

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.

Raciocínio semelhante pode ser aplicado às taxas de juros. Um agente econômico racional considerará o custo do dinheiro em mais de um mercado. Caso haja diferencial entre as taxas de juros em um e em outro país, se os custos de transação forem baixos e se esse diferencial for suficientemente elevado para cobrir possíveis riscos advindos de desvalorizações cambiais, os agentes preferirão investir recursos no país onde a taxa de juros é mais elevada: isso maximizará o retorno para seus investimentos. É a chamada “arbitragem de juros”.

Elevar ou reduzir a taxa de juros é, portanto, uma forma indireta de influenciar a entrada ou saída de capitais. De fato, essa foi uma ferramenta usada com frequência por diversos países para fazer face aos movimentos especulativos que caracterizaram a década de 1990. Em momentos de elevação brusca e pronunciada da taxa de câmbio, a autoridade monetária elevava a taxa básica de juros, atraindo capital, portanto aumentando a oferta de divisas e, com isso, baixando o câmbio aos níveis desejáveis. O caso mais extremo foi o da Suécia, que em algum momento chegou a fixar (por poucos dias, claro) um nível de 500% para a taxa básica de juros.

O Brasil tem sido nos últimos anos um exemplo de mercado para onde convergem recursos significativos. Com a taxa básica de juros a dois dígitos por cento, é vantajoso para os agentes tomar empréstimos, por exemplo, no Japão ou nos Estados Unidos da América (EUA), países

onde a taxa de juros é próxima de zero, e investir em títulos da dívida pública brasileira, que paga taxas de juros das mais elevadas do planeta. Essas operações são chamadas de *carry trade*. Isso ajuda a cobrir eventuais *deficit* nas operações com bens e serviços, ao mesmo tempo em que aumenta a oferta de divisas no mercado interno, pressionando a taxa de câmbio para baixo.

Suponha que um investidor – residente nos EUA – decida investir naquele país. Ele receberá como retorno a taxa de juros vigente naquele mercado, ou $R_{US} = (1 + r_{US})$. Agora suponha que ele resolva aplicar seus recursos no Brasil. Nesse caso, ele receberá a taxa de juros vigente aqui. Mas o retorno do investimento será em reais, não em dólares. Isso faz com que seja importante para ele considerar – para o prazo do investimento – qual será a provável variação da taxa de câmbio, uma vez que o que interessa a ele é receber seu retorno em sua moeda, não em reais. Seu retorno agora será igual a: $R_{BR} = (1 + r_{BR}) \cdot (E_e/E) - 1$, em que E_e é a taxa de câmbio (E) esperada para vigorar ao final do período do investimento. A decisão, portanto, de onde investir dependerá da comparação entre R_{US} e R_{BR} .

Ao se falar em investimento em razão de oportunidades pontuais, está-se falando de agentes que não temem o risco de prejuízo, por alguma razão não prevista. São os chamados “agentes neutros a risco”. Outros tipos de agentes econômicos preferem resguardar-se em relação a imprevistos. São os chamados “agentes avessos a risco”.



Os riscos, por sua vez, são de três tipos em uma operação internacional: *i*) risco comercial, quando a empresa no exterior com a qual se fechou um negócio não paga o valor devido; *ii*) risco político, quando a situação em um dos países envolvidos dificulta ou mesmo impede a realização do pagamento devido, mesmo quando a empresa no outro país depositou em banco o valor correspondente; *iii*) risco cambial, relacionado com variações bruscas e inesperadas da taxa de câmbio de um ou de outro país.

A taxa de câmbio pode ser, em alguns casos, afetada mais intensamente pela movimentação internacional de capitais que pela movimentação de mercadorias e serviços. O que determina essa movimentação de recursos é a expectativa de ganhos em um ou em outro mercado, isto é, o diferencial de taxas de juros. Existe, no entanto, um diferencial em termos de tempos: os tempos do mercado financeiro e de divisas são certamente bem menores que o tempo relevante para um empresário decidir alterar sua linha de produção e ainda menores se a decisão é para mudar unidades produtivas de local.

Assim, os diferenciais interno e externo de taxas de juros afetam a taxa de câmbio. Um agente econômico avesso ao risco buscará usar mecanismo que reduza ou elimine o risco (isto é, uma operação chamada de *hedge*, ou um seguro contra o risco cambial), fechando contratos em que se define *ex ante* a taxa de câmbio a ser considerada quando da liquidação do contrato. A expressão que rela-

ciona as taxas de juros no mercado interno, a taxa de juros no mercado internacional e essa taxa de câmbio pré-definida chama-se *paridade coberta da taxa de juros*. Ela pressupõe, evidentemente, a existência de um mercado eficiente em que possam ser efetuadas, a baixo custo, transações de contratos a futuro. Nesse caso, a taxa futura de câmbio tende a:

$$e_f = e(1 + i) / (1 + i^*), \text{ em que } i = \text{taxa de juros interna} \\ \text{e } i^* = \text{taxa de juros internacional}$$

Alternativamente, se os agentes são "indiferentes ao risco", isto é, não adotam medidas cautelares preventivas quanto a variações inesperadas da taxa de câmbio, temos o que se chama de *paridade não coberta da taxa de juros*:

$$(1 + \hat{e}_{\text{esp}}) = (1 + i) / (1 + i^*), \text{ em que } \hat{e}_{\text{esp}} = \text{variação esperada} \\ \text{da taxa de câmbio.}$$

Isso significa que, nesse caso, a taxa de juros interna é igual à taxa de juros internacional mais uma expectativa de desvalorização.

A inferência, no caso da paridade não coberta de juros, é que, se existe uma relação direta entre o diferencial interno e externo de juros e o movimento internacional de capitais (pela arbitragem de juros), e se isso afeta o nível da taxa de câmbio, então é possível fazer uma associação

direta entre variações da taxa de câmbio e diferencial de juros. No limite, dadas certas condições, é possível considerar que o diferencial de juros existente hoje, para taxas referenciadas a um período futuro, deveria permitir fazer boas predições sobre a trajetória da taxa de câmbio para aquele período.

Assim, variações na taxa de câmbio, assim como alterações na taxa de juros, podem influenciar os fluxos de comércio. Mas há um conjunto de considerações a serem feitas quanto às intervenções diretas sobre os fluxos de produtos.

