

que com isso venham a desestimular potenciais investidores.

As entradas e saídas de recursos em uma economia podem ter, como já dito, implicações para o conjunto dessa economia, e esse é um processo que ocorre em vários momentos. As decisões de investir em uma fábrica ou de reduzir o volume produzido não são tomadas abruptamente. O ritmo é mais lento. Já os efeitos da entrada e saída de divisas afeta diretamente e de imediato o mercado de divisas e eventualmente também o mercado financeiro interno da economia. Na próxima subseção discute-se o tema do câmbio.

### 3.3.2. Regimes de câmbio

Chama-se de “regime cambial” a política adotada para determinação do preço de uma ou mais moedas de outros países em relação à moeda nacional. Isto é, a taxa de câmbio.

Uma possibilidade é se adotar uma taxa fixa. Nesse caso, a autoridade monetária determina que os contratos em moeda estrangeira tenham de ser feitos a um nível específico de preço da divisa. Esse sistema caracterizou as relações entre a maior parte dos países no período entre 1946 e 1971. As moedas tinham paridade fixa em relação ao dólar estadunidense, e este por sua vez mantinha valor fixo em relação ao grama de ouro, como será visto mais à frente.

Um regime desse tipo impõe à autoridade monetária a necessidade de manter condições para fazer cumprir a determinação de observância daquele nível estabelecido de taxa de câmbio. Isso significa que, quando ocorre uma pressão de alta no mercado de divisas, é preciso que a autoridade disponha de uma quantidade razoável de reservas para poder vendê-las e, com isso, neutralizar a tendência de alta do câmbio.

Um problema desse regime é que os agentes que monitoram a conjuntura econômica conhecem as pressões existentes sobre o nível de preços, portanto a pressão para que a autoridade ajuste o nível da taxa de câmbio. Quanto mais alta a taxa de inflação interna e mais prolongado o período entre duas desvalorizações, maior será a perda de competitividade dos produtos nacionais, que ficarão mais caros no mercado internacional. Isso facilita movimentos especulativos, que podem vir a ser de grande significado e acabar forçando a autoridade a uma desvalorização antecipada ou de magnitude maior do que originalmente planejada.

Uma variante para evitar esse acúmulo de pressão é o modelo que foi adotado na década de 1960 em alguns países, como a Colômbia e o Brasil. Nessa variante, o período entre desvalorizações é o mínimo possível, com o propósito de evitar essa margem para movimentos especulativos. No Brasil, entre o final de 1968 e 1990, as variações eram diárias, no chamado regime de minidesvalorizações.



Isso permitiu, na maior parte do tempo, reduzir a margem para especulação e assegurar aos agentes envolvidos em atividades com o resto do mundo uma razoável estabilidade do câmbio. O problema que se impõe nessa variante é, evidentemente, o critério para definir a cada dia o ritmo de variação cambial. Entretanto, esse mecanismo representa um processo de indexação em que – se bem administrado – os agentes exportadores e importadores sempre terão assegurado o valor real da moeda externa.

Em outro extremo de possibilidades, pode-se adotar um sistema em que o mercado define totalmente a taxa de câmbio a cada momento. Nesse caso, a autoridade não participa, e a taxa de câmbio tem total flexibilidade para variar ao sabor das pressões de compra e venda. Uma vantagem frequentemente apontada para um regime de câmbio flexível é que essas flutuações da taxa de câmbio ajudam a preservar o sistema econômico dos impactos de choques externos: o câmbio funciona como um “colchão amortecedor” de choques, e com isso as variáveis que realmente interessam preservar – nível de produção e emprego – ficam preservadas das flutuações excessivas no curto prazo.

Uma situação intermediária é a chamada “flutuação suja”. Neste caso, a autoridade monetária tem instrumentos para influenciar o mercado de divisas de forma discreta. Isso pode ocorrer por meio de compra e venda direta de moeda estrangeira, a cada momento, ou por estímulos à aquisição de títulos no mercado futuro denominados em

moeda estrangeira, ou mediante operações de câmbio usando empresas – bancos e outras – de capital público. Trata-se de um sistema em que o câmbio nem é fixo nem flexível, mas “administrado” de alguma forma.

Outro regime – também adotado no Brasil, entre 1995 e 1999 – é o de bandas cambiais. A autoridade monetária determina um intervalo com uma taxa de câmbio mínima e outra máxima. Se o mercado opera entre esses dois valores, não há intervenção. Caso a taxa caia próxima ao piso, assim definido, a autoridade monetária compra divisas e com isso eleva seu preço. O oposto acontece quando o câmbio se eleva até se aproximar do teto da banda, o que leva a autoridade a vender divisas. No Brasil, o sistema adotou ainda um sistema de “intra-banda”, reduzindo a margem para oscilações. Esse sistema tem ao menos três desafios que devem ser superados para sua boa execução, mas que são de difícil manejo *a priori*: *i*) a definição da “largura” da banda (a margem para oscilações naturais do mercado); *ii*) a inclinação da banda ao longo do tempo; e *iii*) a definição do índice de preços ao qual os ajustes da banda serão determinados.

Em qualquer desses regimes, há uma questão básica adicional, que é a definição de qual moeda estrangeira será usada como parâmetro de referência para sinalizar a necessidade ou não de ajuste da taxa de câmbio. Há países que tomam como referência o dólar estadunidense, como é o caso do Brasil. Outros são referenciados ao euro ou ao iene (japonês), e outros, ainda (crescentemente), ao



renmimbi (chinês). Mas há países que orientam sua política cambial tomando como referência o diferencial a um conjunto de moedas, e não a uma apenas. Os candidatos naturais nesse caso são, obviamente, os principais parceiros comerciais do país: é em relação a eles que será necessário medir a cada momento se existe ganho ou perda de competitividade relacionada com a paridade cambial.

Variações no câmbio podem ter efeitos significativos sobre o desempenho comercial de um país. Mas nem sempre são o único elemento e nem sempre são o fator predominante. A política comercial externa tem importância fundamental.

### 3.3.3. Taxa de câmbio nominal e real

A taxa de câmbio é um preço. Ela indica quantas unidades de uma moeda são necessárias para adquirir outra moeda. Por isso, é sempre indicada como uma razão entre duas moedas.

No entanto, é um preço diferenciado. Ao contrário dos demais preços na economia, a taxa de câmbio tem uma dupla característica que a diferencia dos demais preços: *i*) ela pode ser flexível, portanto oscilar para cima ou para baixo, à diferença de outros preços, que em sua maioria têm rigidezes, sobretudo em relação à baixa<sup>113</sup>; e *ii*) é um

preço cujos nível e variações afetam de forma decisiva os demais preços da economia.

Da mesma forma que outros produtos, a taxa de câmbio é um preço cujo nível a cada momento depende das condições de oferta e demanda. Onde? Em um mercado especial, chamado de mercado de divisas.

É um mercado diferenciado, porque cada país tem o seu, e as características desse mercado variam enormemente, dependendo de algumas condições. Uma delas, talvez a mais importante, é determinada pelas condições de acesso a esse mercado. Há graus distintos de acesso, e isso faz que os elementos determinantes do preço da divisa não sejam uniformes em todos os países.

Assim, em um regime em que apenas a autoridade monetária e algumas empresas públicas tenham acesso a divisas, a taxa de câmbio é praticamente determinada de forma centralizada pelo governo. Era o que se observava, por exemplo, nas economias do antigo bloco soviético.

Em um nível superior, em que seja possível que alguns bancos comerciais e casas de câmbio sejam autorizados a operar com divisas, além das empresas privadas exportadoras e importadoras e dos turistas, como é hoje no Brasil, os fatores determinantes da taxa de câmbio são mais diversificados.

Se, além desses, é permitido – como em diversos países industrializados e em alguns latino-americanos – que cidadãos residentes possam ter contas bancárias em

113 Por exemplo, há limites para a redução de salários ou tarifas públicas.

outras moedas além da nacional, e mesmo que algumas transações no mercado interno possam ser feitas em outras moedas, isso pulveriza ainda mais o mercado de divisas, aumenta a transparência e aproxima o processo de interação de oferta e demanda de um nível mais adequado.

O que define a taxa de câmbio a cada momento é, portanto, um misto de interação entre oferta e demanda no mercado de divisas e um componente de expectativa, que faz que os agentes que podem ter acesso a divisas comprem ou vendam moedas estrangeiras em razão do que imaginam que será a evolução futura da economia. Desnecessário dizer que existe igualmente um componente associado ao ambiente político e institucional do país na determinação das compras e vendas de moeda estrangeira.

Quanto mais fluida a movimentação de capitais, mais intenso o volume de transações entre moedas. A informação de que, por exemplo, a moeda de um país B é vendida em outro país C a um preço mais elevado do que em A pode levar os agentes econômicos em A a comprarem a moeda de B e a venderem em C. Esse é o movimento chamado de “arbitragem de moeda”. Essa mesma lógica pode ser aplicada a “n” moedas. As facilidades de processamento de dados, aliadas ao fuso horário, que faz com que os mercados na Ásia operem antes dos mercados no Ocidente, levaram ao surgimento de um conjunto de operações desse tipo em tempo real, envolvendo o conjunto

de moedas de maior aceitação no mercado internacional. São alguns bilhões de dólares sendo transacionados a cada momento.

O raciocínio apresentado até aqui diz respeito à taxa de câmbio representada apenas como o valor de uma moeda em relação a outra. Essa é a chamada taxa de câmbio nominal; uma razão simples entre as cotações de duas moedas. Por exemplo, a taxa de câmbio US\$/real.

Mas o câmbio pode ser visto como uma ferramenta de reserva de valor: em situações de desequilíbrio macroeconômico pronunciado ou de instabilidade política, é frequente que os agentes procurem resguardar o valor de seus ativos entesourando moedas estrangeiras fortes (isto é, de fácil aceitação no mercado internacional).

Essa “função” da divisa depende de quanto a moeda estrangeira efetivamente vale no mercado nacional. Isso leva à noção de “taxa de câmbio real”, que é a taxa de câmbio nominal dividida pelo índice de preços internos ( $ert = et / Pt$ ). Ela dá uma ideia do “poder de compra” da moeda estrangeira no mercado nacional.

A taxa de câmbio é, também, um elemento importante (embora não suficiente) na determinação dos valores exportados e importados. Por definição, uma elevação da taxa de câmbio (isto é, uma perda de valor da moeda nacional) encarece as importações e desestimula sua compra, ao mesmo tempo em que barateia – em moeda estrangeira – os produtos exportados. Identificar se a taxa de câmbio



está em nível aceitável para proporcionar um desempenho desejável da balança comercial é, portanto, uma atividade essencial por parte das autoridades que têm poder de influenciar as paridades.

A avaliação do eventual desvio da taxa efetiva de câmbio com relação a uma suposta posição de equilíbrio pressupõe que exista tal posição de equilíbrio. Em teoria, ela deveria corresponder a um nível da taxa de câmbio tal que neutralize eventuais diferenças entre a inflação interna e a inflação externa: caso a primeira seja mais elevada, cabe ao ajuste do câmbio assegurar que os bens e serviços produzidos na economia não percam competitividade no mercado internacional, mantendo-os baratos quando computados em outras moedas.

Há diversas maneiras de estimar esse desvio em relação ao equilíbrio. Talvez a mais conhecida e mais usada seja a do critério de paridade do poder de compra: em um dado período, a variação da taxa de câmbio deve ser tal que neutralize o diferencial entre inflação interna e inflação externa ( $\Delta e = \Delta P_e / \Delta P_i$ : a variação da taxa nominal de câmbio deve ser igual à diferença entre as inflações externa e interna). Assim, uma comparação entre os níveis de inflação do país e de seus principais parceiros indica de quanto deveria ser a variação da taxa de câmbio, de modo a manter a competitividade dos bens e serviços nacionais. Isso leva ao conceito de “taxa efetiva de câmbio”, que é aquela que indica o quanto a taxa de câmbio nominal precisaria

ser ajustada, com base na comparação das variações nos índices de preços dos países relevantes.

Ela é expressa como:

$$e_e = \sum (w_i \cdot e_i \cdot P_i^*) / P$$

Em que:

$e_e$  = taxa efetiva de câmbio;

$w_i$  = peso do país “i” no comércio do país de referência;

$e_i$  = taxa de câmbio bilateral entre o país de referência e o país “i”;

$P_i^*$  = índice de preços no país “i”;

$P$  = índice de preços no país de referência.

Em geral, essa taxa é estimada tanto para o índice geral de preços quanto para o índice de preços por atacado. O segundo é mais próximo ao conceito propriamente dito, uma vez que não inclui serviços (que em sua maior parte não são comercializados internacionalmente).

#### 3.3.4. A relação câmbio-juros

Foi dito acima que diferenças entre paridades de moedas em mercados distintos podem dar origem a movimentos de “arbitragem de moedas”, isto é, a compra/venda de moeda estrangeira em um mercado para sua venda/compra em outro país.

