

O Rei (dólar) caiu do trono?

Sixty Degrees analisa a evolução recente

Ao longo dos últimos 3 meses, mas com especial ênfase em julho, o índice do dólar americano (DXY) perdeu cerca de 6,25%, o que prontamente levou muitos analistas a proclamarem, para breve, o fim do seu reinado enquanto moeda de reserva. Apesar das diversas pressões fiscais e monetárias que poderão trazer inflação no médio e longo prazo, não acreditamos que estejamos perante uma situação de desvalorização desordenada do dólar. A questão que se impõe é: quem é o seu sucessor?

Evolução do índice do dólar americano (DXY) 2019-2020



Fonte: Bloomberg

Na realidade, em resposta à crise epidémica dos últimos meses, a larga maioria das economias do planeta optaram pela via expansionista, tanto a nível fiscal como monetário. No entanto, parece existir uma forte tendência para considerar que os pacotes de estímulos futuros serão apenas do lado americano e que, por magia, tudo será mais suave no resto do mundo, com especial ênfase na zona euro. Contudo, como os EUA continuam a ser a economia mais bem gerida do planeta, com um sistema político funcional e uma economia de base capitalista (ainda!) muito amigos do investimento, não nos parece claro que ao Rei dólar não continue a ser prestada vassalagem.

Convirá, antes de mais, ressaltar que o DXY é um índice muito enviesado para o par EURUSD (peso de 57,6%) e pouco representativo dos verdadeiros fluxos internacionais do dólar, sejam eles comerciais ou de investimento. A desvalorização do DXY tem sido liderada pelo aumento do apetite de risco em euros e pela aversão ao risco em lenes. Não se pode assim dizer que seja uma fraqueza generalizada do dólar contra todas as moedas.

Várias razões têm vindo a ser apontadas para esta queda abrupta da moeda americana. A face mais visível da queda do USD tem sido a forte valorização do euro, sustentada na recente aprovação do pacote de ajudas da Comissão Europeia, no valor de €750 mil milhões, e que traz para cima da mesa a possibilidade de uma maior integração fiscal e federalização da União Europeia (UE), e que poderia dar uma nova chance ao Euro para ser alternativa ao USD. Apesar do passo dado pela UE estar a ser entendido como promissor, ficam dúvidas quanto ao verdadeiro alcance das decisões da última cimeira, em especial quando ficaram bem patentes as divergências entre os diversos Estados membros. Por outro lado, sem uma mutualização da dívida dos diversos Estados, a preços de mercado, numa dívida única federal (única também a ser aceite pelo BCE para efeitos de constituição de reservas dos bancos do sistema), não parece credível que a alternativa ao USD se tenha materializado.

Ao mesmo tempo, a economia americana tem mostrado mais resiliência e poder do que a economia da Zona Euro. A queda de 9,5% no PIB dos EUA, no 2ºT2020 comparativamente com o 2ºT2019, foi menor do que a de qualquer país da zona euro (Alemanha -11,7%, Itália -17,3%, França -19,0%, Espanha -22,1% e -15,1% na Zona Euro), deitando por terra as teorias de que maiores gastos do Estado e do setor público ajudam a reduzir os efeitos recessivos. Por outro lado, os indicadores avançados norte americanos apontam para uma das mais fortes recuperações económicas a nível mundial. Espera-se um decréscimo de 5% no PIB americano de 2020, com desemprego de 8,5%, o que compara com o consensus para a Zona Euro de queda no PIB acima dos 9% e taxa de desemprego (incluindo layoffs) de 12,5%.

As quedas no 2ºT2020 no PIB foram muito agressivas, mas de magnitude diferente entre as principais economias



Fonte: Bloomberg

Também não ajuda o Euro, a existência de taxas de juro negativas, o balanço do BCE representar 53% do PIB da Zona Euro (versus 33% nos EUA), o sistema de bail-ins atualmente em vigor para as resoluções bancárias, ou a

impossibilidade do BCE em criar moeda elástica para responder às crises que possam surgir no sistema bancário europeu.

Em segundo lugar, surge a ideia da sobrevalorização do USD face à moeda dos seus principais parceiros comerciais. Neste caso, uma eventual recuperação económica americana causaria uma desvalorização do USD à medida que as suas importações fossem aumentando. Esta teoria parece estritamente focada na economia doméstica americana, sem qualquer consideração pela possibilidade dos EUA terem um superavit comercial, caso o comércio externo fosse alocado de acordo com a bandeira das empresas que nele participam, ou pelos fluxos internacionais de capitais, a verdadeira razão para os grandes movimentos de longo prazo das moedas. Ao mesmo tempo, a queda continua na confiança do consumidor americano poderá prolongar por mais tempo a tendência recessiva da sua economia e com isso produzir efeitos nefastos sobre as economias fortemente exportadoras. Historicamente, o dólar valorizou-se sempre durante este tipo de recessões (ex. 1929-31, 1980-85 e 2008-9).

Apesar do BIS já ter admitido preocupação pela existência de escassez de dólares no mercado global, nomeadamente ao analisar o volume de dívida, denominada em USD, emitida por entidades não residentes, ao longo dos últimos 20 anos, alguns analistas têm levantado a hipótese da mesma ter chegado ao fim. As razões apresentadas para tal desenlace prendem-se com a recente deterioração das contas correntes dos EUA, com a redução das suas taxas de juro para perto de zero, com o crescimento anualizado do M2 acima de 24%, pela extensão, pela Fed, de linhas de swaps sem colateral a 14 outros Bancos Centrais e pelas linhas de crédito em USD, abertas pelo FMI, para fazer face aos danos causados pela pandemia. Contudo, apesar dos mais de 20 biliões de dólares de dívida federal norte americana, esse montante representa menos de 12% do total de dívida nominal emitida à volta do mundo.

Evolução do M2 2019-2020



Fonte: Bloomberg

Não é segredo para ninguém que muitos países, em especial a China e a Rússia, têm vindo a exercer enorme pressão no sentido de substituir o USD enquanto moeda de reserva. Estes países têm procurado encontrar alternativas viáveis que lhes permitam evitar de forma eficaz as sanções políticas e económicas muitas vezes impostas pelos norte-americanos. No caso Chinês, o lançamento do e-RMB, a primeira moeda digital lançada por um governo de um grande país, tem como objetivos não só a eliminação das criptomoedas privadas existentes, responsáveis pela saída de muito dinheiro da economia doméstica, mas também o contornar do mecanismo de liquidação SWIFT, arma muitas vezes utilizada pelos governos ocidentais, para excluir países do sistema bancário internacional.

Por último, as más notícias oriundas dos EUA, a vários níveis, surgem também como explicação para a recente fraqueza do USD. Desde os motins que se vão sentindo um pouco por todo o lado, à incapacidade em atacar de forma decisiva e eficiente o surto de covid-19, passando pela forte divisão entre a Casa Branca, os republicanos e os democratas, tudo parece conspirar para uma imagem de fragilidade norte americana.

Acresce aqui, a dura caminhada para as eleições presidenciais de novembro cujo desfecho parece de muito difícil previsão. A queda económica derivada da crise de covid-19 e os planos de ajuda à recuperação, anunciados pela administração Trump, vão implicar o aumento substancial do deficit orçamental para \$3,8 biliões e \$2,1 biliões, em 2020 e 2021, de acordo com o CRFB. Contudo, face à liderança de Joe Biden na maioria das sondagens divulgadas até ao momento, fica a dúvida se os investidores estrangeiros não estarão a ficar receosos com o seu programa eleitoral, em especial no que toca ao aumento generalizado de impostos. Mais impostos deverão prejudicar a recuperação, reduzir o potencial de criação de emprego, diminuir o investimento na economia e manter o deficit sem qualquer melhoria.

É nossa perceção que, eventualmente, o USD deverá perder o seu papel de moeda de reserva do sistema monetário internacional. No entanto, para que tal aconteça, o dólar terá de passar por uma fase de forte valorização contra as restantes moedas mundiais, e não ao contrário. A disrupção, causada pelas respostas à crise de coronavírus, poderá vir a ter ramificações mais gravosas do que o antecipado e desencadear, por exemplo, uma nova crise de dívida soberana, com epicentro na Europa, no Japão ou nos mercados emergentes, que levaria os fluxos internacionais de capital a concentrarem-se nos ativos privados norte americanos. É nossa convicção que a moeda norte americana sairá reforçada durante a crise que se aproxima e que isso, no limite, poderá trazer um novo sistema monetário até 2025.

Disclaimer:

Copyright © 2020 Sixty Degrees SGOIC SA, Todos os direitos reservados. Esta nota não constitui ou faz parte de qualquer oferta de emissão ou venda, ou solicitação de qualquer oferta de subscrição ou compra de Unidade de Participação (UP's) de fundos comercializados pela Sixty Degrees SGOIC SA, nem formará a base, ou será invocada em conjunto com qualquer contrato. Qualquer operação de subscrição de fundos comercializados pela Sixty Degrees SGOIC SA só deve ser realizada com base nas informações contidas no respetivo prospeto, no IFI e nos outros documentos comprovativos, que podem ser diferentes da informação contida neste documento. O prospeto, IFI, bem como os Relatórios e Contas anuais e semestrais, podem ser consultados diretamente no sítio da Sixty Degrees em sixty-degrees.com ou no endereço de registo da Sociedade localizada na Avenida João Crisóstomo, 30 6º Esq. 1050-127 Lisboa.

As informações, opiniões e modelos financeiros contidos neste documento (conjuntamente referidos como "os Materiais") não pretendem ser exaustivos ou completos não constituindo desta forma um aconselhamento de investimento. Os Materiais contêm (a) informações derivadas de fontes que se acredita serem precisas, mas que não foram verificadas independentemente e (b) projeções, suposições e previsões que se acredita serem razoáveis, mas que podem diferir de eventos ou resultados reais. Nenhuma responsabilidade pode ser pedida à Sociedade relativamente à exatidão e integridade dos materiais publicados. Nenhuma representação, compromisso de garantia, expresso ou implícito, é dada quanto à exatidão ou integridade dos Materiais por, diretor, executivos ou funcionários, e nenhuma responsabilidade é aceite por tais pessoas pela exatidão ou integridade dos Materiais. Além disso, a Sociedade não assume qualquer obrigação de fornecer ao destinatário acesso a qualquer informação adicional, de atualizar os Materiais ou de corrigir imprecisões. Este documento é confidencial e destina-se exclusivamente aos clientes da Sixty Degrees. Não deve ser reproduzido, distribuído ou publicado no todo ou em parte por qualquer destinatário para qualquer finalidade sem o consentimento prévio da Sixty Degrees.