DESALINHAMENTOS CAMBIAIS PREDATÓRIOS: UMA AMEAÇA REAL À ORDEM DO COMÉRCIO INTERNACIONAL*

Aluisio de Lima-Campos**

RESUMO

Desalinhamentos cambiais (DCs), expressados pela diferença entre a taxa de câmbio real e a taxa de equilíbrio estimada, podem ser predatórios se resultarem em desvalorização significativa – não negligenciável – de prazo mais longo, que não visa corrigir um desequilíbrio econômico e não se justifica pelos fundamentos econômicos do país. Isso leva à conclusão de que a moeda está sendo manipulada para gerar mais reservas e obter vantagem injusta sobre parceiros comerciais. Desalinhamentos cambiais predatórios (DCPs) reduzem os níveis de proteção tarifária dos países de moedas não desvalorizadas e aumentam o nível de proteção dos países que a aplicam, em ambos os casos violando direitos e obrigações devidamente negociados na Organização Mundial do Comércio (OMC). Os DCPs podem tornar negativa a proteção tarifária de países afetados, gerando um subsídio às importações nesses países. Além disso, se os mesmos países têm medidas de defesa comercial em vigor, os DCPs podem anulá-las completamente. Uma solução permanente e sustentável, que incluiria possivelmente novo mecanismo específico para tratar do tema, viria de um acordo multilateral, no âmbito da OMC. No entanto, tal acordo só será possível no curto e médio prazo se houver um incentivo para os países praticantes de DCPs se sentarem à mesa de negociações. O incentivo seria uma ação plurilateral, coordenada, de aplicação de direitos compensatórios contra importações de produtos relevantes para os manipuladores. Esses direitos permaneceriam vigentes até a conclusão de um acordo ou a cessação dos DCPs.

Palavras-chave: câmbio; desalinhamento cambial; comércio internacional; OMC.

PREDATORY CURRENCY MISALIGNMENTS: A CREDIBLE THREAT TO THE INTERNATIONAL TRADE ORDER

ABSTRACT[i]

Currency misalignments (CMs), as expressed by the difference between a real exchange rate and its estimated equilibrium rate, may be predatory (PCMs) if it is significant – not negligible –, of longer duration, not there to correct economic imbalances and not justified by the devaluing country's economic fundamentals. This leads to the conclusion that such currency is being manipulated with the intent of generating increased reserves and obtaining unfair advantage over its trade partners. PCMs decrease the level of tariff protection of not-devalued currency countries and increase the level of protection of the countries that apply them, in both cases violating duly negotiated rights and obligations at the World Trade Organization (WTO). PCMs may push the tariff protection levels of affected countries into negative territory, generating a subsidy to imports. In addition, if these countries have trade remedies in effect, PCMs could wipe them out. A permanent and sustainable solution, which would probably include a new specific mechanism to deal with this problem, would come from a multilateral agreement at the WTO. However, such agreement would only be possible in the short and medium run if there is an incentive for countries using PCMs to seat at the negotiating table. The incentive would be a plurilateral, coordinated action to implement countervailing duties on major imports from manipulating countries. These duties would stay in place until the conclusion of an agreement or the cessation of PCMs.

Keywords: exchange rates; exchange rates misalignments; internacional trade; WTO.

JEL: F10; F50; F13.

Boletim de Economia e Política Internacional, 14: 15-20 [2013]

---

* Trabalho preparado para circulação na conferência Currency Wars: Economic Realities, Institutional Answers and the G-20 Agenda, Peterson Institute of International Economics (PIIE), Washington, D.C., 2 de abril de 2013. O autor agradece a Adriana de Queiroz por sugestões e comentários e também a Joseph Gagnon, Michael Gadbaw e Vera Thorstensen. A responsabilidade por este artigo é inteiramente do autor.

** Economista, presidente do ABCI Institute e professor adjunto do Washington College of Law, American University.

i. *The versions in English of the abstracts of this series have not been edited by Ipea's publishing department.*
As versões em língua inglesa das sinopses desta coleção não são objeto de revisão pelo Editorial do Ipea.

Desalinhamentos cambiais (DCs), expressados pela diferença entre a taxa de câmbio real e a taxa de equilíbrio estimada, podem ser provocados por flutuações de mercado ou pela intervenção de governos, ou por ambos. Com o término do padrão-ouro e a introdução do regime de câmbio flutuante, no início da década de 1970, desalinhamentos se tornaram comuns.

As estimativas do Fundo Monetário Internacional (FMI), fonte oficial sobre o assunto, são a melhor evidência de que os DCs não são uma ficção. Em seu último levantamento de DCs (IMF, 2012), o FMI indica quatorze países com moedas sobrevalorizadas, nove com moedas desvalorizadas e cinco com desalinhamentos positivos e negativos.

Desalinhamentos são definidos, no relatório do FMI, como as diferenças estimadas entre a taxa de câmbio real efetiva e aquela consistente com os fundamentos econômicos e as políticas econômicas desejáveis. A Fundação Getulio Vargas (FGV), por sua vez, analisa os fundamentos sob a perspectiva de ativos externos líquidos ao calcular os DCs. Apesar da diferença metodológica entre o FMI e a FGV, as instituições concordam quanto à direção dos DCs para a maioria dos países.[1]

Já o Peterson Institute of International Economics (PIIE) calcula a taxa de câmbio de equilíbrio fundamental – Fundamental Equilibrium Exchange Rate (Feer) –, definida como a taxa de câmbio que se espera ser indefinidamente sustentável, com base nas políticas existentes. Cline e Williamson, do PIIE, explicam-na como "a taxa de câmbio que se espera gerar um superávit ou déficit em conta corrente que reflita o fluxo de capital do país ao longo do ciclo, presumindo que o país está buscando o equilíbrio interno, tão bem quanto pode, e não está restringindo o comércio por razões de balanço de pagamentos" (Cline e Williamson, 2012). Bhalla (2012) calcula os DCs usando um modelo exponencial, que resulta em uma evolução em formato de S da taxa de câmbio real em relação à renda. Embora haja distinções óbvias na medição de DCs, definitivamente, não faltam modelos para medi-los.

Desalinhamentos generalizados, influenciados exclusivamente por fatores mercadológicos, são eventos normais e, como tais, devem ser tratados. A preocupação maior, para fins desta análise, advém de desvios da norma, como, por exemplo, quando há intervenção do governo no mercado. Se a intervenção visa corrigir desequilíbrios econômicos, ela deve cessar quando o problema é corrigido. O FMI, por exemplo, durante muitos anos, prescreveu a desvalorização como remédio para países com problemas no balanço de pagamentos e outras dificuldades econômicas. Políticas econômicas corretivas desta natureza são escolhas legítimas, e devem continuar à disposição de governos, sem que estes sofram condenações ou penalidades. A característica comum a essas duas instâncias – flutuações de mercado e intervenções corretivas – é sua natureza *temporária*, o que, portanto, não deveria gerar grande ansiedade.

Intervenções governamentais *persistentes*, estas sim, deveriam levantar preocupações. Se realizadas para manter uma desvalorização significativa – e não negligenciável – de prazo mais longo, que não visa corrigir um desequilíbrio econômico e não se justifica pelos fundamentos econômicos do país, deveriam ocorrer apenas com uma explicação: a moeda está sendo manipulada para gerar mais reservas e obter vantagem injusta sobre parceiros comerciais. Em outras palavras, se todos os indicadores econômicos são favoráveis em um determinado país, sua moeda, em condições normais de mercado, tenderia, provavelmente, à apreciação, ao longo do tempo, e não à desvalorização. Nesse caso, pode-se afirmar que o objetivo da manipulação do governo é melhorar sua balança comercial por meio da criação de vantagem artificial para suas exportações e do aumento, simultâneo, de suas

1. Diferença notável entre os números da FGV e do FMI ocorre em relação a Japão, França, Itália e Estados Unidos. Para todos, segundo a FGV, desvalorizado; segundo o FMI, sobrevalorizado.

barreiras à importação. Trata-se de efeito análogo a dopar um atleta para ganhar uma corrida, proporcionando-lhe vantagens sobre seus concorrentes em velocidade e resistência. Este seria um caso de desalinhamento predatório e, portanto, deveria ser tratado como prática ilegal e injusta, da mesma forma que o *doping*. Joseph E. Gagnon, do PIIE, define como manipuladores extremos os países que possuem: *i)* reservas de câmbio maiores que o valor correspondente a seis meses de importação de bens e serviços; *ii)* um balanço médio em conta corrente – como percentual do Produto Interno Bruto (PIB) entre 2001 e 2011 superior a zero; e *iii)* aumento de reservas em relação ao PIB no decorrer dos últimos dez anos (Gagnon, 2012).

Mais do que identificar a existência de Desalinhamentos Cambiais Predatórios (DCPs), caberia a demonstração dos seus efeitos negativos. E pelo menos dois excelentes estudos o fazem. O da FGV (Thorstensen, Marçal e Ferraz, 2012), que mediu o impacto dos DCs sobre as pautas tarifárias de vários países. E o de Mattoo, Mishra e Subramanian (2012), que mediu o transbordamento das desvalorizações predatórias no comércio dos países afetados. Para fins de entendimento, vamos dividir os países em duas categorias: países com moeda não desvalorizada (MND) e países com moeda desvalorizada (MD). A FGV demonstra que os níveis de proteção da tarifa de importação nos países com MND, devidamente negociados na Organização Mundial do Comércio (OMC), são enfraquecidos até o ponto de tornarem-se negativos, o que poderia ser entendido como um subsídio às importações. Nestas circunstâncias, países com MND enfrentam ainda outra ameaça: a possibilidade de a proteção oferecida por sua defesa comercial (*antidumping*, antissubsídio e salvaguardas) desaparecer juntamente com sua proteção tarifária. Nos países com MD, o estudo da FGV demonstrou que os níveis das tarifas de importação podem subir além dos limites de consolidação na OMC.

Neste caso, por que os países se importariam em negociar tarifas na OMC durante vários anos, quando estas podem desaparecer com uma única desvalorização? Visto por outro ângulo, hoje, os países poderiam concordar com tarifas consolidadas relativamente baixas em negociações multilaterais (ou bilaterais ou regionais), desvalorizar sua moeda após a conclusão e ratificação do acordo e não sofrer nenhuma penalidade por violar seus compromissos tarifários com a OMC (ou com parceiros em acordos bilaterais ou regionais de comércio). Faz sentido, portanto, haver dispositivos específicos na OMC (e nos acordos bilaterais e regionais) para lidar com os efeitos negativos dos DCPs. Taxas de câmbio, por sua vez, desempenham um papel fundamental na estabilidade monetária, no comércio e na competitividade, as quais estariam sendo seriamente distorcidas pelos DCPs.

No artigo de Mattoo, Mishra e Subramanian (2012), examina-se o efeito "transbordamento". Os autores sugerem que, em média, uma apreciação de 10% na taxa de câmbio real da China estimula as exportações da categoria de produtos de um Sistema Harmonizado (SH) típico de quatro dígitos em um país em desenvolvimento para terceiros mercados em cerca de 1,5% a 2%. Ao prevenir a apreciação de sua moeda, a China teria prejudicado os exportadores de países em desenvolvimento. Dada a existência de DCPs em outros países com MD, a China provavelmente não estaria sozinha.

Se os DCPs podem aumentar o nível de proteção tarifária de manipuladores além das taxas consolidadas na OMC e, ao mesmo tempo, diminuir aquele nível de proteção dos parceiros comerciais, inclusive de medidas de defesa comercial em que parceiros comerciais possam ter adotado, estariam "frustrando" a intenção das disposições do Acordo Geral de Tarifas e Comércio – General Agreement on Tariffs and Trade (GATT). De acordo com o Artigo XV, parágrafo 4º, do GATT 1994, "As Partes Contratantes abster-se-ão de qualquer

medida cambial que possa frustrar[2] os objetivos considerados no presente Acordo e de qualquer medida comercial que possa frustrar os objetivos visados pelos Estatutos do Fundo Monetário Internacional". Na nota explicativa, consta que "a palavra 'frustrar' pretende indicar, por exemplo, que as infrações de qualquer Artigo deste Acordo por ação cambial deverá ser considerada uma violação daquele Artigo se, na prática, não houver um desvio apreciável da intenção do Artigo".[3] Os efeitos dos DCPs são claras violações, com evidente inexistência de "desvio apreciável da intenção do Artigo".

Se há "frustração", o que os membros da OMC afetados poderiam fazer? Uma óbvia opção seria requisitar um painel ao Órgão de Solução de Controvérsias (OSC), nos termos do Artigo XV. Na atual conjuntura, no entanto, dada a alta sensibilidade da questão, o espaço para pressões e considerações políticas seria significativo e tecnicamente controverso, tendo em mente as diferentes interpretações com relação ao papel do FMI. Nessas condições, o risco de uma decisão desfavorável, que poderia potencialmente "legalizar" a prática de DCPs, seria muito grande.

Outra opção seria a negociação, tanto bilateral quanto multilateral ou plurilateral. Um enfoque bilateral não traria uma solução para um problema que é de natureza global. Além disso, mecanismos existentes para tal não são efetivos. Nos Estados Unidos, por exemplo, a Seção 3004 do *Omnibus Trade and Competitiveness Act* de 1988 exige que o Tesouro norte-americano determine se alguma nação com conta corrente global e superávits de comércio bilateral significativos com o país está manipulando sua taxa de câmbio em relação ao dólar com a finalidade de evitar ajustes efetivos na balança de pagamentos ou obter vantagem competitiva injusta no comércio internacional. Se a conclusão do Tesouro fosse afirmativa, negociações expeditas por meio do FMI ou bilaterais deveriam ter início. Como o Tesouro, porém, nunca conclui afirmativamente, as negociações tampouco ocorrem.

No nível multilateral, o FMI não acusou nem dá indicações de que irá acusar qualquer de seus membros de estar manipulando sua taxa de câmbio, com base no Artigo IV de seus estatutos.[4] Ainda que o fizesse, daria início a um processo de resolução "sem dentes", ou seja, um procedimento sem prazos definidos, sensível a pressões políticas e sem sanções materiais previsíveis que ofereçam algum tipo de compensação aos países negativamente afetados pelos impactos negativos em seu comércio internacional.[5] O processo na OMC, em contraste, com base no Entendimento sobre Solução de Controvérsias, prevê procedimentos com prazos bem definidos e relativamente curtos para as decisões e, em casos de não cumprimento de decisões de painéis ou do Órgão de Apelação, retaliação comercial contra o país demandado.

Na OMC, o Brasil tem pressionado por uma solução. Em setembro de 2011, a iniciativa brasileira apresentou proposta constituída de três etapas. A primeira sugerindo que se fizesse um levantamento da literatura disponível sobre o assunto, o que foi realizado pelo Secretariado da OMC em outubro de 2011 (Auboin e Ruta, 2011). A segunda, que se organizasse um seminário de dois dias para discutir o desalinhamento cambial e o comércio, que teve lugar em Genebra, em março de 2012. O foco deste último, no entanto, concentrou-se mais "no que existe na literatura" do que "no que pode ser feito", o que era de se esperar, dadas as sensibilidades políticas. A

2. Adendo ao Artigo XV, parágrafo 4º: A expressão "que possa frustrar" significa, por exemplo, que as medidas de controle de câmbio contrárias à letra de um artigo do presente Acordo não serão consideradas como violação do mesmo se, na prática, não se afastarem de forma apreciável do espírito do referido artigo. Desse modo, uma parte contratante que, em virtude de uma dessas medidas de controle de câmbio, aplicada em conformidade com os Estatutos do FMI, exija que os pagamentos de suas exportações sejam feitos em sua própria moeda ou na de um ou vários membros do FMI, não será, por isso, considerada como infratora do Artigo XI ou do Artigo XIII. Outro exemplo poderia ser o de uma parte contratante que indicasse, em uma licença de importação, o país do qual as mercadorias podem ser importadas, com o propósito não de introduzir um novo elemento de discriminação em seu sistema de licenças de importação, senão de aplicar as medidas autorizadas com respeito ao controle de câmbio.

3. Idem.

4. Para o FMI, indicações de manipulação seriam: superávits em conta corrente significativos e prolongados, intervenção unidirecional no mercado de câmbio e desalinhamento cambial fundamental. Mais de um país satisfaria essas indicações, como sugerido pelos estudos da FGV e do PIIE aqui citados. No entanto, nenhuma ação foi iniciada pelo FMI contra esses países.

5. Ver Artigo XXVI, Seção 2, dos estatutos do FMI. Note-se que é necessária uma maioria de 70% nos votos para suspender um país-membro, e que não há qualquer tipo de compensação prevista aos países negativamente afetados.

intenção era que este seminário fosse uma reunião pública, com ampla participação, o que infelizmente não ocorreu, aparentemente por solicitação da China e dos Estados Unidos. E a terceira, que houvesse uma discussão no Grupo de Trabalho sobre Comércio, Dívida, e Finanças da OMC de eventuais propostas para enfrentar o problema, a qual se realizou em novembro de 2012. Um documento da delegação brasileira junto à OMC com sugestões foi apresentado naquela reunião (WTO, 2012), mas nenhuma conclusão foi alcançada. O melhor resultado do encontro foi a decisão de que a discussão deverá continuar, com o FMI sendo convidado a participar no próximo encontro, ainda sem data marcada. Discussões no Grupo dos 20 (G-20), no entanto, não produziram resultados concretos, uma vez que, se o problema é o efeito negativo dos DCPs sobre o comércio e as regras da OMC, a solução remediadora deve ser alcançada na OMC, e não no G-20.

A busca por uma saída multilateral seria a melhor opção, já que somente por meio deste caminho uma solução permanente aos efeitos negativos dos DCPs seria sustentável. No entanto, conforme demonstrado pelas dificuldades na Rodada Doha, qualquer consenso sobre uma solução negociada na OMC para o problema do DCP está fadada a ser uma proposição de longo prazo, especialmente se exigir um novo acordo ou alteração de regras existentes. No momento, na ausência de uma orientação clara da OMC sobre como lidar com este problema, os países com MND estão utilizando medidas defensivas que podem ser consideradas indesejáveis do ponto de vista econômico ou comercial.

Diante destas circunstâncias, sugere-se que a melhor maneira de se chegar a uma solução multilateral seria uma abordagem complementar. Caberia aos governos e às indústrias afetadas utilizar uma segunda via para resolver as situações de curto e longo prazo que, se bem planejada e executada, poderia assistir no alcance de uma solução negociada na OMC. Esta consistiria em uma ação plurilateral por meio do uso coordenado da defesa comercial, especificamente o mecanismo de direitos compensatórios (ou "antissubsídios"). A utilização de salvaguardas não seria adequada, pois são medidas horizontais, que não discriminam países, ou seja, afetam igualmente aqueles com MD e MND, o que não seria o propósito. O objetivo seria compensar os países com MND pelos efeitos negativos dos DCPs.

O *antidumping*, por sua vez, embora permitisse selecionar produtos, indústrias e países, não seria o instrumento de defesa adequado, uma vez que os DCPs são inquestionavelmente subsídios em termos econômicos, são medidas governamentais (em casos de *antidumping*, governos não são considerados "partes interessadas" do ponto de vista legal) e podem ser enquadrados como subsídios à exportação, os quais são proibidos nos termos do Acordo sobre Subsídios e Medidas Compensatórias (ASMC).

Esta segunda via seria implementada de uma forma mais adequada se uma "coalizão dos prejudicados", composta de países influentes com MND e alguns com MD em níveis negligenciáveis, que estariam sofrendo prejuízos por parte dos DCPs, fosse organizada. Tal aliança deveria incluir a União Europeia (UE) e países como Brasil, Canadá, Índia, Japão, Estados Unidos e outros que, juntos, poderiam pressionar efetivamente os manipuladores para que participassem de negociações construtivas para uma solução multilateral. Para isso, cada membro da aliança iniciaria, em coordenação com os demais, diversos casos de direitos compensatórios contra os principais produtos dos países manipuladores. Os argumentos legais estão expostos em pormenores no artigo *A case for currency misalignments as countervailable subsidies*, em coautoria com Gaviria (Lima-Campos e Gaviria, 2012). O artigo defende que DCPs (não toda DC) podem ser tratados como subsídios proibidos nos termos do ASMC e ser objeto de petição de direitos compensatórios à autoridade investigadora do país. Os DCPs são proibidos porque são condicionados à exportação – o benefício só é auferido pelo exportador.

Testes de dano e estabelecimento de relação causal entre o subsídio e o dano seriam exigidos para a imposição do direito compensatório. Essas exigências trariam um benefício triplo: limitariam a quantidade

de petições que se qualificariam para investigação, proveriam proteção somente àqueles que necessitam, e exigiriam definição do que seria "persistente" (um ano de dados DCPs ou mais?)[6] na análise do dano causado pelo DCP, para fins de aplicação do direito compensatório.

Se países afetados pelos direitos compensatórios assim o desejarem, poderiam iniciar procedimento de solução de controvérsias na OMC/OSC. Porém, terão que assumir o ônus da prova. Ademais, os efeitos restritivos de uma investigação de direitos compensatórios sobre as importações de países manipuladores seriam sentidos logo no início do processo de investigação, com o anúncio desta. A intensidade desses efeitos aumentaria à medida que o caso avançasse e duraria o período necessário para que um acordo fosse feito em nível multilateral ou, senão, até que a prática do DCP cessasse.

Esta abordagem de duas vias apresentaria os seguintes benefícios: *i)* os casos de direitos compensatórios, se bem preparados, poderiam aumentar a pressão sobre os negociadores para acelerar uma solução consensual na OMC; *ii)* a ameaça de casos de direitos compensatórios, por si só, poderia remover obstáculos à negociação, senão os efeitos restritivos desses direitos o farão; *iii)* os casos de direitos compensatórios poderiam ajudar a oferecer ideias para uma solução negociada na OMC; e *iv)* se revisado por painel da OMC, o foco da análise seria restrito a questões técnicas, o que reduziria as oportunidades de influência política (claramente, o oposto ocorreria em um painel que contemplasse o Artigo XV). Além disso, a aliança de governos teria, nas investigações de direitos compensatórios, um instrumento legal pronto para compensar indústrias nacionais prejudicadas, em um Estado de Direito, o que é uma alternativa bem melhor do que as atuais medidas defensivas unilaterais *ad hoc* que podem acabar sendo questionadas na OMC.

REFERÊNCIAS

AUBOIN, M.; RUTA, M. **The relation ship between exchange rates and international trade**: a literature review. Word Trade Organization, Economic Reserch and Statistica Division, 27 Oct. 2011 (Staff Working Paper, ERSD-2011-17).

BHALLA, S. S. **Devaluing to prosperity**. PIIE, Aug. 2012.

CLINE, W. R.; WILLIAMSON, J. **Updated estimates of fundamental equilibrium exchange rates**. PIIE, Nov. 2012.

GAGNON, J. E. **Combating widespread currency manipulation**. PIIE: Policy Brief, July 2012.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Pilot external sector report**, 2 July 2012.

LIMA-CAMPOS, A.; GAVIRIA, J. **Journal of world trade**, v. 46, n. 5, 2012.

MATTOO, A.; MISHRA, P.; SUBRAMANIAN, A. **Spillover effects of exchange rates**: a study of the Reminbi. Mar. 2012 (IMF Working Paper).

THORSTENSEN, V.; MARÇAL, E.; FERRAZ, L. Exchange rate misalignments and trade policy: impacts on tariffs. **Journal of world trade**, v. 46, n. 3, p. 597-634, 2012.

WTO – WORLD TRADE ORGANIZATION – **The relationship between exchange and international trade**. Exchange-rate misalignment and trade remedies: a conceptual note by Brazil. Working Group on Trade, Delgt and Finance, 5 Nov. 2012 (WT/WGTDF/W68).

Artigo recebido em 20 de junho de 2013 e aceito para publicação em 17 de julho de 2013.

6. "Persistente" é um termo frequentemente presente na literatura, mas nunca definido. Sua definição é chave para a interpretação correta do termo. Em exames de dano, por exemplo, uma exigência mínima de um a três anos de dados estatísticos não é incomum. Um período de três anos poderia incluir dois anos de importações sem DCP, mais um ano com DCPs. Persistente, neste caso, poderia ser um ano, no mínimo.