário Internacional
UE	– União Europeia
UEM	– União Económica e Monetária
v. g.	– <i>Verbi gratia</i>

## 1. Introdução

O avanço tecnológico, dos transportes e das comunicações, de que beneficiou a humanidade ao longo dos anos, a par das escolhas políticas e do reconhecimento da importância da abertura económica dos países, contribuiu decisivamente para o incremento do comércio internacional.

Desde a superação das ideias mercantilistas<sup>1</sup>, que se afirmaram na Europa entre os séculos XVI e XVIII, têm-se imposto, tanto no plano dos factos, quanto no plano científico<sup>2</sup>, os ideais livre-cambistas<sup>3</sup>, mesmo que alternando esporadicamente, especialmente em cenários de crise, com algumas opções de índole protecionista, não raras vezes relacionadas com fenómenos nacionalistas. No entanto, a verdade é que, a despeito de uma evolução irregular, há uma clara ascensão do comércio mundial<sup>4</sup>, abundantemente relatada em números<sup>5</sup> e revelada institucionalmente no surgimento de organizações de cariz universal (v. g. FMI, OMC) ou regional (v. g. UE, MERCOSUL, NAFTA).

A predilecção pelo comércio mundial e o esbatimento das fronteiras geográficas e políticas, com o fim da União Soviética, eliminou ou reduziu inúmeros obstáculos que se levantavam àquele. Todavia, ainda persistem alguns entraves ao incremento do comércio mundial. Estamos a pensar, pois é relacionado com isto que o presente trabalho se desenvolve, nas relações, por vezes negativas, que da existência de diversas moedas nacionais se podem estabelecer com o comércio internacional<sup>6</sup>. Neste sentido, KRUGMAN; OBSTFELD (2010: 5) ensinam que uma das principais diferenças entre a generalidade das

---

<sup>1</sup> O mercantilismo caracterizou-se pela defesa de que cada país, para acumular riqueza, deveria sempre garantir uma balança comercial favorável, à época mensurada pelo fluxo de ouro a entrar e a sair do país, impondo, assim, aos governos um papel de controlo sobre o comércio exterior.

<sup>2</sup> Esta é uma distinção feita em PORTO (2009b: 29-47).

<sup>3</sup> O livre-cambismo notabilizou-se, a partir das teorias de Ricardo e Smith, pela noção de que, mais importante que a riqueza de cada nação, é a riqueza de todas as nações, que só poderia ser realizada se ao comércio mundial não fossem impostos obstáculos.

<sup>4</sup> Em CUNHA (2008: 151-159) relata-se “a alternância entre o proteccionismo e o livre-cambismo nos últimos dois séculos”.

<sup>5</sup> Veja-se, por exemplo, inúmeros dados que indicam um crescimento das trocas internacionais comparativamente maior que o aumento do PIB mundial, bem como, nos âmbitos domésticos, a maior parcela dos PIB devotada para o comércio externo.

<sup>6</sup> SALVATORE (2007: 7-8) afirma: “(...) as taxas de câmbio têm exibido excessivas flutuações e volatilidade, bem como persistentes desequilíbrios ou desalinhamentos. Isso pode desestruturar o padrão do comércio e da especialização internacionais e acarretar condições financeiras internacionais instáveis para todo o mundo.” Nestes termos, o autor enumera as “excessivas flutuações e grandes desequilíbrios nas taxas de câmbio” entre os “problemas económicos internacionais actuais”.



áreas da economia e a economia internacional é que esta última se confronta com o facto de que, via de regra<sup>7</sup>, cada país possui sua própria moeda e o valor da mesma pode variar ao longo do tempo, por vezes de forma considerável.

Uma *summa divisio* possível de ser estabelecida na economia internacional é aquela que a divide no estudo do comércio internacional e da moeda internacional. O problema que aqui se põe, da relação entre o comércio internacional e as divisas dos mais variados países utilizadas internacionalmente, encontra-se precisamente na intersecção daquelas duas áreas de estudo, ponto de intersecção este que atesta a seguinte afirmação de KRUGMAN; OBSTFELD (2010: 6): “No mundo real não há nenhuma linha divisória simples entre as questões comerciais e as monetárias.” É a ausência desta divisão e a existência de imperfeições na estruturação da economia internacional, especialmente do SMI<sup>8</sup>, que levantam sérios problemas.

Cumprir notar que, justamente por estarmos a tratar de uma matéria localizada num ponto de intersecção da economia internacional, se demandam, para a sua análise, conhecimentos de ambas as esferas desta matéria, da moeda e do comércio. Desta forma, a amplitude do tema das relações entre câmbios e comércio mundial resulta manifesta. Assim, a razão pela qual consta do nosso subtítulo “algumas questões relevantes” é a intenção de enfatizar a ideia de que este é um estudo circunscrito aos aspectos que apreciamos, mais actuais e problemáticos no que diz respeito à relação entre câmbio e comércio internacional.

O recente cenário de crise internacional, que muitos designam como “Grande Recessão” por paralelismo com a crise dos anos 30, por sua vez, contribuiu decisivamente para que viessem à luz as fragilidades do sistema económico internacional. Assim, tendo em vista a realidade económica mundial transmutada pela ainda contemporânea crise e enfatizando o estudo acerca do SMI, procuramos presentemente, em suma, escrutinar os desafios para o regular desenvolvimento do comércio internacional impostos pela crise e pelo funcionamento do SMI, analisar os problemas que aí avultam, para, enfim, perscrutar um quadro regulador para tal. Abordagens estas que constituem hodiernamente uma das principais preocupações tanto de altos responsáveis políticos quanto do meio académico.

---

<sup>7</sup> No decorrer do presente trabalho, a referência a um país pode significar, mais propriamente, uma área que utilize uma moeda comum. Veja-se o paradigmático caso da UEM europeia.

<sup>8</sup> Para uma análise cuidada da expressão SMI, distinguindo entre sistemas público e privados, universal e regional, ver GONÇALVES (2010: 537-539, sobretudo as notas 14 e 16).

O presente estudo inicia-se com uma análise preliminar acerca dos mercados cambiais e das taxas de câmbio, a fim de fornecer subsídios para a continuidade do trabalho. Na sequência, explicitam-se os conceitos de manipulação e desalinhamento cambial. Posteriormente, são abordadas as questões fulcrais das desvalorizações competitivas e das políticas monetárias expansionistas pós-Grande Recessão. A análise segue com considerações a respeito dos cenários de guerras cambiais e, igualmente, das relações entre câmbios e comércio internacional. Enfim, ocupamo-nos da matéria relativa à (possível) regulação destas relações. Note-se ainda que dedicamos um espaço às considerações finais, onde, mais do que conclusões (muitas das quais inscritas ao longo do texto), o que se pretende é sugerir hipóteses de um novo rumo do SMI.

## 2. Mercados cambiais e taxas de câmbio

Como qualquer mercado, os mercados cambiais<sup>9</sup> transaccionam algo, neste caso, as diferentes moedas em redor do globo é que são objecto destas transacções. Estas, por seu turno, viabilizarão o comércio internacional de mercadorias e serviços, ou o simples fluxo internacional de capitais, ao possibilitar a realização de pagamentos internacionais.

MEDEIROS (2013: 385) define os mercados de câmbio como “(...) a área da economia de um país, onde se efectuam operações de convertibilidade internacional das moedas representativas do poder de compra dos respectivos países”<sup>10</sup>. Mercados estes que, ao estarem interligados constantemente a nível internacional, constituem um único mercado de câmbio internacional<sup>11</sup>. Sendo as taxas de câmbio determinadas de acordo com os mercados cambiais, os quais funcionam em obediência à lei da oferta e da procura, as mesmas podem ser alvo de variação ao longo do tempo, consoante as forças do mercado.

SAMUELSON; NORDHAUS (2010: 548) definem as taxas de câmbio como “o preço de uma moeda em termos de outra moeda”<sup>12</sup>, determinando-se o seu preço<sup>13</sup> no mercado cambial. Destarte, a troca de moedas faz-se a uma determinada taxa de câmbio<sup>14</sup>, que, ao

---

<sup>9</sup> Conhecidos na língua inglesa pelo acrónimo *Forex*, abreviação para *Foreign Exchange Market*.

<sup>10</sup> Nos mercados cambiais podem-se dar três tipos de operações: operações à vista ou a contado (*spot*), operações a termo ou a prazo (*forward*), operações de reporte (*swap*). Cfr. LARANJEIRO (2009: 24-29).

<sup>11</sup> Cfr. SALVATORE (2007: 200).

<sup>12</sup> Com as mesmas definições, por exemplo, MEDEIROS (2013: 385), ao definir a taxa de câmbio como “(...) o preço de uma moeda expresso noutra moeda” e SALVATORE (2007: 204): “(...) o preço, em moeda corrente estrangeira, de uma unidade da moeda corrente interna.”

<sup>13</sup> Sobre o preço/valor de uma moeda é comum dizer que o mesmo foi alvo de depreciação, apreciação, desvalorização ou valorização indistintamente, como se de terminologias sinónimas se tratasse. Porém, não é esta a verdade. Depreciação e apreciação aplicam-se quando o valor de uma moeda é alterado relativamente à moeda de outro país, enquanto desvalorização e valorização dizem respeito ao caso de países que, possuindo uma taxa de câmbio fixa para as suas moedas, alteram a taxa oficial, respectivamente, para baixo ou para cima. Em sentido em alguma medida semelhante, veja-se MEDEIROS (2013: 407) ao dizer: “Ao passo que *depreciação/apreciação* resultam da flutuação cambial, sinónimo da alteração de facto do valor de uma dada moeda resultante de forças de mercado e de políticas económicas domésticas, a *desvalorização* ou *valorização* representa uma decisão abrupta do poder político do respectivo país.”

Estas segundas designações também se encontram historicamente relacionadas com o período em que vigorava o padrão-ouro. Para efeitos do presente texto, a despeito da distinção técnica, os termos serão utilizados indistintamente, a fim de evitar que se incorra em redundâncias em algumas passagens; acreditamos que tal não prejudica o rigor do trabalho. A indistinção é comumente verificada nos escritos sobre o assunto. SALVATORE (2007: 217), por exemplo, ao tratar do tema fornece um glossário em que define valorização e depreciação enquanto antónimos: para o autor, o primeiro conceito diz respeito a “uma diminuição no preço da moeda corrente estrangeira em termos da moeda corrente interna”, enquanto o segundo se define como “um aumento no preço da moeda corrente estrangeira em termos da moeda corrente interna”.

<sup>14</sup> Segundo MEDEIROS (2013: 385): “Essa relação de troca pode fazer-se, em termos de certa quantidade fixa de moeda estrangeira para uma quantidade variável de moeda nacional (neste caso, diz-se

variarem, provocam mudanças nos preços dos bens e serviços. Daí que se diga que a taxa de câmbio nos permite relacionar sistemas de preços de países distintos.

Aqueles economistas ilustram o modo de se quantificar a taxa de câmbio ( $e$ ), em que  $e$  será o montante de moeda estrangeira possível de ser comprado com uma unidade de moeda interna, com base no seguinte modelo:

$$e = \frac{\text{moeda estrangeira}}{\text{moeda interna}}$$

Na sequência (p. 549), apresentam as curvas da oferta e da procura para demonstrar como as taxas de câmbio são determinadas, isto é, “quando a oferta e a procura estão em equilíbrio”, são estas então designadas como taxas de câmbio de equilíbrio e nestes termos apenas podem ser encontradas sob um sistema de câmbio flexível. Os autores ensinam, igualmente, que a oferta se determina quando cidadãos de um país procuram uma moeda estrangeira para comprar mercadorias ou activos financeiros deste outro país, enquanto a curva da procura se define quando os estrangeiros, por sua vez, buscam a moeda daquele primeiro país para também comprarem as suas mercadorias e activos financeiros. Assim, utilizando o exemplo do dólar, “o preço estabelece-se na taxa de câmbio de equilíbrio que é a taxa à qual os dólares que se pretendem comprar são exactamente iguais aos dólares que se pretendem vender”<sup>15</sup>.

---

que o mercado dá o *incerto*), ou uma quantidade fixa de moeda nacional – a unidade monetária – para uma quantidade variável de moeda estrangeira (nesta hipótese, diz-se que o mercado dá o *certo*).”

<sup>15</sup> Nos mercados de câmbio teremos, portanto, demanda de moeda e oferta de moeda. Aquela compõe-se pelos importadores de mercadorias ou serviços que procuram moeda estrangeira para realizar os seus pagamentos em outros países, bem como pelos devedores de qualquer quantia numa divisa estrangeira. A oferta de moeda, por seu turno, é constituída pela moeda estrangeira num dado país que aí necessitará de ser trocada por moeda nacional. Em regra, esta moeda estrangeira será ofertada por exportadores que a receberam enquanto pagamento das suas vendas e por sujeitos que adquiriram empréstimo numa divisa estrangeira e que, portanto, precisam de a converter no seu país para a sua moeda nacional.

Presentemente, fizemos referências aos sujeitos actuantes nos mercados de câmbio, ao falar indistintamente em “cidadãos”; no entanto, o funcionamento dos mercados de câmbio não se esgota na actuação destes. Com mais precisão, SALVATORE (2007: 201) distingue quatro níveis de participantes no mercado de câmbio. Num primeiro plano encontram-se os usuários tradicionais a que fizemos alusão (v. g. turistas, importadores, exportadores, investidores); segundo o autor, “os usuários e fornecedores imediatos de moedas estrangeiras”. A estes SALVATORE faz somar os demais planos: “No nível seguinte, ou segundo nível, estão os bancos comerciais, que atuam como câmara de compensação entre os usuários e os recebedores de moedas estrangeiras. No terceiro nível estão os corretores de câmbio, por intermédio dos quais os bancos comerciais da nação nivelam a sua posição cambial (o assim chamado *mercado interbancário ou mercado de atacado*). Finalmente no quarto e mais elevado nível encontra-se o banco central da nação, o qual atua como vendedor ou comprador em última instância, quando o total de ganhos e o total de despesas com moedas estrangeiras do país se encontram em situação de desequilíbrio.”

A realidade, porém, é muito mais complexa se nos lembrarmos de que existem no mundo diversos países, com diversas moedas. Assim, carece de serem encontradas as ofertas e as procuras de todas e de cada uma das moedas, “(...) e, num mundo de muitos países, são as muitas relações comerciais e trocas multilaterais, com procuras e ofertas vindas de todos os pontos do mundo, que determinam o conjunto completo de taxas de câmbio”<sup>16</sup>.

A este propósito, é importante explicitar os conceitos de taxa de câmbio cruzada e taxa de câmbio efectiva. Na primeira, é encontrada uma taxa de câmbio entre duas moedas a partir da consideração das suas taxas de câmbio em relação a uma terceira moeda<sup>17</sup>. Por seu turno, a taxa de câmbio efectiva “(...) representa uma média ponderada das taxas de câmbio calculada entre a moeda corrente interna e as moedas dos mais importantes parceiros comerciais da nação, com o peso de cada moeda fornecido com base na importância relativa do comércio da nação com cada um desses parceiros comerciais”<sup>18</sup>.

Como se demonstrou, uma taxa de câmbio é um preço e, de acordo com o funcionamento dos mercados cambiais, todas as moedas não podem apreciar-se ou depreciar-se simultaneamente. Para que algumas moedas se fortaleçam, outras devem enfraquecer<sup>19</sup>. É isto que faz nascer o problema sobre o qual o nosso estudo se desenvolve<sup>20</sup>.

Apesar desta ilustração relativamente linear dos mercados cambiais, no actual SMI existem modelos distintos de determinação das taxas de câmbio, sendo de entendimento

---

<sup>16</sup> Cfr. SAMUELSON; NORDHAUS (2010: 550).

<sup>17</sup> Aqui, mais interessante que qualquer conceptualização é, como faz SALVATORE (2007: 204), a sua representação em exemplo: “(...) se a taxa de câmbio ( $T$ ) entre o dólar dos EUA e a libra esterlina for igual a 2, e se ela for igual a 1,25 entre o dólar e o euro, então a taxa de câmbio entre a libra e o euro seria igual a 1,60 (ou seja, seria necessário € 1,6 para adquirir 1 £). Especificamente,

$$T = \frac{\text{€}}{\text{£}} = \frac{\text{US\$ valor da £}}{\text{US\$ valor do €}} = \frac{2}{1,25} = 1,60”$$

<sup>18</sup> Cfr. SALVATORE (2007: 204).

<sup>19</sup> Nem sempre foi assim, como aponta EL-ERIAN (2013), no antigo SMI, “(...) while all currencies can (and do) depreciate against something else (like gold, land, and other real assets), by definition they cannot all weaken against each other”.

<sup>20</sup> WILLIAMSON; CLINE (2010: 1) questionam-se: “The laws of mathematics mean that some must be disappointed: A weaker exchange rate of one country implies a stronger rate of some other country or countries. The questions are, who is to accept this outcome and how will it be decided who that is to be?”



comum que a opção por seguir determinado modelo caberá aos Estados no exercício da sua soberania, tendo em vista a sua específica realidade macroeconómica<sup>21</sup>.

Trata-se de uma tradicional querela entre os economistas a escolha entre taxas de câmbio variáveis, fixas ou as suas opções mitigadas. Os defensores das primeiras, por exemplo, argumentam que com este modelo os bancos centrais poderiam dedicar-se às metas de inflação e crescimento para as suas economias nacionais. No outro plano, sufragando taxas de câmbio fixas, argumenta-se que a flexibilidade se faz acompanhar de uma grande volatilidade, prejudicial para o regular desenvolvimento da actividade económica. Outra perspectiva é ainda aquela que sustenta câmbios flexíveis para grandes economias e taxas de câmbios fixas para economias menores<sup>22</sup>.

Nota-se que perante a existência de diversos regimes cambiais<sup>23</sup>, SPENCE (2012: 97) e SAMUELSON; NORDHAUS (2010: 560) caracterizam o actual SMI como um sistema *híbrido* de taxas de câmbio<sup>24</sup>. Na sequência apresentar-se-ão, sucintamente, os modelos de taxas de câmbio existentes<sup>25</sup>.

---

<sup>21</sup> Na UEM europeia, ao criar-se uma moeda única impôs-se a criação de uma autoridade monetária central responsável pela condução da política monetária a um nível europeu, o Banco Central Europeu. A tradicional soberania e monopólio dos estados sobre a emissão monetária e consequente condução da sua política monetária, bem como da sua política cambial, transitava agora para uma entidade supranacional, cabendo a esta actuar a partir de considerações que tivessem em vista o conjunto alargado de toda a UEM, ficando as autoridades monetárias nacionais apenas com funções de menor relevância se as compararmos àquelas que tradicionalmente detinham.

<sup>22</sup> Estes pontos de vista encontram-se em GAGNON (2013: 1).

<sup>23</sup> Desde a segunda alteração aos Estatutos do FMI (ratificada em Abril de 1978), após o fim do regime de estabilidade cambial em 1971, “[legitima-se] *de jure* a liberdade de escolha de regimes cambiais – já existente na prática (...)”. Cfr. PORTO; CALVETE (2010: 521).

<sup>24</sup> O SMI caracteriza-se, essencialmente, pelas formas como se estabelecem as taxas de câmbio entre a pluralidade das divisas existentes nos mercados cambiais. São, no entanto, bastante diversas as definições que se avançam para o SMI. Veja-se MEDEIROS (2013: 439).

Neste âmbito enquadrar-se-ia também um interessantíssimo estudo da evolução deste sistema: desde o padrão-ouro, perpassando pelo surgimento do sistema de Bretton Woods (em cuja criação se confrontaram os planos White e Keynes, com o primeiro, de iniciativa norte-americana, a sair vencedor), o abandono deste pelos Estados Unidos em 1971 (após uma década de défices comerciais nos anos 60 e de tentativas fracassadas de impelir a Europa e o Japão a valorizarem a sua moeda – que culminou no “Nixon Shock”, que adoptava taxas de câmbio flutuantes), o fracasso do Acordo Smithsonian e, finalmente, as novas atribuições do FMI diante da novel realidade. Todavia, esta abordagem não terá aqui lugar específico, mas, longe de a descurarmos, dado o seu relevo, estas são considerações que permeiam todo este trabalho.

Para uma leitura pormenorizada a respeito da evolução do SMI, *vide* EICHENGREEN (2008) e, para uma compreensão pós-crise, EICHENGREEN (2012), onde se esboçam os elementos essenciais para um SMI mais estável. Em Portugal, *vide* PORTO; CALVETE (2010): ao tratar do FMI (*inter alia*, a sua criação, evolução, organização e funcionamento), previamente, os autores perpassam o SMI antecedente à criação daquela organização e as negociações anglo-americanas durante a Segunda Guerra Mundial, cotejando os planos de White e Keynes. Por fim, neste trabalho ocupamo-nos, ainda que a título auxiliar, em tecer algumas considerações a respeito de um redesenhar deste sistema (*infra*).

<sup>25</sup> Assim, seguimos uma divisão genérica dos arranjos cambiais. Com mais precisão, em divisões que podem ser subsumidas a um quadro mais abrangente, o FMI classifica em oito categorias os modelos

## 2.1. Taxas de câmbio fixas

Nos modelos de taxas de câmbio fixas define-se a taxa exacta em que determinada moeda será convertida noutra ou, como historicamente se verificou durante o regime do padrão-ouro, o valor de uma dada moeda é indexado a uma quantidade fixa de ouro. A vigência do referido regime teve o seu termo anunciado aquando da deflagração da Primeira Guerra Mundial, ao demandar um elevado financiamento dos países não compatível com a rigidez do regime. Mais recentemente, podemos relacionar os sistemas de câmbios fixos com os casos de dolarização ou euroização de economias.

Um modelo de taxas de câmbio fixas, no actual sistema monetário internacional, andarà a par do controlo de câmbios que restringirão compras de bens e serviços em outros países pela actuação da autoridade monetária responsável<sup>26</sup>. A Argentina é o exemplo recente mais conhecido de país a ter experimentado o modelo de taxas de câmbio fixas entre os anos de 1991-2001, com consequências desastrosas para a sua economia<sup>27</sup>.

Conquanto seja compreensível a defesa de um regime de taxas de câmbio fixas em razão dos efeitos perniciosos que um cenário de especulação, com câmbios flutuantes, pode desencadear (*infra*), contemporaneamente, a preferência da maioria dos países tem sido pelo regime de taxas de câmbio flutuantes. A rigidez que contribuiu para o abandono do sistema de câmbios estáveis do padrão-ouro também está na origem do progressivo abandono do coevo regime de taxas de câmbio fixas, na medida em que tal rigidez pode

---

seguidos pelos seus países membros: arranjos de câmbio sem moeda com curso legal separada, arranjos de *currency board*, indexação fixa em relação a uma única moeda, indexação fixa em relação a um cabaz de moedas, taxas de câmbio indexadas dentro de bandas horizontais, paridades deslizantes, flutuação administrada sem comportamento pré-anunciado para a taxa de câmbio, independentemente flutuante. Cfr. APPELARD; FIELD; COBB (2010: 751-753).

<sup>26</sup> Cfr. MEDEIROS (2013: 393).

<sup>27</sup> Cfr. WILLIAMSON (2010: 2). Para o autor, um modelo de taxas de câmbio fixas, para fazer sentido, deve obedecer a quadro condições: (1) tratar-se de uma economia aberta e pequena; (2) que grande parte do comércio se verifique com o país perante o qual a moeda será ancorada; (3) que o país planeie seguir uma política macroeconómica que perspetive um índice de inflação equiparável àquele do país cuja moeda será ancorada; (4) que o país assegure o compromisso com o modelo de taxas de câmbio fixas, denotando credibilidade – a Argentina, por exemplo, instituiu por lei a paridade da sua moeda. Ora, conclui WILLIAMSON (2010: 3), “[i]t’s clear that on these criteria Argentina erred in adopting a fixed exchange rate against the dollar”.

Ressalte-se, no entanto, que, aquando da adopção da alternativa de vincular o peso argentino ao dólar à paridade fixa de um para um (dolarização), os efeitos imediatos foram positivos na contenção da hiperinflação com a qual o país era confrontado. A despeito dos resultados *a priori* favoráveis, no longo prazo, como é sobejamente conhecido, o que se viu foi o colapso das exportações argentinas, com o país a passar a importar desmesuradamente. Como referimos, as consequências foram desastrosas e culminaram no famigerado “El Corralito”.

impossibilitam que se acompanhem os desenvolvimentos (cada vez mais acelerados) das economias.

## 2.2. Taxas de câmbio flutuantes (ou flexíveis)

Aqui, a determinação do câmbio processa-se sem qualquer intervenção das autoridades monetárias e pelo estrito funcionamento do mercado cambial, nos termos *supra* demonstrados. Idealiza-se um mercado de divisas de concorrência perfeita, de forma que os desequilíbrios sejam suplantados pela variação da taxa de câmbio. É este o modelo mais disseminado actualmente e utilizado pela maior parte dos países desenvolvidos, em especial os Estados Unidos e os países-membros da UEM europeia<sup>28</sup>. MEDEIROS (2013: 394, nota 8) assinala que a adopção do regime de câmbios flutuantes se mostrou positiva para os países em vias de desenvolvimento e para as economias em transição do Leste europeu<sup>29</sup>.

A tendencial preferência por este regime encontra-se relacionada com a forte expansão dos mercados financeiros. Desde a década de 70, no seguimento da extinção do sistema de Bretton Woods e com a crescente liberalização dos mercados, a administração de um modelo de câmbio fixo, com a entrada e saída acelerada e avultada de capitais nos países, tornou-se cada vez mais difícil. No regime de taxas de câmbio flutuantes, reconhecendo as dificuldades de conter as variações cambiais em mercados liberalizados, a autoridade monetária pode concentrar as suas preocupações em outras áreas, como a

---

<sup>28</sup> LARANJEIRO (2009: 249) nota que o primeiro presidente do BCE (Wim Duisenberg), em discurso datado de 1999, afirmou a não fixação de qualquer objectivo cambial para a moeda europeia. Opção esta que aquele autor justifica com dois argumentos: 1) “(...) a zona euro constitui um espaço económico muito vasto em que a grande maioria das transacções são internas”, com baixo grau de abertura económica ao exterior; 2) “(...) a fixação de um alvo para o valor externo do euro limitaria a capacidade de acção da política monetária.”

<sup>29</sup> Mencione-se aqui o artigo de DRABEK; BRADA (1998). Estes autores notam que muita discussão se desenvolveu em torno de saber qual o regime de taxas de câmbio mais adequado para economias em transição, elencando alguns estudos a este propósito, com respostas variadas. A fim de fornecer elementos relativos a esta controvérsia, ocupam-se em analisar o impacto dos vários regimes cambiais sobre a estabilidade da política comercial, pois um regime cambial não favorecedor do crescimento e da estabilidade económica dará bases a apelos proteccionistas – portanto, tornando as políticas comerciais mais instáveis. No seu artigo, DRABEK; BRADA (1998) procedem a uma análise empírica do impacto das taxas de câmbio sobre a estabilidade da política comercial de seis economias em transição: República Checa, Hungria, Polónia, Eslováquia, Bulgária e Roménia.

inflação e o emprego<sup>30</sup>. Neste regime, as balanças de pagamentos equilibrar-se-iam automaticamente<sup>31</sup>.

### 2.3. Outros regimes cambiais

Com base nos regimes cambiais anteriormente elucidados, como suas derivações surgiram outros modelos, quais sejam: o modelo de câmbio administrado e o de bandas cambiais.

No modelo de câmbio administrado, mas flutuante, a taxa é estabelecida a partir da actuação dos governos ou bancos centrais, seja para minorar as suas variações ou para manter o valor da sua moeda num intervalo óptimo objectivado. Aqui, um país intervém na taxa de câmbio ao comprar ou vender a sua própria moeda, usando moeda estrangeira. Este regime também costuma ser designado como flutuação suja (*dirty-floating*).

São indiciárias do grau de actuação dos governos ou bancos centrais, junto dos mercados cambiais para a administração do câmbio da sua moeda, as reservas cambiais de moedas estrangeiras acumuladas. Habitualmente, refere-se que este é o modelo seguido pelo Japão, Canadá e muitos países em desenvolvimento (v. g. o Brasil – é, porém, controverso o enquadramento deste país neste modelo<sup>32</sup>).

---

<sup>30</sup> Em GAGNON (2013: 7) alega-se, a partir da análise de dados estatísticos relativos à inflação, ao desemprego e ao PIB, que países com metas de inflação definidas e taxas de câmbio flutuantes “(...) performed better during the global financial crisis and its aftermath than countries that had a fixed exchanged rate (...)”. Assim, este autor, inquestionável paladino das taxas de câmbio flutuantes (tendo escrito um livro cujo título deixa transparecer nitidamente a sua concepção: *Flexible Exchange Rates for a Stable World*), argumenta que, trate-se de economias grandes ou pequenas, a adopção do câmbio flutuante permite aos países enfrentarem mais apropriadamente um cenário económico adverso. Deste modo, recomenda: “Policymakers in many countries exhibit a well-known aversion to volatile exchange rates or ‘fear of floating’. (...) Perhaps policymakers should replace their fear of floating with a fear of fixing.”

<sup>31</sup> PORTO (2009: 488-489), ao tratar do reequilíbrio automático da balança de pagamentos num regime de taxas de câmbio flutuantes, proporcionado pelo regular desenvolvimento da lei da oferta e da procura, ilustra este automatismo com base na existência de um défice de Portugal em relação à França, antes da existência do euro. Dado que a “mão invisível” do mercado poria termo ao desequilíbrio existente, “[haveria] assim um automatismo sedutor, levando à primeira vista a que não houvesse razões para que as autoridades se preocupassem com situações de défice”. No entanto sucede muitas vezes, continua aquele autor, “(...) que as elasticidades da procura sejam de molde a que não se chegue ao reequilíbrio (elasticidades perversas): assim acontecendo quando as elasticidades preço da procura de bens importados e de bens exportados sejam muito baixas, de pouco ou nada adiantando o efeito conseguido”. PORTO (2009) conclui que este reequilíbrio automático redundará numa “fuga para a frente”, apenas adiando o solucionar do problema.

<sup>32</sup> Embora o governo brasileiro defenda ser o regime nacional de taxas de câmbio livremente flutuante, não parece que isto seja verosímil. Como assinala WILLIAMSON (2010: 2), é verdadeiro que as taxas de câmbio flutuam, mas não livremente, como comprova a reserva cambial acumulada por este país.

Quanto ao sistema de bandas cambiais, aqui estipula-se um intervalo de variação para cima e para baixo a ser admitido. Dentro deste intervalo, a determinação da taxa de câmbio dá-se consoante o regime de taxas cambiais flutuantes; nos limites estipulados, a autoridade monetária actua. No entanto, o que acaba por se verificar é que a actuação do banco central, na maioria dos casos, se dá preventivamente, evitando que se chegue aos limites admitidos. Exemplo de funcionamento deste modelo é o Sistema Monetário Europeu e o seu mecanismo de taxas de câmbio, com o objectivo primordial de garantir a estabilidade cambial<sup>33</sup>. Igualmente, o sistema de Bretton Woods era um sistema de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis, indexadas ao dólar, isto é, quando uma moeda se distanciava do seu valor “adequado”, a sua paridade face ao dólar era ajustada<sup>34</sup>.

---

<sup>33</sup> Sobre o SME, ver LARANJEIRO (2009: 83 e ss.). Este autor considera o SME um sistema de câmbios fixos, mas ajustáveis, à semelhança do sistema de Bretton Woods.

<sup>34</sup> Sobre o desmoronar deste modelo, RIBEIRO (1978: 175) escrevia: “A suspensão da convertibilidade do dólar em Agosto de 1971 foi seguida de flutuação dos câmbios; tal flutuação cessou logo em Dezembro, com o Acordo de Washington [ou Acordo Smithsonian], do Grupo dos Dez, que estabeleceu paridades fixas, mas alargou para 2,25% as margens de variação relativamente à paridade com o dólar, agora inconvertível; as paridades fixas não resistiram, e em Março de 1972, pelo Acordo de Paris, do Grupo dos Dez alargado, passou-se a um regime de câmbios separada ou conjuntamente flutuantes. Com tudo isso, lá se foi o sistema de câmbios fixos ajustáveis (*adjustable pegs*) do Fundo Monetário Internacional.” Dando assim lugar ao *não-sistema*. Em 1978, RIBEIRO continua a notar que era latente a querela entre defensores dos câmbios fixos e defensores do câmbio flutuante, de tal forma que na época o FMI promoveu um estudo acerca do SMI que havia sido erigido, para o corrigir ou, se fosse o caso, o substituir.

NUNES (2003: 13) contextualiza o abandono do sistema de Bretton Woods com o deflagrar, logo no começo da década de 70, da era da estagflação, lembra-se: “(...) um ritmo acentuado de subida dos preços (inflação crescente), a par de (e apesar de) uma taxa de desemprego relativamente elevada e crescente e de taxas decrescentes (por vezes nulas) de crescimento do PNB.” A contestação das políticas keynesianas e da Curva de Phillips que daí se seguiu favoreceram a “contra-revolução monetarista”. Assim, para o autor, a instauração do regime de câmbio flutuante é um ponto de viragem, relacionando-se com as próprias reivindicações monetaristas e o crescimento das correntes neoliberais.



### 3. Manipulação e desalinhamento cambial

De certa forma ainda relacionando-se com a matéria das taxas de câmbio está o conceito de manipulação cambial, fenómeno cada vez mais comum no cenário económico global, capaz de provocar tensões internacionais ao acarretar consequências negativas económicas e até eminentemente sociais para outras nações<sup>35</sup>.

GAGNON (2012: 1) descreve a *manipulação cambial* da seguinte forma: “(...) occurs when a government buys or sells foreign currency to push the exchange rate of its currency away from its equilibrium value or to prevent the exchange rate from moving toward its equilibrium value.” ZIMMERMANN (2011: 424, nota 9), por seu turno, compreende a manipulação cambial como reflectindo um *juízo político negativo* acerca de casos em que um país busca alcançar uma desvalorização artificial da sua moeda no intento de se favorecer com uma vantagem concorrencial desleal no comércio internacional.

Aquela definição de GAGNON parece estar mais próxima daquilo que ZIMMERMANN (2011: 424, nota 9), na linha da terminologia empregada pelo FMI, entende como *manipulação das taxas de câmbio*, definindo-a como “(...) a technical term designating any policy measures that are targeted at, and actually affect, the exchange rate, independent of the (lawful or unlawful) purpose for which such manipulation is being undertaken”. Assim, este último autor, ainda que seja este um ponto acessório, procura estabelecer uma distinção entre manipulação cambial e manipulação das taxas de câmbio.

Contudo, a generalidade dos autores não se preocupa com tal distinção, opção perfeitamente plausível quando não se vislumbra qualquer efeito prático que possa derivar da diferenciação. BÉNASSY-QUÉRÉ; GOURINCHAS; MARTIN; PLANTIN (2014: 1), por

---

<sup>35</sup> Ver GAGNON (2012: 1). Para este autor, a manipulação cambial é dos mais importantes e danosos desenvolvimentos recentes na economia internacional. Com um olhar bastante crítico, refere: “(...) millions more Americans and Europeans would be employed if other countries did not manipulate their currencies and instead achieved sustainable growth through higher domestic demand.” No mesmo sentido, BERGSTEN; GAGNON (2012a: 2) arguem: “The largest lose is the United States, whose trade and current account deficits have been \$200 billion to \$500 billion per year larger as a result. The United States has thus suffered 1 million to 5 million job losses.” Obviamente, a manipulação cambial levada em consideração por estes autores é aquela que se relaciona com um ganho de competitividade externa: as desvalorizações competitivas. É comum na literatura sobre o assunto que se refira indiscriminadamente a países manipuladores e países que fazem uso de desvalorizações competitivas. Aqui e ali seguimos esta corrente por razões de praticidade (veja-se o caso dos autores aqui citados que seguem esta opção), ficando claro no contexto do trabalho o sentido a dar-se à expressão manipulador (ou suas derivações), muito embora seja nossa preocupação distinguir estas acepções, como resultará claro da leitura do presente ponto ao traçar as linhas distintivas entre manipulação e desalinhamento cambial e ao mostrar-se que a manipulação pode ter como finalidade impedir um desalinhamento.

exemplo, sustentam, argumentando também estarem na esteira do FMI, que a taxa de câmbio se considera manipulada “(...) si le pays a mis en œuvre des interventions ou des contrôles de change destinées à maintenir durablement une sous-évaluation du change par rapport à son niveau fondamental, et si l’objectif de cette sous-évaluation est de stimuler les exportations”. Entendimento, como se vê, sem identidade com a definição de manipulação de taxa de câmbio supracitada de ZIMMERMANN (2011).

Em tempos recentes, a manipulação cambial, no sentido de desvalorizar a moeda, tem sido uma ferramenta instrumentalizada na busca por *superavits* das contas nacionais, especialmente da balança comercial, ao favorecer exportações e retrain importações. No passado, *a contrario*, a manipulação cambial dava-se no sentido oposto, ou seja, de valorizar a moeda, uma vez que a desvalorização era por muitos vista como potenciadora de um surto inflacionário<sup>36</sup>. Note-se que hoje a manipulação cambial já chega a ser assumida não raras vezes como uma realidade idêntica às desvalorizações competitivas (*supra*).

A manipulação pode ser levada a cabo pelos governos ou autoridades monetárias mediante algumas medidas à sua disposição, umas mais directas, outras menos. Acompanhando GAGNON (2012: 2-3), é de se referir: a compra e venda oficial de activos estrangeiros – que o autor concebe como o principal instrumento<sup>37</sup>; os gastos públicos; os impostos; a criação de moeda; e restrições ao fluxo de capital<sup>38</sup>.

---

<sup>36</sup> Cfr. GAGNON (2012: 2). Como é explicado por AMARAL (2013: 43) “(...) uma depreciação cambial torna as importações mais caras na nossa moeda, o que faz aumentar os preços no consumidor – quer através dos produtos de consumo directamente importados quer através do efeito de aumento de preço das matérias-primas importadas, que depois se repercute nos bens de consumo produzidos internamente com essas matérias-primas. Inversamente, uma apreciação cambial, ao tornar as importações mais baratas, contribui para a redução da inflação”.

<sup>37</sup> Destarte, GAGNON (2012: 2) considera: “Currency manipulation can be measured in terms of the net cross-border flow of financial assets held by the official sector.” Acrescentando mais à frente que “[t]he largest component of net official flows is the accumulation of foreign exchange reserves”. BERGSTEN; GAGNON (2012a: 2) pontuam que mais de vinte países têm intervindo nos mercados cambiais em valores próximos de 1 trilhão de dólares, por vários anos, acumulando enormes reservas cambiais, no intento de manter as suas moedas desvalorizadas e ganhar competitividade. BHALLA (2012: 211-212), com clareza, explica que os efeitos macroeconómicos da manipulação desvalorizadora são “(...) abnormal profits in the form of the large accumulation of foreign reserves – to levels much greater than what is needed for self-insurance against economic crisis or speculative attacks”.

Sem incorrer no absurdo de julgar inadmissível o acúmulo de reservas cambiais num nível adequado para lidar com choques externos, BERGSTEN; GAGNON (2012a: 2) contrapõem-se à permissão de que as reservas ultrapassem estes limites, apresentando critérios que poderiam delinear os mesmos; e ainda reconhecem países específicos, que por razões de segurança nacional devem poder ultrapassar aqueles limites (v. g. Israel, Coreia).

<sup>38</sup> Para o funcionamento de cada um destes instrumentos para a realização da manipulação, veja-se as referidas páginas de GAGNON (2012).

A manipulação do câmbio pelos governos ou bancos centrais dá origem a um outro conceito, o de *desalinhamento cambial*, significando este a sobrevalorização ou a subvalorização de uma moeda, isto é, o seu afastamento do valor de equilíbrio em qualquer dos sentidos<sup>39</sup>. No entanto, o desalinhamento cambial não se dá apenas quando esse afastamento de um valor de equilíbrio resulta de uma actuação estadual, conforme LIMA-CAMPOS (2013: 1): o mesmo pode resultar, igualmente, das flutuações dos mercados ou em consequência destas mesmas flutuações e das actuações governamentais em simultâneo<sup>40</sup>. Por ser assim, desde a década de 70, na sequência do fim do padrão-dólar, e em face da adopção de taxas de câmbio flutuantes, os desalinhamentos tornaram-se mais comuns. Mais que isso, ao rejeitar um modelo de câmbio flutuante puro, WILLIAMSON (2010: 3) assevera que neste regime “(...) large currency misalignments are virtually guaranteed if no attempt is made to limit their size”.

Manipulação e desalinhamento são conceitos que muitas vezes se confundem. Todavia, é importante termos em vista que uma manipulação não implicará sempre um desalinhamento, e este não será invariavelmente resultado de uma manipulação. Vejamos: havendo manipulação quando se verifique uma actuação com o desiderato de prevenir o afastamento da taxa de câmbio de um país do seu valor de equilíbrio, a manipulação terá a finalidade de evitar um desalinhamento; por outro lado, os desalinhamentos poderão resultar das forças do mercado, logo, não se deve falar aqui de manipulação.

Sobre os desalinhamentos cambiais, THORSTENSEN; MARÇAL; FERRAZ (2011: 5) afirmam “[existir] uma vasta literatura com diferentes metodologias e modelos econométricos sofisticados para estimar os desalinhamentos cambiais dos países”<sup>41</sup>. LIMA-CAMPOS (2013: 1) refere, por exemplo, a existência de estimativas levadas a cabo pelo FMI, definindo esta instituição os desalinhamentos cambiais como “(...) the estimated differences between real effective exchange rate and that consistent with economic fundamentals and desirable policies”. Na sequência, apresentamos ainda outros estudos, cada um dos quais com diversas metodologias, acerca das estimativas dos desalinhamentos

---

<sup>39</sup> Para LIMA-CAMPOS (2013: 1), o desalinhamento cambial é, em suas palavras: “(...) the difference between an actual exchange rate and its estimated equilibrium rate”.

<sup>40</sup> Mais propriamente, acompanhando FERNANDES (2013: 56), não só os desalinhamentos, como qualquer oscilação das taxas de câmbio, ficar-se-ão a dever aos “(...) movimentos do mercado internacional de divisas (...), mas (...), também podem ser consequência da actuação dos governos/bancos centrais”.

<sup>41</sup> No mesmo sentido, LIMA-CAMPOS (2013: 2): “There are obviously differences in the measurement of CMs [currency misalignments], but definitely no lack of models to measure them”.

cambiais, apenas no desígnio de atestar a existência destas análises e indicar as suas pareenças de resultados.

No Brasil, o Observatório de Câmbio, da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, também se tem ocupado desta matéria e, embora com metodologias diferentes, tanto o FMI como o Observatório de Câmbio têm comungado de conclusões semelhantes. MARÇAL (2012) foi responsável por publicar este estudo, abarcando um espectro de países desenvolvidos e em desenvolvimento. Sintetizando os seus resultados, o autor nota: a heterogeneidade dos desalinhamentos em relação aos fundamentos existente nos países-membros da zona euro<sup>42</sup> – relativamente a Portugal, do estudo resulta que a taxa de câmbio do euro para este país *pode* estar aquém do nível dos fundamentos<sup>43</sup> –; o elevado nível de apreciação do real brasileiro<sup>44</sup>; e de depreciação da rupia indiana.

O *Peterson Institute for International Economics* também se dedica ao assunto ao calcular regularmente, desde Julho de 2008, acompanhando assim os desenvolvimentos económicos desde então, o que designa por “fundamental exchange equilibrium rate”, definindo a mesma como “(...) an exchange rate that is expected to be indefinitely sustainable on the basis of existing policies”<sup>45</sup>. Com base neste resultado tem-se então a quantificação em que a taxa de câmbio precisa de se alterar, em ordem a conter desequilíbrios da conta corrente e restaurar a sustentabilidade<sup>46</sup>.

Na data em que se escreve, as mais recentes publicações são datadas de Novembro

---

<sup>42</sup> O autor ilustra: “Grécia, Espanha, Itália apresentam um desalinhamento positivo e Alemanha e França apresentam desalinhamento negativo.” (p. 15). Isto é, o euro para aqueles países, em face das suas conjunturas macroeconómicas, apresenta-se apreciado e, para os últimos, depreciado. Relativamente à Alemanha, no mesmo sentido, CLINE (2013: 10): “In the framework of the FEERs (Fundamental Equilibrium Exchange Rates) analysis, if Germany had its own currency, it would be a candidate for corrective appreciation (...)”.

Aqui lembramos AMARAL (2013: 40), ao afirmar que a taxa de câmbio não é arbitrária, reflectindo, sim, um valor compatível com a competitividade do país. Em suma, o que sucede na zona euro é a existência de países com nível de competitividade distinto, mas com a mesma taxa de câmbio. Assim, MARÇAL levanta a seguinte questão: “Os preços relativos do primeiro grupo de países necessitam de um ajuste na direcção inversa ao necessário para os países do segundo grupo. Entretanto, todos eles estão atrelados ao Euro; tal desalinhamento é fonte de desequilíbrio que não pode ser corrigido por taxa de câmbio.” (pp. 15-16).

<sup>43</sup> Enfatiza-se o facto de isto ser apenas uma possibilidade, e não uma certeza, pois o autor ressalva que “os valores estimados são muito pequenos” e “como a amostra é relativamente curta, talvez os parâmetros da dinâmica de curto prazo não estejam sendo estimados com a devida precisão”. (p. 67).

<sup>44</sup> Neste estudo, a moeda brasileira, dentre os países analisados, é a que apresenta o maior grau de desalinhamento cambial no sentido de apreciação. Todavia, também se verifica, como refere o autor, que “[n]os anos de 1980 e no início dos anos 2000, houve períodos de depreciação intensa por conta da instabilidade macroeconómica”. (p. 15).

<sup>45</sup> Cfr. WILLIAMSON; CLINE (2009: 1).

<sup>46</sup> Cfr. CLINE (2013: 1, nota 1).

de 2013 e Maio de 2014. Na primeira, CLINE (2013) analisa a movimentação das taxas de câmbio no seguimento do anúncio, em 22 de Maio de 2013, pela Reserva Federal norte-americana, da sua intenção de restringir o seu programa de compras de activos (*quantitative easing*) – o que se tem chamado de *taper shock* –, afirmando existir uma movimentação substancial das taxas de câmbio em consequência deste anúncio<sup>47</sup>; uma movimentação salutar, no entanto, ao induzir os desalinhamentos cambiais para o sentido de ajuste. O autor assinala, outrossim, que a sobrevalorização do dólar e o nível de desvalorização do yuan<sup>48</sup> já não são de monta a constituir graves desequilíbrios, como nos anos de 2006 e 2007, mantendo assim a tendência das últimas estimativas levadas a cabo.

Quanto à referida publicação de Maio de 2014, aí nota-se a manutenção das últimas tendências verificadas para as moedas chinesa e norte-americana de aproximação ao seu valor de equilíbrio, tendência também seguida pelo euro e o iene. Assim, CLINE (2014) considera injustificados os receios que se fizeram sentir em relação ao *taper shock*. No entanto, ainda se verificam sobrevalorizações importantes relativamente a mercados emergentes, igualmente importantes, como o Brasil e a África do Sul; e desvalorizações em economias induzidas pelas exportações, como Taiwan. Com efeito, os desalinhamentos cambiais estão longe de constituírem um problema superado.

A recente tendência chinesa de proximidade ao equilíbrio, em razão de controlos chineses sobre o fluxo de capitais e um aumento das suas reservas cambiais, desde Fevereiro de 2014, reverteu-se e até ao período de análise, o mês de Abril, aprofundou-se. Tal circunstância, inclusivamente, já incitou críticas por parte do Tesouro norte-americano. Para CLINE (2014: 3-4), uma eventual manutenção do mesmo passo pelo governo chinês pode reestimular críticas da comunidade internacional relativas às suas intervenções cambiais.

Em BHALLA (2012) também encontramos estimativas de desalinhamentos cambiais, sendo este talvez o trabalho científico mais completo acerca do assunto, demonstrando um vasto leque de estudos relativos à matéria, explanando em pormenor as metodologias e traçando, inclusivamente, quadros comparativos dos resultados encontrados nas diversas

---

<sup>47</sup> CLINE (2013: 1) observa que, na sequência do “taper shock”, “[i]nternational capital markets reacted strongly, even though the Federal Reserve had not yet carried out any reductions in its monthly asset purchases”.

<sup>48</sup> Presentemente, optamos por fazer referência à moeda chinesa como yuan. Na literatura anglo-saxónica, é comum a sua designação como renminbi. A primeira é a designação mais consentânea também com a prática dos mercados, onde, oficialmente, a referência à moeda chinesa é feita com a abreviação CNY. Esta opção, porém, não invalida que, naturalmente, nas citações seja utilizada a expressão renminbi.



análises. Cumpre notar que, conforme é referido pelo autor, os contributos para os métodos de cálculo de desalinhamentos cambiais remontam a 1964, pelas mãos de Béla Balassa e Paul Samuelson<sup>49</sup>.

E, por último, mencione-se o *The Big Mac Index*, referência para estimativas relativas aos desalinhamentos cambiais, criado pela publicação inglesa *The Economist*, em 1986, desde então acompanhando *pari passu* as medidas da sobrevalorização ou desvalorização de várias moedas. Muito provavelmente em razão da forma inusitada em que baseia as estimativas (nos preços em vários países do afamado *sandwich* da maior cadeia norte-americana de *fast food*), esta maneira de mensurar o afastamento das moedas do seu valor “correcto” colheu notoriedade e é hoje largamente conhecida<sup>50</sup>. Nas suas últimas estimativas, de Julho de 2014, é de se notar a sobrevalorização da moeda brasileira (em 22,1%), em quinto lugar entre a amostra analisada. Por oposição, os outros BRIC aparecem todos com a sua unidade monetária desvalorizada, sendo a rupia indiana a segunda moeda mais desvalorizada (em 63,6%)<sup>51</sup>. Em termos gerais, observa-se que o leque de países com moeda desvalorizada é substancialmente maior e que nesse conjunto se encontra a maior parte das economias em vias de desenvolvimento<sup>52</sup>.

---

<sup>49</sup> Cfr. BHALLA (2012: 44-45).

<sup>50</sup> “(...) the Big Mac index has become a global standard, included in several economic textbooks and the subject of at least 20 academic studies”. A publicação, no entanto, de maneira não menos invulgar que o próprio índice, nota o carácter desprezioso em que ele se concebeu: “Burgernomics was never intended as a precise gauge of currency misalignment, merely a tool to make exchange-rate theory more digestible”. Assim, refere em seu sítio *on-line* as críticas que se lhe apontam. Cfr. THE ECONOMIST (2014).

<sup>51</sup> Refira-se que no caso indiano, por conhecidas razões religiosas, o cálculo não é feito baseado no *Big Mac*, mas sim no *Maharaja Mac*.

<sup>52</sup> Cfr. THE ECONOMIST (2014).

#### 4. Desvalorizações competitivas e políticas monetárias expansionistas

A crise económica internacional deflagrada no ano de 2008, com epicentro nos EUA, e com consequências que persistem, especialmente no continente europeu, até ao momento é vista por muitos como a maior turbulência do sistema capitalista desde os idos anos 30. Face às lições da História, receou-se uma escalada do proteccionismo<sup>53</sup> entre os países e puseram-se em evidência fragilidades no funcionamento da economia internacional.

As liberalizações comerciais multilaterais negociadas no decorrer de décadas, bem como acordos comerciais regionais e bilaterais, foram fulcrais para conter os países a renderem-se às pressões proteccionistas. A consolidação da redução de tarifas aplicadas aos mais diversos sectores (desde a agricultura até aos produtos manufacturados), apenas para citar o caso mais paradigmático, constituiu um elemento inibidor de medidas proteccionistas e das consequências disruptivas que poderiam daí deflagrar.

O comércio internacional, no entanto, ainda podia ser alvo de um proteccionismo dissimulado e mesmo o normal funcionamento do coetâneo SMI poderia configurar-se nocivo ao regular fluxo de comércio global.

##### 4.1. Desvalorizações competitivas

No desígnio de promover a economia nacional, um país<sup>54</sup> pode, deliberadamente, desvalorizar a sua moeda. Reduzindo os custos de produção internos e o preço da moeda nacional face a outras moedas, serão favorecidas as exportações e promover-se-á o crescimento doméstico, ao mesmo tempo em que se fazem retrain as importações. A isto, tecnicamente, chamam-se desvalorizações competitivas<sup>55</sup>, termo utilizado pelas

---

<sup>53</sup> Receio que é sempre justificável, mesmo quando na actual economia predominam os ideais livre-cambistas.

<sup>54</sup> Em regra, tratar-se-á de uma actuação nacional conduzida pelos bancos centrais. Para MEDEIROS (2013: 390), os bancos centrais assumem-se enquanto um dos principais intervenientes nos mercados de câmbio quando “(...) compram e vendem reservas internacionais nos mercados privados de activos a fim de influenciar as condições macroeconómicas das respectivas economias. Estas transacções são designadas genericamente por *intervenções oficiais* nos mercados de câmbios e influenciam a injeção ou a retirada de meios de pagamento em circulação na economia”. Lembrem-se as considerações feitas acima sobre os agentes intervenientes nos mercados de câmbio.

<sup>55</sup> MEDEIROS (2013: 407), falando em desvalorização cambial, fornece a definição de Ragnar Nurkse: “uma técnica pela qual um dado país procura influenciar a procura estrangeira de bens nacionais, com o objectivo de restaurar o volume de emprego”. Quanto a nós, acreditamos que nesta definição não se

disposições do FMI (*infra*)<sup>56</sup>. Para MEDEIROS (2013: 408), as mesmas arrogam-se como “(...) a receita milagrosa, repentina, da reposição da competitividade perdida”<sup>57</sup>. Recuperação de competitividade que, por esta via, terá ainda a vantagem de impor menores custos sociais internos, como por exemplo a perda financeira das pessoas<sup>58</sup>.

Historicamente, como lembra ZIMMERMANN (2011: 424), nas décadas de 60 e 70, Japão e Alemanha Ocidental, em processo de reconstrução pós-Segunda Guerra Mundial, foram criticados por manterem as suas moedas em níveis artificialmente baixos, no desígnio de incentivar as suas exportações.

Em PORTO (2009b: 127-128) aborda-se esta problemática das desvalorizações competitivas dentre as medidas restritivas ao comércio<sup>59</sup>. Em consonância com o acima explicitado, o autor ensina:

---

está a fornecer “a percepção conceptual” de desvalorizações cambiais, mas sim de desvalorizações competitivas, pois a desvalorização de uma moeda não se dará necessariamente no desígnio de influenciar a procura estrangeira de bens nacionais, poderá ter como intuito tão-só restaurar um valor de equilíbrio ou, por exemplo, um país que seja voltado para o consumo interno poderá ter o interesse de desvalorizar a sua moeda simplesmente para reduzir os custos de produção e favorecer o consumo interno. Aqui entramos na segunda objecção a ser feita à passagem em causa: ao tratar-se de desvalorizações competitivas, a definição apenas apresenta uma das faces da moeda, “a procura estrangeira de bens nacionais”, olvidando que a desvalorização também fará refrear as exportações e, como já se apontou, incentivará o consumo doméstico.

<sup>56</sup> Outra designação também passível de ser utilizada é a de *desalinhamento predatório*. Cfr. LIMA-CAMPOS (2013: 3).

<sup>57</sup> O mesmo autor segue o seu raciocínio e avança as seguintes razões como justificadoras do recurso à desvalorização cambial como meio de recuperação da competitividade: “O défice prolongado da balança comercial e da balança corrente significa a inadequação do PIB à estrutura do consumo, representando a sobrevalorização da moeda nacional, levantando suspeitas sobre a sua manutenção, fazendo com que os residentes se desfaçam de moeda e coloquem o montante da contrapartida no estrangeiro. É aquilo que se denomina *fuga de capitais*; O défice de longo prazo conduz ao esgotamento de reservas estrangeiras detidas pelo Banco Central, com as consequências de menor margem de manobra para negociar possíveis endividamentos; O défice crónico, representando em certo sentido a inactividade do aparelho produtivo, repercute-se ao nível de emprego, conduzindo à rarefacção dos bens e aparecimento de recessões.” AMARAL (2013: 41), igualmente, considera a depreciação cambial um instrumento para corrigir “(...) um défice importante e prolongado da balança de bens e serviços com o exterior (...)” para um país que não queira ou não possa “(...) acumular mais dívida externa para financiar esse défice (...)”.

<sup>58</sup> AMARAL (2013: 43) refere como outro caminho avançado por economistas para a recuperação da competitividade “uma redução adequada dos salários”. O autor explica: “(...) reduzindo os custos salariais, as empresas reduzem os custos de produção e assim podem baixar os seus preços de venda, melhorando a sua competitividade em relação ao exterior, o que lhes permite aumentar as exportações ou competir melhor com os produtos importados, fazendo baixar as importações.” Opondo-se a esta alternativa, argumenta que assim se provoca uma redução salarial geral, isto é, para os sectores de bens transaccionáveis e não transaccionáveis, o que não se justificaria. No outro flanco, como presentemente será visto, “(...) uma depreciação cambial afecta positivamente apenas os sectores produtores de bens transaccionáveis, mas com muito mais intensidade”.

<sup>59</sup> Seguindo Dominique Carreau, Patrick Julliard e Thiébaud Flory, ao adoptarem uma definição ampla de obstáculos não pautais [qual seja: “qualquer medida pública diferente dos direitos aduaneiros, que tem por objectivo criar uma distorção nas trocas comerciais”, *apud* FERNANDES (2013: 52); com definição muito próxima, também STAIGER (2012: 2)], podemos concluir serem as desvalorizações competitivas uma espécie deste obstáculo; neste sentido, veja-se JUNG (2012: 198). FERNANDES (2013: 52), porém, ao elencar um rol das tipologias mais frequentes de obstáculos não pautais, não menciona a desvalorização competitiva,

“(…) é possível influenciar o comércio internacional através da variação da taxa de câmbio, por exemplo desvalorizando a moeda do país como forma de diminuir as importações (tornadas mais caras para os nossos residentes, obrigados a dar mais unidades monetárias para obter a mesma quantidade de moeda estrangeira) e promover as exportações (tornadas mais baratas para os residentes de outros países, que com o mesmo montante das suas moedas conseguem mais unidades da nossa moeda).”<sup>60</sup>

Esta via de crescimento económico, para além de altamente questionável à luz dos seus possíveis efeitos sobre a economia interna<sup>61</sup>, arrasta consigo um efeito ainda mais pernicioso no plano internacional, com países visando crescimento em claro prejuízo dos seus parceiros comerciais. Deste modo, como se enquadram os impostos alfandegários no âmbito de uma política de empobrecimento do vizinho (*beggar-thy-neighbor*), o mesmo se passa com as desvalorizações competitivas, criando um obstáculo oculto ao comércio, em claro prejuízo do parceiro comercial, que, aceitando passivamente, incorreria em auto-empobrecimento (*beggar-myself*).

Distinguindo-se daqueles, no entanto, e apresentando-se como instrumento mais eficaz de proteccionismo, a desvalorização competitiva, como já se apontou, actua tanto

---

mas afirma “[ser] difícil proceder a uma identificação e classificação exaustiva de todos os obstáculos não pautais, pela multiplicidade de formas – muitas das quais dissimuladas –, que estes podem assumir” (p. 52-53). STAIGER (2012: 2) destrinça os obstáculos não pautais em três categorias, sem que em nenhuma delas, igualmente, caibam as desvalorizações competitivas; no entanto, também ressalva: “It is difficult to obtain a comprehensive picture of the catalog of possible NTMs [Non-Tariff Measures] (...)”.

<sup>60</sup> Não deixando dúvidas, quanto a este autor, sobre os elos passíveis de serem estabelecidos entre o câmbio e o comércio internacional. Quanto a esta relação, ver *infra*. Com um relato muito similar, FERNANDES (2013: 56).

<sup>61</sup> WILLIAMSON (2010: 8, nota 6) aponta: “There is still an active discussion as to whether undervaluation is good for growth. My own view is that this may easily do more harm than good by depriving a country of the savings needed to finance growth”. Quanto à realidade diametralmente oposta de uma moeda sobrevalorizada, é consensual que tal é prejudicial para o crescimento económico de um país.

Uma interessante análise em pormenor sobre estas questões pode ser encontrada em BHALLA (2012), explorando, em especial, uma das “faces da moeda”, qual seja: o liame entre uma moeda desvalorizada e o crescimento económico, pois, nas palavras do autor, tal como assinalamos no parágrafo anterior, “It is widely accepted that currency overvaluation hurts growth, but there is very little theoretical or empirical acceptance of the mirror-image effect, namely, that currency undervaluation helps growth”. (p. 4).

AUBOIN; RUTA (2011: 11) referem a existência de vários recentes estudos demonstrando “(...) that a devaluation can play an important part in the growth process of developing countries”. Por outro lado, apontam o entendimento conforme o qual a desvalorização pode transmitir um sinal errado para os agentes económicos. Neste *paper* referem-se vários estudos sobre a relação entre câmbio e crescimento económico.

Não se pode esquecer que uma desvalorização, por mais que tenha efeitos positivos para o crescimento económico, provavelmente não será seguida exclusivamente por um país, na medida em que outros podem reagir desvalorizando também a sua moeda.

retraindo as importações, quanto fomentando as exportações<sup>62</sup>. Por outras palavras, podemos dizer que tal ferramenta é causa de um *efeito tarifa-subsídio* sobre as relações comerciais do país que à desvalorização competitiva recorra, ao desestimular as importações na medida em que aumenta os preços das mercadorias estrangeiras internamente, tal qual uma tarifa, e ao reduzir o preço dos produtos nacionais no exterior, fomentando as exportações, como um subsídio<sup>63</sup>. Nesta linha, HUDSON; FARIA; PEYERL (2011: 8) registam: “Currency undervaluation is a particularly devious kind of trade barrier: one that is economically obvious, but legally murky.”

Desta forma, as consequências económicas das desvalorizações competitivas são similares e até mais gravosas que os efeitos passíveis de resultarem da mobilização das tradicionais barreiras comerciais<sup>64</sup>. Ressalte-se ainda que, por oposição à tributação alfandegária, e à semelhança do que se passa com as restrições quantitativas, a desvalorização competitiva terá a vantagem de não ter de passar pelo trâmite de que o lançamento da tributação necessita, *rectius* o crivo legislativo, podendo a medida ser adoptada de forma mais célere, apenas pela actuação governamental ou do banco central.

A decisão de se levar a cabo a desvalorização cambial com finalidades que se prendem com ganho de competitividade estará dependente de algumas condicionantes. Neste sentido, conforme MEDEIROS (2013: 410-412), estipula-se a margem balizada pela taxa mínima e máxima em que a desvalorização poderá ocorrer. A primeira será determinada no limite em que se verifique ausência de repercussões junto dos operadores económicos; a taxa máxima que a desvalorização poderá alcançar, por sua vez, dependerá das elasticidades<sup>65</sup>, do alcance da alta dos preços a verificar-se – esta alta não pode ser de

---

<sup>62</sup> PORTO (2009b: 128). Na sequência, o autor remata: “(...) proporcionando por isso com menores custos de distorção a possibilidade de serem atingidos os objectivos desejados (de promoção de um sector ou ainda por exemplo de reequilíbrio da balança dos pagamentos).”

<sup>63</sup> Cfr. HUDSON; FARIA; PEYERL (2011: 8).

<sup>64</sup> BÉNASSY-QUÉRÉ; GOURINCHAS; MARTIN; PLANTIN (2014: 12) realçam, por outro lado, que “[l]es travaux empiriques existants montrent que les droits de douane ont beaucoup plus d’impact sur les échanges commerciaux que les taux de change, probablement parce que, contrairement aux fluctuations de change, ils peuvent être considérés comme durables”.

<sup>65</sup> PORTO (2009a: 113-114) aborda o problema das elasticidades como um dos “limites” e “inconvenientes” da desvalorização competitiva. Neste sentido, refere a necessidade de levar em linha de conta o valor das elasticidades da procura, seja para desvalorizar ou revalorizar uma moeda, quando se busque combater o desequilíbrio da balança de pagamentos ou a inflação, respectivamente. Ao tratar-se de uma exportação cuja procura é inelástica ou rígida, a desvalorização monetária não fará sentido, para além de reduzir as disponibilidades cambiais do país em causa. Também importará saber a elasticidade doméstica da procura de bens importados, isto é, se o aumento interno do preço dos bens importados não terá como equivalência um aumento “mais que proporcional” da moeda em causa. Por fim, é adequado igualmente considerar as elasticidades da oferta, a fim de se conhecer se o embaratecimento dos bens do país analisado,



monta a estorvar os ganhos com as exportações – e da repercussão nos parceiros económicos. Dentro da margem em causa, conclui o autor, “(...) ao poder político caberá fixar a taxa, entrando, simultaneamente, com um conjunto de outros factores de natureza política, técnica e psicológica”.

As formas como se dão estas intervenções desvalorizadoras, segundo PORTO (2009a: 490-491), podem ser uma actuação singular e inesperada – devendo-se ter cautela para que a “fuga” de informação não desencadeie uma “corrida” às compras e para que não se trate de elasticidades “perversas” (*supra*) – ou uma actuação contínua e de conhecimento geral (*crawling peg*), com uma desvalorização pequena e constante – com uma recuperação apenas parcial da capacidade concorrencial.

PORTO (2009b: 469), embora reconheça casos de desvalorização ou de utilização do sistema de *crawling peg* que alcançaram resultados satisfatórios (a desvalorização belga de 1982-1983 e o sistema de *crawling peg* já seguido em Portugal<sup>66</sup>), argumenta que “na ausência de perfeitas flexibilidade salarial ou mobilidade de mão-de-obra (pressupostos de facto geralmente não verificados)”, em muitos casos o que se teve foi um aumento progressivo da inflação, com a taxa de câmbio efectiva (descontado o desvio inflacionista) a não acompanhar a taxa de câmbio nominal<sup>67</sup>.

Conclusivamente, PORTO mostra-se descrente de que a competitividade económica deva ser promovida com tais medidas, a que chama “pequenas ajudas”; as vantagens comparativas que assim se ganham são mais virtuais do que reais e apenas surtiriam efeitos no curto prazo. Com uma visão distinta, AMARAL (2013: 44-45) entende que uma depreciação da moeda pode ter efeitos positivos na estruturação da produção de um país ao incentivar o investimento no sector dos bens transaccionáveis, agora mais lucrativo. Por outro lado, uma moeda excessivamente apreciada induziria o investimento em bens não transaccionáveis, que ganharia espaço em comparação com o sector oposto, reduzindo

---

mais uma vez, não terá como equivalente um aumento “mais que proporcional” da oferta deste país. Para mais considerações sobre as elasticidades, ver MEDEIROS (2013: 412-416).

<sup>66</sup> Segundo MEDEIROS (2013: 419-421), o sistema de *crawling peg* marcou a política cambial seguida por Portugal nos finais do século passado, sendo a mesma estabelecida na sequência da assinatura por Portugal de uma carta de intenções com o FMI em 1977. As desvalorizações davam-se no intento de acompanhar as perdas de competitividade, descurando-se os efeitos internos de inflação. Este sistema foi abandonado apenas na década de 90 quando o escudo passou a integrar o SME.

<sup>67</sup> O mesmo ponto de vista pode ser encontrado em DRABEK; BRADA (1998: 7). Os autores referem-se ainda a um outro problema com os regimes de *crawling peg*: a escolha do cabaz de moedas, “(...) which introduces an element of arbitrariness into the process of setting the level of exchange rate”. Mas ressalvam que esta escolha estará dependente de considerações relativas ao comércio exterior, o grau de abertura do mercado, o tamanho do país, dentre outras.

ainda mais a competitividade do país. Os primeiros seriam portanto investimentos capazes de criar vantagens comparativas reais e permanentes.

Aquando da celebração dos acordos de Bretton Woods, entre os princípios gerais da novel organização do SMI que dali emergiu, figurava a possibilidade de desvalorização ou revalorização das moedas, permitindo, assim, que fosse possível efectuar ajustamentos monetários em face de uma situação de desequilíbrio fundamental<sup>68</sup>. As desvalorizações, portanto, não poderiam ter um desiderato de ganho de competitividade externa.

Em mercados livres e de grande liquidez, teoricamente, seria impossível aos países seguirem uma política de desvalorizações competitivas. Porém, alguns países, ao controlarem os seus mercados e intervindo nos mesmos, estariam aptos a influenciar as taxas de câmbio<sup>69</sup>.

É comum, contemporaneamente, apontar-se a China como o caso paradigmático de um país que busca o seu crescimento económico através de desvalorizações competitivas. Acusa-se este país, enquanto detentor de uma economia voltada especialmente para o mercado internacional, de praticar constantes intervenções nos mercados de câmbio para desvalorizar a sua moeda e, enquanto utilizador de um modelo de taxas de câmbio fixas, estipular o valor da sua moeda abaixo do valor adequado<sup>70</sup>.

JOHNSON (2010) atenta que esta actuação chinesa só foi possível em virtude das peculiaridades da sua economia. Isto é, dado o estrito controlo sobre o sistema financeiro exercido por Pequim, um surto inflacionário que poderia resultar da injeção de yuan no mercado para compra de dólar não sucedeu. Desta forma, a este país foi possível perpetuar a sua política de desvalorização monetária e acumulação de reservas estrangeiras.

---

<sup>68</sup> Entenda-se desequilíbrio fundamental [tal como consta do *Glossaire des Termes Monétaires Internationaux*, apud MEDEIROS (2013: 441, nota 26)] como resultado “(...) de uma variação acentuada dos preços nacionais em relação aos preços estrangeiros, o que pode ser combatido pela desvalorização ou revalorização da moeda nacional”.

<sup>69</sup> Cfr. BHALLA (2012: 23).

<sup>70</sup> Cumpre aqui citar o estudo concebido por MATTOO; MISHRA; SUBRAMANIAN (2012), de elevado préstimo neste âmbito dada a carência de estimativas, dos efeitos das taxas de câmbio de um país sobre as exportações de outros, apesar de toda a preocupação respeitante ao assunto.

Ali se dedicam a estimar os efeitos colaterais (*spillover effects*) do desalinhamento negativo do yuan sobre as exportações de países concorrentes para terceiros mercados. Com base nas evidências que encontram, afirmam serem aqueles efeitos colaterais de monta apreciável e, traduzindo ainda mais claramente os efeitos de uma política de *beggar-thy-neighbor*, verifica-se que os países que mais concorrem com a China são aqueles que, no acesso aos seus mercados consumidores, são mais afectados pela depreciação ou apreciação da unidade monetária chinesa. Assim, atestam: “Our estimates suggest that a 10 percent appreciation of the renminbi increases a developing country’s exports at the product-level on average by about 1.5 to 2 percent. For high indices of competition, the increase could be as large as 6 percent.” (p. 2).

Por outro lado, FRANKEL (2013) assinala que todo o país tem o direito de optar por um qualquer regime cambial, e dado que o modelo cambial de taxas fixas chinês se encontra estabelecido há um longo tempo naquele país, o baixo valor do yuan não parece configurar um quadro de desvalorização competitiva<sup>71</sup>. Apesar das divergências que possam existir, no entanto, na esteira de MATTOO; NG; SUBRAMANIAN (2011: 4), do seguinte ponto estamos certos: “What China gives by way of trade concessions [nas negociações estabelecidas bilateralmente ou multilateralmente], it is seen as undoing through its exchange rate policy.” Esta é igualmente a percepção política da comunidade internacional, o que inibe a continuidade dos esforços para a liberalização das relações comerciais com este país.

Quanto à União Europeia, e em especial a zona do euro, a consagração do objectivo da estabilidade dos preços para o Banco Central Europeu implicou a negação de se fazer uso da via monetária e cambial enquanto solução para problemas conjunturais. PORTO (2009b: 469) compreende tal negação como “(...) uma mudança de atitude importante em relação à perspectiva antes dominante no que respeita à utilização da via cambial como modo de recuperar a competitividade das economias (...)”. Entendimento este que pode ser ainda percebido à luz da cultura monetária alemã, decisivamente marcada pelos traumas da hiperinflação que se fez sentir naquele país em princípios do século XX. Tendo sido o euro concebido “à imagem e semelhança” do marco alemão, quererá este país um euro forte, afastando a ameaça da inflação.

Embora tenha sido a referida visão seguida pelo *mainstream* das doutrinas económicas nos últimos anos, desde a deflagração da crise internacional de 2008 muitos passaram a opor-se a este ponto de vista. Em face da vigente compreensão ao nível europeu, especialmente no plano político, apresentada por PORTO, em contraposição, AMARAL (2013: 47) chega a defender, para Portugal (ou Grécia), a saída da moeda única como o “caminho mais racional a seguir”, na medida em que possibilitaria a utilização da taxa de câmbio como mecanismo de ajustamento. Em outro flanco, a defesa desta tese desconsidera o impacto positivo (e, note-se bem, duradouro, ao contrário de uma desvalorização monetária) das uniões monetárias sobre o comércio entre os seus membros, normalmente seus principais parceiros comerciais, ao reduzir os riscos e os custos inerentes ao câmbio.

---

<sup>71</sup> Para considerações sobre o sistema cambial chinês e a adesão deste país à OMC, ver *infra*.

Com um posicionamento mais comedido, sem defender o abandono do euro para qualquer país, PISANI-FERRY (2010) pondera que o BCE não pode ser alheio aos riscos de apreciação do euro, pois “(...) a strong euro may seriously complicate economic adjustment in countries like Spain, Portugal, Greece, and Ireland”. Deste modo, o autor acaba também por argumentar em favor de um ajustamento mediante taxas de câmbio, para quem a sua depreciação, *vis-à-vis* de países emergentes, compensaria a queda da demanda interna expectável no cenário de crise.

Por sua vez, BÉNASSY-QUÉRÉ; GOURINCHAS; MARTIN; PLANTIN (2014) sublinham uma compreensão da política monetária europeia, que classificam como demasiadamente restritiva, inclusivamente por comparação com a actuação das mais importantes autoridades monetárias (v. g. FED, Banco do Japão). Nesta linha, vêm estes autores argumentar que “[I]a situation économique de la zone euro justifie de s’engager sur une expansion monétaire plus durable (...)”, permitindo uma depreciação do euro<sup>72</sup>, que, apesar de assumirem como útil, reconhecem não se tratar de uma resposta plena ao défice de competitividade europeia<sup>73 74</sup>.

#### 4.2. Políticas monetárias expansionistas

Em regra, quando se tratava de alterações cambiais empreendidas por alguns países, logo se pensava nas desvalorizações competitivas e na busca por competitividade externa. Todavia, actualmente, face à crise internacional, o problema expandiu-se. Suíça<sup>75</sup>,

---

<sup>72</sup> Cfr. BÉNASSY-QUÉRÉ; GOURINCHAS; MARTIN; PLANTIN (2014: 5).

<sup>73</sup> Como se explicita no seguinte excerto: “Alors qu’une dépréciation nominale n’a qu’un effet de court-moyen terme sur la compétitivité, les réformes structurelles permettant une baisse des coûts ou une amélioration de la qualité des biens produits ont un effet permanent sur la compétitivité.” Cfr. BÉNASSY-QUÉRÉ; GOURINCHAS; MARTIN; PLANTIN (2014: 8).

<sup>74</sup> Neste estudo, os autores fundamentam grande parte da análise a partir de considerações que se prendem com a economia francesa. Estimam-se aí os impactos sobre as exportações, as importações e o PIB daquela economia de uma depreciação de 10% do euro. Medida de depreciação esta que, não se devendo perspectivar durável, se conclui capaz de moderar a demanda insuficiente dentro da zona euro, ao mesmo tempo que consentânea com os objectivos de inflação do BCE. Veja-se BÉNASSY-QUÉRÉ; GOURINCHAS; MARTIN; PLANTIN (2014: 10).

<sup>75</sup> “It is just over a year since Switzerland surprised many when it announced, and strictly implemented, a threshold beyond which its currency would not be allowed to appreciate against the euro.” Cfr. EL-ERIAN (2013).

Japão<sup>76</sup> e Estados Unidos<sup>77</sup> são hoje exemplos de países desenvolvidos acusados de fomentar guerras cambiais<sup>78</sup> em virtude das suas políticas monetárias internas.

O baixo crescimento e o alto nível de desemprego desencadeado em razão do ciclo recessivo fez com que muitos países, perante a baixa demanda doméstica, procurassem a via da exportação para recuperar o seu crescimento económico. Neste ponto, alguns países poderiam já buscar a via da desvalorização competitiva, embora não seja sequer este o ponto que tencionamos agora abordar.

A recessão fomentou certa pressão política pela actuação dos Bancos Centrais<sup>79</sup> (Jens Weidmann, presidente do Bundesbank, a este propósito tem referido a erosão da independência dos Bancos Centrais), fosse para que estes manipulassem a taxa de câmbio no sentido de desvalorizar a moeda nacional (*politicizing of exchange rates*<sup>80</sup>) ou fosse para que os mesmos injectassem moeda na economia. É a esta última hipótese que agora nos circunscrevemos.

Nos Estados Unidos, a luta contra a recessão passou pelo lançamento da medida dos *quantitative easing* e desde 2008 outras economias, através dos seus bancos centrais, também se viram envolvidas em programas de compras de obrigações e de expansão dos seus activos<sup>81</sup>. Estas actuações, segundo KLEINTOP (2012), passaram então a ter duas conotações: refrear a espiral recessiva e confrontar as acções de expansão monetária de outros países, capaz de carrear a desvalorização das suas moedas.

---

<sup>76</sup> “Having seen its Currency appreciate dramatically in recent years, Prime Minister Shinzo Abe’s new government is taking steps to alter the country’s exchange-rate dynamics – and is succeeding. In just over two months, the yen has weakened by more than 10% against the dollar and close to 20% against the euro”. Cfr. EL-ERIAN (2013).

No mesmo sentido, FRANKEL (2013): “The value of the yen has fallen sharply since November, owing to the monetary component of Japan’s efforts to jump-start its economy (‘Abenomics’)”.

<sup>77</sup> “La reciente decisión de la Reserva Federal de lanzar una tercera ronda de su programa de compra de activos, fue recibido por el Ministro de Hacienda de Brasil, Guido Mantega, con nuevas acusaciones de que Estados Unidos esta alimentando una ‘guerra de divisas’”. Cfr. OCAMPO (2012).

<sup>78</sup> Para FRANKEL (2013), “Japan comes a little closer than the United States to meriting the status of Currency warrior, in that members of the new Abe government were initially foolish enough as to mention yen depreciation as an explicit goal”.

<sup>79</sup> Também contribuiu para isto o estabelecimento de fortes restrições às políticas orçamentais de alguns países, que em detrimento das *soft budget rules* fizeram caminho nos meios político e económico.

<sup>80</sup> Cfr. SUBACCHI (2013).

<sup>81</sup> Por exemplo, a “Abenomics” no Japão e, na Europa, as medidas do BCE como as *Outright Monetary Transactions* ou, mais recentemente, as *Asset-backed Securities*. Em KLEINTOP (2012) encontram-se dados relativos ao aumento dos activos dos principais bancos centrais em percentagem das suas respectivas economias.

Consequentemente, confrontados com o cenário recessivo, muitos países empreenderam políticas monetárias expansionistas e não convencionais<sup>82</sup>, aumentando directa ou indirectamente a liquidez da sua economia. Esta é uma das poucas vias possíveis de funcionamento da política monetária, num cenário de *alçapão* ou *armadilha de liquidez* (*liquidity trap*), isto é, com taxas de juro próximas de zero<sup>83</sup>. Uma política monetária expansionista poderá contribuir para a depreciação monetária, podendo desde então provocar desvios do fluxo de comércio internacional que até aqui se verificava<sup>84</sup>.

Porém, o problema agrava-se. Dadas as baixas taxas de juro, o capital tende a migrar para outras economias, nas quais a rentabilidade do capital seja maior, quer dizer onde as taxas de juro sejam mais elevadas. Pensa-se aqui, nomeadamente, nos países emergentes, que também dispõem de taxas de juro elevadas, por exemplo para combater a inflação (v. g. Brasil).

Posto isto, aumenta-se a procura pelas moedas nacionais dos países para onde o capital tende a migrar<sup>85</sup> e, em conformidade com a lei da oferta e da procura dos mercados

---

<sup>82</sup> Embora neste texto seja dada especial atenção à política monetária não convencional de injeção directa de liquidez na economia, os instrumentos de política monetária tradicionais podem também, obviamente, configurar-se expansionistas; no entanto, não na mesma medida da política monetária não convencional em causa.

Cumprir lembrar que por meio dos instrumentos de política monetária à sua disposição, os bancos centrais buscam fornecer à economia uma oferta de moeda adequada para o seu desenvolvimento regular, garantindo a liquidez do sistema.

Os instrumentos tradicionais da política monetária são: as reservas mínimas (ou obrigatórias), as operações de mercado aberto (*open market*) e o redesconto (manobra das taxas directoras). Fazendo uma distinção entre sistemas de controlo directo e indirecto de liquidez, veja-se NUNES (2005) sobre os mencionados instrumentos. Sobre a utilização dos instrumentos de política monetária no âmbito do espaço europeu, pode ser visto LARANJEIRO (2009: 237 e ss.), sendo de notar que aqui a actuação se dá principalmente por operações de mercado aberto e pelo mecanismo de reservas mínimas.

<sup>83</sup> Costuma-se entender que, internamente, as medidas de injeção de liquidez e baixa das taxas de juro para patamares exíguos causam tão-só o aumento do aforro, sem fomentar o consumo ou o investimento. Daí que esta alternativa, desde Keynes, passe a ser compreendida por muitos como insuficiente. Destarte, o mencionado economista vem sublinhar a importância da política financeira. Numa economia aberta e profundamente globalizada, no entanto, o investimento já se pode realizar além-fronteiras, onde se encontrem taxas de juro mais apetecíveis para os investidores.

<sup>84</sup> AUBOIN; RUTA (2011: 9) apresentam a possibilidade de tal não suceder: “One interesting outcome illustrating the complexity of the exchange rate-trade relationship is that monetary stimulus in a country, that leads to the depreciation of its exchange rate may not have much effect on trade, as the depreciation of the exchange rate on the one hand reduces imports, but on the other hand, the increase in domestic demand linked to the Monetary stimulus may boost imports in an offsetting movement.” Contudo, acautelam: “Of course, the net effect will depend on a whole set of variables, from demand elasticities for imports to supply-side factors (...)”.

<sup>85</sup> Este intenso “fluxo migratório” das moedas, a presidente do Brasil classificou-o como *tsunami de capitais*. Para fazer frente a um possível avultado fluxo de capital, muitos países em desenvolvimento, dentre os quais se contam o Brasil, acumularam enormes reservas cambiais para uma eventualidade de necessária estabilização das suas moedas. Cfr. SPENCE (2012: 98).

cambiais, a moeda daqueles países devem-se apreciar<sup>86</sup>. Sendo legítimo que também neste cenário estes países tentem conter a apreciação das suas moedas, ou mesmo enfraquecê-las, procurando evitar os impactos negativos que isto poderia acarretar para a sua competitividade internacional<sup>87</sup>.

Como se viu, no processo aqui elucidado, dá-se azo a uma forte tensão entre a agenda doméstica dos países que pretendem reverter um cenário macroeconómico desfavorável e problemas globais, como o do actual funcionamento do SMI<sup>88</sup>. BÉNASSY-QUÉRÉ; GOURINCHAS; MARTIN; PLANTIN (2014: 1) verificam que os principais bancos

---

Sobre o fluxo internacional de capitais, em conformidade com NETO (2012: 191), aponta-se a sua divisão em duas principais grandes categorias: o Investimento Estrangeiro Directo (*Foreign Direct Investment*) e o investimento em carteira de acções (*portfolio investment*), este último, segundo o autor, de cunho especulativo. Aquele, ainda segundo o autor, tem o propósito de retorno no longo prazo e implica uma relação mais íntima com a economia do país hospedeiro. No que diz respeito ao investimento em carteira de acções, aqui tem-se um capital volátil e objectivado a retornos financeiros céleres. É importante notar, como faz o autor em causa, que o *portfolio investment* “(...) que não era muito significativo nos países menos desenvolvidos na década de 1980, passou a sê-lo nos anos 1990, como consequência da globalização dos mercados de capitais, do surgimento de *equity markets* (bolsa de valores) nos novos países industrializados do Extremo Oriente e da América Latina, e da diversificação nas políticas dos fundos de investimento – que representam elevada percentagem das fontes de *portfolio investment* –, os quais foram atraídos, em grande parte, pelas altas taxas de retorno das aplicações”.

Acredita-se que este fluxo internacional de capitais, nomeadamente através do Investimento Estrangeiro Directo, beneficia os países em vias de desenvolvimento, permitindo a estes que retirem proveito do conjunto de capitais mundial, não restringindo o recurso destes países às suas poupanças. Por outro lado, no que diz respeito ao investimento em carteira de acções, a liberalização dos sistemas financeiros, favorecedora do incremento do fluxo internacional de capitais, dá aos investidores um maior leque de opções para administrar e dissipar os riscos. Concomitantemente, no entanto, argumenta-se que tal realidade eleva o risco de instabilidade financeira para economias que não gozem de uma regulação adequada.

<sup>86</sup> Sustentando o processo presentemente apresentado, JOHNSON (2010): “(...) most emerging markets feel their currencies pressed to appreciate by growing capital inflows. Investors in Brazil are being offered yields around 11%, while similar credit risks in the US are paying no more than 2-3%. To many, this looks like a one-way bet.”

<sup>87</sup> Esta dinâmica que até aqui se identificou (das políticas monetárias não convencionais até ao fluxo mundial de capital que das mesmas resultam e provocam a valorização das moedas dos países emergentes) resulta da conjugação dos seguintes textos: EL-ERIAN (2013), FRANKEL (2013), JOHNSON (2010), OCAMPO (2012), SUBACCHI (2013).

Parece enquadrar-se na perfeição para o processo que aqui foi explanado a passagem de SAMUELSON; NORDHAUS (2010: 543) em que afirmam: “Economicamente, nenhum país é como que uma ilha isolada sobre si mesma. Quando o sino dobra a avisar recessão ou crise financeira, o eco ressoa por todo o mundo.”

<sup>88</sup> Como preconiza PADOA-SCHIOPPA (*apud* OCAMPO, 2012): “Os requisitos para a estabilidade do sistema como um todo são inconsistentes com políticas económicas e monetárias que se desenham com base exclusivamente em critérios nacionais.” Com o mesmo ponto de vista, SUBACCHI (2013) defende que os países deviam tomar em apreço o impacto das suas políticas económicas em outros países, afinal, nas palavras da autora, “the global economy too complex to be viewed as a zero-sum game with clear winners and losers. In this environment, focusing only on domestic interests is a myopic – and dangerous – approach”.

Sufragando outro entendimento, que utiliza como parâmetro a realidade da moeda norte-americana, tem aqui cabimento a seguinte passagem encontrada em STEIL (2014: 57); ao contrapor apelos para que a Reserva Federal actuasse tendo em consideração a estabilidade financeira de mercados emergentes, o autor constata: “(...) the Fed’s primary objectives – ensuring domestic price stability and maximum employment – are set by law, and the Fed is not authorized to subordinate them to foreign concerns.”

centrais do mundo seguem objectivos internos, quais sejam: a estabilidade dos preços, o pleno emprego ou um arranjo entre os dois propósitos. Posto isto, estes bancos centrais não estão comprometidos com um objectivo de taxas de câmbio, sendo estas flutuantes, em conformidade com o funcionamento dos mercados. Nestes termos, os autores notam: “(...) le taux de change est un canal de transmission de la politique monétaire et non un objectif de la banque centrale: la monnaie d’une économie tend à se déprécier lorsque la banque centrale du pays assouplit ou annonce qu’elle va assouplir sa politique monétaire (...)”<sup>89</sup>.

A tensão é ainda maior se estivermos a tratar da economia norte-americana. O dólar, por ser a moeda internacional, pode provocar fortes externalidades no resto do mundo<sup>90</sup>. Embora não possamos perder de vista que, por exemplo, no caso americano, a depreciação da sua moeda, aquando do início da política dos *quantitative easing*, não fosse, ao menos oficialmente, sequer um dos efeitos mais desejados pela Reserva Federal<sup>91</sup>.

Face ao exposto, compreende-se que a soberania das políticas monetárias nacionais comece a ser posta em causa, dado que a sua condução em termos estritamente nacionais pode provocar externalidades negativas em outras economias. Neste sentido, NUNES (2005: 161) afirma: “A liberalização dos movimentos de capitais e a globalização dos mercados

---

<sup>89</sup> Entende-se que deve ser relativizada a afirmação de BÉNASSY-QUÉRÉ; GOURINCHAS; MARTIN; PLANTIN (2014: 1) de que os Bancos Centrais não estariam comprometidos com um objectivo relacionado com o câmbio. Tanto a política monetária quanto a política cambial visam controlar o valor da moeda: aquela o valor interno (mensurado pela inflação), esta o valor externo (mensurado pela taxa de câmbio). Portanto, se é preocupação da banca central a estabilidade dos preços, é importante que se assumam as taxas de câmbio não apenas como um canal de transmissão da política monetária, afinal em mercados abertos e desregulados as “ameaças” podem vir de fora.

<sup>90</sup> O problema põe-se, pois o SMI constrói-se no uso de uma moeda nacional, o dólar, como a principal moeda de reserva e de comércio. Cfr. OCAMPO (2012).

<sup>91</sup> Ver FRANKEL (2013). Sufragando esta compreensão estão BERGSTEN; GAGNON (2012b): “Some have criticised the US for fuelling the currency wars through its unconventional monetary policy known as quantitative easing. However, that US initiative is conducted entirely in dollars and is intended to boost consumption and investment within the US rather than to curb imports. Any impact on the exchange rate is secondary.” Iguualmente, BÉNASSY-QUÉRÉ; GOURINCHAS; MARTIN; PLANTIN (2014: 12), que notam ainda que a única grande economia a assumir a depreciação da sua moeda como um intento da sua política de expansão monetária foi o Japão, mesmo que, segundo aqueles autores, perante o G20 aquela finalidade não tenha sido peremptoriamente assumida.

KLEINTOP (2012), por outro lado, afirma que as medidas da Reserva Federal estado-unidense tiveram um duplo desiderato: “(...) keeping interest rates low for borrowers to stimulate economic activity and keeping the dollar from appreciating versus trading partners and risking damage to the economy from falling U.S. exports.”



financeiros à escala internacional têm vindo a pôr em causa a autonomia das políticas monetárias de cada país.”<sup>92</sup>

A recessão económica, o desenvolvimento de políticas monetárias expansionistas e, claro está, também a busca por competitividade externa, no intento de retomar o crescimento económico, fez com que diversos países deixassem de se preocupar com a manutenção de moedas fortes e admitissem, inclusivamente, algum aumento da inflação<sup>93</sup>. Fora desta realidade, no entanto, está o BCE, que, apesar de ser alvo de certa pressão política para incentivar a economia, continua cega e estritamente preocupado com a estabilidade dos preços, em cumprimento do seu dever estatutário.

### 4.3. Diferenciação

Após considerar as desvalorizações competitivas e as variações cambiais que resultam das políticas monetárias expansionistas de alguns países e a reacção de outros para fazer frente ao fluxo de capital internacional, parece ser clara a necessidade do estabelecimento de diferenciações no tratamento destes casos, a despeito de ambos configurarem um cenário de desalinhamento cambial. Assuma-se, porém, que a determinação de tais diferenciações não é tarefa fácil. A este propósito, como que sucintamente apresentando o que por nós foi relatado, são esclarecedores AUBOIN; RUTA (2011: 10):

“Exchange rates can depart from their equilibrium level for *two reasons*. First, as a result of *government intervention directly aimed at altering the real exchange rate* (currency manipulation). In this respect, governments or central banks possess a number of policy instruments that can affect the real value of the exchange rate, including the introduction of capital controls or targeted intervention

---

<sup>92</sup> Como acabamos de observar, o caso do dólar é especialmente problemático ao denotar a relativização do conceito de soberania monetária dos países. Neste sentido, assevera STEIL (2014: 55), “The U.S. dollar plays a unique role in the global economy. (...) most of the world’s trade outside the Eurozone and 60 percent of foreign exchange reserves are denominated in U.S. dollars. Particularly for developing countries, economic interaction with the rest of the world takes place overwhelmingly in U.S. dollars. Changes in U.S. monetary policy can therefore have immediate and significant global effects, expanding or constricting the flow of capital into and out of developing nations and whipsawing the value of their currencies against the dollar, which can in turn dramatically alter local inflation rates and export volumes. As a result, for many such countries monetary sovereignty is nothing more than an unattainable ideal.”

<sup>93</sup> Veja-se EL-ERIAN (2013).

in foreign exchange markets. Second, misalignments can be the *unintended side effect of macroeconomic policies aimed at achieving domestic objectives, or the result of distortions in the international finance architecture or in domestic structural conditions.*” (itálicos nossos)

Nas actuações directas sobre os mercados cambiais, os países agem de forma deliberada, normalmente desvalorizando a sua moeda, a fim de, na busca pelo crescimento, favorecer as suas exportações e limitar as importações, com um claro desiderato proteccionista. Estas são as genuínas desvalorizações competitivas, que se enquadram na perfeição no artigo IV, secção 1, iii do acordo do FMI.

Por seu turno, a outra hipótese prende-se com o expectável funcionamento dos mercados de câmbio resultante da actual conjuntura económica internacional. Ao ter em conta objectivos de desenvolvimento e ajustamento macroeconómico de foro doméstico, que não podem ser condenados, levam-se a cabo políticas monetárias expansionistas que, no entanto, como se viu, acabam por, dado o funcionamento dos mercados de câmbio, depreciar as moedas destes países e apreciar a de outros. Estes últimos países, por sua vez, ao denotar prejuízos económicos que resultam de uma moeda sobrevalorizada, optam por actuar nos mercados de câmbio com o objectivo de conter a apreciação das suas moedas<sup>94</sup>. Deve ser assinalado, no entanto, que em face da monta dos fluxos internacionais de capitais, maioritariamente especulativo (*supra* e *infra*), a actuação pública será extraordinariamente condicionada, “(...) no tempo e quanto ao montante de recursos disponíveis, acabando muitas vezes por fracassar (...)”<sup>95</sup>.

Quanto a estas hipóteses, mais difícil será o enquadramento das mesmas no âmbito da mencionada disposição do acordo do FMI, em especial o primeiro caso, o dos países

---

<sup>94</sup> SAMUELSON; NORDHAUS (2010: 560) afirmam que “(...) quase todos os países tendem a intervir quando os mercados se tornam ‘instáveis’ ou quando as taxas de câmbio parecem estar afastadas dos ‘valores de base’ – isto é, quando as taxas de câmbio estão altamente desajustadas dos níveis de preços e fluxos comerciais existentes”. A experiência posterior ao redesenhar do SMI na década de 70 assim demonstra, como pontifica GONÇALVES (2010: 541): “A preocupação de assegurar a estabilidade do valor das moedas e de contrariar movimentos bruscos dos câmbios conduziu a várias intervenções maciças por parte dos principais bancos centrais do mundo (...), tendo em vista prevenir avanços ‘nefastos’, não fundamentados pelos indicadores reais da economia ou simplesmente entendidos como indesejáveis.”

Por sua vez, sobre estas instabilidades do mercado de câmbio ou o afastamento das taxas de câmbio do seu valor de base, cabe lembrar WILLIAMSON (2010: 8), quando refere: “(...) the exchange rate is sometimes, but unpredictably, disconnected from its fundamental value and instead involved in bubble-and-crash dynamics.”

<sup>95</sup> Cfr. GONÇALVES (2010: 541).

que fazem uso de políticas monetárias expansionistas<sup>96</sup>. Aqui, o que se verifica são desvalorizações monetárias que resultam de outros motivos que não a busca por competitividade externa.

Assim, com FRANKEL (2013), deve concluir-se que muitos dos países que são hoje acusados de estimular guerras cambiais ou desvalorizações competitivas, no sentido estrito do termo (plasmado no art. IV do estatuto do FMI), verdadeiramente não as praticam. Nem todos os países agiram no directo objectivo de desvalorizar a sua moeda para incentivar as suas exportações de maneira “desleal” ou actuaram de forma deliberada na “manipulação” da sua política cambial. Neste sentido, BÉNASSY-QUÉRÉ; GOURINCHAS; MARTIN; PLANTIN (2014: 12) sustentam que a própria noção de manipulação cambial tem pouco cabimento para uma economia com taxas de câmbio flexíveis e perfeita mobilidade de capitais.

Sendo condenável a actuação dos países que, actuando através da política cambial, levam a cabo desvalorizações competitivas em detrimento dos seus parceiros comerciais, mais duvidoso será saber se o mesmo vale para as depreciações das moedas daqueles países que se vêem obrigados a fazer uso de uma política monetária expansionista. Assim, acompanhamos LIMA-CAMPOS (2012: 2) quando afirma: “I believe that the types of corrective economic policies are legitimate choices that should continue to be available to governments without condemnation or penalties.”

E para aqueles outros países que apenas actuam para fazer frente a uma exponenciada valorização da sua moeda, resultante de um fluxo de capital em busca de melhores rendimentos<sup>97</sup>, como sintetizam WILLIAMSON; CLINE (2010: 9), ao pensar numa

---

<sup>96</sup> Ver FRANKEL (2013).

<sup>97</sup> Capital este que, podendo assumir-se como um investimento em carteira de acções de carácter especulativo será, em regra, dissociado da economia real (*supra*). Neste sentido, fala-se numa financeirização da economia internacional (a “economia de papel”, como costuma ser alcunhada), exponenciada pelos mercados desregulados e por uma “superação da geografia”, proporcionada pelos avanços recentes nas comunicações, que derrubaram as fronteiras para os mercados financeiros. Perante esta realidade de mercados diluídos e sujeitos a graves flutuações, STIGLITZ; CHARLTON (2009: 212-213) referem que a actuação estatal acaba por ser vista como desejável, pois, como nota AMARAL (2013: 42), “(...) muitas vezes os valores que os mercados determinam para os câmbios estão muito afastados dos que seriam adequados à situação das respectivas economias”. A par da referida actuação estatal, este último autor faz somar a necessidade de criação de instituições financeiras supranacionais “(...) com poder de intervenção suficiente nos mercados para contrariar movimentos especulativos dos câmbios das moedas”. Sufragam estes autores, portanto, a mesma compreensão apontada *supra* de SAMUELSON; NORDHAUS (2010).

Cabe aqui referência à especulação cambial, fenómeno exponenciado em mercados liberalizados e dissociado da economia real, que poderá influir na cotação da taxa de câmbio de uma dada moeda, afastando-a do seu valor de equilíbrio, podendo dar azo à actuação das autoridades monetárias. A especulação cambial pode ser entendida como dissociada da economia real, na medida em que não corresponde à procura de moeda com vista à realização de pagamentos internacionais, isto é, não se verifica aqui a existência de uma operação que seja um substrato que justifique a actuação no mercado cambial. Segundo MEDEIROS (2013:

actuação do G20, mas numa passagem que pode ser compreendida extensivamente: “It would be very wrong for the G-20 to condemn all countries that are trying to prevent their exchange rates from appreciating. One needs to ask which currencies are undervalued and concentrate on preventing their intervening and tightening capital controls.”<sup>98</sup>

Em face do melindre que aqui se levanta, sumariamente, é nosso entendimento que devemos ter em apreço as seguintes considerações<sup>99</sup>:

a) em princípio, os desalinhamentos que se verificarem enquanto consequência dos arranjos do mercado deverão ser admitidos;

b) no entanto, quando se tratar de desalinhamentos persistentes e consideráveis, mesmo que resultantes das forças do mercado, poderá ser legitimada a intervenção governamental no sentido de restaurar uma situação de equilíbrio, seja da balança comercial ou do próprio câmbio; esta intervenção, todavia, deverá circunscrever-se apenas a esta finalidade, sendo, portanto, limitada no seu grau e no seu tempo e, nestes termos, terá o mérito de prevenir grandes distorções na economia internacional;

---

406), na especulação cambial, verifica-se procura de moeda com vista à possível obtenção de um lucro resultante da variação de cotação entre duas moedas, no intervalo temporal que medeia a compra e a venda. SALVATORE (2007: 213), por sua vez, assevera que “(...) o especulador aceita e, até mesmo, busca um risco cambial na expectativa de vir a obter um lucro”. Este autor menciona ainda a existência de duas modalidades de especulação nos mercados de câmbio: especulação estabilizadora e desestabilizadora. Aquela relaciona-se com a compra de uma moeda quando a sua taxa de câmbio está baixa em comparação com a perspectiva de que venha a elevar-se ou com a venda da moeda diante de uma taxa de câmbio elevada perante a expectativa da sua posterior queda. A especulação desestabilizadora, por outro lado, dá-se aquando da verificação da venda ou da compra de uma moeda, respectivamente diante de uma taxa de câmbio baixa com expectativa de continuidade de queda ou alta com a perspectiva de um cenário futuro de continuidade da elevação. Nestes termos, resultam óbvias as diferenças dos efeitos de cada uma destas modalidades de especulação. Enquanto a especulação estabilizadora acautela as flutuações das taxas de câmbio, a sua oposta agrava a amplitude de variação do câmbio. Assim, SALVATORE (2007: 214) conclui que a primeira “exerce uma função economicamente útil” e a última pode mostrar-se “bastante prejudicial em um fluxo internacional de comércio e de investimentos”.

Num sentido mais lato, se poderá portanto entender especulação não só como a actuação nos mercados objectivada para o lucro, mas também como podendo advir de uma actuação racional nos mercados consoante a interpretação que se tenha das suas perspectivas futuras.

Uma compreensão mais abrangente de especulação cambial afigura-se especialmente importante para os mercados de câmbio, na medida em que nestes podemos ter, por exemplo, comerciantes internacionais de mercadorias e turistas que não actuarão necessariamente com o objectivo do lucro, mas sim racionalmente, de forma a não incorrer em prejuízos; para isso, especularão acerca das tendências futuras de valorização ou desvalorização das moedas ou, para se prevenirem dos riscos inerentes à variação cambial, recorrerão à operação de *hedging* (protecção).

<sup>98</sup> Para BERGSTEN; GAGNON (2012a: 6), os países não poderiam actuar nos mercados cambiais para conter a valorização das suas moedas mesmo nestas circunstâncias. Entendendo a movimentação das taxas de câmbio como parte de um processo normal de ajustamento internacional, os autores advogam que para os países fazerem frente a estes choques externos deveriam mobilizar as suas políticas internas, como a política financeira.

<sup>99</sup> No entanto, é importante que se tenha em vista que “(...) a fronteira entre o que será um ‘normal’ uso da taxa de câmbio (...) e um uso ‘agressivo’ da taxa de câmbio, por razões puramente competitivas, não é fácil de traçar”. Cfr. FERNANDES (2013: 57-58).

c) qualquer intervenção que, pelo contrário, já não se dê nos termos aqui delineados deverá ser entendida como indesejável, na medida em que assim se promove um ganho de competitividade externa. Um sintoma que poderá indiciar-nos a busca por este ganho de competitividade, como assinala LIMA-CAMPOS (2013: 2), poderá ser a persistência da intervenção estatal e o conseqüente acúmulo de reservas de moeda estrangeira, bem como a análise dos indicadores económicos de um país (v. g. a sua balança comercial), pois se os mesmos forem positivos a moeda nacional, em condições de mercado, deverá valorizar-se.

## 5. Guerras cambiais

O advento de disposições normativas responsáveis por regular o comércio internacional teve no seu âmago vertida a preocupação de inibir a disseminação de medidas proteccionistas e a deflagração de guerras comerciais. PORTO (2009: 437-440), a este propósito, adverte para a ingenuidade em que não se deve incorrer de “sonhar” que os parceiros comerciais de um dado país não reajam às intervenções proteccionistas de um outro país e que apenas o primeiro fique prejudicado na limitação de acesso ao mercado do seu parceiro comercial. Certamente, o país lesado adoptaria medidas retaliatórias similares<sup>100</sup>. Estaria então potencializada uma situação de guerra comercial com todos os seus efeitos negativos<sup>101</sup>.

O caso paradigmático de uma guerra comercial remonta ao período que sucedeu à Grande Depressão dos anos 30. Naquela conjuntura, diversos países fizeram uso da imposição de tributos sobre produtos importados, no desiderato de incentivar a procura de produtos nacionais, fomentando assim a indústria doméstica – nos EUA, ainda em 30, por exemplo, foi aprovada a tarifa Smoot-Hawley na expectativa de salvaguardar a economia norte-americana dos efeitos perversos da crise que ali se iniciava. Todavia, como era de esperar, outras nações não tardaram em seguir o mesmo caminho, restringindo apreciavelmente o fluxo de comércio mundial e exponenciando os efeitos da crise.

Nesta ordem de raciocínio, um país, ao provocar a desvalorização da sua moeda como forma de actuação proteccionista, não pode esperar que os demais sejam meros espectadores da sua medida. Dado que a retaliação de mais fácil execução e de efeitos imediatos seria uma reflexa desvalorização monetária dos demais países, estes então levariam a cabo desvalorizações competitivas para fazer frente à do primeiro país. A propagação de desvalorizações competitivas, num “efeito dominó”, definem, portanto, um panorama de guerra cambial<sup>102</sup>, em que as moedas, na expressão de Dominique Strauss-

---

<sup>100</sup> Cenário este que faz lembrar, em alguma medida, a terceira lei de Newton: “a toda a acção há sempre uma reacção oposta e de igual intensidade”; ou a Lei de Talião e a sua máxima do “olho por olho, dente por dente”.

<sup>101</sup> Na linha da “teoria dos jogos”, PORTO (2009a: 438-439) assinala que se deveria buscar uma solução intermediária: “Ficar-se-á aquém do que seria conseguido na situação ‘sonhada’ de nós nos protegermos e os demais ficarem passivamente conformados com a sua sorte (...). Mas evitar-se-á o prejuízo geral resultante de uma guerra comercial (...)”.

<sup>102</sup> Com igual acepção, veja-se FERNANDES (2013: 58), para quem o clima de guerra cambial se caracteriza pela generalização das desvalorizações competitivas. Sem falar em desvalorizações competitivas, mas enfatizando os seus efeitos, BÉNASSY-QUÉRÉ; GOURINCHAS; MARTIN; PLANTIN (2014: 1) escrevem: “On

Kahn, são “policy weapons”<sup>103</sup>. Numa economia mundial integrada, se uma nação mantém a sua unidade monetária desvalorizada, criam-se desequilíbrios comerciais internacionais, instigando retaliações, provavelmente com medidas similares. Assim, configura-se uma espiral retaliatória em que o resultado final não pode ser outro senão consequências económicas funestas. Neste sentido, diz-se que as guerras cambiais, no curto prazo, configuram um jogo de soma nula (*zero-sum game*). Numa dinâmica de longo prazo, no entanto, as perdas são gerais.

As guerras cambiais não são uma realidade desconhecida. No mesmo período que sucedeu ao *crash* de 1929, na linha proteccionista que se seguiu, tal como visto acima, vários países se viram envolvidos, outrossim, num processo de desvalorização monetária, que concorreu peremptoriamente para o abandono do que restava do padrão-ouro resistente à Primeira Guerra Mundial<sup>104 105</sup>. Para FERNANDES (2013: 58), esta “dinâmica negativa” contribuiu para “intensificar as tensões internacionais e as rivalidades políticas”, alertando para que no coetâneo panorama recessivo mundial se possa verificar uma semelhante conflituosidade.

A preocupação em conter o proteccionismo que tem marcado a configuração das regras e instituições internacionais responsáveis em matéria de comércio e economia internacional, mais especificamente o corpo regulatório do Sistema GATT/OMC, ao constringer o recurso às tradicionais medidas proteccionistas (v. g. as quotas e as tarifas), também potencializa a deflagração de um cenário de guerra cambial, uma vez que o recurso à desvalorização competitiva, enquanto meio de condução de uma política comercial proteccionista, se apresenta ainda como uma matéria de controversa regulação internacional.

Acrescenta-se que, no que diz respeito ao FMI, também a sua configuração, para JOHNSON (2010), concorre no esboçar das guerras cambiais. Para o autor, a relutância por

---

appelle ‘guerre des monnaies’ une situation dans laquelle des pays ou zones monétaires tentent d’affaiblir leur monnaie de manière à gagner des parts de marché au détriment d’autres pays ou zones monétaires.”

<sup>103</sup> Cfr. KEATING (2010).

<sup>104</sup> Cfr. PISANI-FERRY (2010), BÉNASSY-QUÉRÉ; GOURINCHAS; MARTIN; PLANTIN (2014: 1, nota 1).

<sup>105</sup> RICKARDS (2012: 56-124) traça três períodos históricos de verificação de guerras cambiais: o primeiro de 1921-1936, outro de 1967-1987 e, por último, um período actual, tendo-se iniciado em 2010. O autor faz uma extensa narrativa destes períodos, com considerações que vão muito para além dos aspectos económicos, contextualizando as guerras cambiais nos diversos cenários geopolíticos. Para BHALLA (2012: 211), a actual guerra cambial ter-se-ia iniciado ainda mais cedo, em 1994, quando a China foi declarada manipuladora cambial por parte do Tesouro norte-americano, tendo sido esta a última vez que os Estados Unidos rotularam um país enquanto tal.

parte das nações mais desenvolvidas em proceder a uma reforma do Fundo permitiu que estes países continuassem a ter uma representação maior que aquela que lhes deveria competir na hodierna economia internacional, o que, manifestamente, se deu em prejuízo dos países em vias de desenvolvimento. Com efeito, deste panorama, o supradito autor retira a seguinte ilação – e aqui está o contributo para a deflagração de guerras cambiais: “As a result, emerging-market countries, aiming to ensure that they avoid needing financial support from the IMF in the foreseeable future, are increasingly following China’s lead and trying to ensure that they, too, run current-account surpluses. In practice, this means fervent efforts to prevent their currencies from appreciating in value.”<sup>106</sup>

Em sentido próximo a este está também STEIL (2014: 60), que questiona o rótulo de manipuladores cambiais a países em vias de desenvolvimento que empreendem medidas para se tornarem mais resilientes aos choques externos (no caso pensado pelo autor, a política monetária não convencional norte-americana). Aquelas medidas seriam um baixo nível de propriedade estrangeira de activos nacionais, excedentes comerciais e grandes reservas cambiais<sup>107</sup>. Para estes fins, receita o autor: “(...) emerging-market governments should keep their countries’ imports and currencies down and their exports and dollar reserves up.” Logo, seguindo o seu raciocínio, sendo legítima a acção destes países, nada justificaria apelos a sanções aos mesmos, que apenas animariam tensões políticas e comerciais.

Nos tempos recentes, as guerras cambiais têm sido vistas por economistas e políticos com muita preocupação. RICKARDS (2012: XVI), com uma perspectiva bastante alarmista sobre as guerras cambiais, afirma:

“At best, currency wars offer the sorry spectacle of countries stealing growth from trading partners. At worst, they degenerate into sequential bouts of inflation, recession, retaliation and actual violence as the scramble for resources leads to invasion and war. The historical precedents are sobering enough, but the dangers today are even greater, exponentially increased by the scale and complexity of financial linkages throughout the world.”

---

<sup>106</sup> No mesmo sentido, TORRES (2008: 6).

<sup>107</sup> STEIL (2014) não perspectiva qualquer limite para o acúmulo de reservas cambiais. Com outra compreensão, ao defenderem limites para a acumulação, veja-se BERGSTEN; GAGNON (2012a) e BHALLA (2012), já aqui referido.



O mesmo autor refere, dentre outros, um interessante argumento que justifica a sua acrescida preocupação com as guerras cambiais. Para RICKARDS (2012: 195), como mecanismo para fazer frente ao crescimento da dívida pública, muitos países se veriam obrigados a dar início a um processo inflacionário e de depreciação da sua própria moeda<sup>108</sup>.

Igualmente, BERGSTEN tem-se assumido fortemente preocupado com a questão, afirmando que as guerras cambiais representam “a clear and present danger” para a economia mundial, comparando os seus efeitos às consequências económicas da Grande Depressão dos anos 30. Este economista questiona, assim, a inexistência de efectivas regras internacionais sobre o problema, referindo que esta é hoje a principal lacuna na arquitectura da actual economia internacional. Neste sentido, conclui-se que são necessárias reformas para coibir as guerras cambiais através do fortalecimento das instituições internacionais e, se tal não suceder, o autor, como *ultima ratio*, aponta para a necessidade de os EUA levarem a cabo acções unilaterais<sup>109</sup>. Para STEIL (2014: 60), alternativas como as apresentadas por BERGSTEN, “(...) supported by major U.S. corporations (...)”, apenas reflectem como o funcionamento desajustado do SMI pode instigar uma espiral de acções retaliatórias e destrutivas entre os países.

Elucidando a expressividade das guerras cambiais, é importante notar o vasto rol de países que actualmente acumulam significativas reservas de moeda estrangeira (sobretudo em euro e dólar), indiciando tratar-se de *currency aggressors* – na expressão de BERGSTEN; GAGNON (2012b) –, a fim de manterem as suas moedas artificialmente desvalorizadas. Assim, estes últimos autores elencam os seguintes países, que dividem em três grupos<sup>110</sup>:

- a) economias asiáticas: China, Japão, Singapura, Taiwan, Coreia, Hong Kong, Tailândia e Malásia;
- b) grandes exportadores de petróleo: Emirados Árabes Unidos, Rússia, Noruega, Arábia Saudita, Koweit e Argélia;
- c) países desenvolvidos próximos da UE: Suíça, Dinamarca e Israel.

---

<sup>108</sup> Em ROGOFF (2008) já se encontra uma defesa desta via para a dívida pública de alguns países da UEM, advogando este autor uma necessária desvalorização do euro.

<sup>109</sup> Cfr. PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS (2013: 1) e BERGSTEN; GAGNON (2012a).

<sup>110</sup> Mesma divisão e elenco constam em BERGSTEN; GAGNON (2012a: 5-6).

É interessante notar neste espaço a ideia defendida por COPELOVITCH; PEVEHOUSE (2010) quando advogam a existência de uma relação entre as taxas de câmbio e o recurso ao ORL da OMC. Argumentam estes autores que, quando confrontados com taxas de câmbio apreciadas das suas moedas nacionais, os países apresentam-se mais propensos a apelarem àquele órgão, a fim de atenderem às pressões internas dos sectores produtivos, que reclamam protecção para uma realidade adversa de moeda valorizada<sup>111</sup>, bem como pelo facto de as medidas proteccionistas tradicionais serem cerceadas para países-membros da OMC. Sucintamente, citando os autores do trabalho em apreço: “(...) governments may pursue WTO cases as an alternative way to address domestic protectionist pressures in times of currency appreciation.”<sup>112</sup>

Reflectindo o posicionamento destes autores uma confiança num elevado grau de desenvolvimento do aparato institucional e regulador do comércio internacional que poderia conter um recurso generalizado às desvalorizações competitivas<sup>113</sup>, é nossa opinião que, mesmo que assim seja, a ocorrência de uma guerra cambial será sempre uma possibilidade latente. Ainda mais quando são notórias algumas limitações no posicionamento seguido em COPELOVITCH; PEVEHOUSE (2010): como reconhecem os próprios autores, desde a interposição de um caso junto à OMC até ao seu desfecho, verifica-se um lapso temporal demasiadamente alargado, que frustra qualquer expectativa de solucionar um problema que é imediato<sup>114</sup>; uma eventual vitória em caso interposto

---

<sup>111</sup> Como lembram COPELOVITCH; PEVEHOUSE (2010: 9): “Political economy scholars have long recognized that politicians face a tension between pursuing free trade – in order to maximize aggregate social welfare – and responding to pressure by organized firms/sectors to provide protection against competition from foreign producers.”

<sup>112</sup> Cfr. COPELOVITCH; PEVEHOUSE (2010: 9). Com esta conclusão, alcançada com base nas análises de dados, relativos às taxas de câmbio e ao recurso ao ORL, de 33 membros da OMC entre os anos de 1995 e 2007, COPELOVITCH; PEVEHOUSE (2010) respondem ao questionamento que se fazem: “(...) how and to what extent do Exchange rates influence governments’ decisions to pursue trade disputes within the WTO?”. Os autores enfatizam, assim, a importância de se considerar a realidade cambial de cada país para a correcta compreensão das escolhas no âmbito da política comercial das nações. Após citarem alguns estudos que atestam o impacto das taxas de câmbio sobre a política comercial, COPELOVITCH; PEVEHOUSE (2010: 8) preconizam: “(...) exchange rates have been a key determinant of national trade policies, both in the contemporary world economy and more historically.”

<sup>113</sup> “That is, rather than undertake significant unilateral policy initiatives that will lead to retaliation by other states, WTO filings, while still costly, legalize the dispute process over exchange rate policy. This legalization avoids run-away retaliation on tariffs, safeguards, or competitive devaluations.” *Vide* COPELOVITCH; PEVEHOUSE (2010: 13).

<sup>114</sup> Recorrer ao ORL seria, afinal de contas, nada mais que uma medida fantasiosa no intento de ludibriar pressões internas. COPELOVITCH; PEVEHOUSE (2010: 12) escrevem: “WTO filings, however, may yield similar political benefits for the government, which can credibly claim to be pursuing the interests of organized domestic sectors to the best of its ability under the constraints imposed by the country’s international trade commitments.”

junto do ORL não fará frente aos efeitos económicos que decorrem de um câmbio apreciado, bem como somente ajuizará os interesses de um sector específico da indústria – aquele em causa no caso interposto<sup>115</sup>; nada garante que um membro da OMC encontrará, quando for do seu interesse para os fins aqui em causa, um cenário que possa justificar a interposição de um caso junto do ORL.

A verdade é que, ao invés de se buscarem subterfúgios para o recurso ao ORL no intento de fazer frente a um problema que ali não é tratado<sup>116</sup>, como se verá, a questão do câmbio deveria ser adequadamente tratada pela OMC e, naturalmente, para tal faz-se mister o comprometimento dos seus membros.

---

<sup>115</sup> COPELOVITCH; PEVEHOUSE (2010: 13).

<sup>116</sup> O que, quanto a nós, faz lembrar, em alguma medida, uma “litigância de má-fé”.

## 6. Notas sobre a relação entre câmbio e comércio internacional<sup>117</sup>

O comércio global desenvolve-se mediante a utilização de diferentes moedas, que, como se viu, são permutadas nos mercados de câmbio para a realização das trocas internacionais. Daí se pode extrair, como faz MEDEIROS (2013: 439-440), que, dado que os pagamentos internacionais devem evoluir em paralelo com o comércio internacional, o SMI “(...) tem de se entrosar na Teoria das Trocas, com um denominador comum de idêntica inspiração doutrinária”<sup>118</sup>.

É muito controversa a matéria das implicações do câmbio sobre o comércio internacional; inclusivamente quando debatida em organizações internacionais como a OMC e o FMI, não é possível identificar-se uma posição peremptória de qualquer destas instituições sobre o assunto (*vide infra*).

Os riscos associados às flutuações cambiais e os seus efeitos sobre o comércio internacional, reduzindo-o ou não, é um dos principais pontos discutidos nesta matéria<sup>119</sup>. APPLEYARD; FIELD; COBB (2010: 711-712) citam os estudos de Peter Hooper e Steven Kohlhagen, de 1978, no sentido de defender que a variabilidade cambial não possui efeito significativo sobre os fluxos de comércio internacional. Mais recentemente, sufragando a tese oposta, isto é, a de que o comércio internacional pode ser obstado pela volatilidade cambial, é citado o estudo, de 1987, de Jerry Thursby e Marie Thursby.

Sobre este assunto, APPLEYARD; FIELD; COBB (2010) rematam que, embora seja claro, em teoria, que a aversão ao risco pode fazer decrescer o comércio internacional diante da volatilidade cambial, pois contemporaneamente as flutuações do câmbio são reiteradas e muitas vezes acentuadas, exponenciando os riscos cambiais a que os agentes económicos normalmente se apresentam avessos, empiricamente, segundo aqueles autores, fica por comprovar claramente que esta influência negativa do câmbio sobre o fluxo de

---

<sup>117</sup> Neste ponto, não se pode deixar de referir a revisão de literatura empreendida por AUBOIN; RUTA (2011), com a apresentação de um extenso rol de estudos teóricos e empíricos relativos ao assunto. Os autores, inclusivamente, apresentam um quadro com o elenco dos trabalhos empíricos acerca da relação entre taxas de câmbio e comércio, onde constam os seus períodos de análises e os seus resultados.

<sup>118</sup> Destarte, para este autor, o SMI deve, entre outras funções: “(...) permitir a realização de toda e qualquer operação corrente de bens e serviços, independente da origem e do destino da transacção; (...) procurar que as trocas sejam justas e, como tal, não enviesem a distribuição mundial da riqueza.” No mesmo sentido, o artigo IV, secção 1 dos Estatutos do FMI (*infra*).

<sup>119</sup> Os riscos cambiais são aqueles que derivam da variação do preço de uma moeda em relação a outra e, naturalmente, se verificam em todas as transacções internacionais em que os seus responsáveis não se protegem.

comércio internacional realmente suceda<sup>120</sup>. Outros autores, por outro lado, são mais assertivos, como WALI; MANZUR (2013: 1091), ao afirmarem: “Higher exchange rate volatility means increased uncertainty for international business, which can be enormously costly.” Neste aspecto, é marcante a afirmação de Paul Volcker, antigo presidente da Reserva Federal, ao comentar que dez minutos de movimentação das taxas de câmbio são capazes de afectar o comércio internacional em proporção maior que dez anos de negociações comerciais<sup>121</sup>.

Neste sentido, tem aqui cabimento a análise empreendida por QUELHAS (1996: 131-135), quando demonstra que à liberalização do comércio mundial no rescaldo da Segunda Grande Guerra e ao seu crescimento não correspondeu uma similar liberalização dos mercados financeiros, “[a]ntes pelo contrário, assistimos a um incremento do controlo financeiro e a um acréscimo das preocupações com os problemas da segurança e estabilidade do sistema financeiro” – nota o autor. Tais preocupações, portanto, deram azo, dentre outras medidas, ao controlo cambial e a limitações ao fluxo internacional de capitais. As regulamentações em causa erigiram um pano de fundo conveniente ao desenrolar do comércio entre as nações, garantindo aos agentes económicos os valores, referidos por QUELHAS, de segurança, confiança e previsibilidade, dos mercados como um todo, mas também dos mercados de câmbio. O relatado, evidentemente, está intrinsecamente relacionado com o Acordo de Bretton Woods e o GATT.

Em face do exposto, QUELHAS formula a hipótese “(...) de que uma época de liberalização e desregulamentação na esfera real da economia exige um intervencionismo e uma regulamentação na esfera financeira”, para na sequência considerar a hipótese inversa: “(...) se uma época de intervencionismo e regulamentação na esfera real será acompanhada por um movimento de liberalização e desregulamentação da esfera financeira.” Assim, reconhece que, após o *Nixon Shock* e o falhanço do Acordo Smithsonian, com a consequente instabilidade cambial, se dá, igualmente, um fenómeno de desregulamentação. Neste mesmo período, nota-se um recrudescimento de alternativas proteccionistas, com “[o]s dados (...), referentes ao comércio mundial, [a apontar] para um abrandamento do

---

<sup>120</sup> Neste sentido, AUBOIN; RUTA (2011), igualmente mencionam vários estudos da literatura empírica. Assim, afirmam: “Despite progress in estimation techniques and data sets, the outcome of the empirical literature remains as inconclusive as it has been in the previous three decades.” (p. 16).

<sup>121</sup> Cfr. BERGSTEN (2013).

crescimento do comércio internacional na década de 70 e no início dos anos 80<sup>122</sup>. Em síntese, o autor expõe: “Podemos verificar a existência de duas forças de sentido oposto que se equilibram e neutralizam. (...) Como que existe o receio de que uma liberalização simultânea das duas esferas gere instabilidade ou de que uma regulamentação de ambas crie recessão.”<sup>123</sup>

Diante da clareza teórica do entendimento de que o risco de variações cambiais pode constranger o comércio mundial, os agentes económicos e os altos responsáveis políticos buscaram e continuam a ponderar arranjos económicos para lidar com o problema<sup>124</sup>.

Recuemos à longínqua década de 20 do século passado, acompanhando a análise de RIBEIRO (1978), ao discorrer sobre a evolução do SMI, do padrão-ouro ao FMI. Naquela época, em consequência da Primeira Guerra Mundial, o papel-moeda havia substituído o padrão-ouro. Os países europeus discutiam, então, sobre a restauração deste último. A preferência entre as duas alternativas era posta como uma opção entre estabilidade dos câmbios, propiciada pelo padrão-ouro, e estabilidade dos preços, favorecida pelo papel-moeda.

Sem entrar no mérito do funcionamento e das consequências destas alternativas<sup>125</sup>, note-se apenas que, diante do questionamento de qual valor deveria ser resguardado, “[r]espondia-se quase sempre que valia mais a estabilidade dos câmbios”. Neste sentido, argumentava-se que “(...) a instabilidade destes *prejudica o desenvolvimento do comércio internacional*, já que se traduz em maior risco para importadores e exportadores (...)” (itálico nosso)<sup>126</sup>. E assim foi: Alemanha em 1924, Inglaterra em 1925 e França em 1928 regressaram ao padrão-ouro. O curso da história, no entanto, viria a alterar-se novamente, e com a Grande Depressão o padrão-ouro ruiu novamente.

---

<sup>122</sup> Os dados apresentados em QUELHAS (1996: 131) mostram uma taxa de crescimento média anual do comércio internacional de apenas 2,3% no começo dos anos 80, quando a mesma chegou a atingir o patamar de 8,5% na década de 60.

<sup>123</sup> Cfr. QUELHAS (1996: 135).

<sup>124</sup> WALI; MANZUR (2013: 1091) escrevem: “(...) the issue of exchange rate volatility is of great concern for policy-makers and business.” No entanto, neste mesmo estudo os autores acabam por concluir que as taxas de câmbio talvez não sejam tão voláteis quanto se pensa. Lembre-se, porém, que o trabalho dos autores apenas analisa as taxas de câmbio das moedas canadiana, australiana, japonesa e britânica, todas economias desenvolvidas.

<sup>125</sup> Para tal, ver RIBEIRO (1978: 176-177).

<sup>126</sup> Cfr. RIBEIRO (1978: 177). Igualmente, PORTO; CALVETE (2010: 494): “(...) o padrão-ouro proporcionava estabilidade cambial, minimizando o risco das transações internacionais (...)”.

Anos mais tarde, em Bretton Woods, como aqui já tivemos a oportunidade de ver, buscou-se, com sucesso, a estabilidade das taxas de câmbio enquanto forma de promoção do comércio internacional para recuperação das economias debilitadas do pós-guerra. Nos tempos recentes, a criação da UEM europeia desempenhou igualmente o papel decisivo, ao eliminar os riscos cambiais neste espaço económico<sup>127</sup>. Mencione-se ainda o caso de países, como Panamá e Equador, que recorreram à dolarização das suas economias<sup>128</sup>.

Do mesmo modo, deve-se mencionar, exportadores e importadores, na condução dos seus negócios, não raras vezes se salvaguardam contra os riscos cambiais que enfrentam e, como faz notar SALVATORE (2007: 213), ao tratar das operações de *hedging* mediante as quais aqueles sujeitos se resguardam: “Em um mundo de incertezas quanto ao câmbio, a habilidade dos comerciantes e investidores em obter a proteção facilita em muito o fluxo internacional do comércio e dos investimentos.”<sup>129</sup> Diante da possibilidade de se recorrer a instrumentos financeiros protectores dos riscos, inadvertidamente se poderá afirmar que assim se desvanecem os riscos associados à volatilidade cambial. No entanto, devemos ter em mente que tais instrumentos terão impactos nos custos relacionados com a produção e comercialização, sendo certo que nem todos os exportadores estarão aptos a suportar tais custos, ou tão-pouco terão acesso aos instrumentos de *hedging*.

De notar ainda que o próprio fenómeno de cadeias produtivas globais (a produção *made in the world*) pode ser motivado, também, pela redução dos riscos decorrentes da movimentação das taxas de câmbio, como que diluindo os seus efeitos ao longo do

---

<sup>127</sup> Cfr. PORTO (2009b: 464-465). Nestas páginas, o autor elenca entre os benefícios da moeda única, num plano microeconómico, a eliminação dos custos de incerteza inerentes às variações cambiais, custos estes que se manteriam mesmo com a fixação de paridades fixas, pois nestes termos os países continuariam a deter a alternativa de se desviar do compromisso assumido, possibilidade que só se extingue com a criação da moeda única.

<sup>128</sup> Sobre a dolarização, cfr. GONÇALVES (2010: 542-546). Aqui o autor faz alusão a um recente fenómeno: a euroização. Ao mesmo tempo que traduz o ganho de projecção internacional da moeda europeia, tal desenvolvimento é “(...) previsível nos países antes ligados monetariamente, por razões históricas, aos Estados-membros da União Europeia que passaram a integrar a zona euro, incluindo Portugal (quanto a Cabo Verde) e a França” (p. 545).

<sup>129</sup> Semelhantemente, veja-se QUELHAS (1996: 134), ao relacionar o surgimento de novos produtos financeiros com as necessidades de os agentes económicos reduzirem os riscos inerentes às suas actividades: “Perante a incapacidade das autoridades estaduais de estabilizarem os mercados cambiais, monetários e financeiros, os agentes económicos privados passaram a recorrer a novos instrumentos financeiros, como as opções, os futuros, os *forward* e os *swaps*, de forma a salvaguardarem as suas actividades particulares. Podemos observar os novos instrumentos como uma forma de auto-organização dos agentes económicos face à ineficácia e à desagregação dos mecanismos tradicionais de controlo das políticas económicas.”

Mais à frente (p. 141), o autor, ainda com a mesma ideia, escreve: “Um dos objectivos do aparecimento dos novos instrumentos foi a diversificação das fontes de financiamento e a *diminuição do impacto da volatilidade das taxas de câmbio* e das taxas de juro na actividade empresarial, permitindo uma redução do risco individual (...)” (itálico nosso).

processo de produção<sup>130</sup>, ou pelo condicionamento da decisão de empresas multinacionais de se estabelecerem num determinado país, em conformidade com os custos de produção derivados da cotação internacional da sua moeda. Por exemplo, a existência de *inputs* importados de um país cuja moeda se encontra depreciada, ao reduzir os custos de produção, poderá compensar uma perda sofrida em outro estágio da cadeia produtiva. Por outro lado, as cadeias globais poderão, sim, permitir que a variação cambial exerça efeitos negativos sobre o comércio: basta imaginar o caso em que a indústria de um país que tenha a sua moeda desvalorizada dependa de insumos importados. Entendemos que a segunda hipótese, o aumento do custo associado ao comércio internacional relacionado com a variação cambial, mais provavelmente será conferido nas *global supply chains*, pois aí a exposição à flutuação cambial será maior.

Até aqui foi ficando claro que a correspondência negativa que se pode estabelecer entre câmbio e comércio internacional estará relacionada com a volatilidade do primeiro e com a aversão ao risco daí decorrente, sendo este o elemento crucial para explicar o vínculo contraproducente entre a elevada flutuação cambial e o comércio internacional. Todavia, é curioso observar, como fazem AUBOIN; RUTA (2011: 5), que, paradoxalmente, “(...) for very risk-averse traders, exporting more could be a response to increased volatility, in order to compensate for the expected fall in revenue per exported unit”. Assim, haveria uma relação positiva entre a volatilidade cambial e o fluxo de comércio internacional. No entanto, nem todos os exportadores terão capacidade produtiva ou um mercado suficientemente alargado para exportarem mais.

Deve-se fazer menção de que no âmbito das relações entre câmbios e comércio internacional se podem estudar, igualmente, estas relações numa perspectiva reversa à que até aqui foi apresentada, isto é: os efeitos do comércio internacional sobre o câmbio. Contudo, como é observado em AUBOIN; RUTA (2011: 6-7), poucas análises procedem a esta apreciação, e na sua revisão de literatura os autores citam apenas dois estudos com este prisma<sup>131</sup>.

---

<sup>130</sup> Ver BÉNASSY-QUÉRÉ; GOURINCHAS; MARTIN; PLANTIN (2014: 7).

<sup>131</sup> Em face da escassez do tratamento do assunto e por não ser esta uma questão de relevo para o nosso estudo, não tecemos considerações a este respeito.



Em tempos recentes, como já se viu, com o deflagrar da Grande Recessão, passaram a pôr-se com maior acuidade os problemas concernentes aos efeitos da manipulação cambial (sobretudo de desvalorização monetária), não mais da volatilidade, sobre o comércio. AUBOIN; RUTA (2011: 9), quanto a esta matéria, notam: “In this area research is still in its infancy.”

Relacionado com este ponto está a discussão sobre em que medida a política cambial de um país pode ser instrumentalizada no sentido de melhorar a sua balança comercial. Para o efeito, note-se que políticas comerciais e políticas cambiais podem ter uma natureza similar, sendo seus denominadores comuns a possibilidade de ambas lograrem, individualmente ou pela combinação das duas, se assim for desejado, um certo grau de protecção para uma dada economia.

A partir de um raciocínio lógico, que aqui já tivemos ensejo de explicitar, é fácil de perceber que, se o valor de uma moeda se movimenta para cima, as exportações do país se tornam mais caras para os seus parceiros comerciais, enquanto as importações ficam mais baratas, bem como ficam mais económicas perante as mercadorias e serviços domésticos. Assim, a apreciação das taxas de câmbio acabam por influenciar negativamente a competitividade dos países, seja no seu sector exportador ou no sector de bens transaccionáveis da sua economia interna<sup>132</sup>. No outro flanco, se a taxa de câmbio se desvaloriza, argumenta-se que tal é, ao mesmo tempo, uma “tarifa para a importação” e um “subsídio para a exportação”, retraindo a primeira e patrocinando esta última (efeito tarifa-subsídio).

Apesar desta identificação, obviamente que há diferenças importantes no que diz respeito às consequências económicas entre a mobilização dos instrumentos de política comercial ou a mobilização da política cambial (das taxas de câmbio). Estamos a pensar, mormente, no facto de que as taxas de câmbio enquanto instrumento de protecção comercial, ao contrário das tarifas ou das restrições quantitativas, não distinguem entre os sectores produtivos voltados para a exportação ou para o consumo interno de uma economia, bem como não diferenciam a produção nacional da estrangeira.

Estando patente a influência da política cambial – ou, simplesmente, das taxas de câmbio – susceptível de ser exercida sobre o comércio, acompanhando DRABEK; BRADA (1998), faz-se mister assinalar que uma variação cambial (a valorização monetária), ao

---

<sup>132</sup> Estas considerações encontram-se em SPENCE (2012: 97).

impactar os fluxos comerciais, podem instigar pressões para a alteração da política comercial ou da própria política cambial de um dado país, com finalidades proteccionistas. Tendo a apreciação cambial uma influência negativa sobre uma economia nacional, as pressões devem-se avolumar com a verificação de dados macroeconómicos “contraindicados” (deterioração da balança de pagamentos, baixo crescimento, desemprego e inflação)<sup>133</sup>. Será este um efeito colateral das taxas de câmbio que se fará sentir sobre o comércio.

Regressando ao efeito tarifa-subsídio das desvalorizações, STAIGER; SYKES (2010) afirmam que aquele raciocínio presume que toda a mercadoria a ser comercializada por um país é comercializada a partir de um preço base na sua moeda nacional. Seriam esquecidas, assim, as hipóteses de os exportadores atribuírem o preço de uma mercadoria na moeda do mercado para onde vendem (*buyers' currency*) ou o caso de o preço ser estabelecido com base numa terceira moeda (*vehicle currency*), o euro ou o dólar, por exemplo<sup>134</sup>.

Opondo-se aos “méritos” da desvalorização está também a possibilidade de a aspiração de incentivar as exportações não se realizar plenamente se os agentes económicos associarem tal depreciação à volatilidade cambial; assim, compreenderiam a existência de um risco a não assumir.

AUBOIN; RUTA (2011: 10-11) expõem o ponto de vista que destrinça os efeitos das desvalorizações entre cenários de curto e longo prazo. Neste último, os preços seriam perfeitamente flexíveis, ajustando-se a qualquer desenvolvimento económico<sup>135</sup>. Destarte, “(...) when markets have no distortions, an exchange rate misalignment – such as a devaluation of the currency – has no long-run effect on trade flow or on real economic activity, as it does not change relative prices”. Na sequência, porém, os autores consideram uma hipótese em que a depreciação cambial pode implicar efeitos de longo prazo. A desvalorização da moeda de um país, ao tornar as suas exportações mais baratas, permitiria aos seus exportadores penetrar em mercados estrangeiros e nestes se estabelecerem mais facilmente – por exemplo, por ali terem comercializado primeiro, podem já ter uma

---

<sup>133</sup> Relacionando-se com essa análise, veja-se a tese defendida por COPELOVITCH; PEVEHOUSE (2010), *supra* referida. A dinâmica aqui tratada está intimamente relacionada com o ponto de vista defendido por aqueles autores; optámos no entanto por a ter desenvolvido noutra espaço em face da consideração que a respeito dela fizemos (relacionada com as guerras cambiais).

<sup>134</sup> Em STAIGER; SYKES (2010: 599-606) analisam-se estas hipóteses e conclui-se ser duvidoso que, nestes casos, a desvalorização da moeda incentive as exportações.

<sup>135</sup> “In this context, money is like a veil to the real economy, an intuition that dates back at least to David Hume’s essays on money and the balance of trade.” Cfr. AUBOIN; RUTA (2011: 10).

carteira de consumidores fidelizados. Esta consequência não seria corrigida no longo prazo com o ajustamento dos preços. No curto prazo, por seu turno, haveria de ser reconhecido que alguns preços demandam tempo para se ajustarem (*sticky prices*). Aqui, portanto, as alterações cambiais “(...) can alter relative prices and affect both the allocation of resources between non-tradable and tradable sectors and international trade flows”.

## 7. Regulação

Tradicionalmente, num mundo em que os países desenvolvidos eram dotados de uma ascendência inquestionável sobre os países em vias de desenvolvimento, nas palavras de THORSTENSEN; MARÇAL; FERRAZ (2011: 3), “(...) quando desalinhamentos cambiais afectavam o comércio, a questão era discutida e negociada por poucas partes (...)”<sup>136</sup>. Neste sentido, os autores avançam como exemplo o Acordo de Plaza para a desvalorização do dólar, de 1985<sup>137</sup>. Celebrado entre Estados Unidos, Japão, Alemanha Ocidental, França e Reino Unido, este acordo determinou a intervenção nos mercados de câmbio para a apreciação do iene e do marco alemão em relação ao dólar.

Neste mesmo contexto de concertação internacional, rememora-se o Acordo de Louvre (1987), também celebrado com vista ao enfrentamento das graves flutuações nos mercados de câmbio; e, num passado mais distante, em 1936, o Acordo Tripartido (originariamente celebrado pelos Estados Unidos, Reino Unido e França), “(...) estabelecendo um registo internacional de paridades entre as moedas dos países participantes e acordando em excluir as desvalorizações competitivas”<sup>138</sup>.

Hodiernamente, no entanto, a proeminência assumida no comércio internacional pelos países emergentes (em especial, os BRIC) impõe o estabelecimento de uma “mesa alargada” para a discussão do assunto<sup>139</sup>. Destarte, surgem como lugar apropriado para a abordagem do tema organizações internacionais como OMC e FMI<sup>140</sup>.

---

<sup>136</sup> Segundo PORTO; CALVETE (2010: 513), durante o “período turbulento” após a decisão de Nixon de 15 de Agosto de 1971, “(...) as decisões das questões monetárias internacionais transitaram progressivamente para o G-7 ou para instâncias regionais”.

<sup>137</sup> O acordo foi assinado no dia 22 de Setembro de 1985, na cidade de Nova Iorque, no Plaza Hotel, daí o seu nome.

<sup>138</sup> Cfr. PORTO; CALVETE (2010: 495).

<sup>139</sup> Neste sentido, ao afirmar que a economia internacional mudou apreciavelmente nos últimos 25 anos, veja-se KEATING (2010) quando escreve: “The growing power of emerging economies such as Brazil, China, India, and South Korea make it much harder for a few finance ministers in a hotel room to hammer out a deal.”

Países em desenvolvimento deixaram de ser meros coadjuvantes no comércio internacional, assumindo um papel de destaque na coordenação da economia global. Na OMC, esta proeminência foi ainda maior. Uma análise crítica sobre os países em desenvolvimento na OMC encontra-se em CUNHA (2012). No FMI, pelo contrário, o papel que cabe aos países desenvolvidos ainda é muito mais preponderante.

<sup>140</sup> O problema também foi levantado junto ao G20, no entanto esta é uma análise de que não nos ocupamos, seja pela necessidade de restringir a amplitude do trabalho, seja por considerar ainda incipiente a institucionalização deste grupo (a primeira cimeira deu-se apenas em 2008), reflectida por exemplo no carácter esporádico das suas reuniões e no considerável cunho diplomático que ali impera. Refira-se apenas que desde a cimeira de Londres, em 2009, como é relatado por ANGELONI (2012: 109-111), o grupo assumiu claramente o compromisso de afastar a economia internacional dos riscos do proteccionismo [reafirmando um compromisso que já remontava à cimeira de Washington, segundo SCHOTT (2010: 1)], bem como de

Como é assinalado por FRANKEL (2013), GATT/OMC e FMI foram concebidos desde o princípio como instrumentos que deveriam evitar a deflagração de guerras comerciais ou cambiais. Vejamos então, no actual arcaboço destas duas organizações internacionais, o tratamento dispensado à manipulação desvalorizadora da moeda (ou ao desalinhamento cambial num sentido mais amplo).

## 7.1. FMI

### 7.1.1. Considerações gerais

Sucedendo a uma realidade anacrónica para a criação de um sistema financeiro internacional que demanda, por exemplo, estabilidade e movimentação financeira<sup>141</sup>, em 1944 foi fundada aquela que é actualmente uma das mais controversas organizações internacionais, o FMI, nos moldes resultantes da aceitação prévia do plano White<sup>142</sup>, nas conferências de Bretton Woods. Buscava-se, através da consagração de um código de conduta estipulado no instrumento constitutivo desta instituição, promover a estabilidade cambial, combater as desvalorizações competitivas, criar um sistema liberal de pagamentos internacionais e, por fim, garantir meios aos países para facilitar o reequilíbrio das suas balanças de pagamentos (isto é, uma função de financiamento)<sup>143</sup>.

---

orientar as suas políticas económicas de forma colaborativa, acautelando os seus impactos noutras nações. No entanto, quanto a medidas para concretizar os seus compromissos, nada se diz. Em Novembro de 2010, segundo o mencionado autor, na cimeira de Seul, o tema das guerras cambiais foi efectivamente posto em discussão. Mais uma vez, nada foi feito. Em Cannes (2011), as guerras cambiais continuavam na agenda, agora acompanhada de um foco sobre a reforma do SMI, que resultou em mais declarações esvaziadas. Factos como estes fazem parecer que as reuniões do G20, a despeito do poder económico ali reunido (ou quiçá por isso), ao tratar de assuntos delicados, são fiéis à definição de reunião do comediante estado-unidense Fred Allen: “Uma reunião consiste de um grupo de pessoas que sozinhas nada podem fazer, mas juntas decidem que nada pode ser feito.” Neste sentido, também, LIMA-CAMPOS (2013: 6): “Discussions at the G-20 (...) have not produced concrete results.”

Sobre o G20, em pormenor, *vide* ANGELONI (2012); quanto ao papel a ser desempenhado por este grupo no que concerne à *agenda* comercial, no combate ao protecçãoismo e na promoção de negociações comerciais multilaterais, veja-se SCHOTT (2010); e, ainda, no contexto das guerras cambiais, RICKARDS (2012: 125-142).

<sup>141</sup> Cfr. NETO (2012: 496).

<sup>142</sup> Como já tivemos ensejo de mencionar, ao plano White opunha-se o plano Keynes, evidenciando assim que o Fundo foi em larga medida concebido pelos Estados Unidos e Inglaterra.

<sup>143</sup> Cfr. LARANJEIRO (2009: 49). O autor assinala que é essa função creditícia do FMI que possibilita “um alívio temporário a um país em dificuldades” e conclui: “Em vez de ser forçado a recorrer a uma desvalorização cambial – já que o que se pretendia era um sistema de câmbios tanto quanto possível estáveis – as causas profundas do desequilíbrio externo podiam ser atacadas através de medidas de política económica interna.”

Para uma compreensão histórica das funções desempenhadas pelo FMI, NETO (2012: 498-500) procede a uma divisão cronológica em cinco períodos, a que, seguindo de perto o autor, abreviadamente aqui faremos alusão a título acessório.

Primeiramente, entre o seu concebimento e o período que antecede o primeiro “choque do petróleo” (1945-1971), tem-se uma actuação marcada pela reconstrução económica no pós-guerra, bem como, é importante notar, pelo incitamento a que os países-membros “(...) eliminassem progressivamente as restrições às importações que dificultam o comércio exterior”<sup>144</sup>. Por outro lado, neste mesmo período, o comércio internacional também se viu confrontado com uma especial adversidade, a falta de liquidez internacional de divisas, que viria a dar azo à criação dos Direitos de Saque Especiais (DSE).

Na sequência, tem-se o período que medeia entre 1972-1981, iniciando-se, portanto, com o *Nixon Shock* e o consequente fim do sistema de taxas de câmbio fixas, deflagrando um cenário de grave desordem no sistema financeiro internacional, que, somado aos “choques do petróleo”, pôs em situação especialmente crítica diversos países importadores, que recorreram ao Fundo a fim de reequilibrar as suas contas externas. Este período é também já a antecâmara do que se lhe segue (1982-1989), em que o FMI se incumbiu de socorrer os países (especialmente aqueles em vias de desenvolvimento) com elevada dívida externa em decorrência da crise desencadeada pelos choques do petróleo.

Entre 1990-2004, portanto num lapso de tempo que tem início imediatamente após o colapso do socialismo soviético e a queda do muro de Berlim, o FMI contribuiu para os países da antiga esfera de influência soviética na sua transição de uma economia de planificação central para uma economia de mercado.

Por último, ocorre a fase que se inicia em 2005 e que se prolonga até ao presente. Pode-se dizer que no cenário económico internacional este intervalo é marcado pelo aprofundamento da liberalização dos mercados e dos fluxos de capitais, trazendo consigo novos desafios para o FMI, a muitos dos quais o órgão não se mostrou capaz de fazer frente (ou, por crença económica, mais precisamente por influência do cariz neoliberal que tem permeado o Fundo, optou por não fazer).

---

Observe-se, segundo TORRES (2008: 5, nota 1), que em termos técnicos e legais o FMI não concede “empréstimos” aos seus membros, embora a sua assistência financeira seja normalmente descrita enquanto tal. O autor explica: “The borrower ‘purchases’ reserve assets from the Fund with its own currency and the repayment is made by ‘repurchasing’ its currency from the Fund at a determined exchange rate.”

<sup>144</sup> Cfr. NETO (2012: 498).

Actualmente, nas palavras oficiais deste órgão, a ele compete: “(...) trabalhar para impulsionar a cooperação monetária global, assegurar estabilidade financeira, *facilitar o comércio internacional*, promover altas taxas de emprego e de crescimento económico sustentável e reduzir a pobreza em todo o mundo.”<sup>145</sup> (itálico nosso)

Denota-se assim que, no contemporâneo SMI, um papel capital é cumprido pelo FMI, tal como consta do ambicioso elenco das suas competências. Quanto aos moldes de exercício das suas funções, as mesmas são, em geral, desempenhadas em conformidade com a segunda alteração dos seus Estatutos, verificada na década de 70 após o *Nixon Shock*, especialmente no que diz respeito à nova redacção que aí se deu para o art. IV.

No desiderato de dotar de efectividade os seus objectivos, o Fundo tem como principal expediente o exercício de supervisão (ou vigilância)<sup>146</sup> sobre os Estados-membros, razão pela qual, tal como assevera NETO (2012: 501), “quando um país é admitido no FMI, deve concordar em submeter suas políticas económica e financeira a exame por parte da comunidade internacional”<sup>147</sup>, pois, como defende TRUMAN (2009: 8): “The Fund itself, meaning its members as well as the management and staff, was directed to oversee the international monetary system to ensure its effective operation and to monitor country’s compliance with its policy obligations.”

### 7.1.2. Do câmbio às ajudas financeiras

Desde a sua concepção, o FMI é a organização internacional competente para tratar, entre outras, das matérias relativas ao câmbio. No passado, no entanto, a sua preocupação com o câmbio dava-se num modelo, como já foi visto, de câmbios fixos, mas

---

<sup>145</sup> *Apud* NETO (2012: 499). Com base no artigo I dos Estatutos aprovados em Bretton Woods, PORTO; CALVETE (2010: 524) enumeram os objectivos do Fundo: “(...) a promoção da cooperação internacional em assuntos monetários, o aumento do emprego e do rendimento real através da expansão e do equilíbrio do comércio internacional, a estabilidade cambial, a multilateralização do sistema de pagamentos (para transacções correntes), o seu financiamento temporário (sob salvaguardas adequadas) e o contributo para a correcção dos desajustes da balança de pagamentos.”

<sup>146</sup> Seguindo NETO (2012: 501), a supervisão consubstancia-se no acompanhamento regular das economias e na assessoria aos países, a fim de “(...) identificar debilidades que vêm causando ou que possam vir a causar instabilidade económica”. A par da supervisão dos países (*country surveillance*), o Fundo também supervisiona regiões (*regional surveillance*) – trata-se de regiões que se assumam enquanto uniões monetárias – e ainda exerce uma supervisão global (*global surveillance*). Para a caracterização de cada uma das mencionadas espécies de supervisão, veja-se NETO (2012: 501-502).

<sup>147</sup> Este exame pela comunidade internacional procurará averiguar se um qualquer país está comprometido com políticas para um crescimento ordenado que, por exemplo, e isto reveste especial interesse para o nosso estudo, não se utilize do artifício da manipulação sobre a taxa de câmbio como instrumento para se munir de uma vantagem competitiva injusta. Cfr. NETO (2012: 501).

ajustáveis, segundo o padrão dólar-ouro<sup>148</sup>. A par desta sua atribuição, e relacionada com ela, o FMI cuidava ainda de matéria de balança de pagamentos. Com o *Nixon Shock*, a realidade transmuta-se. Os países-membros poderiam a partir de agora fazer opção pelo modelo de determinação do câmbio a ser seguido, fosse fixo, flutuante ou uma opção mitigada<sup>149</sup>. Nesta novel conjuntura, a incumbência de supervisão do Fundo expandiu-se “(...) a toda a política cambial dos Estados-membros e às opções da política económica com implicações no valor da moeda (...)”<sup>150</sup>.

Neste novo contexto seria de se deduzir que o papel do FMI em matéria cambial seria mais constante, dadas as novas dificuldades que agora se levantavam. Apesar disso, desde então, as pronúncias de relevo do FMI em matéria cambial não acompanharam a importância de que o órgão se reveste para o assunto.

Sob pedido dos membros do GATT, em 1984, o FMI fez publicar diversas análises sobre as incidências das variações cambiais no comércio internacional; no entanto, como notam THORSTENSEN; RAMOS; MULLER (2011: 5), ali vertiam-se “(...) evidências inconclusivas sobre a relação entre volatilidade cambial sobre os fluxos de comércio mundiais, podendo ora ser positiva, ora negativa (...)”. AUBOIN; RUTA (2011: 4) parecem entender de forma mais conclusiva o resultado do estudo empreendido pelo Fundo, afirmando que ali se vertem evidências de que os efeitos negativos da volatilidade cambial sobre o comércio internacional são pequenos.

Em 2004, num *paper* intitulado “Exchange Rate Volatility and Trade Flows”, o FMI actualizou, com novos desenvolvimentos teóricos e metodológicos, os dados de mais de duas décadas de inércia a respeito do assunto. Tanto tempo depois, como observam AUBOIN; RUTA (2011: 7), as conclusões são as mesmas, ao não ser mencionada uma relação negativa “óbvia” entre fluxos comerciais e volatilidade cambial, embora relativamente ao comércio bilateral sejam encontradas evidências de redução do comércio (embora não elevada) quando confrontado com um câmbio volátil. Assim, lê-se na

---

<sup>148</sup> Na sua génese, escrevem PORTO; CALVETE (2010: 525), “(...) o Fundo fazia respeitar o compromisso de estabilidade cambial assumido por cada país-membro ao comunicar-lhe a paridade central da sua moeda face ao ouro ou ao dólar (com um desvio tolerado de 1%, para cima ou para baixo, e com procedimentos específicos para alteração dessa paridade).”

<sup>149</sup> Opção estabelecida *de jure* na segunda emenda aos Estatutos do Fundo, já aqui citada.

<sup>150</sup> Cfr. PORTO; CALVETE (2010: 525).



conclusão do artigo em causa: “(...) do not appear to be strong grounds to take measures to reduce exchange rate movements from the perspective of promoting trade flows.”<sup>151</sup>

Em face das complicações que, portanto, se impuseram ao FMI no tratamento da matéria cambial, este órgão, furtando-se ao tratamento do assunto, foi progressivamente dando mais atenção às balanças de pagamentos (e outros aspectos macroeconómicos), ao ponto de hoje ser visto, pela generalidade das pessoas, como um órgão responsável por fornecer ajudas financeiras aos seus membros, garantindo a sua liquidez (o FMI enquanto um *lender of last resort* por excelência)<sup>152</sup>.

Os empréstimos por parte do FMI, igualmente, não estão isentos de críticas. Não sendo esta uma análise que para aqui se convoca, refira-se tão-só que o papel do Fundo aquando da concessão de um empréstimo, influenciando notavelmente sobre as políticas internas de um estado, alterando, em alguns casos, a sua própria estrutura económica, é visto por muitos como uma interferência indesejável<sup>153</sup>, ainda mais quando promove políticas económicas restritivas.

Com PORTO; CALVETE (2010: 548), cumpre assinalar que o termo do período de estabilidade cambial, na qual se assentou a criação do FMI em Bretton Woods, e o sucedâneo estabelecimento de um regime baseado na adopção de taxas de câmbio flutuantes – não necessariamente por todos os países, mas certamente pelas economias

---

<sup>151</sup> *Apud* AUBOIN; RUTA (2011: 8).

<sup>152</sup> Neste sentido, NETO (2012: 503) escreve: “Qualquer um dos Estados-Membros, seja ele industrializado, seja ele subdesenvolvido ou situado no grupo intermediário, pode recorrer ao FMI para financiar suas dívidas, caso se depre com dificuldades no balanço de pagamentos (...)”. Esta função de prestamista de última instância no plano internacional ficou patente no pós-crise de 2008, com vários países recorrendo ao FMI para obter recursos que garantissem, em alguns casos, a própria solvência dos Estados. Esta “corrida” ao Fundo, como assinala NETO (2012: 504), esteve no âmbito de “uma ampla revisão de suas formas e condições para fornecer empréstimos”. O autor aí elenca as mudanças práticas resultantes desta revisão. A concessão de empréstimos, por outro lado, está subordinada a certas condicionantes; assim, a concessão dos mesmos faz-se acompanhar ainda de programas discutidos entre a instituição e os governos nacionais, que possam vir a garantir o alcance das metas pretendidas para pôr termo aos problemas enfrentados: trata-se das *letter of intent*. O cumprimento dos objectivos em causa são também requisito para a continuidade do acesso ao empréstimo, que é liberado em *tranches*.

O que aqui nos preocupamos em relatar é um quadro geral dos empréstimos concedidos pelo FMI, sendo de notar, no entanto, a existência de modalidades específicas de acesso ao crédito. Sobre estas, ver NETO (2012: 506-508) e PORTO; CALVETE (2010: 534-542). Quanto às várias modalidades de financiamento à disposição do Fundo, para efeitos do presente trabalho, na medida em que é nosso cuidado mostrar um papel que pode ser desempenhado pelo FMI no sentido de contribuir para o melhoramento do comércio internacional (que justificará, outrossim, uma actuação colaborativa com a OMC), menciona-se aqui o Mecanismo de Integração do Comércio (*Trade Integration Mechanism*). Através do mesmo é estabelecida a possibilidade de concessão de empréstimos a países em vias de desenvolvimento “(...) cujo balanço de pagamentos esteja enfrentando problemas causados pela liberalização do comércio multilateral (...)”. Cfr. NETO (2012: 507).

<sup>153</sup> Posicionando-se nesta direcção, *vide* TRUMAN (2009: 5).

mais importantes –, comprometeu sobremaneira o papel desempenhado pelo Fundo “(...) como instância de regulamentação e controlo de aplicação das normas (...)”. Por outro lado, a sua função financiadora, embora também comprometida, foi menor que a função reguladora<sup>154</sup>.

Dado que a questão não se prende exclusivamente com o câmbio, mas também com o comércio internacional, cremos que a atribuição de um papel de relevo à OMC se afigura, para além de adequado, necessário (*infra*). Todavia, não deve o FMI descurar um assunto que é da sua competência e, embora se relacione também com o comércio internacional, lembra-se que esta instituição, em suas próprias palavras, está comprometida a trabalhar no sentido de facilitar o comércio mundial.

### 7.1.3. Artigo IV, secção I, iii

Como já foi assinalado, especificamente sobre a relação entre câmbio e comércio, surge o art. IV, que trata das desvalorizações competitivas na secção 1, iii, do acordo desta organização<sup>155</sup>. Nesta disposição, assim como em todas as demais do art. IV que versam sobre as políticas cambiais como um todo (*exchange arrangements*), fixam-se obrigações aos Estados-membros do FMI e institui-se um mecanismo de *surveillance* por parte deste fundo sobre aqueles Estados<sup>156</sup>, que se caracteriza, por exemplo, pela exigência de realização de consultas, conhecidas no jargão do órgão como *Article IV consultations* (missões ou consultas do Artigo IV).

Nos termos dos Estatutos do FMI (art. IV, secção 1, iii), consagra-se o comprometimento dos estados a não incorrerem em desvalorizações competitivas, ao prescrever que cada membro “Evitará a manipulação das taxas de câmbio ou do sistema monetário internacional de modo a obstar ao ajustamento efectivo das balanças de pagamentos ou obter vantagens competitivas indevidas em relação aos outros membros” – passagem esta que tem sido identificada com o conceito de desvalorizações competitivas. Como referem STAIGER; SYKES (2010: 589), fica por esclarecer nesta disposição o significado de termos como “manipulação” ou “vantagens competitivas indevidas”.

---

<sup>154</sup> Neste sentido, também THORSTENSEN; RAMOS; MULLER (2013: 357).

<sup>155</sup> O art. IV, secção 1 intitula-se “Obrigações Gerais dos Membros”. Segundo MEDEIROS (2013: 452), este dispositivo “(...) caminha no sentido da orientação da política económica, revolucionando, efectivamente, o sistema até então vigente”.

<sup>156</sup> Sobre a supervisão, ver *supra*.

Em conformidade com o que nos é narrado por TRUMAN (2009: 8-11), em 1977, o Conselho Executivo do Fundo adoptou uma decisão plasmando as *guidelines* para a supervisão das políticas cambiais dos seus membros. No entanto, certamente por conta do melindre da matéria, o autor refere, com base num relatório do *Independent Evaluation Office* do FMI, de 2007, que aquelas directrizes foram largamente ignoradas. Desta forma, neste mesmo ano, em Junho, o Conselho Executivo renova a decisão sobre a supervisão cambial. Porém, este mais recente posicionamento ainda é alvo de crítica, por se entender não trazer novidades e por confundir, mais do que esclarecer sobre as obrigações cambiais dos países-membros do Fundo, para além de não ter produzido qualquer resultado prático. O aludido autor narra ainda novas movimentações entre os órgãos do Fundo, nos anos de 2008 e 2009, a fim de conceder alguma eficácia no tratamento da matéria. No geral, resultados práticos continuam a não se verificar.

Apesar das escassas evoluções, aquela decisão de Junho de 2007 do Conselho Executivo do FMI teve o mérito de ao menos fornecer elementos para a compreensão dos termos “manipulação” e “vantagens competitivas indevidas” inscritos no art. IV, secção 1, iii dos Estatutos do Fundo; relacionado com estas expressões, a decisão ainda proveu a explicação do que seria um “desalinhamento fundamental”<sup>157</sup>. Da conjugação da explanação destes termos, acompanhando STAIGER; SYKES (2010: 591), resulta, em suma, que: “(...) before an IMF member may be found to have engaged in illegal currency manipulation to affect the balance of trade, it must have deliberately affected the exchange rate to a degree sufficient to cause ‘fundamental misalignment’, and must have done so for the ‘purpose’ of increasing net exports.” Refira-se ainda que, de acordo com a decisão do FMI, no que diz respeito à finalidade da política seguida pelo Estado-membro, caberá sempre a este o benefício da dúvida – transparecendo, desde aqui, o melindre de um problema relacionado com manipulação cambial.

Relativamente à supervisão a que o FMI se encontra vinculado em matéria cambial, TRUMAN (2009: 10) entende que a mesma tem sido “falhada”. Outros vão mais além e afirmam que nunca houve sequer um “acordo substancial” sobre a política cambial dos países que permita que alguma regulação ou supervisão seja levada a cabo pelo Fundo. Nesta direcção, HUFBAUER; SCHOTT (2012: 11) assinalam: “While the IMF has a clear role

---

<sup>157</sup> Veja-se STAIGER; SYKES (2010: 590) com a definição destes termos, como consta da decisão em causa.

in calling out currency manipulation this has practically never been done.” Evidenciam-se, assim, os constrangimentos a que fica sujeita a regulação de uma clara atribuição desta organização internacional<sup>158</sup>.

O Fundo nunca noticiou publicamente a violação do artigo em causa por parte de um país-membro, embora se conheça a existência de consultas relativas à manipulação cambial com a Suécia e a Coreia, em 1982 e 1987, respectivamente. Nestas ocasiões, apesar de o FMI ter concluído que as taxas de câmbio daqueles países estavam desvalorizadas, a acusação de manipulação do câmbio acabou por não ser concretizada<sup>159</sup>. Na sequência da mais recente decisão a respeito da supervisão cambial, de 2007, TRUMAN (2009: 9) refere que há um certo consenso fora do FMI de que o *staff* desta organização teria identificado e relatado para o Conselho Executivo situações credoras de apreciação, ao poder envolver casos de desalinhamento cambial. Apesar disso, o Conselho Executivo não seguiu adiante na avaliação dos casos. Para além disso, o próprio regular desenvolvimento de consultas ao abrigo do art. IV foi obstado pelas autoridades dos países alvos (v. g. a China, que votou contrariamente àquela decisão de 2007).

Deste modo, TRUMAN (2009) faz incluir entre os desafios regulatórios a enfrentar pelo FMI um *approach* ao artigo IV, pois, acompanhando GAGNON (2012: 8), “[u]ndoubtedly, the IMF should be more aggressive in citing countries for currency manipulation during its regular review of economic policies under Article IV”. Ao pertencer o mesmo ao âmbito de regulação formal do FMI, dever-se-ia esperar que as suas disposições fossem entendidas devidamente pela generalidade dos membros do Fundo e a sua aplicação efectiva, superando o *non-confrontational consensus*<sup>160</sup> por parte do Fundo relativamente ao Artigo IV.

A efectividade das disposições do Fundo está, contudo, condicionada pela ausência de um *enforcement* credível nesta instituição. Como elenca TRUMAN (2009: 3): “(...) aside from naming and shaming a member for its transgressions, the IMF has only a limited number of enforcement tool, such as denying access to IMF credit, limiting voting rights,

---

<sup>158</sup> Sobre as razões desta fragilidade, os autores notam: “It may well be that the management of the Fund was not sufficiently aggressive in implementing its responsibilities. However, the central point is that not enough members of the IMF wanted the IMF management to be proactive in this area.” Em seguida, rematam: “The unfortunate result, as viewed by some, is a weaker IMF.” (p. 10).

<sup>159</sup> Cfr. GAGNON (2012: 8, nota 13).

<sup>160</sup> Esta é uma expressão encontrada em STAIGER; SYKES (2010: 593).

and – at the extreme – expulsion from membership in the Fund.”<sup>161</sup> A consagração destas sanções por incumprimento das obrigações deu-se na terceira emenda aos Estatutos do Fundo<sup>162</sup>.

Ainda acompanhando o referido autor, a efectivação por parte do FMI da sua regulação também sofre com as dificuldades experimentadas na busca de informação pormenorizada a respeito de dados económicos dos seus membros (*inter alia*, as suas reservas internacionais), que por vezes falham ou se recusam a fornecê-los. Posto isto, TRUMAN (2009: 7) observa: “Given the fact that seemingly trivial regulatory matters, such as the provision of information to the IMF staff, are a challenge for IMF members to implement and enforce, it is no surprise that the challenge is even greater when it comes to members’ exchange rates obligations.”

A obstar à actuação do FMI, não só na matéria que aqui tratamos, está também o défice de legitimidade inscrito na sua estrutura de governança, nomeadamente no que diz respeito à distribuição de quotas entre os seus membros (mas não só); ao beneficiar as nações mais prósperas, nega uma participação activa aos países em vias de desenvolvimento (aqueles que presumivelmente a ele devem recorrer com mais frequência) nos processos decisórios do Fundo<sup>163</sup>.

Sucintamente, a impossibilidade do exercício de um poder coercitivo por parte do FMI, somado a uma actuação não colaborativa por parte dos seus membros, malogra o que na secção I do art. IV dos seus Estatutos se reconhece como finalidade essencial do SMI: “proporcionar uma estrutura que facilite as trocas de bens, serviços e capitais entre os países, que seja favorável a um sólido crescimento económico.”

---

<sup>161</sup> GAGNON (2012: 8), ao lembrar outros autores, refere as mesmas alternativas enquanto propostas para dotar o FMI de mais efectividade na matéria que tratamos: para além das consultas, o Fundo poderia fazer críticas públicas a um país manipulador, suspender os seus direitos de voto e, em última instância, expulsar o país da organização internacional em causa. Na sequência, correctamente, GAGNON (2012: 8) afasta tais soluções: “(...) these steps appear to be either relatively weak or not very credible. What is needed is a sanction tool that can hurt a creditor country without completely alienating it from the global system.”

<sup>162</sup> Cfr. PORTO; CALVETE (2010: 522).

<sup>163</sup> Sobre a distribuição de quotas no FMI e o seu défice de legitimidade, *vide* TORRES (2008). Neste artigo, o autor perscruta soluções para a recuperação da credibilidade do Fundo enquanto verdadeira instituição multilateral.

## 7.2. OMC

### 7.2.1. Considerações gerais

Na sequência da Segunda Guerra Mundial, com as principais economias do mundo fortemente envolvidas no conflito e com o continente europeu devastado, teve início um necessário processo de reconstrução da economia global. Igualmente, o reconhecimento do potencial negativo de um “entendimento não cooperativo ou até mesmo conflituoso das relações comerciais internacionais”<sup>164</sup>, explica os esforços em se erigir um novo panorama para a economia internacional.

Neste contexto, em 1947, surge o GATT com o desígnio de, num domínio multilateral e cooperante<sup>165</sup>, reduzir potenciais barreiras ao comércio internacional, nomeadamente através da diminuição dos obstáculos pautais. A redução da tributação alfandegária, por outro lado, deu azo ao surgimento de outras ferramentas de defesa comercial, pois tão apreciáveis foram as reduções que, como assinala CUNHA (2008: 61, nota 89), “(...) os impostos alfandegários normalmente aplicados e previstos nas pautas aduaneiras deixaram, em muitos casos, de poder regular eficazmente a pressão exercida pela concorrência externa na produção interna dos países”<sup>166</sup>.

Destarte, o âmbito de regulação da OMC vê-se impelido a expandir-se sob pena de serem malogrados os esforços de liberalização comercial internacional. É nesta conjuntura que as desvalorizações competitivas se assumem como alternativa para os países e que se clama por um papel da OMC no que a este assunto diz respeito. Afinal, fazendo uso das palavras de MOREIRA (2014: 27-28):

“(...) ao contrário do livre-cambismo oitocentista, de origem exclusivamente unilateral ou bilateral, a actual política de liberalização do comércio externo assenta em instituições e normas globais, consubstanciadas respectivamente na OMC (e no seu sistema de resolução de litígios) e nos acordos comerciais do universo da

---

<sup>164</sup> Cfr. CUNHA (2008: 157).

<sup>165</sup> Esta índole cooperante da OMC dá substrato para que se sufrague o entendimento de que a mesma é uma instituição dirigida pelos seus membros (*member driven*), a quem pertence a OMC. Desta compreensão resulta, por exemplo, que as suas decisões sejam tomadas por consenso.

<sup>166</sup> Nota-se que as reduções alcançadas multilateralmente se encontram consolidadas e que os países não têm optado por as contrariar.

OMC, a começar pelo seu próprio estatuto (Acordo de Marrakesh). Trata-se, portanto, de uma *liberalização regulada*, baseada em normas (*rules-based*) dotadas de carácter vinculativo e susceptíveis de serem efectivadas mediante sanções.

A regulação do comércio internacional compreende não somente os temas propriamente comerciais (...) mas também temas relacionados com o comércio internacional (*trade related*) (...)"

O recente cenário de recessão mundial arrastou consigo desafios para a efectividade do desígnio liberalizador do comércio internacional da OMC. EVENETT (2008) advoga que, ao contrário do que comumente se defende, em face da gravidade da contemporânea crise internacional, a efectividade desta organização foi posta em causa, na medida em que o seu aparato regulador não obsteu a comportamentos proteccionistas por parte dos seus membros, dando azo ao que o autor refere como um *murky protectionism*<sup>167</sup>.

Todavia, deve-se reconhecer que desde o momento em que foi concebido, passando pela sua conversão à OMC em 1994, até aos dias de hoje, o sistema GATT/OMC em muito contribuiu para o desenvolvimento do comércio internacional<sup>168</sup>, seja por meio do seu contínuo alargamento a novos países ou seja, especialmente, pelo constante esbatimento dos entraves ao fluxo do comércio entre nações.

### 7.2.2. O câmbio na OMC

As relações entre o câmbio e o comércio internacional estiveram sempre presentes, directa ou indirectamente, no âmbito do sistema GATT/OMC. Ainda durante a Conferência de Londres, que visava a criação da OIC<sup>169</sup>, no art. 29.º, como notam IRWIN;

---

<sup>167</sup> Distinguindo entre “velho” e “novo” proteccionismo, baseando-se em evidências quantitativas, EVENETT (2012: 74) conclui que “(...) in times of systemic economic crisis, the prevailing patchwork of multilateral trading obligations is much weaker than many realize”. Neste sentido, também STAIGER (2012), ao considerar como inadequado o tratamento dispensado pela OMC aos obstáculos não pautais.

<sup>168</sup> Segundo CUNHA (2008: 158): “A partir do fim da segunda guerra mundial, o constante aumento das taxas de abertura ao comércio externo das economias industrializadas reflecte a crescente interdependência dessas economias, ou seja, reflecte progressos na integração económica à escala internacional. Nessa medida, o GATT veio a revelar-se um factor impulsionador da globalização.”

<sup>169</sup> Deve ser lembrado que o GATT, no princípio, era uma parte da Carta de Havana, que criava a OIC. IRWIN; MAVROIDIS; SYKES (2008: 98) ensinam: “The GATT was drafted in a series of negotiations of the so-called *Preparatory Committee* for the ITO held between 1946 and 1948 in London, New York, Geneva, and finally in Havana.” Como se pode deduzir da passagem, a Conferência de Londres, enquanto

MAVROIDIS; SYKES (2008: 155), afirmava-se que: “(...) quantitative restrictions can also be imposed for reasons having to do with the exchange rate of national currencies.” Ora, traduz isto a compreensão pela OIC de que câmbio e comércio internacional não são matérias estanques e que, eventualmente, restrições ao comércio poderiam ser levantadas em nome da preocupação com a taxa de câmbio, na altura sob um regime de paridade fixa. Estes autores observam, igualmente, que naquela mesma disposição se consagrava um procedimento de cooperação entre OIC e FMI nas matérias relativas à balança de pagamentos e aos câmbios<sup>170</sup>. Como aqui se verá, a despeito de, desde um estágio embrionário da concepção da OIC e das actividades do FMI, já se pensar numa actuação concertada destes órgãos, a verdade é que passado mais de meio século a relação entre o órgão herdeiro da OIC – a OMC – e o FMI ainda é uma questão mal resolvida.

Como aludem THORSTENSEN; RAMOS; MULLER (2011: 2), aquando das negociações do GATT, a questão já havia sido abordada, tendo então sido classificada como irrelevante, facto compreensível dado que, na altura, o SMI se estruturava com base no modelo de câmbio do padrão ouro-dólar. Os mesmos autores apontam, ainda: “Com a introdução de taxas de câmbio flutuantes, nos anos 1970, os impactos dos desalinhamentos cambiais chegaram a ser discutidos em algumas reuniões do GATT.”

O problema, no entanto, só passou a gozar de mais atenção por parte da OMC após o ingresso da China neste organismo<sup>171</sup> e quando se passou a dar conta dos novos

---

primeira, teve lugar em 1946. Ao longo do presente trabalho faremos alusão ainda às Conferências de Nova Iorque e Genebra.

<sup>170</sup> IRWIN; MAVROIDIS; SYKES (2008: 155) notam que na Conferência de Nova Iorque (concluída em princípios do ano de 1947 – sobre esta: *idem*, 111-114) se reproduziram de forma muito próxima estas disposições; tratava-se dos arts. XIII do Projecto do GATT de Nova Iorque e 29.º do Projecto da Carta da OIC de Nova Iorque.

<sup>171</sup> Como se viu, a China, para além de ser comumente acusada de praticar manipulações cambiais, é também o maior exportador mundial. HUFBAUER; SCHOTT (2012: 11) afirmam: “China’s huge and persistent trade surpluses, coupled with consensus estimates of undervaluation, have sparked a debate over the renminbi exchange rate and, in the absence of forceful IMF action, a quest for WTO review.”

Sobre o ingresso da China na OMC, ver DAN (2001: 47-58). Em particular no que diz respeito às reformas cambiais necessárias neste processo, seguindo de perto aquela autora, refere-se que, por esta via, se buscou a promoção das exportações (entendia-se que a moeda chinesa, por ser sobrevalorizada, obstruía as exportações – neste sentido, a moeda chinesa foi, oficialmente, desvalorizada) e a actuação dos poderes de mercado sobre a taxa de câmbio do yuan, através da passagem de um regime cambial centralizado para um regime de taxa dual de câmbio (1988-1993). Sobre este regime, DAN descreve que o mesmo era constituído por dois elementos “(1) o regime de afectação administrativa através dos planos cambiais; (2) compras e vendas de rendimentos de divisas conservados através dos centros de câmbio” (p. 48). O regime em causa, no entanto, não promoveu integralmente o funcionamento do mercado ao “(...) não [reflectir] os preços reais que, sucessivamente, podiam exercer influências penetrantes na economia chinesa.” (p. 48). Na sequência, “Em 1 de Janeiro de 1994, a China uniformizou as taxas de câmbio oficiais e as taxas de câmbio dos centros



desenvolvimentos resultantes da combinação entre políticas monetárias não convencionais e o fluxo mundial de capitais (*supra*).

A relutância de vários países em aceitar a política cambial chinesa que actualmente se patenteia e o levantamento desta questão no âmbito do sistema GATT/OMC não constituem novidade. No caminho da reforma para a abertura económica chinesa, a transição do modelo centralizado para o regime de taxa dual<sup>172</sup> foi questionada internacionalmente por desarmonia com as regras tanto do GATT quanto do FMI. DAN (2001: 55) refere que se argumentava que o regime em apreço consubstanciava “(...) um obstáculo não pautal com a característica proibitiva do comércio externo da China”. Embora o regime de taxa de câmbio dual não seja proibido pelo GATT, certo é que, salvo em casos excepcionais, os Estados não podem limitar as suas importações no intuito de favorecer a sua balança de pagamentos, o que acabava por acontecer em conformidade com o funcionamento do regime de taxas duais<sup>173</sup>. A mesma autora pontua que os controlos monetários foram alvo de contenda “(...) durante os últimos três anos das negociações contínuas entre a China e o Grupo de Trabalho do GATT sobre a candidatura

---

de câmbios e estabeleceu um mercado cambial inter-bancário unificado” (pp. 48-49) e, desde 1996, o yuan goza de convertibilidade de conta-corrente.

Previamente à reforma e à abertura da economia chinesa, o câmbio tinha pouca importância para as relações económicas externas daquele país, no qual “(...) todas as relações comerciais externas foram orientadas rigorosamente segundo planos directores de importação e exportação” (p. 48); ao câmbio ficava delegada apenas uma função de contabilidade nos planos directores. DAN refere que a função e a importância das taxas de câmbio mudam em 1978, “(...) após a descentralização do direito à exploração do comércio externo para os governos subnacionais e demais empresas” (p. 48).

Era justamente esta conjuntura antecessora da reforma que justificava a sobrevalorização do yuan; dado que os fluxos de comércio chinês se determinavam nos planos directores, o câmbio era influenciado por poucos factores não-comerciais, quais sejam “(...) as remessas pelos chineses no estrangeiro e os rendimentos do turismo” (p. 49). Desta forma, conclui DAN, “(...) a taxa de câmbio era fixada com base nos produtos de consumo na China e nas principais cidades do mundo. Uma vez que os produtos de consumo na China eram sub-avaliados, isto conduziu à sobrevalorização do renminbi.” (p. 49). O processo de desvalorização que se seguiu no desígnio de favorecer os lucros das exportações teve início em 1981 e “(...) marcou um momento decisivo nas políticas cambiais da China” (p. 50). A progressiva desvalorização do yuan é evidenciada ao notar-se que, de uma paridade 1.56 yuan por dólar americano em 1979, se transitou para valores acima de 8 yuan por dólar americano desde 1994 (*vide* p. 52, onde a autora apresenta um quadro das taxas de câmbio oficiais de yuan entre 1979-1998).

<sup>172</sup> Sobre a reforma, ver nota anterior.

<sup>173</sup> Segundo DAN (2011: 55), “(...) este mecanismo de taxa dual serviu como instrumento de subsídio do Estado para as empresas estatais que controlavam a importação, ou seja, através da manutenção da diferença imposta artificialmente entre as taxas de câmbio oficiais e as taxas flutuantes nos centros de câmbio, (...) o governo da China podia proteger algumas indústrias permitindo-lhes pagar as mercadorias importadas a uma taxa oficial sobrevalorizada”. O regime de taxa dual funcionava igualmente como imposto invisível no comércio monetário, “O banco central podia forçar os estrangeiros a registar os seus proventos na China à taxa de câmbio oficial, artificialmente mantida mais baixa do que nos centros de câmbio, mas o facto é que este forçava-os a fazer a remessa dos rendimentos à taxa dos centros de câmbio (...). Os investidores estrangeiros obtinham os proventos em moeda local e tinham pouco ou nenhum provento em moeda estrangeira para ajudar a pagar as importações necessárias (...)”.

da China antes da conclusão do *Uruguay Round* (...)”<sup>174</sup>. Como solução para o problema, foi assumido pela China o compromisso de, num prazo de cinco anos, se adoptar uma taxa de câmbio única<sup>175</sup> e, em seguida, a sua convertibilidade.

Consideramos que os questionamentos acerca da política cambial chinesa estão também intimamente relacionados com as dificuldades da OMC em lidar com a presença no seu âmbito de países seguidores, ainda que parcialmente, de um modelo de economia não de mercado (*non-market economies*)<sup>176</sup>, dificuldades mais patenteadas na adesão chinesa em razão do tamanho da sua economia. Diz-se parcialmente, pois, como é sabido, a integração destas economias no Sistema Comercial Multilateral demandou reformas profundas das suas estruturas no sentido de uma transição para economias de mercado, transição esta que, todavia, não se completou no caso chinês<sup>177</sup>. Assim, THORSTENSEN; RAMOS; MULLER; BERTOLACCINI (2012: 26) asseveram: “(...) há hoje evidência de que a China não tenha conduzido uma total transição em direção a uma economia de mercado, o que traz incertezas sobre a compatibilidade de seu modelo económico com as regras da OMC.” Com efeito, justamente os controlos sobre as taxas de câmbio exercidos pelo estado chinês é um dos aspectos que fazem levantar dúvidas quanto à sua harmonia com as regras norteadoras do Sistema Comercial Multilateral<sup>178</sup>.

Note-se, porém, que o anseio dos *policy makers* chineses em estabelecer o yuan enquanto moeda internacional, a ser utilizada nas transacções internacionais e enquanto forma de reserva por parte dos bancos centrais, pode contribuir para modificar o actual

---

<sup>174</sup> Cfr. DAN (2011: 56).

<sup>175</sup> Sem fazer uso do prazo que tinha em seu favor, a China pôs em vigor logo em 1994 um regime de taxa de câmbio uniforme. Cfr. DAN (2011: 56).

<sup>176</sup> Para as definições de economias não de mercado, *vide* THORSTENSEN; RAMOS; MULLER; BERTOLACCINI (2012: 5-18).

<sup>177</sup> Em THORSTENSEN; RAMOS; MULLER; BERTOLACCINI (2012: 4) lê-se: “Uma vez que a OMC não foi estruturada para regular práticas comerciais das ENMs [Economias não de mercado] e nem para forçá-las a tornarem-se economias de mercado não é capaz de supervisionar adequadamente as especificidades do comércio internacional entre economias de mercado e não de mercado, falhando em impedir práticas comerciais desleais.” Sobre as razões pelas quais a OMC não está preparada para lidar com economias não de mercado, os autores enfatizam o contexto histórico de polarização político-económica mundial em que o Sistema GATT/OMC se desenvolveu, a que acresce, “(...) possivelmente inspirados pelo recente crescimento económico robusto da China e pelo fraco desempenho das grandes economias ocidentais” (pág. 4), a dissipação do impulso liberalizador e reformista.

<sup>178</sup> No seu artigo, THORSTENSEN; RAMOS; MULLER; BERTOLACCINI (2012: 41), com a proposta de “[analisar] os desafios sistêmicos apresentados pela integração de economias não de mercado (ENMs) ao Sistema Multilateral de Comércio”, concluem, entre outras áreas (políticas de preços, subsídios, estado de direito, etc.), que as “adaptações sistêmicas” encerram obrigações em matéria cambial. Tais adaptações, para os autores, são condição *sine qua non* “(...) para o estabelecimento de condições equitativas de concorrência em relação ao comércio com a China e para o bom funcionamento da ordem jurídica da OMC.”

quadro cambial daquele país. No desiderato de alcançar a projecção internacional do yuan, repara EICHENGREEN (2013: 367), “China is committed to moving to greater exchange rate flexibility as it opens the capital account”. Neste sentido, lembra o autor, em Abril de 2012 as autoridades chinesas anunciaram o alargamento da banda de flutuação permitida para a sua moeda<sup>179</sup>. Todavia, uma vez que a economia chinesa é largamente voltada para a exportação e dado que a maior flexibilidade cambial se contrapõe àquela destinação, ainda acompanhando EICHENGREEN (2013: 368), o que se verifica é que “(...) flexibility has remained limited in practice. Each time volatility in global financial markets spikes or export growth slows, the Chinese authorities instinctively harden their dollar peg”.

Recentemente, o Brasil foi responsável por apresentar à OMC (mais precisamente, ao *Working Group on Trade, Debt and Finance* – WGTDF), em Abril e Setembro de 2011, respectivamente, as seguintes propostas<sup>180</sup>: “um programa de trabalho envolvendo pesquisas académicas sobre a relação entre câmbio e comércio internacional (WT/WGTDF/W/53).”; “(...) o exame dos instrumentos de comércio no âmbito do sistema multilateral que pudessem permitir aos membros corrigir eventuais distorções causadas por desalinhamentos cambiais (WT/WGTDF/W/56).”<sup>181</sup>

Na sequência destes pedidos, dois *papers* foram oficialmente apresentados pela OMC:

---

<sup>179</sup> Nota o autor que tal anúncio se deu estrategicamente antes de encontros do FMI e do Banco Mundial, obviamente para dissipar as pressões internacionais que naquelas ocasiões se poderiam fazer sentir.

<sup>180</sup> “Brazil, in particular, has been a leading voice in raising the issue.” Cfr. HUFBAUER; SCHOTT (2012: 12). Neste contexto, é importante referir o papel proactivo que tem vindo a ser desempenhado pelo Brasil junto da OMC, de que é exemplo a profícua participação do país junto do ORL e, outrossim, os esforços diplomáticos que foram envidados no sentido de eleger o actual director-geral. Para um relato sobre o histórico da participação brasileira junto do ORL, que se entende de sucesso – com uma actuação colaborativa entre sector privado, governo e académicos –, veja-se BADIN; SHAFFER; ROSENBERG (2012).

É todavia de questionar se esse histórico de sucesso é possível de se repetir em matéria tão intrincada para a OMC. Enquanto no ORL a actuação brasileira se dá exclusivamente na defesa dos seus interesses, o problema do câmbio na OMC, por oposição, envolve vários interesses e demanda arranjos complexos, dependentes de um esforço político generalizado. Nesta linha, BERGSTEN; GAGNON (2012b) entendem que à iniciativa brasileira dever-se-iam juntar outras nações com défices comerciais consequentes das desvalorizações competitivas e, principalmente, os Estados Unidos e a União Europeia, que, para aqueles autores, deveriam liderar os esforços internacionais.

No entanto, os mesmos autores, em BERGSTEN; GAGNON (2012a: 14, nota 14), mencionam dois erros tácticos em que incorreu a acção brasileira: atacar tanto os Estados Unidos quanto a China, desconsiderando que os *quantitative easing* e as intervenções cambiais chinesas são realidades completamente diferentes; e, segundo, recorrer imediatamente à OMC para o tratamento da questão, fazendo surgir logo o espectro das retaliações comerciais, sem que antes se explorassem outras alternativas de cooperação macroeconómica entre os países.

<sup>181</sup> THORSTENSEN; RAMOS; MULLER (2011: 2-3).

a) “The Relationship between exchange rates and International trade: a review of economic Literature”<sup>182</sup>;

b) “Use of Currencies in International trade: any changes in the picture?”<sup>183</sup>

Sendo a progressiva liberalização do comércio mundial (*free trade*) um dos objectivos da OMC, bem como o estímulo ao comércio justo<sup>184</sup> (*fair trade*), perante a relação entre o câmbio e o comércio internacional, em especial perante as práticas cambiais que distorcem o regular fluxo global do comércio, parece razoável que esta instituição deva ter uma palavra a dizer no que diz respeito às matérias cambiais. Ainda mais se considerarmos que muitos dos princípios básicos do sistema comercial multilateral possam ser postos em causa por práticas cambiais.

O princípio da não discriminação, em especial na vertente da cláusula da nação mais favorecida, pode ter a sua aplicabilidade questionada pela existência de efeitos negativos dos desalinhamentos cambiais. No entendimento de THORSTENSEN; RAMOS; MULLER (2011), perante as variadas taxas de câmbio de uma dada moeda face a outras

---

<sup>182</sup> AUBOIN; RUTA (2011), estudo por nós já referido noutras passagens. Sobre este trabalho, THORSTENSEN; RAMOS; MULLER (2011: 3) afirmam: “Apesar de o trabalho apresentar uma extensiva pesquisa sobre os efeitos do câmbio nos fluxos de comércio, não houve uma análise sobre os impactos dos desalinhamentos cambiais nos princípios, regras e instrumentos da OMC, tais como: tarifas, antidumping, subsídios, salvaguardas, regras de origem, artigo I, II, III, XXIV do GATT, apenas para citar algumas das regras que são afetadas pelo câmbio. Em conclusão, (...) analisa a questão sob a ótica do FMI, não da OMC. Em suma, usa linguagem de FMI e não linguagem de OMC.”

Neste mesmo trabalho, THORSTENSEN; RAMOS; MULLER (2011) abordam uma das temáticas que apontam como ausente na revisão de literatura da OMC, ao analisar os efeitos dos desalinhamentos cambiais sobre um dos princípios estruturantes do GATT, nomeadamente a cláusula da nação mais favorecida.

THORSTENSEN; MARÇAL; FERRAZ (2011) abordam, igualmente, uma das outras lacunas de apreciação da revisão de literatura divulgada pela OMC. Os autores tratam dos efeitos das variações cambiais sobre os impostos alfandegários, avançando também um modelo de tarifação dos desalinhamentos cambiais (tarifação do câmbio).

<sup>183</sup> AUBOIN (2012). Neste estudo, o autor expõe o papel da moeda no comércio, apontando que a relevância daquele instrumento de troca na economia internacional não se prende, na actualidade, exclusivamente com a importância de um país no comércio global, mas relaciona-se, outrossim, com o relevo de que a moeda deste mesmo país se reveste na generalidade das transacções financeiras internacionais. Aí explicam-se também as razões do predomínio do dólar e do euro no comércio internacional e questiona-se se o yuan poderia assumir um estatuto semelhante ao daquelas duas moedas, referindo os esforços do governo chinês para promover o uso internacional do yuan de forma a reflectir o peso do país asiático na economia mundial. Tecemos outras considerações a respeito deste estudo *infra*, ao deixar algumas notas sobre uma reconfiguração do SMI.

<sup>184</sup> Este intento de promoção do comércio justo imputado à OMC concretiza-se na proibição do *dumping* e dos subsídios com efeitos nas exportações, todavia, como nota CUNHA (2008: 37, nota 49), “(...) no texto do GATT não se proíbe propriamente o *dumping* ou os subsídios mas antes se procura dar aos países importadores a possibilidade de se defenderem de importações objecto de *dumping* ou de certos subsídios que prejudiquem ou possam vir a prejudicar a produção interna concorrente”. Dito isto, entende-se que as práticas no comércio internacional que não sejam leis não são peremptoriamente proscritas pelo GATT, daí que falemos num “estímulo ao comércio justo” e não, por exemplo, na sua consagração, que, quando muito, apenas poderá ser retirada do espírito do GATT de forma indirecta.

divisas e a possibilidade da sua manipulação, cada país exportador poderá ser confrontado com condições de acesso distintas num dado país importador, discutindo-se a eficácia do princípio da nação mais favorecida do Artigo I do GATT ao consagrar: “Qualquer vantagem, favor, privilégio, ou imunidade concedido por um membro a um produto originário de outro país ou a ele destinado será, imediata e incondicionalmente, extensiva a todos os produtos similares originários dos territórios de qualquer outro membro ou a eles destinados.” No entanto, na perspectiva de um único membro, o tratamento tarifário concedido por ele será sempre idêntico para os demais, havendo incompatibilidades com o princípio da nação mais favorecida apenas quando se considerem as relações bilaterais.

Como acima ficou dito, uma das formas pelas quais se almeja, no seio da OMC, a promoção do livre-cambismo prende-se com o esbatimento das barreiras pautais, a mais tradicional das barreiras ao comércio livre mundial. Porém, seguindo THORSTENSEN; MARÇAL; FERRAZ (2011: 15), a variação cambial pode também influenciar a efectividade das reduções dos impostos alfandegários: “As tarifas, instrumento básico de protecção comercial negociado ao longo de décadas, acabam sendo anuladas pelos efeitos dos desalinhamentos cambiais. Mais ainda, os desalinhamentos cambiais afectam directamente os níveis de concessões oferecidos nas negociações e os níveis de abertura comercial negociados na OMC.”

Para aqueles autores, ao serem confrontados com as cada vez mais recorrentes práticas de desvalorização cambial, torna-se imprescindível a mobilização de algum instrumento neutralizador dos efeitos do câmbio sobre os impostos alfandegários ou “(...) algo como tarifas ajustadas ou compensatórias, que, quando efectivamente aplicadas, possibilitariam a manutenção do acesso a mercados originalmente negociado” (p. 16), à semelhança dos direitos *anti-dumping* ou compensatórios. Com o que não se pode compactuar é com o cenário actual, no qual, por mais baixas que sejam as tarifas negociadas multilateralmente, por acção de uma desvalorização, é possível anulá-las e, ainda assim, manter-se completamente impune<sup>185</sup>.

---

<sup>185</sup> LIMA-CAMPOS (2013: 3-4) menciona o estudo desenvolvido pela Fundação Getúlio Vargas, que tratou de tarifar o impacto dos desalinhamentos cambiais nas pautas alfandegárias de um conjunto de países e explica os resultados dividindo os países entre aqueles com moedas desvalorizadas e outros com moedas não desvalorizadas. Nos primeiros, o estudo demonstra que a protecção tarifária de importação aumenta para valores que ultrapassam os limites das tarifas negociadas na OMC. Nos últimos, *a contrario*, denota-se um incentivo à importação que se fica a dever a uma “erosão” dos impostos alfandegários negociados em relação aos países com moedas desvalorizadas. Nestas relações nasce ainda outro perigo, o de que os seus remédios de protecção comercial também se tornem ineficazes.

Note-se que a ideia de que os desalinhamentos cambiais possam afectar negativamente os níveis de abertura comercial negociados na OMC, se encontra assumida no próprio texto do GATT, especificamente no n.º 6 do Artigo II<sup>186</sup>. Trata-se, contudo, de uma disposição anacrónica do GATT, ao fazer clara alusão ao período de vigência do sistema de Bretton Woods.

Assim, como relatam THORSTENSEN; RAMOS; MULLER (2013: 370), em 1980, buscou-se actualizar aquele dispositivo, afirmando a importância da avaliação do FMI acerca dos desalinhamentos cambiais e estabelecendo um procedimento a ser seguido por membros com moedas desvalorizadas, permitindo a renegociação dos seus impostos alfandegários. Todavia, após aquela actualização (as *Guidelines for Decisions under Article II:6(a) of the General Agreement*) nunca se questionou a renegociação das pautas aduaneiras nestes termos.

Em vista da importância do problema e da necessidade do seu devido tratamento, THORSTENSEN; MARÇAL; FERRAZ (2011: 17) questionam-se: “Frente à actual situação da Rodada de Doha, pode perguntar-se se a questão cambial não estaria por trás do impasse enfrentado.”

Quanto a nós, cremos que o problema nem sequer chegou a ser posto com um grau de atenção que justifique a origem de um impasse. Ou melhor, conhecendo-se, *a priori*, a existência de um impasse, o problema não foi levado a discussão. Não se podem esquecer as outras razões para o insucesso das negociações de Doha, como considera CUNHA (2012: 385-386):

“(...) a aplicação do princípio do compromisso único (de acordo com o qual cada um dos Estados membros da OMC se vincula a todos os acordos celebrados), o número crescente de Estados membros na organização, a expansão da agenda da OMC, as dificuldades em lidar com os sectores da agricultura e dos serviços (...) e até, incidentalmente, com o sector da indústria (...) [explicam] as dificuldades

---

<sup>186</sup> Leia-se a seguinte parte: “Por conseguinte, quando *esta paridade* for reduzida, de acordo com os Estatutos do Fundo Monetário Internacional, de mais de 20 por cento, os direitos ou imposições específicos e as margens de preferência poderão ser ajustados por forma a ter em conta esta redução (...)”.

crescentes em obter consensos e em avançar com as negociações do presente ciclo multilateral.”<sup>187</sup>

Neste sentido, ao vislumbrar a hipótese de uma solução para as desvalorizações competitivas negociada no âmbito da OMC, e considerando as dificuldades de aí se chegar a bom termo, patenteadas pelo falhanço do *Doha Round* até aqui, LIMA-CAMPOS (2013: 6) nota que qualquer negociação na matéria aqui em causa estaria destinada a ser apenas lograda no longo prazo, “(...) especially if it requires a new agreement or changes in existing rules”. A negociação da regulação de aspectos cambiais relacionados com o comércio no seio da OMC, apesar de se perspectivar longa, provavelmente mais que no FMI, alcançaria uma solução consentânea com os interesses da generalidade dos países, na medida em que as negociações naquela primeira organização se desenvolvem com base no princípio da reciprocidade<sup>188</sup>.

MATTOO; SUBRAMANIAN (2008: 20), por sua vez, defendem que a colocação do problema cambial na *agenda* do *Doha Round* poderia constituir um incentivo para governos e sector privado, pois consideram que vários dos países desenvolvidos e em vias de desenvolvimento seriam entusiásticos de tal alternativa. Contudo, já se sabe, os termos

---

<sup>187</sup> Em sentido semelhante, veja-se igualmente HUFBAUER; SCHOTT (2012: 2). Às razões já referidas por CUNHA, estes autores fazem somar a ausência de suporte político, que, no fundo, se fica a dever a algumas das próprias dificuldades já apontadas, e o conflito entre prioridades – “liberalization of trade barriers or adoption of new rules (trade remedies, intellectual property, and environment)”. Quanto ao número crescente de membros, estes autores ressaltam que “(...) the big difference between the Uruguay Round and the Doha Round is that the number of serious ‘players’ has expanded from around 10 to around 25”.

Veja-se ainda MATTOO; NG; SUBRAMANIAN (2011), com uma análise acerca das negociações do *Doha Round*, que tem em particular apreço considerações relativas ao ganho de importância da economia chinesa no cenário internacional, para quem o receio da competitividade chinesa se afigura um elemento inibidor destas negociações. Como em determinado ponto aludimos neste texto, os autores consideram o papel desempenhado nesta conjuntura pela manutenção das taxas de câmbio do yuan em valores artificialmente baixos, que favoreceram grandes desequilíbrios comerciais bilaterais de diversos países com a China (v. g. Brasil, Índia e Estados Unidos). Finalmente, MATTOO; NG; SUBRAMANIAN (2011: 6) observam: “(...) the reality and basis of Chinese trade dominance needs to be confronted as the world seeks to revive Doha or look beyond it.”

<sup>188</sup> “Este princípio, se quisermos a sua natureza pragmática, assenta numa ideia simples: as barreiras à importação de um país e a eventual aceitação da sua eliminação ou erosão têm um valor decisivo como instrumento para a obtenção de reduções pautais de outros países; por conseguinte, a possibilidade de exigir reciprocidade em processos de desmobilização pautal motiva indiscutivelmente negociações comerciais e garante resultados.” Cfr. CUNHA (2012: 373). Por extensão, aplicamos o raciocínio para a desmobilização pautal a uma possível negociação em matéria cambial. Este mesmo princípio, ressalva o autor, também pode obstaculizar a liberalização comercial, assim também pode ser ele próprio a causa para se esperar longas negociações, se levadas a cabo, a respeito do assunto que aqui tratamos.

em que são conduzidas as negociações no seio da OMC parecem ser o bastante para relativizar qualquer entusiasmo que perspetive uma solução de curto prazo.

### 7.2.3. Artigo XV, n.º 4

O pilar fundamental, tratando-se das relações entre câmbio e comércio na esfera da OMC, é o art. XV do GATT. No n.º 4 desta disposição, pode ler-se: “Os membros abster-se-ão de adoptar qualquer medida cambial que seja contrária aos objectivos das disposições deste Acordo, ou qualquer medida comercial que seja contrária aos objectivos das disposições dos Estatutos do Fundo Monetário Internacional.” Aprofundando a compreensão desta disposição, na sua versão em inglês do GATT, surge o termo frustrar (*frustrate*) os objectivos das disposições do GATT. THORSTENSEN; MARÇAL; FERRAZ (2011: 3) a este propósito referem que, em nota explicativa do Artigo XV, “(...) ficou esclarecido que o termo tem a intenção de indicar, por exemplo, que violações (*infringements*) da letra de qualquer artigo do GATT por ação do câmbio não devem ser consideradas como uma violação se, na prática, não existir desvio apreciável dos propósitos do artigo”<sup>189</sup>.

Ora, em face do que aqui abordamos acerca das desvalorizações competitivas, resulta manifesto tratar-se de uma prática cambial contrária aos objectivos do GATT. Na medida em que estas práticas malogram os fins visados pelo Sistema GATT/OMC, dever-se-ia tentar responder como dotar o artigo aqui em causa de eficácia. Como assevera LIMA-CAMPOS (2013: 5), intuitivamente, a resposta seria a submissão do assunto ao ORL. Porém, a seguir este caminho, muitos obstáculos se levantariam, que poderiam, em consequência, conduzir o ORL a uma decisão que acabasse por legitimar uma tal prática tão atentatória dos objectivos inscritos no “código genético” do GATT<sup>190</sup>.

---

<sup>189</sup> Na redacção em inglês desta nota explicativa, pode ler-se: “The word ‘frustrate’ is intended to indicate, for example, that infringements of the letter of any Article of this Agreement by exchange action shall not be regarded as a violation of that Article if, in practice, there is no appreciable departure from the intent of the Article (...)”.

<sup>190</sup> Esta é uma hipótese ponderada por LIMA-CAMPOS (2013: 5), que entende tratar-se de um risco considerável. Entre os factos passíveis de obstar a uma decisão adequada por parte do ORL, o autor cita os interesses políticos e as diferentes compreensões relativamente ao papel a ser desempenhado pelo FMI neste contexto. MATTOO; SUBRAMANIAN (2008: 9) questionam a capacidade do ORL em ajuizar um problema que classificam como “too big to litigate”, rememorando alguns casos de monta em que o papel do ORL não foi o adequado.



Até ao momento em que se escreve, este artigo nunca teve aplicação por parte da OMC, permanecendo a incógnita de saber como o mesmo seria interpretado pelo ORL e qual seria o grau de deferência para com o FMI. Como notam THORSTENSEN; MARÇAL; FERRAZ (2011: 3), “(...) nenhum membro se dispôs, ainda, a questionar outro sobre seus arranjos cambiais (...)”. Na esteira de STIGLITZ; CHARLTON (2009: 213), perante a complexidade do assunto, uma acusação de manipulação do câmbio deveria ser respaldada por provas indubitavelmente claras, em que, não os défices de comércio bilateral, mas apenas os excessos do comércio multilateral se assumiriam enquanto tais. Todavia, BERGSTEN; GAGNON (2012a: 21) notam que, “(...) the WTO itself contains no obligation for member countries to pursue balanced (even multilateral) trade”.

#### 7.2.4. Possíveis enquadramentos

Faz-se agora um apontamento sobre as vias pelas quais se pode procurar enquadrar as políticas cambiais de desvalorização monetária na OMC; assim, importará saber se as mesmas têm efeitos equivalentes às medidas que as disposições do sistema GATT/OMC proíbem<sup>191</sup>.

Uma via é considerar as desvalorizações competitivas como um subsídio para a exportação ao abrigo do Acordo sobre Subsídios e Medidas Compensatórias<sup>192</sup>. No entanto, embora sob o prisma do olhar económico esta analogia possa parecer sensata, sob o aspecto legal não parece plausível tal enquadramento<sup>193</sup>. Aquele acordo impõe como condição para a existência de um subsídio que haja uma “contribuição financeira” (ou qualquer forma de protecção de rendimentos ou de manutenção de preços, conforme o Artigo XVI do GATT) por parte de um governo ou órgão público e que este subsídio seja “específico” para uma empresa ou sector produtivo (artigos 1.º e 2.º do Acordo sobre

---

<sup>191</sup> Aqui consideramos tão-só as alternativas mais comumente (e igualmente mais importantes) arrojadas enquanto possível meio de regulação para a questão da manipulação cambial desvalorizadora no âmbito da OMC. Para uma análise mais completa, considerando diversas opções de enquadramento e as que aqui também analisamos, ver HUDSON; FARIA; PEYERL (2011).

<sup>192</sup> Para um estudo em profundidade sobre este enquadramento, *vide* LIMA-CAMPOS; GIL (2012), onde os autores se posicionam a favor de tal compreensão, sufragando sempre interpretações muito amplas das normas do Acordo sobre Subsídios e Medidas Compensatórias, posição da qual divergimos por desvirtuar o sentido das normas e por inserir incertezas no sistema.

<sup>193</sup> HUFBAUER; SCHOTT (2012: 12) reparam: “To an economist, it might seem obvious that an undervalued currency accompanied by persistent large trade surpluses demonstrates a prohibited export subsidy. A trade lawyer will warn ‘Not so fast!’ (...)”

Subsídios e Medidas Compensatórias – definição de subsídio e especificidade, respectivamente).

Obviamente, nenhuma destas condições está reunida no caso da desvalorização competitiva. Historicamente, elas não são entendidas como uma “contribuição financeira”<sup>194</sup>, bem como os seus resultados permeiam toda a economia, sem cumprir, portanto, o critério da especificidade. Com efeito, BERGSTEN; GAGNON (2012a: 20), dados as consequências económicas das desvalorizações competitivas, defendem que o Acordo sobre Subsídios e Medidas Compensatórias deveria ser emendado de forma a incluí-las no seu âmbito. No actual cenário, acompanhamos ZIMMERMANN (2011: 455) ao asseverar: “(...) it is unlikely that maintaining an undervalued real exchange rate – despite its undeniable potential, in purely economic terms, to promote exports – could be successfully challenged as an export subsidy under existing WTO rules.”<sup>195</sup>

Entende-se que, se as referidas práticas cambiais fossem tidas como subsídios para a exportação, tal poderia dar azo a que um país importador de outro que tenha a sua moeda manipulada abaixo do valor adequado fizesse uso de direito compensatório, que seria sectorial, podendo, no entanto, servir para proteger as indústrias mais afectadas por uma desvalorização. STAIGER; SYKES (2010: 613-616) apontam as dificuldades em se recorrer a tal medida, especialmente as que residem nas complicações que se impõem para tentar quantificar a medida exacta do desalinhamento cambial do país exportador a fim de determinar a proporção adequada do direito. Como já vimos, existem diversos estudos a dedicar-se às estimativas dos desalinhamentos cambiais, mas para o cálculo dos direitos compensatórios deveriam ser estimados os impactos daquelas desvalorizações sobre determinado sector produtivo de um país (*material injury*) e, aqui sim, já são escassas as metodologias econométricas para o seu cálculo. Em qualquer dos casos, ainda se põe a questão se saber qual o modelo a ser adoptado.

---

<sup>194</sup> As intervenções estatais para desvalorização da moeda costumam dar-se pela compra ou venda da mesma nos mercados cambiais ou mediante a injeção directa de liquidez na economia. Nenhuma dessas hipóteses se coaduna com as quatro espécies de contribuição financeira consideradas, de forma exaustiva, no artigo 1.º do Acordo sobre Subsídios e Medidas Compensatórias. Quanto às “formas de protecção de rendimentos ou de manutenção de preços” do Artigo XVI do GATT, JUNG (2012: 191) e ZIMMERMANN (2011: 449) notam que aqueles termos nunca tiveram o seu sentido clarificado pelo ORL. No entanto, mesmo que aí, eventualmente, se abarcassem as desvalorizações competitivas, o critério da especificidade continuaria a não ser cumprido.

<sup>195</sup> Nestes sentidos, veja-se também HUFBAUER; SCHOTT (2012: 12), JUNG (2012: 191-192) e HUDSON; FARIA; PEYERL (2011: 44-65).

Outra alternativa avançada é, ao sufragar ser a desvalorização monetária uma tarifa para as importações, enquadrá-la no âmbito da *non-violation doctrine* (art. XXIII do GATT)<sup>196</sup>. Neste caso, seria arguido que, embora a prática da desvalorização monetária não seja proibida, ela pode frustrar expectativas razoáveis de acesso ao mercado que resultam das concessões tarifárias negociadas. Tradicionalmente, a *non-violation doctrine* tem sido utilizada para preencher lacunas das disposições do sistema GATT/OMC e, como se viu, da existência do disposto no n.º 4 do art. XV do GATT resulta que não se está aqui perante uma matéria lacunosa.

Como notam STAIGER; SYKES (2010: 611), ao contrário dos casos em que são violadas as normas do Sistema GATT/OMC, um país que recorra com sucesso ao ORL com base na *non-violation doctrine* não obrigará a contraparte a retirar a medida questionada, devendo, todavia, sofrer retaliação ou prover uma compensação.

Assim, entendendo as desvalorizações competitivas enquanto tarifa sobre as importações, poderia defender-se, como retaliação, a consagração de tarifas ajustadas ou compensatórias às importações provenientes dos países que desvalorizem a sua moeda. Porém, tal medida não resguardaria directamente os interesses dos exportadores de países afectados pela desvalorização alheia no acesso aos outros mercados. No outro flanco, segundo BERGSTEN; GAGNON (2012a: 20), uma tarifa desta índole seria um instrumento de agressividade capaz de dissuadir do plano internacional as práticas de manipulação desvalorizadora das moedas<sup>197</sup>.

Ainda em conformidade com aqueles autores, refira-se que para os países-membros da OMC, via de regra, esta alternativa apenas está à disposição daqueles com graves problemas relacionados com a sua balança de pagamentos, de acordo com o artigo XII do GATT, e a sua aplicação deve ser igual em face de todos os seus parceiros comerciais. Assim, concluem que tarifas ajustadas ou compensatórias estão longe de se coadunarem com as normas de direito internacional, podendo, porém, ser autorizadas mediante um

---

<sup>196</sup> “The non-violation doctrine under WTO law allows member nations to advance claims that a foreign practice, otherwise permissible under WTO law, frustrates reasonable market access expectations associated with tariff concessions.” Cfr. STAIGER; SYKES (2010: 611).

<sup>197</sup> Uma medida semelhante foi seguida pelos Estados Unidos em 1971, no contexto do *Nixon Shock*, como instrumento para alcançar o ajustamento das taxas de câmbio, nomeadamente a revalorização das outras moedas face ao dólar. As autoridades norte-americanas, à época, acreditavam que simplesmente pôr termo ao padrão dólar-ouro não seria suficiente para induzir os demais países a revalorizarem as suas moedas. O lançamento desta sobretaxa sobre as importações foi bem-sucedido, contribuindo para a celebração do Acordo Smithsonian para a revalorização das moedas, apenas quatro meses depois. Para uma análise histórica desta medida, veja-se IRWIN (2013).

recurso junto da OMC ao abrigo do art. XV ou da *non-violation doctrine* que tenha sucesso.

Por último, refere-se a hipótese da utilização de direitos anti-*dumping* para confrontar a desvalorização da moeda do país exportador, que seria vista como uma espécie de “*dumping* cambial”. Cumpre lembrar que este enquadramento não é uma ideia nova, pois “[j]á na origem do GATT, o tema foi levantado, como consta na minuta de seu Comité Preparatório, que incluía no Acordo quatro tipos de dumping: preço, serviços (fretes), social e *câmbio* (E/PC/T/34 de 5/3/1947)”<sup>198</sup> (itálico nosso). O principal obstáculo no estabelecimento de direitos anti-*dumping* está, assim como sucede com os direitos compensatórios, na quantificação deste direito na medida compatível com a subvalorização da moeda do país exportador<sup>199</sup>, pois, como preconiza CUNHA (2008: 232), “[u]ma medida anti-*dumping* só se manterá em vigor durante o período e na medida do necessário para neutralizar o *dumping* que está a causar prejuízo”.

Soma-se ainda outro obstáculo. Mais uma vez acompanhando CUNHA (2008: 230), note-se que “[c]om a tributação anti-*dumping* procura contrariar-se a prática (de *dumping*) que consiste em fixar um preço à exportação, por parte do produtor/exportador, menos elevado do que aquele que seria normalmente aplicado (...)”. Ora, sucede, porém, como observam STAIGER; SYKES (2010: 615), no caso de um “*dumping* cambial”, que o preço menos elevado da exportação não resulta de um *firm-level behaviour*, mas antes de uma acção pública.

As tentativas de tratar os desalinhamentos cambiais em disposições da OMC acabam por ser malogradas por uma razão óbvia, tal como preconizam THORSTENSEN; MARÇAL; FERRAZ (2011: 4): “os instrumentos de defesa comercial não foram negociados nem acordados como mecanismos para coibir o uso do câmbio como instrumento de comércio desleal (...)”. Como já se indicou, as circunstâncias históricas em que se negociou o GATT não apresentavam no horizonte uma realidade diversa daquela que o sistema de Bretton Woods proporcionava à economia mundial; com efeito HUDSON; FARIA; PEYERL (2011: 11) notam: “The currency undervaluation provisions of the GATT

---

<sup>198</sup> Cfr. THORSTENSEN; MARÇAL; FERRAZ (2011: 16).

<sup>199</sup> Sobre este desafio, cfr. HUDSON; FARIA; PEYERL (2011: 70-79).

especially suffer from this disconnect between original assumption and modern practice. Indeed, this disconnect lies at the heart for why the currency undervaluation provisions enact such nuclear obligations in the WTO system.”

No entanto, para estes autores, “(...) a magnitude dos desalinhamentos das principais moedas é de tal ordem de grandeza e de persistência ao longo do tempo que ignorar seus efeitos sobre o comércio pode comprometer os objetivos da própria OMC”.

Embora estejamos certos de que no actual arcaboço da OMC não há ferramentas próprias para lidar com as manipulações cambiais, parece-nos ser um imperativo para o futuro daquele órgão que tal suceda. Sufragando este posicionamento estão HUFBAUER ; SCHOTT (2012); estes autores, num artigo sugestivamente intitulado “Will the World Trade Organization Enjoy a Bright Future?”, avançam, dentre cinco potenciais acordos plurilaterais a serem empreendidos pela OMC, um acordo sobre manipulação cambial.

Admitindo que, num primeiro momento, países como a China não integrem o acordo, os mencionados autores acreditam que, com o passar do tempo e com o crescimento da pressão internacional, os demais países acabariam por concordar com os preceitos propostos<sup>200</sup>, sendo certo que é imprescindível que algumas nações passem do discurso para a acção. Estes autores notam ainda que as vozes a favor de um acordo sobre manipulação cambial no cerne da OMC já se levantam nos países desenvolvidos e em desenvolvimento (lembra-se: o Brasil é o país que levou o tema à agenda da OMC).

O Sistema GATT/OMC, naturalmente, evoluiu ao longo dos tempos, aperfeiçoando a regulação do comércio internacional e apresentando uma força expansiva ímpar ao ocupar-se, por exemplo, de aspectos ligados à propriedade intelectual, anti-*dumping* e, até mesmo, sendo alvo de clamores pelo tratamento no seu âmago, da matéria dos direitos sociais dos trabalhadores. A despeito desta circunstância, as disposições respeitantes à relação entre câmbio e comércio, FMI e OMC, permanecem desactualizadas. Mesmo que entendamos a OMC exclusivamente como a organização responsável pela regulação do comércio internacional, e não como reguladora das relações económicas em geral<sup>201</sup>, no primeiro caso, dadas as conexões entre câmbio e comércio, já se justificaria um papel de relevo desta organização na matéria.

---

<sup>200</sup> HUFBAUER; SCHOTT (2012: 12) enfatizam, sobretudo, os preceitos que deveriam ser consagrados num eventual acordo plurilateral respeitante à cooperação entre FMI e OMC (ver *infra*).

<sup>201</sup> STEGER (2008: 56) pergunta-se, sem vislumbrar uma resposta e enfatizando que esta é uma questão a ser esclarecida para o futuro, qual destes deve ser o papel da OMC.

As tensões dos tempos que correm e do porvir deveriam ser motivo suficiente para fundamentar a negociação imediata de medidas imprescindíveis e apropriadas para a regulação do assunto, capazes de garantir, dentro do que a arquitectura do SMI permite possível, segurança e certeza para o desenrolamento do comércio internacional<sup>202</sup>. Qualquer negociação, no entanto, deverá basear-se na clara identificação e compreensão do problema a tratar, isto é, especificamente os casos de manipulação desvalorizadora, e na cuidada busca de soluções.

### 7.3. Coordenação institucional: OMC e FMI

Tal como já tivemos ensejo de mencionar, a coordenação a ser levada a cabo entre OMC e FMI, organizações com claras diferenças institucionais e operacionais<sup>203</sup>, é questão de longa data para estas instâncias internacionais, sendo obviamente uma relação herdeira da que se estabelecia entre o Fundo e as partes contratantes do GATT<sup>204</sup>. No entendimento

---

<sup>202</sup> Cfr. HUDSON; FARIA; PEYERL (2011: 13).

<sup>203</sup> Cfr. SIEGEL (2002: 562-567). Algumas das diferenças pontuadas pela autora são:

a) As diferentes naturezas das obrigações e o conseqüente distinto *modus operandi* da OMC e do FMI. Na primeira, as obrigações têm natureza recíproca e, em face de um incumprimento de um compromisso por parte de um membro, deve ser outro membro a reclamar uma sanção. No FMI, por oposição, as obrigações dos membros são perante o Fundo, sem se fundamentarem na reciprocidade. Destarte, o FMI pode *ex officio* exigir o cumprimento das obrigações que os seus acordos impõem;

b) O já aqui mencionado *enforcement* da OMC é, obviamente, também um elemento diferenciador desta organização comparativamente ao FMI. SIEGEL (2011: 565) assinala: “(...) trade retaliation (or the threat thereof) is perceived as more effective in getting countries to modify objectionable measures than the exercise of Fund jurisdiction.” Por outro lado, apesar da limitação jurisdicional do Fundo, a autora sublinha que as condicionalidades que o FMI pode impor a um membro sob assistência poderão cobrir um espectro alargado de políticas económicas, portanto inclusivamente aspectos relacionados com a liberalização comercial.

c) Os trabalhos em cada um dos órgãos são conduzidos por actores diferentes: enquanto na organização de finanças as principais funções são desempenhadas pelo seu próprio *staff*, na organização de comércio as delegações nacionais ainda são actores protagonistas no dia-a-dia da OMC, a despeito de um crescente ganho de importância do seu próprio quadro de pessoal, especialmente no apoio aos Comitês e ao ORL;

d) Finalmente, relacionando-se ainda com o aparato pessoal das organizações, SIEGEL (2011: 566-567) lembra que, em muitos países, as pastas do comércio externo e das finanças são da responsabilidade de ministros diferentes e, não raras vezes, “[t]hese ministries may also have different views about the national objectives in international affairs”. Inexistindo coordenação a nível nacional entre as pastas em causa, conclui a autora, “[a]s these ministries are usually responsible for appointments to the political organs of the WTO and the Fund, the relationship of these actors at the national level may spill over to how issues of concern to both institutions are represented at the International level”.

<sup>204</sup> HUFBAUER; SCHOTT (2012: 10-11) anotam: “(...) when the WTO entered into force in 1995, the two institutions signed a cooperation agreement, which formalized lines of communication and granted mutual observer status.”

de SIEGEL (2002: 565): “The different institutional characteristics of the Fund and the WTO affect cooperation between the organizations.”<sup>205</sup>

O quadro legal em que se deve fundamentar o desenvolvimento da coordenação em causa encontra-se nos diplomas constituintes do arcaboiço regulador de ambas as instituições. Todavia, dado que os estatutos do FMI emergiram num contexto antecedente ao GATT, mesmo actualizado, não se encontram ali provisões específicas para a relação com a OMC, têm-se apenas disposições autorizadoras das relações com outras organizações internacionais. Assim, são de especial relevo as normas do GATT ao cuidarem especificamente das relações entre o Fundo e a OMC, mormente o artigo XV<sup>206</sup>.

Na Conferência de Genebra<sup>207</sup>, assinalam IRWIN; MAVROIDIS; SYKES (2008: 155-156), já se levantava a dúvida sobre qual deveria ser o grau de deferência da organização comercial para com a organização monetária. Para os Estados Unidos, o FMI teria a “última palavra” em casos que envolvessem o câmbio, e assim entendia-se desonerar o GATT da necessidade de constituir um grupo de técnicos que já existia no âmbito do FMI. Na realidade, porém, como asseveram os citados autores, este era o posicionamento norte-americano por uma razão pragmática: no FMI, com o seu sistema de votação proporcional, a opinião deste país reveste-se de maior importância do que no GATT, onde os Estados se apresentam, teoricamente, em igualdade e adoptam soluções por consenso.

Dito isto, já se poderá concluir que as soluções, quando alcançadas na OMC, tendencialmente serão dotadas de mais aceitação pelos Estados. A esta vantagem de abordagem da matéria no foro da OMC, se vem somar o seu *enforcement*<sup>208</sup>. Em resumo, THORSTENSEN; MARÇAL; FERRAZ (2011: 4) escrevem:

---

<sup>205</sup> Apesar das assimetrias organizacionais entre FMI e OMC, é importante não olvidar, como faz SIEGEL (2002: 563), a complementaridade dos seus objectivos. Ambos emergiram, como já se escreveu, do mesmo processo de reconstrução da economia mundial, reconhecendo-se em Bretton Woods a necessidade de liberalização do comércio internacional, necessidade que viria a ser colmatada com o GATT, na sequência do fracasso do estabelecimento da OIC. A complementaridade fica patente nas palavras de SIEGEL (2002: 563), quando assinala: “The financing role of the Fund was designed to provide balance-of-payments support so that countries would not resort to measures that were destructive of international trade by restricting transactions or the related payments and transfers.”

<sup>206</sup> Ver SIEGEL (2002: 567).

<sup>207</sup> Esta conferência foi finalizada no ano de 1947 e teve como objectivo concluir o GATT e promover o primeiro *round* de negociações multilaterais para redução de tarifas. Cfr. IRWIN; MAVROIDIS; SYKES (2008: 114-120).

<sup>208</sup> O *enforcement* da OMC, dado que está largamente dependente da capacidade retaliatória dos países, tem também as suas limitações, nomeadamente para as economias menores.

“O problema é que o FMI é uma organização internacional que decide as grandes questões por acordo das partes mais influentes (com maior poder de voto), de forma política, e não tem o poder de fazer cumprir suas próprias regras (*enforcement*) como a OMC, com o seu mecanismo de solução de controvérsias. O FMI não tem a natureza negociadora da OMC, que decide por consenso de seus membros.”

Apesar das vantagens da abordagem do tema no âmbito da OMC, é certo, contudo, que um papel capital deve ser desempenhado pelo Fundo. Num âmbito geral, os aspectos legais das relações entre as instituições em causa, como observa SIEGEL (2002: 561), “(...) reflect misunderstanding about the legal nature of Fund activities and how they relate to the WTO provisions on this relationship. In addition, certain issues about the Fund/WTO relationship are not clearly resolved in the text of the WTO Agreements”<sup>209 210</sup>.

Relembrando, mais uma vez, a contextualização temporal em que se negociou o GATT, compreende-se que as disposições deste acordo sobre desvalorização cambial remetam para as normas do FMI, uma vez que assim se reflectia a inequívoca divisão de atribuições entre aquelas instituições: o FMI regia o SMI com base na paridade das moedas ancoradas ao dólar e o GATT tratava então da liberalização do comércio internacional por meio da redução das tarifas. Permanece, assim, por esclarecer como se deve dar a colaboração entre OMC e FMI “para prosseguirem uma política coordenada no que respeita às questões cambiais que sejam da competência do fundo (...)”<sup>211</sup>, tal como

---

<sup>209</sup> Para a autora, a falta de entendimento acerca do assunto é evidenciada nos então recentes casos submetidos ao ORL, que levantaram a questão de saber se um Painel da OMC deve consultar o Fundo e, ao consultar, quais os efeitos legais desta consulta, em matérias relacionadas com as obrigações dos membros em programas de ajustamento decorrentes de assistência do FMI e avaliação da balança de pagamentos, respectivamente. Os casos referidos são:

a) *Argentina – Measures Affecting Imports of Footwear, Textiles, Apparel and Other Items*, WT/DS56/R, de 1997;

b) *India – Quantitative Restrictions on Imports of Agricultural, Textile and Industrial Products*, WT/DS90/R, de 1999.

<sup>210</sup> COTTIER (2008: 65) cita, entre os aspectos a serem tratados numa reforma estrutural da OMC, a clarificação da relação entre esta e outras organizações internacionais, dada a recorrente interdependência dos assuntos.

<sup>211</sup> THORSTENSEN; MARÇAL; FERRAZ (2011: 6) defendem que “(...) seria recomendável que o FMI passasse a publicar estimativas dos desalinhamentos cambiais de seus membros, bem como a metodologia aplicada, permitindo que a OMC comece a analisar seus efeitos sobre o comércio.”

Numa perspectiva crítica sobre uma eventual coordenação entre FMI e OMC na matéria, TRUMAN (2009: 10-11) escreve: “(...) proposals to enforce IMF exchange rate obligations via the WTO’s dispute settlement apparatus are nonstarters, or if started are doomed to a similar death. The reason is that WTO process enforcing foreign exchange obligations requires two triggers. One trigger is at the IMF, which would



consagrado no n.º 1 do art. XV do GATT. Para IRWIN; MAVROIDIS; SYKES (2008: 156), à OMC acaba por competir uma “substancial deferência” para com o FMI em matérias que estejam sob o seu amparo; contudo, notam: “It is for a WTO panel to establish at last resort (...) whether a violation of Art. XV GATT exists.”

Tal como já tivemos ensejo de mencionar, HUFBAUER; SCHOTT (2012: 12-13), ao advogarem um acordo plurilateral respeitante aos desalinhamentos cambiais, sublinham a necessidade de se dotarem de clareza as relações entre OMC e FMI quando diante do assunto. Para tal delineiam, abreviadamente, os passos a seguir:

i) os membros do acordo plurilateral poderiam apresentar uma queixa contra um país que apresentasse uma moeda notavelmente desvalorizada em face de um cabaz de moedas por um período considerável. Nesta circunstância, prescrevem aqueles autores, ao director-geral da OMC incumbiria requerer ao FMI a condução de um estudo acerca da moeda em causa;

ii) considerando a elevada probabilidade de o FMI se furta à condução da análise em virtude de constrangimentos políticos, os autores receitam a criação de um painel independente de peritos, constituído por antigos directores do Fundo e ministros das finanças<sup>212</sup>;

iii) seja a investigação empreendida pelo FMI ou pelo painel, a avaliação deveria ter como exame os seguintes testes: “Is the Currency ‘seriously undervalued’? Has the country in question taken measures that contribute to the serious undervaluation? Has the undervaluation persisted for a prolonged period? Has the undervaluation impacted a significant amount of global trade?”;

iv) se a análise resultasse numa resposta positiva para todos os testes, o país detentor da moeda desvalorizada empenhar-se-ia em corrigir tal cenário;

v) um ano após a primeira análise, o FMI ou o painel independente *ad hoc* elaboraria um relatório de avaliação das medidas adoptadas e, se fosse o caso, sobre a desvalorização persistente;

---

have to find a violation of an IMF obligation. The other is at the WTO, which would have to act on that finding. Based on recent history, the first trigger would never be pulled, making the second trigger irrelevant. The likely consequence of trying to implement such procedures would be that both the IMF and the WTO would lose legitimacy.”

<sup>212</sup> Uma vez verificada no plano dos factos a hipótese aqui levantada, a despeito do seu objectivo inicial, a solução de criação de um painel independente de peritos furta definitivamente o tratamento do assunto por parte do FMI. Portanto, acaba por não se resolver o problema da relação entre esta instituição e a OMC.

vi) se as medidas fossem reputadas como inadequadas e a moeda permanecesse desvalorizada, outros países-membros do acordo plurilateral estariam legitimados a impor tarifas transversais às importações provenientes daquele primeiro país, desde que não suplantassem a medida da desvalorização. Os autores enfatizam que a represália seria permitida, mas não exigida. Sobre este estágio do processo, HUFBAUER; SCHOTT sustentam: “In our view, few episodes would reach the point of tariff retaliation, and those that did would be quickly resolved by appropriate measures.”;

vii) por último, o FMI ou o painel levariam a cabo avaliações trimestrais a respeito da desvalorização da moeda em apreço. Uma vez verificado o termo da desvalorização, todas as tarifas seriam suspensas.

Em suma, sobre as relações entre as instituições aqui em causa, HUFBAUER; SCHOTT (2012: 11) são convictos em afirmar: “(...) relations between the IMF and WTO are not particularly deep.” Todavia, como já deixámos antever, é imprescindível a coordenação entre estes dois órgãos no tratamento da matéria<sup>213</sup>, uma vez que não estamos a apreciar realidades estanques, devendo-se abdicar de uma intransigente especialização funcional<sup>214</sup>.

Como uma análise cuidada das implicações do câmbio sobre o comércio internacional faz evidenciar, se OMC e FMI se mantiverem inertes em dar a devida atenção ao tema, os esforços envidados ao longo de anos pela liberalização do comércio podem traduzir-se ineficazes, em virtude dos constrangimentos impostos pelo câmbio. Em face do receio de manutenção do *statu quo*<sup>215</sup>, outros caminhos podem ser pensados.

---

<sup>213</sup> Veja-se, por exemplo, a proposta de GAGNON (2012: 1) quando refere: “The best forum for sanctions against currency manipulators is the World Trade Organization, operating in consultation with the IMF.” Veja-se também BERGSTEN; GAGNON (2012a: 21): “We (...) believe that the status quo produces a gaping hole at the heart of the global economic order, that the bifurcation between the monetary and trading system must be overcome (...)”.

<sup>214</sup> MOREIRA (2014: 56-58) trata, a propósito dos argumentos contra o condicionamento laboral do comércio internacional (portanto, pensando na OMC e na OIT), do argumento da separação de funções entre as organizações internacionais. Ali fala-se de um princípio da especialidade defendido por alguns conforme o qual “(...) no estágio atual do direito internacional existe uma compartimentação e estrita divisão de funções entre as diferentes organizações internacionais globais, não devendo umas invadir ou duplicar a missão de outras”. Ao que o autor contrapõe: “(...) nada permite considerar como um dado a tradicional fragmentação do direito internacional e a segmentação das instituições internacionais.” Para, por fim, rematar: “Não há razão para não explorar as sinergias entre as diversas organizações de governação global, sobretudo quando elas regulam áreas manifestamente afins (...)”.

<sup>215</sup> Este temor justifica-se se lembrarmos, como faz GAGNON (2012: 8), que “[c]hanges in the WTO agreements require consensus and changes in the IMF articles require 85 percent of voting shares.” Com efeito, é legítimo que se indague como tais exigências poderiam ser cumpridas, se para tal os países manipuladores teriam de abrir mão da sua “prerrogativa” de desvalorizar a sua moeda. É em face desta

#### 7.4. Espaços de Integração Regional

O fenómeno dos espaços de integração regional tem constituído ao longo dos anos um factor de tensão para o multilateralismo, assumindo-se, para muitos, como um seu concorrente. Contextualizando o que a seguir será apresentado, acompanhando CUNHA (2007: 385-386), importa mencionar, sucintamente, três das mais importantes características respeitantes aos acordos de integração regional<sup>216</sup>: estes acordos assumem-se cada vez mais como um “elemento central” da política comercial dos países; a regulação de que se ocupam é cada vez mais extensa; e, por último, o reconhecimento da emergência de acordos de integração “inter-regionais”.

Desta forma, a integração da matéria cambial no âmbito das regulações dos blocos regionais, ou no plano das novas parcerias transpacífica e transatlântica que se perspectivam – a confirmarem-se, quiçá as maiores liberalizações comerciais da História –, pode ser uma via adequada para a abordagem do problema perante as dificuldades que se fazem sentir no sistema multilateral e no FMI, ao assumirem-se aquelas duas parcerias enquanto modelos reguladores do comércio internacional no século XXI<sup>217</sup>. Em especial tratando-se da parceria transatlântica, uma tomada de posição adequada em relação à matéria cambial no seu seio e uma campanha neste sentido nas relações com outros países pode funcionar como elemento inibidor, em razão da importância e da influência das economias aqui em causa, de práticas cambiais redundantes no proteccionismo<sup>218</sup>.

PORTO (2009b: 593-594) entende que UE e Estados Unidos possuem especiais responsabilidades e interesses e, ao abrirem-se economicamente entre si, “(...) poderiam exercer uma ‘pressão’ desejável no sentido da abertura comercial também dos outros

---

circunstância que também melhor se compreende a proposta de um acordo plurilateral por parte de HUFBAUER; SCHOTT (2012), bem como as alternativas que a seguir serão tratadas.

Como contrapeso a esta dúvida, o reconhecimento por parte dos países manipuladores de que a manipulação de outros já começa a afectá-los, pode contribuir para um consenso geral positivo nesta matéria. No que diz respeito especificamente ao FMI, GAGNON (2012: 8-9) lembra outro autor, Morris Goldstein, que sugere que alterações aos artigos do Fundo poderiam ser negociadas através da “oferta” de algumas reformas estruturais do Fundo, como por exemplo mais linhas de crédito (menos condicionadas) e uma repartição mais igualitária dos direitos de voto entre os seus membros.

<sup>216</sup> O autor elenca cinco características, mas aqui optamos por apresentar apenas aquelas que têm relação com o que vamos expor.

<sup>217</sup> Cfr. BERGSTEN (2013).

<sup>218</sup> Este é um raciocínio que se retira a partir de PORTO (2009b: 593). Para este autor, dentre as estratégias dos blocos regionais, estes podem seguir “(...) uma posição de acordo com a qual poderá usar-se o ‘peso’ de que se disponha no comércio mundial para obrigar países e blocos fechados a abrir as suas fronteiras”.

espaços do mundo (...)”<sup>219</sup>, entendimento este que poderia sufragar a defesa do tratamento do câmbio dentre o rol de matérias abrangidas por uma parceira transatlântica. Mais que uma pressão, ter-se-ia um exemplo, que somado a alguma ascendência das economias em causa moldaria a abordagem do assunto no cenário internacional, podendo, inclusivamente, constituir um *standard* regulador a ser seguido pela OMC ou pelo FMI.

Como é relatado por BERGSTEN (2013), o Congresso americano fez-se ouvir ao demandar do poder executivo que nas suas negociações comerciais se incluíssem disposições concernentes à manipulação cambial “rígidas e executáveis”. O autor, na sequência, perfilha esta atitude e lembra que as moedas desvalorizadas poderiam nulificar os ganhos alcançados mediante a liberalização negociada. Assim, sugere a instituição nestes acordos comerciais de *intervenções cambiais compensatórias*<sup>220</sup>.

Ao tecer considerações específicas sobre as parcerias transatlântica e transpácífica, BERGSTEN (2013) questiona-se a respeito da receptividade ou não de disposições cambiais nestes acordos. Ao, inicialmente, assumir o assunto como de melindre, o autor observa que outros temas negociados internacionalmente também assim se afiguram (lembramos, por exemplo, os *standards* sociais e ambientais). E, admitindo que a matéria cambial é capaz de influenciar fortemente o comércio internacional, lembra que a mesma afecta praticamente todos os membros da UE, bem como a generalidade dos membros da parceria transpácífica, à excepção de Malásia e Singapura, países, pelo contrário, recentemente arrogados como manipuladores. Assim, já está claro, o autor em remate conclui pela receptividade para a regulação do tema naqueles acordos.

Em BERGSTEN (2014: 3), o autor, no entanto, reconhece que a inserção da matéria da política cambial em acordos comerciais seria uma novidade, requerendo uma adaptação do corrente paradigma da economia internacional, que, tradicionalmente, se ocupou de políticas cambiais e comerciais em diferentes negociações e instituições, tanto ao nível nacional, quanto internacional (como já se viu OMC e FMI). Desta feita, é nossa opinião que, mesmo na hipótese de se verificar a receptividade à integração de um capítulo dedicado às questões cambiais nestes acordos de integração regional, tal retardaria as negociações em curso.

---

<sup>219</sup> Em PORTO (2009a: 471-472) encontra-se vertida a mesma ideia que aqui acabamos de enunciar. O autor lembra que tal concepção também é sufragada “(...) por um conhecido economista norte-americano, Dornbush (...)”.

<sup>220</sup> Ver *infra*.

## 7.5. Outras vias

Sendo indubitável a inaptidão reguladora das normas internacionais no que concerne às relações entre câmbio e comércio, a despeito da íntima conexão entre os assuntos, especialmente sentido nos moldes do actual SMI, há que continuar a perscrutar outros caminhos que permitam o tratamento de tão intrincada matéria. Aqui elencam-se duas outras vias encontradas ao longo da elaboração do trabalho e que não calham nas instâncias que foram apresentadas.

Para BERGSTEN; GAGNON (2012a: 16-17) estas vias, ao competir às autoridades monetárias a sua execução, não demandam a cooperação dos agentes de estado ligados às políticas comerciais nacionais ou da própria OMC. Os autores classificam estas medidas como opções de índole macroeconómica. As mesmas, por outro lado, ao poderem configurar-se enquanto alternativas unilaterais, põem em causa a integridade do império da lei na regulação das relações económicas internacionais.

Uma proposta avançada em diversos escritos de BERGSTEN são as *intervenções cambiais compensatórias (countervailing currency intervention)*<sup>221</sup>. Estas seriam respostas ao nível cambial para acções desvalorizadoras da sua moeda por um dado país, passíveis portanto de confrontar aquelas acções a um mesmo nível, ao contrário, por exemplo, de eventuais direitos compensatórios<sup>222</sup>. Em BERGSTEN (2010), ao considerar a utilização de um instrumento como este por parte dos Estados Unidos, o autor explicita o seu funcionamento: “When China or Japan buy dollars to keep their currency substantially undervalued, the US should sell an equivalent amount of dollars to push back.” Por outras palavras, as intervenções cambiais compensatórias permitiriam anular os efeitos da desvalorização de uma moeda de que se dispõe nos mercados ao comprar uma moeda estrangeira, mediante uma compra de igual montante daquela primeira moeda.

A execução ou a mera possibilidade de um país empreender intervenções cambiais compensatórias poderia desencorajar que outros países interviessem nos mercados

---

<sup>221</sup> Veja-se, por exemplo, BERGSTEN (2010, 2013) e, ainda, BERGSTEN; GAGNON (2012a, 2012b), com referências a este expediente.

<sup>222</sup> Esta última alternativa, como foi anteriormente escrito, é limitada por apenas salvaguardar determinados sectores da economia, e somente ao nível doméstico, ao passo que a desvalorização monetária alheia acaba por influenciar indistintamente os diversos sectores, tanto ao nível das exportações, quanto das importações. Lembrem-se ainda as objecções a que se classifiquem as desvalorizações competitivas enquanto um subsídio para a exportação, que pudesse fundamentar um tal direito compensatório.

cambiais no desígnio de influenciar a taxa de câmbio da sua moeda. BERGSTEN; GAGNON (2012a: 17, nota 17) mencionam que o Japão já chegou a adoptar uma forma próxima a esta de intervenção contra a China, em resposta à compra chinesa de títulos japoneses que contribuíram para a apreciação do iene.

O autor da proposta descrita preocupa-se também em ressaltar um papel de destaque para o FMI neste processo. Assim, demanda que o Fundo seja competente para autorizar as intervenções cambiais compensatórias, desta forma podendo, finalmente, esta instituição disciplinar adequadamente as manipulações cambiais. A participação desta organização também teria o mérito de permitir que o país alvo das intervenções pudesse recorrer das mesmas, se entendesse que aquelas não foram mobilizadas apropriadamente. As intervenções cambiais compensatórias podem, todavia, serem levadas a cabo sem que o FMI interceda.

A alternativa apresentada por BERGSTEN e aqui delineada tem, no entanto, as suas limitações. Em mercados de câmbio em que haja alguma espécie de controlo estatal, a retaliação nunca poderá ser do mesmo patamar. Este é um “problema técnico” que o próprio economista assume para o caso chinês: “The renminbi is inconvertible for capital flows (...). This would probably limit the scope of counter-intervention well below the magnitude of Chinese dollar purchases.” Contudo, o autor acredita que, a despeito desta limitação, com um tal instrumento seria preenchida uma lacuna regulatória da economia internacional e, de uma forma ou de outra, para o caso chinês, “[p]rivate capital would flood into China, around its capital controls, and push currency upward as needed”<sup>223</sup>.

Outra limitação seria saber se os países estariam dispostos a assumir o risco de comprar as moedas dos países manipuladores. Para BERGSTEN; GAGNON (2012a: 17-18), embora, teoricamente, comprando uma moeda desvalorizada, “[t]hey could of course miscalculate, or the situations of the current manipulator countries could change over time (...)”. Os autores, todavia, entendem não se tratar de um grande risco.

Por último, as intervenções cambiais compensatórias poderiam ter impactos acrescidos sobre os orçamentos dos estados, nos países desenvolvidos, altamente estrangidos. Por conseguinte, eventualmente impossibilitando as mesmas intervenções.

---

<sup>223</sup> Cfr. BERGSTEN (2010).

Outro caminho refere-se à possibilidade de os países recorrerem a uma taxaço ou, indo mais longe, a uma proibico das compras dos seus activos financeiros por parte de paíes tidos como manipuladores, reduzindo o valor das suas moedas em termos de moedas estrangeiras. GAGNON (2012: 9) entende que, para além de admissível à luz das normas do direito internacional económico, tais medidas consubstanciarium um incitamento a que os paíes manipuladores buscassem, enfim, um entendimento cooperativo que servisse os interesses de ambas as partes, manipuladores e não manipuladores, conforme o qual: aqueles poderiam ver-se livres da ameaça que paíes cuja moeda constitui reserva de valor internacional estabeleçam unilateralmente controlos sobre o fluxo de capitais; estes poderiam finalmente ter a faculdade de recorrer a sanções contra as economias manipuladoras. Nesta ordem de ideias, o autor remata: “(...) it might be useful to combine rules against currency manipulation with rules on capital controls and taxes for all countries.”

Como observam BERGSTEN; GAGNON (2012a: 18), a alternativa da taxaço ou restrição da compra de activos não acarretaria os riscos associados às intervenções cambiais compensatórias e tão-pouco seria limitada pela existência de controlos por parte de Estados sobre os mercados. A estas observações, acrescentamos ainda o facto de estas medidas não carregarem efeitos negativos sobre os orçamentos.

Por outro lado, as taxações, ao demandarem aprovação legislativa, teriam de superar este desafio e, após aprovadas, tratar-se-ia de um instrumento pouco maleável em comparação com as intervenções cambiais compensatórias. Finalmente, refere-se que a sua instituição estaria também dependente da conformação com acordos internacionais relativos à tributação<sup>224</sup>.

---

<sup>224</sup> BERGSTEN; GAGNON (2012a: 18) consideram estas duas observações à luz da perspectiva estado-unidense: “For countries with which the United States has a tax treaty, including China, advance notice would have to be given and Congress would have to change some elements of the tax code.”

## 9. Considerações Finais

É um encargo que pesa sobre a comunidade internacional, perante os problemas de que aqui nos ocupamos e as ameaças que daí resultam para o regular desenvolvimento do comércio e da economia internacional, que se envidem esforços no sentido de uma firme cooperação entre Estados e organizações internacionais, como se viu, OMC e FMI. Além de tudo, quando esta cooperação é mais do que uma alternativa, consubstanciando-se como parte da solução e um dever dos sujeitos da comunidade internacional<sup>225</sup>. Solucionar problemas económicos internacionais é hoje substancialmente mais desafiante do que foi no passado, a cooperação deve agora dar-se entre um conjunto tão variado de países quanto os seus respectivos interesses.

Qualquer caminho que se venha a seguir para a solução do problema a nível internacional demanda, porém, algum sacrifício da soberania nacional<sup>226</sup>. Por exemplo, no eventual exercício de competências conjuntas do FMI e da OMC, estas instituições deveriam ser competentes para fazer o seguinte difícil discernimento: saber se a desvalorização de determinada moeda se fica a dever à procura de competitividade externa ou se, pelo contrário, se prende com a consideração de conjunturas macroeconómicas internas somadas ao funcionamento dos mercados de câmbio.

No entanto, para fazer frente a este segundo aspecto, parece ser necessária uma imediata regulação do fluxo internacional de capitais, uma vez que as variações cambiais muitas vezes não são baseadas nos fundamentos da economia real, e as desvalorizações de algumas moedas e a valorização de outras estão relacionadas com políticas monetárias expansionistas de alguns países, dificilmente censuráveis<sup>227 228</sup>. Ao ser, em alguma medida,

---

<sup>225</sup> Enumerando dentre os princípios do Direito Internacional Económico um dever de cooperação, ver NETO (2012: 172-174).

<sup>226</sup> Por exemplo, sobre um papel mais proactivo para o FMI na regulação do câmbio, TRUMAN (2009: 13) escreve: “Successful formal regulation by the IMF requires more than a strong mandate to be effective. It requires a supporting peer-review process that continuously renews commitments of countries to accept limits on their sovereign discretion.” O autor entende, ainda, que um cenário de crise como o que actualmente se vivencia pode ser positivo para induzir os países a considerarem medidas colectivas para expandir e melhorar o papel regulador do FMI.

<sup>227</sup> Cfr. OCAMPO (2012). EL-ERIAN (2013), igualmente, refere que “grater cross-border policy coordination is urgently needed.”; e, ainda, EICHENGREEN (2012: 90-93). Este último autor, após assumir que “(...) international capital flows are here to stay, like it or not”, discorre sobre o que entende como a adequada regulação do problema, que não deve ser discriminatória, deve prezar pela transparência e ter apenas natureza suplementar em relação às políticas monetária e fiscal dos países.

<sup>228</sup> No contexto dos controlos sobre o fluxo internacional de capitais, refira-se o caminho de adopção de um sistema de taxas de câmbio duplas ou múltiplas, diferenciando os câmbios consoante a natureza da



constrangido o fluxo de capital dos países desenvolvidos para os países em desenvolvimento, que resulta da busca por melhores rendimentos, poderiam ser beneficiados aqueles primeiros países, pois oportunidades de investimentos passariam a ser procuradas na sua economia interna.

Os países em desenvolvimento, por seu turno, também beneficiariam de mais exportações para aqueles primeiros países, por duas ordens de razão: o decréscimo do fluxo de capitais iria conter a sobrevalorização das suas moedas, e o aumento do investimento interno nos países desenvolvidos aumentaria as importações dos mesmos. A verdade, porém, é que os controlos sobre os fluxos internacionais de capitais não são bem-vistos pela maioria dos economistas.

Por outro lado, economias como a chinesa e outras do sudeste asiático poderiam conter a sua vocação exportadora, que, apesar de ter permitido a estes países índices de crescimento elevados, os tornou mais vulneráveis a choques externos. Desta forma, a promoção da demanda doméstica<sup>229</sup>, em substituição de uma parcela exportadora, reduziria a vulnerabilidade destes países e contribuiria para a redução dos desequilíbrios comerciais internacionais<sup>230</sup>. No entanto, todas estas seriam soluções parciais para um problema bem mais profundo.

No longo prazo, deve-se ir mais além. Embora acreditando que no mundo real as alternativas apontadas não se afiguram de fácil execução, é importante, pelo menos no plano teórico, que as soluções sejam propostas e debatidas. É preciso repensar a arquitectura do actual SMI dominado pelo dólar<sup>231</sup>, por exemplo, como aponta OCAMPO

---

transacção em causa, tentando evitar uma dissociação entre as taxas de câmbio e os fundamentos da economia nacional. Cfr. APPEYARD; FIELD; COBB (2010: 764).

<sup>229</sup> Em WILLIAMSON; CLINE (2010: 8), nota-se o potencial de expansão da demanda doméstica chinesa.

<sup>230</sup> Este é um caminho que se retira de PARK; KIM (2012: 157) e WILLIAMSON; CLINE (2010). Como apontado por estes autores, tal hipótese, no entanto, estaria condicionada a aceitação da apreciação de sua moeda por estes países e a consequente contenção no acúmulo de reservas estrangeiras. Aquela, se não aceita, e com um incentivo ao consumo doméstico, atrelaria inflação. Quanto à concordância destes países em abrirem mão de acumular reservas estrangeiras, acabamos por redundar na necessidade de reforma do FMI, conforme a consideração tecida por JOHNSON (2010). *Vide supra*.

<sup>231</sup> É claro que, para além de mudanças pensadas e acauteladas na prática, outras existem que simplesmente acontecem. Segundo BERGSTEN (2011), a preponderância do dólar no SMI em vigor é corolário da ausência de uma moeda rival à altura. Historicamente, a predominância estado-unidense no comércio internacional no decorrer do século passado e o enfraquecimento do Reino Unido, a anterior potência mundial, em virtude dos processos de descolonização e os envolvimento nas Guerras Mundiais, contribuíram para o destaque do dólar.

---

Veja-se EICHENGREEN; FLANDREAU (2009) para uma análise histórica a respeito da transição entre a libra esterlina e o dólar enquanto moedas de reserva internacional. Ao contrário da compreensão tradicional, que entende ter o dólar ultrapassado a libra esterlina no contexto da economia internacional apenas no pós-Segunda Guerra Mundial, estes autores sustentam, com base em dados relativos às reservas cambiais dos principais bancos centrais à época, que tal ultrapassagem se deu ainda na década de 20, sendo que na segunda metade desta década o dólar já ampliava o seu protagonismo, em comparação com a moeda britânica, na constituição das reservas cambiais internacionais. Todavia, notam aqueles autores que, logo em 1933, uma desvalorização do dólar contribuiu para que a libra esterlina reassumisse o seu estatuto de principal moeda de reserva internacional, facto que pode explicar o entendimento daqueles que afirmam ter tido a libra esterlina um “reinado supremo” ao longo de toda a década de 20. Destarte, EICHENGREEN; FLANDREAU (2009: 379) observam: “Contrary to much of the literature on reserve currency status, it does not appear that dominance, once lost, is gone forever.”

EICHENGREEN; FLANDREAU (2009), ainda com base na verificação histórica, assumem como plenamente possível a ausência de uma moeda internacional dominante, reconhecendo, a partir dos dados que apresentam, ser razoável a leitura segundo a qual as moedas de que aqui tratamos tenham comungado de um similar estatuto de reserva internacional ao longo do período entre guerras. No entanto, advertem: “But the fact that there was room in central bank portfolios for more than one reserve currency in the 1920s and 1930s does not mean that there was room for an unlimited number.” Pois, à época que analisam, “[t]he third aspirant to reserve-currency status, the French franc, never played more than a minor role.” (p. 403).

Actualmente, o surgimento do euro e a importância da economia europeia agora assumida como um todo para alguns pode pôr em causa a supremacia do dólar, a que se faz somar ainda o progressivo ganho de importância da economia chinesa. Neste novo cenário, BERGSTEN (2011) verifica que as reservas de moedas estrangeiras em dólar se reduziram substancialmente, ao passo que as de euro aumentaram, devendo igualmente o yuan, no entendimento daquele autor, assumir-se enquanto uma moeda global quando passar a gozar de plena convertibilidade e os controlos de capitais na China forem suspensos. Em suma, BERGSTEN (2011) pondera: “(...) the international monetary system is already becoming bipolar, and may soon be tripolar.”

Muito se falou aquando da criação do euro do papel internacional que a moeda poderia passar a representar. Sendo verdade que tal sucedeu, aponte-se, no entanto, que até aqui o SMI parece estar configurado estavelmente com um carácter hierárquico entre o dólar e o euro enquanto moedas internacionais. Se entendermos que a promoção da projecção internacional de uma moeda não está dependente exclusivamente da sua política monetária, mas sim da economia como um todo, este aspecto pode pesar contra um papel internacional para o euro, na medida em que a concentração da política monetária europeia numa única autoridade monetária não se fez acompanhar da comunitarização de outras políticas norteadoras dos rumos económicos. Assim, entendemos que as desigualdades entre algumas economias europeias (como a tradicional distinção Norte e Sul) e alguma descoordenação das políticas económicas que podem subsistir não abonam a favor de um papel internacional para o euro. Acresce ainda que a zona euro, *per se*, não tem representação no FMI (uma alteração dos Estatutos neste sentido implicaria uma perda de representatividade dos países europeus, reduzindo as suas quotas), no G7 ou no G20, por exemplo. Assim, a própria “diplomacia” da moeda não é única, ao contrário do dólar. Estas são ideias que sufragamos a respeito de um eventual papel internacional para o euro defendidas por André Cartapanis, vertidas em ARTUS; BÉNASSY-QUÉRÉ; CARTAPANIS; FLANDREAU (2010: 258-262). Em suma, aquele autor enfatiza factores políticos no cenário europeu a pesarem contra o euro enquanto moeda de cariz internacional. Por fim, sublinhemos ainda as próprias dúvidas que se levantaram a respeito da sobrevivência do euro durante a crise, dúvidas que, naturalmente, desencorajam a percepção desta moeda enquanto um activo de reserva internacional. A despeito do que aqui ficou dito, compreende-se possível o entendimento que já considera a existência de um duopólio entre euro e dólar na configuração do SMI. Nesta esteira, AUBOIN (2012).

Para uma análise em profundidade sobre o advento do yuan ao patamar de reserva monetária internacional, ver SUBRAMANIAN (2011) e EICHENGREEN (2013). Neste último estudo, perscruta-se sobre a busca das autoridades chinesas de promoção do uso internacional do yuan no comércio e nas transacções financeiras internacionais, ao compreenderem tal internacionalização como benéfica para os seus bancos e empresas, ao mesmo tempo que reduz a dependência do dólar e contribui para o redesenho do SMI. O autor entende que, com a continuidade do esforço chinês para internacionalizar a sua unidade monetária [esforços que SUBRAMANIAN (2011) também considera existir], o yuan deverá configurar-se como uma moeda de cariz internacional, ainda que, muito provavelmente, não ao mesmo nível do dólar, mas já não sendo evidente a continuidade da primazia do euro em relação ao yuan. Por exemplo, em ARTUS; BÉNASSY-QUÉRÉ;

(2012), através da instituição de uma moeda mundial<sup>232</sup>. Tal via possivelmente daria uma resposta cabal ao problema das relações entre câmbios e comércio internacional. Para além

---

CARTAPANIS; FLANDREAU (2010: 273) pode-se ler: “(...) on peut penser que c’est le renminbi, plutôt que l’euro, qui devrait être mis en avant, si l’on cherche à mettre en cohérence le système monétaire international avec le système de production mondiale.” EICHENGREEN (2013) acautela-se, quanto à internacionalização do yuan, ao pontuar os desafios deste processo, sendo digno de nota: a ameaça do abrandamento do ritmo de crescimento da economia chinesa e os receios estrangeiros relativos ao sistema político chinês, pois, escreve EICHENGREEN (2013: 373), “[f]oreigners will feel comfortable holding financial instruments in China only if they believe that their investment are secure”. AUBOIN (2012) entende que para o yuan assumir um papel internacional terá antes que superar em atractividade outras moedas ao nível regional, como o iene e o dólar australiano. SUBRAMANIAN (2011) sugere que o yuan deve assumir-se enquanto primeira moeda de reserva internacional até ao fim desta década ou começo da próxima, desde que se permita a sua plena convertibilidade e a abertura do sistema financeiro chinês.

Uma consideração que diz respeito tanto a um possível carácter internacional para o euro, quanto para o yuan, prende-se com a ideia do SMI enquanto reflexo de uma ordem política internacional, “(...) indissociable de la hiérarchie qui s’établit entre les grandes puissances (...)”. Assim, o eventual papel internacional para aquelas moedas estará dependente do próprio juízo que se faça a respeito do futuro da geopolítica internacional. Cfr. ARTUS; BÉNASSY-QUÉRÉ; CARTAPANIS; FLANDREAU (2010: 259-260).

Convém que nos perguntemos se a diversificação das moedas de reserva internacional contribuirá ou não realmente para um SMI mais estável. Em ARTUS; BÉNASSY-QUÉRÉ; CARTAPANIS; FLANDREAU (2010: 272-273) nota-se que os efeitos de um SMI “multipolar” ainda é uma questão pouco discutida no plano teórico e com respostas inconcludentes.

Concluimos expressando a nossa compreensão de que, se uma transformação para o SMI não for pensada e deliberadamente levada a cabo, ela, provavelmente, tão cedo não acontecerá em sua plenitude, pois, como escreve AUBOIN (2012: 5), ao recordar Krugman e a sua ideia de inércia no funcionamento do SMI: “(...) the more a currency is established, the more difficult it is for users to shift to other currencies: the are clearly lower transaction costs in using a widely available and liquid currency.” Por outras palavras: “everyone uses the dollar because everyone else is using the dollar”.

<sup>232</sup> Sobre a emergência de uma moeda única mundial, em pormenor, veja-se GONÇALVES (2010). Neste artigo, a partir da recente experiência do euro e lembrando uniões monetárias internacionais mais remotas, do século XIX, o autor questiona se uma moeda mundial é, afinal, uma possibilidade ou uma mera especulação. Não sendo as uniões monetárias ou o nascimento de uma moeda mundial o objecto do nosso estudo, ficam aqui algumas notas que se julgam de relevo para a nossa matéria.

Ao tratar das uniões monetárias do século XIX, o autor refere (p. 533) que “[a] constante expansão das relações económicas internacionais e da circulação monetária e a necessidade de racionalizar e de simplificar as moedas de pleno conteúdo, entre outros motivos, favoreceram a instauração de algumas uniões monetárias (...)”. À época, estas uniões podiam ser estaduais (resultantes do nascimento de novos estados, como Itália e Suíça) ou internacionais (resultantes de tratados acordados por estados soberanos, como as uniões monetárias austro-alemã, latina e escandinava). Estas últimas, resultados de “compromissos de cooperação internacional” incentivados, como lembra GONÇALVES (2010: 537), principalmente pela antecedência de um largo período de recrudescimento das trocas externas, preenchem já os requisitos que ainda hoje se assumem, para muitos, como essenciais para a verdadeira caracterização de uma união monetária internacional: a fixação irrevogável do câmbio entre os países-membros e a completa liberdade do movimento de capitais. Em suma, note-se que já nas décadas de 60 e 70 do século XIX as nações europeias envidaram esforços por uma cooperação internacional monetária capaz de carrear resultados satisfatórios no âmbito comercial. Após aquelas décadas, lembra GONÇALVES (2010: 537), “[d]esde 1880, a gradual implantação do padrão ouro representou outra via, muito mais profícua, de integração monetária internacional, prejudicada apenas pelas condições impostas pelo deflagrar da Primeira Guerra Mundial”.

Hodiernamente, após o euro, outras integrações monetárias são pensadas, citando o autor em causa as propostas de uniões entre Austrália e Nova Zelândia, Estados Unidos e Canadá e, acrescendo o México, uma união monetária do NAFTA. Aqui, faz-se mister observar que é transversal em todas estas propostas, em maior ou menor expressão, a preocupação com a volatilidade cambial.

Cabe lembrar ainda que uma moeda mundial é uma ideia que remonta no pensamento contemporâneo a Keynes, defendida por este ilustre economista já na década de 40 aquando das negociações Bretton Woods, moeda mundial que Keynes designou, lembra-se novamente, *bancor*. Ainda no plano

de poder ser adequada no combate à genuína guerra cambial, uma unidade monetária à escala global seria uma solução óptima, ao diminuir os custos das transacções, reduzir os riscos e fornecer transparência ao desenvolvimento das relações económicas.

Ou, ainda de alguma maneira num plano utópico, pensar-se na construção de um instrumento de troca para o comércio internacional, semelhante ao papel que o ouro representou no passado, que não seja uma moeda nacional como é o dólar<sup>233</sup>. Note-se, no entanto, que esta pode afigurar-se como uma consequência do contemporâneo processo de desvalorização das suas moedas, nos quais muitos países se encontram envolvidos, pois, observa KLEINTOP (2012), os metais têm tendência para a manutenção do seu valor em face da depreciação das moedas, como exemplifica este autor ao notar que o preço do ouro aumentou aproximadamente duas vezes de 2008 a 2012.

---

científico, GONÇALVES (2010: 562) menciona Richard Cooper, que, em 1984, aventou a hipótese de uma moeda comum para todas as democracias industrializadas para dali a vinte e cinco anos. Recentemente, em 2009, neste mesmo sentido fez-se ouvir a voz do governador do banco central chinês, Zhou Xiaochuan. Ver STEIL (2014: 57).

Em suma, é curioso que se tenha em mente um facto comumente olvidado, que GONÇALVES (2010: 565-566) nos recorda: “A ideia de uma moeda única mundial não é estranha na história da humanidade. Pelo contrário, ‘completamente inovadora e desconhecida’ é a flutuação cambial dos últimos decênios.” Em seguida, citando Robert Mundell, o autor menciona exemplos de moedas internacionais que foram fazendo o seu percurso ao longo da história da humanidade nos últimos três milénios para, finalmente, concluir: “Ao invés do que é habitualmente suposto, as últimas três décadas deverão ser consideradas singulares na história da civilização no que respeita à ausência de uma moeda que possa verdadeiramente ser qualificada como ‘universal’.”

No porvir, avança-se como embrião de uma moeda internacional o activo internacional que são os DSE do FMI, criados após a primeira emenda aos Estatutos do Fundo, em 1967, na Assembleia que se realizou no Rio de Janeiro. APPELYARD; FIELD; COBB (2010: 742-743) afirmam que os DSE se tornaram “dinheiro internacional”, pois os seus receptores sabem que podem utilizá-lo na compra de outras moedas.

No entanto, o papel desempenhado pelos DSE ainda é consideravelmente limitado e tende a continuar sendo, pois, como assinala STEIL (2014: 57): “(...) no private-sector invoicing, borrowing, or lending takes place in SDRs. And until that changes, there is little incentive for central banks to hold much more of them than currently do – a total of around three percent of global currency reserves.” Corroborando este posicionamento, TRUMAN (2009: 11) assevera: “Over the past 30 years, since the approval of the second amendment of the IMF Articles, members of the IMF clearly have not collaborated with each other or the Fund to make the SDR the principal reserve asset in the international monetary system (...)”. O autor, em seguida, recorda que na primeira metade de 2009 foi sugerido (por Ocampo) que os DSE assumissem o carácter de principal activo de reserva do SMI – conforme se desejou em 1974 –, o que, como é lembrado por TRUMAN (2009: 12), ao limitar a utilização de moedas nacionais enquanto tal: “(...) require a thorough reconfiguration of the international monetary system”. Cite-se, ainda, EICHENGREEN (2012: 82), também demonstrando incredulidade relativamente aos DSE: “(...) there are multiple reasons for thinking that the SDR will not replace national currencies as the principal form of reserves.” Enfim, se uma mudança no SMI estiver dependente de um futuro promissor dos DSE, é de crer que pouco deverá mudar.

<sup>233</sup> STEIL (2014: 58) refere que a própria ideia do regresso ao padrão-ouro encontra hoje os seus defensores: “The idea of returning to some form of gold standard still has some well-known backers today, such as Ron Paul, the former Republican congressman from Texas, and the businessman and writer Lewis Lehrman.” Ao explicar um possível retorno ao padrão-ouro, suas vantagens e desvantagens, APPELYARD, FIELD; COBB (2010: 758) mencionam que, se os países realmente se comprometerem às suas paridades com o metal, “(...) o sistema elimina a volatilidade substancial nas taxas de câmbio, o que tem sido fonte de muita preocupação recente”.

Contrapõe-se às hipóteses sugeridas para superação dos problemas a realidade díspar entre muitas economias nacionais, o papel de relevo que o mecanismo cambial reveste como ferramenta de ajustamento económico e a possível perda da política monetária por parte dos países. Actualmente, reconfigurar a economia internacional em qualquer dos termos que acabaram de ser referidos revela-se ainda mais quimérico:

“Yet particularly given the extreme hardship endured by southern member states of the Eurozone since 2008, it is not surprising that proposals for governments to reduce their active management of national monetary affairs – whether through the creation of new international currencies, such as the euro, or through a return to some form of commodity backing for money – are more widely seen by policymakers as dangerous steps backward.”<sup>234</sup>

É de se questionar, porém, se a alargada e aprofundada integração económica mundial não se deveria fazer acompanhada de um progressivo nível de integração do SMI, para que este sistema possa efectivamente exercer a sua função facilitadora das trocas de bens, serviços e capitais num mundo cada vez mais globalizado. Destarte, entendemos que o hodierno SMI é desajustado à economia internacional e ao normal desenvolvimento do comércio entre as nações, a que se vem somar, na actual conjuntura disfuncional, uma descoordenação das normas e das instituições supranacionais na supervisão macroeconómica internacional.

---

<sup>234</sup> Cfr. STEIL (2014: 58).

## Bibliografia

- AMARAL, João Ferreira do (2013): *Porque devemos sair do Euro*, Alfragide, Leya.
- ANGELONI, Ignazio (2012): “The Group of 20: Trials of Global Governance in Times of Crisis”, in *The World Economy after the Global Crisis: A new economic order for the 21<sup>st</sup> century*, EICHENGREEN, Barry; PARK, Bokyeong (eds.), Singapura, World Scientific Publishing, pp. 101-128.
- APPLEYARD, Dennis; FIELD, Alfred; COBB, Steven (2010): *Economia Internacional*, 6.<sup>a</sup> ed., Porto Alegre, McGraw-Hill/Bookman.
- ARTUS, Patrick; BENASSY-QUERE, Agnès; CARTAPANIS, André; FLANDREAU, Marc (2010): “Regards croisés sur le Système Monétaire International”, in *Revue d’Economie Financière*, n.º 100, Dezembro, pp. 253-278.
- AUBOIN, Marc (2012): *Use of Currencies in International Trade: Any Changes in the Pictures*, Staff Working Paper ERSD-2012-10, World Trade Organization, Maio.
- AUBOIN, Marc; RUTA, Michele (2011): *The Relationship between Exchange Rates and International Trade: A Review of Economic Literature*, Staff Working Paper ERSD 2011-17, World Trade Organization, Outubro.
- BADIN, Michelle Ratton Sanchez; SHAFFER, Gregory; ROSENBERG, Barbara (2012): *Os desafios de vencer na OMC: O que está por trás do sucesso do Brasil*, São Paulo, Saraiva.
- BENASSY-QUERE, Agnès; GOURINCHAS, Pierre-Olivier; MARTIN, Philippe; PLANTIN, Guillaume (2014): “L’euro dans la ‘guerre des monnaies’”, in *Les Notes du Conseil d’analyse économique*, n.º 11, Janeiro, Paris, formato electrónico disponível em [www.cae-eco.fr](http://www.cae-eco.fr), acedido em 13/05/2014.
- BERGSTEN, Fred (2010): *We can fight fire with fire on the renminbi*, Financial Times, 3 de Outubro, formato electrónico disponível em [www.ft.com](http://www.ft.com), acedido em 27/01/2014.
- BERGSTEN, Fred (2011): *Why world needs three global currencies*, Financial Times, 15 de Fevereiro, formato electrónico disponível em [www.ft.com](http://www.ft.com), acedido em 27/01/2014.
- BERGSTEN, Fred (2013): *Our chance to slash the high costs of currency manipulation*, Financial Times, 16 de Dezembro, formato electrónico disponível em [www.ft.com](http://www.ft.com), acedido em 27/01/2014.
- BERGSTEN, Fred (2014): *Addressing Currency Manipulation Through Trade Agreements*, Policy Brief 14-2, Peterson Institute for International Economics, Janeiro.
- BERGSTEN, Fred; GAGNON, Joseph (2012a): *Currency Manipulation, the US Economy, and the Global Economic Order*, Policy Brief 12-25, Peterson Institute for International Economics, Dezembro.

- BERGSTEN, Fred; GAGNON, Joseph (2012b): *Time for a fightback in the currency wars*, Financial Times, 3 de Setembro, formato electrónico disponível em [www.ft.com](http://www.ft.com), acedido em 27/01/2014.
- BHALLA, Surjit (2012): *Devaluing to Prosperity: Misaligned Currencies and Their Growth Consequences*, Washington, Peterson Institute for International Economics.
- CLINE, William R. (2013): *Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates, November 2013, Policy Brief 13-29*, Peterson Institute for International Economics, Novembro.
- CLINE, William R. (2014): *Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates, May 2014, Policy Brief 13-29*, Peterson Institute for International Economics, Maio.
- COPELOVITCH, Mark S.; PEVEHOUSE, Jon C. (?): “Currency Wars” By Other Means? *Exchange Rates and GATT/WTO Dispute Initiation*, University of Wisconsin Department of Political Science, formato electrónico disponível em [www.ncgg.princeton.edu](http://www.ncgg.princeton.edu), acedido em 30/03/2014.
- COTTIER, Thomas (2008): “Preparing for Structural Reform in the WTO”, in *The Future of International Economic Law*, DAVEY, William J.; JACKSON, John (eds.), Oxford, Oxford University Press, pp. 59-70.
- CUNHA, Luís Pedro (2007): “A Proliferação de Acordos de Integração Regional”, in *Boletim de Ciências Económicas*, vol. L, pp. 353-393.
- CUNHA, Luís Pedro (2008): *O Sistema Comercial Multilateral e os Espaços de Integração Regional*, Coimbra, Coimbra Editora.
- CUNHA, Luís Pedro (2012): “GATT, OMC e Países em Vias de Desenvolvimento: Uma perspectiva crítica”, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Anibal Almeida*, NUNES, António José Avelãs; CUNHA, Luís Pedro; MARTINS, Maria Inês de Oliveira (orgs.), Boletim da Faculdade de Direito, Coimbra, Coimbra Editora, pp. 125-152.
- DAN, Wei (2001): *A China e a Organização Mundial do Comércio*, Coimbra, Almedina.
- DRABEK, Zdenek; BRADA, Josef C. (1998): *Exchange Rate Regimes and the Stability of Trade Policy in Transition Economies, Staff Working Paper ERAD 98-07*, World Trade Organization, Julho.
- EICHENGREEN, Barry (2008): *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, 2ª ed., Princeton/Oxford, Princeton University Press.
- EICHENGREEN, Barry (2012): “The International Monetary System after the Financial Crisis”, in *The World Economy after the Global Crisis: A new economic order for the 21<sup>st</sup> century*, EICHENGREEN, Barry; PARK, Bokyeong (eds.), Singapura, World Scientific Publishing, pp. 77-99.

- EICHENGREEN, Barry (2013): “Number One Country, Number One Currency?”, in *The World Economy*, vol. 36, n.º 4, Abril, pp. 363-374.
- EICHENGREEN, Barry; FLANDREAU, Marc (2009): “The rise and fall of the dollar (or when did the dollar replace sterling as the leading reserve currency?)”, in *European Review of Economic History*, vol. 13, 3ª parte, Dezembro, Cambridge University Press.
- EL-ERIAN, Mohamed (2013): *Beggar Thy Currency or Thy Self*, Project Syndicate, 22 de Janeiro, formato electrónico disponível em [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org), acedido em 15/07/2013.
- EVENETT, Simon J. (2012): “Did WTO Rules Restrain Protectionism During the Recent Systemic Crisis?”, in *The World Economy after the Global Crisis: A new economic order for the 21<sup>st</sup> century*, EICHENGREEN, Barry; PARK, Bokyeong (eds.), Singapura, World Scientific Publishing, pp. 29-75.
- FERNANDES, José Pedro Teixeira (2013): *Elementos de Economia Política Internacional*, 2.ª ed., Coimbra, Almedina.
- FRANKEL, Jeffrey (2013): *Dispatches from the Currency Wars*, Project Syndicate, 11 de Junho, formato electrónico disponível em [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org), acedido em 15/07/2013.
- GAGNON, Joseph (2012): *Combating Widespread Currency Manipulation, Policy Brief 12 19*, Peterson Institute for International Economics, Julho.
- GAGNON, Joseph (2013): *Stabilizing Properties of Flexible Exchange Rates: Evidence from the Global Financial Crisis, Policy Brief 13, 28*, Peterson Institute for International Economics, Novembro.
- GONÇALVES, José Renato (2010): *Depois do Euro: A Caminho de uma Moeda Única Mundial?*, in MIRANDA, Jorge et al. (orgs.), *Estudos em homenagem ao Prof. Doutor Paulo de Pitta e Cunha – vol. I*, Coimbra, Almedina, pp. 531-566.
- HUDSON, Gregory; FARIA, Pedro Bento de; PEYERL, Tobias (2011): *The Legality of Exchange Rate Undervaluation Under WTO Law*, CTEI Working Paper, Centre for Trade and Economic Integration – The Graduate Institute of International and Development Studies, Genebra.
- HUFBAUER, Gary; SCHOTT, Jeffrey (2012): *Will the World Trade Organization Enjoy a Bright Future?*, *Policy Brief 12-11*, Peterson Institute for International Economics, Maio.
- IRWIN, Douglas (2013): “The Nixon shock after forty years: the import surcharge revisited”, in *World Trade Review*, vol. 12, n.º 1, Janeiro, pp. 29-56.



- IRWIN, Douglas A.; MAVROIDIS, Petros C.; SYKES, Alan O. (2008): *The Genesis of the GATT*, Nova Iorque, Cambridge University Press.
- JOHNSON, Simon (2010): *Who caused the Currency Wars?*, Project Syndicate, 13 de Outubro, formato electrónico disponível em [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org), acessado em 27/07/2013.
- JUNG, Haneul (2012): “Tackling Currency Manipulation with International Law: Why and How Currency Manipulation should be Adjudicated?”, in *Manchester Journal of International Economic Law*, vol. 9, issue 2, disponível em [www.electronicpublications.org](http://www.electronicpublications.org), acessado em 22/04/2014, pp. 184-200.
- KEATING, Joshua E. (2010): *Why do Currency Wars Start?*, Financial Times, 14 de Outubro, formato electrónico disponível em [www.foreignpolicy.com](http://www.foreignpolicy.com), acessado em 07/10/2013.
- KLEINTOP, Jeff (2012): *The World’s Central Banks are Locked in a Currency War, and Reining in Stimulus will take Coordination*, Business Insider, 22 de Outubro, formato electrónico disponível em [www.businessinsider.com](http://www.businessinsider.com), acessado em 29/10/2013.
- KRUGMAN, Paul; OBSTFELD, Maurice (2010): *Economia Internacional: teoria e política*, 8.<sup>a</sup> ed., São Paulo, Pearson.
- LARANJEIRO, Carlos (2009): *Lições de Integração Monetária Europeia*, Coimbra, Almedina.
- LIMA-CAMPOS, Aluisio de (2013): *Predatory Currency Misalignments: A credible Threat to the international trade order*, Peterson Institute of International Economics, Abril.
- LIMA-CAMPOS, Aluisio de; GIL, Juan Antonio Gaviria (2012): “A case for misaligned currencies as countervailable subsidies”, in *Journal of World Trade*, vol. 46, n.º 5, pp. 1017-1044.
- MARÇAL, Emerson Fernandes (2012): *Estimando o desalinhamento cambial para países selecionados utilizando análise baseada em fundamentos*, Nota Técnica n.º 4, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Agosto.
- MATTOO, Aaditya; MISHRA, Prachi; SUBRAMANIAN, Arvind (2012): *Spillover Effects of Exchange Rates: A Study of the Renminbi*, Working Paper 12-4, Peterson Institute for International Economics, Março.
- MATTOO, Aaditya; NG, Francis; SUBRAMANIAN, Arvind (2011): *The Elephant in the “Green Room”: China and the Doha Round*, Policy Brief 11-3, Peterson Institute for International Economics, Maio.

- MATTOO, Aaditya; SUBRAMANIAN, Arvind (2008): *Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization, Working Paper 08-2*, Peterson Institute for International Economics, Janeiro.
- MEDEIROS, Eduardo Raposo de (2013): *Economia Internacional: Comércio e Finanças*, 9.<sup>a</sup> ed., Lisboa, Escolar Editora.
- MOREIRA, Vital (2014): *Trabalho digno para todos: A “cláusula laboral” no comércio externo na União Europeia*, Coimbra, Coimbra Editora.
- NETO, José Cretella (2012): *Curso de Direito Internacional Económico*, São Paulo, Editora Saraiva.
- NUNES, António José Avelãs (2003): “Neoliberalismo, Capitalismo e Democracia”, in *Boletim de Ciência Económicas*, vol. XLVI, Coimbra, pp. 9-66.
- NUNES, António José Avelãs (2005): *Economia: A moeda*, Coimbra, Serviços de Acção Social da Universidade de Coimbra – Serviços de textos.
- OCAMPO, José Antonio (2012): *La Reserva Federal y la guerra de divisas*, Project Syndicate, 2 de Outubro, formato electrónico disponível em [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org), acedido em 27/07/2013.
- PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS (2013): *Bergsten Warns that Currency Wars pose “Clear and Present Danger”*, News Release, Peterson Institute for International Economics, 16 de Maio, formato electrónico disponível em [www.iie.com](http://www.iie.com), acedido em 15/11/2013.
- PISANI-FERRY, Jean (2010): *Currency Chaos*, Project Syndicate, 14 de Outubro, formato electrónico disponível em [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org), acedido em 27/07/2013.
- PARK, Bokyeong; KIM, Jinill (2012): “Challenges for Emerging Asia”, in *The World Economy after the Global Crisis: A new economic order for the 21<sup>st</sup> century*, EICHENGREEN, Barry; PARK, Bokyeong (eds.), Singapura, World Scientific Publishing, pp. 153-171.
- PORTO, Manuel Carlos Lopes (2009a): *Economia: Um texto introdutório*, 3.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Almedina.
- PORTO, Manuel Carlos Lopes (2009b): *Teoria de Integração e Políticas Comunitárias: Face aos Desafios da Globalização*, 4.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Almedina.
- PORTO, Manuel Carlos Lopes; CALVETE, Victor (2010): “O Fundo Monetário Internacional”, in *Organizações Internacionais*, CAMPOS, João Mota de (org.), 4.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Coimbra Editora, pp. 493-556.

- QUELHAS, José Manuel Gonçalves Santos (1996): “Sobre a evolução recente do sistema financeiro (Novos ‘Produtos Financeiros’)”, in *Separata do Boletim de Ciência Económicas*, Coimbra.
- RIBEIRO, José Joaquim Teixeira (1978): “Do padrão-ouro ao Fundo Monetário Internacional”, in *Boletim de Ciências Económicas*, vol. XVI, pp. 175-181.
- RICKARDS, James (2012): *Currency Wars: The making of the next global crisis*, Nova Iorque, Portfolio/Penguin.
- ROGOFF, KENNETH (2008): *Inflation is now the lesser evil*, Project Syndicate, 2 de Dezembro, formato electrónico disponível em <http://www.project-syndicate.org>, acedido em 27/07/2013.
- SALVATORE, Dominick (2007): *Introdução à Economia Internacional*, Rio de Janeiro, Livros Técnicos e Científicos Editora.
- SAMUELSON, Paul; NORDHAUS, William (2010): *Economia*, Lisboa, McGraw Hill/Bookman.
- SIEGEL, Deborah E. (2002): “Legal aspects of the IMF/WTO relationship: The Fund’s articles of agreement and the WTO agreements”, in *The American Journal of International Law*, vol. 96, n.º 3, Julho, pp. 561-599.
- SPENCE, Michael (2012): *The Next Convergence: The future of economic growth in a multispread world*, Nova Iorque, Picador.
- STAIGER, Robert (2012): *Non-tariff Measures and the WTO*, Staff Working Paper ERSD 2012-01, World Trade Organization, Janeiro.
- STAIGER, Robert; SYKES, Alan (2010): “‘Currency Manipulation’ and World Trade”, in *World Trade Review*, vol. 9, n.º 4, Outubro, WTO/Cambridge University Press, pp. 583-627.
- STEGER, Debra P. (2008): “The Culture of the WTO: Why is Needs to Change”, in *The Future of International Economic Law*, DAVEY, William J.; JACKSON, John (eds.), Oxford, Oxford University Press, pp. 45-57.
- STEIL, Benn (2014): “The International Consequences of Fed Policy”, in *Foreign Affairs*, vol. 93, n.º 4, Julho/Agosto, pp. 54-61.
- STIGLITZ, Joseph; CHARLTON, Andrew (2009): *Comércio Justo para Todos*, Lisboa, Texto Editores.
- SUBACCHI, Paola (2013): *An Era of Currency Wars?*, Project Syndicate, 1 de Fevereiro, formato electrónico disponível em [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org), acedido em 27/07/2013.

- SUBRAMANIAN, Arvind (2011): *Renminbi Rules: The Conditional Imminence of the Reserve Currency Transition, Policy Brief 11-14*, Peterson Institute for International Economics, Setembro.
- THE ECONOMIST (2014): *The Big Mac Index*, 24 de Julho, formato electrónico disponível em [www.economist.com](http://www.economist.com), acedido em 12/09/2014.
- THORSTENSEN, Vera; MARÇAL, Emerson; FERRAZ, Lucas (2011): *Impactos do Câmbio nos Instrumentos de Comércio Internacional: O Caso das Tarifas, Nota Técnica*, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Agosto.
- THORSTENSEN, Vera; RAMOS, Daniel; MULLER, Carolina (2011): *O princípio da nação mais favorecida e os desalinhamentos cambiais, Nota Técnica*, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Dezembro.
- THORSTENSEN, Vera; RAMOS, Daniel; MULLER, Carolina (2012): “The issue of exchange rates in the history of GATT”, in *CGTI Studies*, n.º 3, disponível em [ccgi.fgv.br](http://ccgi.fgv.br), acedido em 22/04/2014.
- THORSTENSEN, Vera; RAMOS, Daniel; MULLER, Carolina (2013): “The ‘Missing Link’ between the WTO and the IMF”, in *Journal of International Economic Law*, vol. 16, n.º 2, Junho, Oxford University Press, pp. 353-381.
- THORSTENSEN, Vera; RAMOS, Daniel; MULLER, Carolina; BERTOLACCINI, Fernanda (2012): *OMC e economias não de mercado: o caso da China, Nota Técnica n.º 9*, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Agosto.
- TORRES, Hector R. (2008): “Reforming the International Monetary Fund – Why its Legitimacy is at Stake?”, in *The Future of International Economic Law*, DAVEY, William J.; JACKSON, John (eds.), Oxford, Oxford University Press, pp. 5-22.
- TRUMAN, Edwin (2009): *The International Monetary Fund and Regulatory Challenges, Working Paper 09-16*, Peterson Institute for International Economics, Dezembro.
- WALI, Muammer; MANZUR, Meher (2013): “Exchange Rate Volatility Before and After the Float”, in *The World Economy*, vol. 36, n.º 8, Agosto, pp. 1091-1097.
- WILLIAMSON, John (2010): *Exchange Rate Policy in Brazil, Working Paper 10-16*, Peterson Institute for International Economics, Dezembro.
- WILLIAMSON, John; CLINE, William (2009): *2009 Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates, Policy Brief 09-10*, Peterson Institute for International Economics, Junho.
- WILLIAMSON, John; CLINE, William (2010): *Currency Wars?, Policy Brief 10-26*, Peterson Institute for International Economics, Novembro.

ZIMMERMANN, Claus D. (2011): “Exchange rate misalignment and International Law”, in *American Journal of International Law*, vol. 105, n.º 3, pp. 423-476.

## Índice

Siglas e Abreviaturas .....	2
1. Introdução .....	3
2. Mercados cambiais e taxas de câmbio .....	6
2.1. Taxas de câmbio fixas.....	10
2.2. Taxas de câmbio flutuantes (ou flexíveis).....	11
2.3. Outros regimes cambiais.....	12
3. Manipulação e desalinhamento cambial.....	14
4. Desvalorizações competitivas e políticas monetárias expansionistas.....	20
4.1. Desvalorizações competitivas.....	20
4.2. Políticas monetárias expansionistas.....	27
4.3. Diferenciação .....	32
5. Guerras cambiais.....	37
6. Notas sobre a relação entre câmbio e comércio internacional.....	43
7. Regulação.....	51
7.1. FMI .....	52
7.1.1. Considerações gerais.....	52
7.1.2. Do câmbio às ajudas financeiras.....	54
7.1.3. Artigo IV, secção I, iii .....	57
7.2. OMC .....	61
7.2.1. Considerações gerais.....	61
7.2.2. O câmbio na OMC.....	62
7.2.3. Artigo XV, n.º 4 .....	71
7.2.4. Possíveis enquadramentos .....	72
7.3. Coordenação institucional: OMC e FMI .....	77
7.4. Espaços de Integração Regional .....	82
7.5. Outras vias .....	84
9. Considerações Finais .....	87

Bibliografia .....93