

**MERCADO CAMBIAL; ALGUMAS CONSIDERAÇÕES**Antonio Zotarelli<sup>1</sup>Faculdades Integradas de Maringá  
Centro de ensino Superior de Maringá  
Universidade Estadual de Maringá

**RESUMO:** O texto procura apresentar algumas considerações teóricas relacionadas com a importância do mercado cambial, tendo-o como componente integrante do conjunto de políticas macroeconômicas. Para tanto, são resgatados alguns conceitos como o da taxa de câmbio. Considerando a moeda brasileira em relação ao dólar americano. É definida a PPC - paridade do poder de compra - e, de forma simples e isenta de derivações matemáticas são apresentados os modelos teóricos de determinação da taxa de câmbio. Os diferentes regimes cambiais também são comentados. Finalmente, é tratado o avanço do sistema financeiro internacional, no qual os fluxos financeiros internacionais se desenvolveram mais do que os fluxos de comércio e de investimentos diretos, o que deixa os executores de política econômica com seus limites de atuação cada vez mais reduzidos, indicando uma tendência de difícil retorno ao sistema de câmbio fixo e, conseqüentemente, cada vez mais fortalecido o regime de câmbio flutuante.

**Palavras-chave:** taxa de câmbio; regimes cambiais; determinação da taxa de câmbio.

**ABSTRACT:** The text tries to present some theoretical considerations related to the importance of the exchange market, showing it such as component member of the group of political macroeconomics. However, some concepts are rescued as the one of the exchange rate, considering the Brazilian money in relation to the American dollar. The PPC - parity of the purchase power - and in a simple and free of mathematical derivations way the theoretical models of determining the exchange rate are presented, thus the different exchange regimes. Finally, the text shows the progress of the international financial system in which the international financial flows with its limits of performance reduced, indicating a tendency of difficult return to the system of fixed exchange, consequently, more and more strengthened the regime of flotation exchange.

**Keywords:** exchange rate; exchange regimes; determination of the exchange rate.

---

<sup>1</sup> Aluno do Curso de Mestrado em Economia da Universidade Estadual de Maringá - UEM, e professor do Departamento de Administração do CESUMAR - Maringá - PR.

## Introdução

O presente trabalho procura relatar alguns entendimentos teóricos na área de economia internacional, voltados à taxa de câmbio, sua dimensão, dinâmica e importância como variável integrante do conjunto de políticas macroeconômicas. Diante disso, procura-se definir taxa de câmbio, identificar sua natureza como variável nominal ou real, bem como se sua dimensão e dinâmica se realiza na esfera financeira ou real da economia. Procura-se também, analisar sua significação nos diferentes regimes cambiais. Finalmente, argumenta-se que, dado o avanço do processo de globalização financeiro nos últimos anos, o sistema financeiro internacional, no qual a movimentação mundial de recursos se realiza vinte e quatro horas por dia, os fluxos financeiros internacionais desenvolveram-se mais do que os fluxos de comércio e de investimento direto. Com isso, os executores de política econômica dos países estão com seus limites de manobra sensivelmente reduzidos. Por outro lado tem-se o aspecto de falta de credibilidade econômica e principalmente política nos governos indicando que há uma tendência de difícil retorno ao sistema de câmbio fixo, a exemplo dos vigentes na Áustria e Holanda. Consequentemente tende-se a um fortalecimento cada vez maior de regimes cambiais flutuantes.

## Taxa de Câmbio

No dia 12 de janeiro de 1999, um cidadão brasileiro, de posse de R\$ 1.200,00, se dirigia ao Banco do Brasil S.A., assinava uma declaração de previsão de viagem para o exterior e adquiria, aproximadamente, US\$ 1.000,00. Estávamos, portanto, com uma relação entre as moedas brasileiras e americanas de R\$ 1,20 para US\$ 1,00. Esta relação é chamada de "taxa de câmbio". Assim, a taxa de câmbio corresponde ao preço da moeda de um país e, como tal, refere-se ao preço de um ativo. A esse respeito, VASCONCELOS (1998, p. 109) lembra que "... o próprio mercado cambial tornou-se um 'locus' de valorização do capital, um espaço para operações especulativas, com as moedas transformando-se em uma classe especial de ativos financeiros e, cada vez mais tornando parte das carteiras dos investidores internacionais". Sob o aspecto de carteiras dos investidores (*portfolio*), um dos modelos de determinação da taxa de câmbio tem como pressuposto o equilíbrio de carteiras de investimentos em ativos domésticos e estrangeiros, levando em consideração que os investidores percebem a existência dos mais diversos tipos de riscos envolvidos quanto da posse de ativos em moedas estrangeiras. Este e outros modelos de determinação da taxa de câmbio serão tratados mais adiante.

O preço determinado para um ativo, no presente, está diretamente relacionado à quantidade de bens e serviços que os compradores esperam adquirir no futuro com a posse desse ativo. Dessa forma, como um ativo, a taxa de câmbio está sujeita às forças que interferem nos preços de todos os outros ativos.

Ao tratarmos de ativos, a característica básica que os definem é que se tratam de uma forma específica de riqueza e, como forma de riqueza, carregam consigo a capacidade de transferir poder de compra do presente para o futuro. Um indivíduo, ao decidir investir (aplicar) ao invés de manter a liquidez de sua riqueza estará, na verdade, transferindo o ato de consumir no presente para consumir

no futuro. Estará sacrificando a satisfação de uma necessidade no presente para satisfazê-la no futuro. Se o indivíduo faz essa transferência para o futuro. Se o indivíduo faz essa transferência para o futuro é porque ele espera obter compensação por este ato. Assim, a decisão de investir seus saldos líquidos no mercado financeiro ou produtivo, está diretamente relacionada com as expectativas sobre o comportamento futuro das diversas variáveis que provavelmente interferirão no nível futuro de consumo. A taxa de câmbio também está sujeita a alterações em função das expectativas sobre variáveis como risco, liquidez e taxa de juros.

Essas alterações ou mudanças são denominadas "apreciações" e "depreciações". No exemplo do dia 12 de janeiro último, quando a taxa de câmbio era de aproximadamente 1,20, isto é, precisávamos de R\$ 1,20 para adquirir US\$ 1,00, estávamos, portanto, com a moeda brasileira "sobrepreciada ou sobrevalorizada". Até então vigia no Brasil, basicamente, um sistema de câmbio fixo, vinculado a uma estreita banda cambial, definida pelo banco central brasileiro. Portanto, o valor do dólar fluía dentro daquela taxa administrada pela autoridade monetária. Nos dias seguintes, forças que mantinham essa relação (política cambial) foram alteradas e a moeda americana ficou sujeita às forças de mercado, as quais embutem em si expectativas do mercado e que fazem a taxa de câmbio flutuar. Com isso, o dólar americano chegou a atingir o valor de até R\$ 2,15, fenômeno identificado por *overshooting* (ultrapassagem temporária entre a taxa de câmbio corrente e a de longo prazo). Neste caso, diz-se que a moeda brasileira foi "depreciada ou desvalorizada", isto é, agora precisa-se de mais Reais (R\$) pra adquirir uma unidade da moeda americana (US\$).

Em termos de comércio internacional, a conta corrente do país está constantemente sujeita às flutuações da taxa de câmbio, pois ao considerar as exportações de um país, "*ceteris paribus*"<sup>2</sup>, uma moeda depreciada (desvalorizada) torna os preços de seus bens mais baratos para os estrangeiros, ao passo que uma apreciação (valorização) dessa moeda corrente, torna seus bens mais caros para os estrangeiros. Assim, KRUGMAN e OBSTFELD (1999, p. 341), define que, "*tudo o mais igual, uma apreciação da moeda corrente de um país eleva o preço relativo de suas exportações e diminui o preço relativo de suas importações. Inversamente, uma depreciação diminui o preço relativo das exportações de um país e eleva o preço relativo de suas importações*". Enfim, em uma economia aberta<sup>3</sup>, a taxa de câmbio é um mais importantes preços, tendo em vista a sua influência sobre a conta corrente dos países e sobre outras variáveis macronômicas. Assim sendo, como trata-se de um dos mais importantes preços da economia, estaria a taxa de câmbio se referindo a uma variável real ou nominal?

## As Dimensões da Taxa de Câmbio

Taxa de câmbio real é uma medida que indica a amplitude dos preços dos bens e serviços de um país relativamente aos preços do outro país, isto é, o preço relativo de duas cestas de bens, uma doméstica e outra estrangeira, enquanto que a taxa de câmbio nominal refere-se ao preço relativo das duas moedas pertinentes a esses países.

Ao tratar-se de taxa de câmbio real, há necessidade de resgatar o conceito da lei do preço único que está correlacionado com o da PPC – paridade do poder de compra, que segundo KRUGMAN e OBSTFELD

(1999, p.p. 405-406) "indica que todos os níveis de preços dos países são iguais quando medidos em termos da mesma moeda", bem como a "principal previsão da PPC é que as taxas de câmbio real nunca mudam, pelo menos não permanentemente".

A lei do esforço único considera que, em todos os mercados em concorrência e desde que livres de custos de transporte e de barreiras comerciais entre os mercados internacionais, bens idênticos, em termos de uma mesma moeda, são vendidos ao mesmo preço em países diferentes. Este princípio faz a ligação entre os preços domésticos e a taxa de câmbio real. Desta forma, a taxa de câmbio real é definida pela relação da taxa de câmbio nominal pelos preços internacionais sobre os preços domésticos.

$$e^r = \frac{e \cdot p^*}{p}$$

Onde:

$e^r$  = taxa de câmbio real

$e$  = taxa de câmbio nominal

$p^*$  = preço internacional

$p$  = preço doméstico

Nas economias estabilizadas existe correlação entre as taxas de câmbio real e nominal. No entanto, em economias com altos índices de inflação, observa-se que a taxa de câmbio real perde este estreito correlacionamento com a taxa de câmbio nominal. Em função das pressões inflacionárias, os preços estão atrelados diretamente à taxa de câmbio nominal.

Dessa forma, dependendo da abrangência que se dá à taxa de câmbio, pode se estar frente a uma variável nominal ou real economia. Mas afinal, a sua dimensão e dinâmica são definidas na esfera real ou na financeira da economia?

### A Dimensão e Dinâmica da Taxa de Câmbio

Com a lógica do mercado de câmbio é derivada do mercado financeiro e do mercado de bens, sendo que este, através de seus agentes, estará atuando, como demandante ou ofertante de recursos no mercado financeiro, para atender suas necessidades de importação de mercadorias, tem-se, portanto, que a dimensão e dinâmica da taxa de câmbio se define na esfera financeira.

Até o final do Acordo de Bretton Woods, em 1973, predominava a visão de que a taxa de câmbio era influenciada, principalmente, pelos fluxos de mercadorias comercializadas entre os países. Com o processo de globalização e avanço dos fluxos financeiros internacionais, interferindo cada vez mais nos balanços de pagamentos dos países, surgiram novas pesquisas buscando fundamentar-se bases da formação da taxa de câmbio.

VASCONCELOS (1999) exprime que, nos trabalhos acadêmicos internacionais a respeito do mercado cambial, destacam-se quatro abordagens ou modelos de determinação da taxa de câmbio, em cujo desenvolvimento pressupõe-se a não existência da "hierarquia entre moedas", quer dizer, as moedas se confrontam em

condições de igualdade, desde que haja mobilidade de capital e ausência de barreiras. O fator hierarquia entre as moedas indica que, em momento de desconfiança na economia, na política e no sistema monetário de um país, existirá sempre a tendência de o capital buscar refúgio obedecendo essa hierarquia. Este processo foi vivenciado nas crises dos países asiáticos, da Rússia e em janeiro de 1999 no Brasil quando do ataque especulativo contra o Real.

Sucintamente e sem derivações matemáticas, procura-se definir cada um desses modelos de determinação da taxa de câmbio<sup>4</sup>, que são:

- i) Modelo monetário com preços flexíveis. Este modelo leva em consideração, principalmente, a renda real, a oferta e a demanda monetária. Como refere-se à determinação da taxa de câmbio, naturalmente se faz necessária a comparação, em termos relativos, destas variáveis com as de um segundo país. Aqui, a taxa de câmbio resulta da relação entre oferta e demanda monetária relativa entre dois países, considerando o pressuposto de um permanente equilíbrio no mercado monetário;
- ii) Modelo monetário com preços rígidos, também conhecido como modelo keynesiano ou modelo de *overshooting* (ultrapassagem temporária entre a taxa de câmbio corrente e a de longo prazo, cuja convergência é determinada pela condição da PPC). Neste modelo, também são consideradas as variáveis renda real e oferta monetárias, tanto domésticas quanto estrangeiras, só que neste caso, como os preços são rígidos "há certo período de tempo durante o processo de ajustamento no qual a taxa de câmbio corrente ultrapassa o ponto de equilíbrio de longo prazo para, somente, posteriormente convergir para ele." (VASCONCELOS, 1999: 9). Este processo de *overshooting* foi verificado no Brasil, em janeiro de 1999, com a mudança de política cambial pelo Banco Central, mudando bruscamente do sistema de bandas cambiais para uma política de liberalização das taxas de câmbio ou sistema de câmbio flutuante.
- iii) Modelo de equilíbrio de *portfólio* (carteira). Este modelo pressupõe basicamente que não há substituição entre os ativos domésticos e os ativos estrangeiros. Aqui, os agentes são avessos aos riscos, bem como percebem a existência dos riscos, quer sejam políticos, de moratória, de taxações e outros tipos de riscos inerentes ao mercado, quanto da posse de ativos em moedas estrangeiras;
- iv) Teoria de equilíbrio da taxa de câmbio. Neste caso, o modelo reduz a

importância dada às variáveis nominais na determinação da taxa de câmbio, para estudar os impactos das variáveis reais, como mudança nos gostos dos consumidores, quando estes alteram suas preferências por produtos importados e choque de produtividade doméstica. Estes impactos das variáveis reais fazem declinar os preços correntes na economia, exercendo influência sobre a taxa de câmbio, bem como considera tratar-se de mercados equilibrados, preços perfeitamente flexíveis e demanda estável por moeda. Para VASCONCELOS (1999: 20), “os teóricos desta abordagem firmam que, provavelmente, o principal elemento na explicação da variação da taxa de câmbio são os termos de troca<sup>5</sup>. Assim, o objetivo básico do modelo é apresentar a relação de equilíbrio entre a taxa de câmbio e os

*termos de troca*”. Dado que o governo consegue interferir nos termos de troca utilizando medidas como o estabelecimento de quotas, tarifas e controles cambiais, ele estará automaticamente influenciando a formação da taxa de câmbio.

A esse respeito, e não nos esquecendo da condição de completa mobilidade do capital, vale resgatar o conceito de que a taxa de câmbio de equilíbrio é aquela que garante o equilíbrio do Balanço de Pagamentos, o qual depende de diversas variáveis. Neste caso, sempre se leva em conta a condição de paridade dos juros, a qual indica que o mercado de câmbio estará em equilíbrio apenas quando as taxas de rendimento esperadas em moeda local e externa forma iguais.

O reflexo da taxa de câmbio nos resultados macroeconômicos pode ser notado nos saldos da balança comercial brasileira, nos anos 90, apresentados por FAYET (1999: 2), conforme tabela abaixo:

Tabela 1 – Saldo da balança comercial brasileira – em bilhões de US\$.

Anos	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Saldos	10,5	15,2	13,2	10,4	-3,3	-5,5	-8,3	-6,4	1,5

Fonte: SECEX

1999 – previsão do Ministério da fazenda – agosto/99

Os números deixam claro os desequilíbrios gerados a partir da vigência do plano Real, em julho/94, quando vigorava no país o sistema de “bandas cambiais” levando a moeda brasileira a um processo de “valorização ou apreciação” em relação ao dólar, situação que permitiu até janeiro/99, quando da liberação do câmbio.

#### **A Taxa de Câmbio Frente à Dinâmica Macroeconômico de Economias Abertas**

Os juros são apenas um dos importantes fatores que interferem na dinâmica macroeconômica das economias abertas, cuja base está assentada sobre a “triade”.

- i) Política Monetária – tendo as taxas de juros de curto prazo como o mais importante instrumento utilizado pelo governo em busca do controle da base monetária;
- ii) Política de Mobilidade de capital – que pode ser plena ou com barreiras; e
- iii) Política do regime cambial – flutuante, fixo ou híbrido.

Aqui, a taxa de câmbio também detém um significado especial na dinâmica macroeconômica de economias abertas MIRANDA (1997, p. 47) menciona que, nos modelos convencionais de economias abertas, o regime cambial é a primeira e mais importante escolha das autoridades e instrumentos para as políticas monetárias e fiscais.

Nesse aspecto, aflora também o conceito da “triade da impossibilidade”. Segundo este conceito um governo não consegue obter sucesso simultâneo nas três condições: estabilidade cambial, mobilidade de capitais e autonomia da política monetária. Numa situação em que ocorra a liberalização das finanças, por exemplo, é preciso

garantir a estabilidade monetária visando manter uma livre circulação de capitais. A autoridade monetária estará sempre sendo obrigada a sacrificar uma das políticas.

Mais recentemente, com a mobilidade de capital, o crescimento, o desenvolvimento e a maior integração do mercado financeiro internacional, a velocidade de deslocamento dos fluxos líquidos de capital tem levado ao predomínio do setor financeiro sobre o setor produtivo, isto tem feito aumentar a interdependência entre as políticas monetárias de diversos países, e gerando crescentes desequilíbrios nos balanços de pagamentos, tomando os governos dependentes dos fluxos de liquidez internacional para o fechamento de suas contas externas. Com isso, nota-se que vem ocorrendo uma gradual redução na autonomia de escolha do regime cambial pelas autoridades monetárias.

GOODHART (1995, p. 30), identifica três espécies de problemas e distúrbios defrontados na atualidade que indicam as origens dos desequilíbrios entre os países: “O primeiro é a ampliação da volatilidade dos mercados financeiros. O segundo, o aumento da internacionalização e dos elos globais entre tais mercados. E o terceiro, a quebra das barreiras, que resulta numa delimitação imprecisa entre mercados e intermediários financeiros intra e entre países”. Neste caso, o autor refere-se ao forte crescimento dos mercados de derivativos na década de 90, os quais se dividem em três segmentos: a termo, futuros e opções, que merecem um estudo específico a respeito da sua evolução, suas funções e importância no comportamento do sistema financeiro internacional, na atualidade.

#### **As Taxas de Câmbio Sob Diferentes Regimes Cambiais**

Para que se possa analisar o significado da taxa de câmbio sob diferentes regimes cambiais se fez

necessário resgatar os conceitos dos mesmos. Encontrase em GOODHART (1995, p. 37)), que “os dois principais regimes (canônicos) de taxas de câmbio – livre flutuação e totalmente fixo – não requerem nenhuma política”. Não requer nenhuma política justifica dizer que se tratam de regimes cambiais extremos e inexistentes. Vale dizer também, que durante do acordo mundial foi movida por uma taxa de câmbio fixa em relação ao dólar, mas mesmo assim os bancos centrais atuavam na comercialização de diversas, objetivando manter a cotação em níveis internacionalmente aceitos. No período pós Bretton Woods, a tendência crescente foi de os países industrializados operarem sob um regime híbrido de taxas de câmbio flutuantes administradas<sup>6</sup>, na qual as taxas de câmbio não são totalmente fixas e nem totalmente livres, considerando que, para manter as flutuações sob controle, os governos intervêm no mercado sempre que necessário. (KRUGMAN e OBSTFELD, 1999 p. 491).

Um aspecto que precisa ser ressaltado é a volatilidade das taxas de câmbio. A esse respeito, FLOOD e ROSE (1995) comentam que é notório o fato de que a taxa de câmbio nominal foi relativamente estável na era Bretton Woods, mas muito volátil no período seguinte. “Esta característica bem conhecida é também verdade no caso das taxas de real”. Entretanto, esse crescimento da volatilidade não é explicado pelos fundamentos tradicionais<sup>8</sup> determinantes da taxa de câmbio. A moeda e o produto não explicam essa volatilidade na taxa de câmbio, a não ser que exista ligação entre estas variáveis e os regimes de taxa de câmbio e que isto constitua uma forte evidência de que essas variáveis são determinantes da volatilidade da taxa de câmbio.

OBSFELD e ROGOFF (1995) diferenciam o termo taxa de câmbio fixa como algum sistema no qual a autoridade monetária anuncia, em termos de uma moeda externa, a taxa de compra e venda da moeda corrente e promete comercializar ilimitadas quantias nesta taxa. Assim, no regime de taxas de câmbio totalmente fixas, a política monetária (taxa de juros) é determinada por um dos bancos centrais, enquanto os demais bancos centrais dependentes a ela adaptam suas políticas internas.

Exemplo desse processo são as políticas monetárias de alguns países, dentre os quais o Brasil, que procuram adapta-las às taxas de juros determinadas pelos Estados Unidos, provocando fluxo ou influxo de capitais externos no país.

No regime de livre flutuação, o mercado determina a taxa de câmbio de equilíbrio em função das políticas monetárias domésticas utilizadas pelos países, basicamente pela taxa de juros, observado o princípio da paridade dos juros, o qual indica que o equilíbrio no mercado de câmbio deve ocorrer apenas quando as taxas de rendimento esperadas em moeda local e externa são iguais. Dessa forma, os investidores estarão buscando no mercado financeiro mundial a remuneração desejada, cuja taxa de retorno deverá remunerar também as expectativas dos riscos embutidos em cada mercado. Por isso, os momentos de crises financeiras localizadas, fizeram com que a comunidade financeira internacional perdesse a credibilidade no sistema político e econômico, consequentemente elevando o nível de “risco Brasil”. Dada a alta mobilidade de capital e o efeito da hierarquia entre as moedas, houve um forte processo de fuga de capitais do país para o exterior. Para que não houvesse uma depreciação da moeda brasileira, o governo optou pela utilização da política monetária, praticamente dobrando as taxas de juros internas como forma de amenizar os efeitos da crise e manter as reservas internacionais e a taxa de câmbio em equilíbrio. Esse comportamento pode ser visualizado no **gráfico 1**. As fortes elevações nas taxas de juros no Brasil em outubro de 97, agosto de 98 e fevereiro de 99, corresponderam respectivamente à crise nos países asiáticos, crise na Rússia e no Brasil. No Brasil, houve a mudança na política cambial. A elevação da taxa de juros interna tem sido utilizado como instrumento de atratividade de capital externo.



Fonte: Conjuntura Econômica e Gazeta Mercantil

Simultaneamente a esses momentos de crises, os *Bonds* (títulos brasileiros) emitidos no exterior sofreram grandes desvalorizações, refletindo a perda de confiabilidade dos agentes do mercado de títulos externos na política e na economia brasileira.

#### **Regime de Câmbio Fixo “versus” Estabilidade Macroeconômica**

Para que um regime de câmbio fixo assegure dinâmicas macroeconômicas mais estáveis, o fator credibilidade política e econômica é de fundamental importância. A esse respeito, apenas a existência de condições macroeconômicas favoráveis não implica que o país tenha suficiente credibilidade para manter o equilíbrio macroeconômico a longo prazo. OBSFELD e ROGOFF (1995) comentam em seu trabalho que a manutenção de uma taxa de câmbio fixa se torna muito cara para um governo quando suas promessas de não desvalorização não inspiram credibilidade tem surgido crescentes dificuldades para os países.

Em um regime de câmbio fixo, o banco central tem como objetivo o controle da paridade cambial e, para isso, compromete-se a vender e comprar qualquer quantidade de divisas à taxa estipulada para manter o preço fixado previamente. Neste sistema, a oferta primária de moeda fica endogenamente determinada de acordo com o saldo do balanço de pagamentos. A capacidade do Banco Central em defender o câmbio está diretamente relacionada ao volume de reservas que possuiu e à magnitude dos fluxos internacionais. A rentabilidade dos ativos denominados em diferentes moedas depende tanto da taxa de juros como do comportamento da taxa de câmbio.

Assim, todo fluxo de moeda estrangeira que entra no país interfere na oferta de moeda ou de liquidez. Ela cresce proporcionalmente ao superávit do balanço de pagamentos provocado por esse fluxo de capital externo. Se o governo não efetuar a esterilização dessa entrada de capitais, o crescimento da base monetária pode provocar aumento da renda, dos investimentos e das aplicações em ativos financeiros e redução nas taxas de juros, conseqüentemente, desenvolvendo pressões inflacionárias. Na ocorrência de déficit no balanço de pagamentos, o efeito seria contrário, isto é, a oferta de moeda se reduziria na mesma proporção.

Em contrapartida, considerando o regime de câmbio flutuante, o custo do ajuste econômico no Balanço de pagamentos recai sobre as variáveis taxa de câmbio, taxa de juros (dado que o fluxo de capital externo determina a taxa de juros interna) e a demanda por moeda. Neste caso, a autoridade monetária tem duas opções de atuação: a) Esterilizar essas entradas de capitais com a emissão de títulos públicos, o que pressiona as taxas de juros fazendo-o arcar com o custo fiscal da dívida interna; b) A não esterilização gera a necessidade de conviver com a expansão do crédito e da demanda por importações, normalmente, gerando desequilíbrios na balança comercial do país.

Dada a credibilidade conquistada, alguns países sob taxa de câmbio fixa, como Áustria e Holanda, que tem uma flexibilidade limitada em termos das moedas do sistema monetário europeu, conseguem manter a taxa de juros interna muito próxima daquela vigente na Alemanha. Por outro lado, o México, para manter sua taxa de câmbio fixa, por cerca de vinte anos, precisou pagar um prêmio de risco, na forma de taxa de juros, para remunerar o risco de

uma desvalorização de sua moeda e mesmo assim, não conseguindo conquistar credibilidade veio a sofrer um ataque especulativo em 1994, levando-o a gastar US\$ 25 bilhões de suas reservas e a emprestar mais US\$ 25 bilhões na defesa de sua moeda (OBSFELD e ROGOFF, 1995, p. 73).

Ainda para os autores citados acima, uma análise cuidadosa da gênese dos ataques especulativos sugere que, até mesmo os sistemas de bandas mais amplas como as vigentes no sistema monetário europeu (SEM) apresentam dificuldades, havendo pouco ou nenhum espaço de conforto entre taxas flutuantes e a adoção de uma moeda corrente comum. Na visão deles, esforços na reforma das instituições monetárias deveriam focalizar diretamente na contenção da inflação doméstica. A taxa de câmbio deveria ser usada como um indicador, mas virtualmente nunca como um objetivo central de política monetária.

Consideremos agora o problema de um país em face de uma permanente queda na demanda por suas exportações. Com taxa de câmbio fixa e rigidez temporária nos preços e salários nominais, os desequilíbrios resultantes para o país são muito grandes. Não há saída para ajuste nos preços relativos das exportações e importações, no curto prazo, gerando queda nos níveis de emprego e produto doméstico.

O problema é a combinação de uma taxa de câmbio fixa com o mercado aberto de capital. Se a taxa de câmbio não pode mudar e se há mobilidade de capital, então taxa de juros real doméstica tem que igualar a taxa de juros real estrangeira para evitar a fuga de capital para o exterior.

Manter regime de câmbio fixo é uma questão de custos, dada a perda de autonomia governamental na condução da política monetária. Um aumento na taxa de juros implementada por um governo sem credibilidade, devido as expectativas dos agentes, às vezes torna a situação pior do que se o governo tivesse mudado o câmbio. Considerando a existência de credibilidade por parte do governo, OBSFELD e ROGOFF (1995, p. 74) cita três vantagens da manutenção de um sistema de câmbio fixo:

Primeiro, devido ao dano que pode ser causado pela imprevisível volatilidade de uma taxa de câmbio flutuante, tanto de curto como de longo prazo, com a redução do comércio internacional e também o desencorajamento em investimentos. Por outro lado, os trabalhadores e empresas esperam que uma previsão das taxas de câmbio de longo prazo presente garantia de importação dada pelos governos para planejamento de atividades a longo prazo, o que a taxa flutuante não oferece. Segundo, a manutenção de taxas fixas dá uma convicção de que o controle da moeda corrente ajudará a conter a pressão inflacionária doméstica, caso sua origem esteja nos excessivos déficits de orçamento de governo, o que indica a manutenção da estabilidade no preço dos salários do setor privado. A idéia deste argumento é simples: uma política de controle da taxa de câmbio anunciada pode servir como um compromisso do governo em resistir e evitar tentações de implantação de políticas macroeconômicas excessivamente expansionista. Terceiro, a rigidez da taxa de câmbio ajuda na redução da instabilidade no nível de preços internos. Alguns países com taxas fixas conseguem ancorar a inflação de preços a bens internacionalmente comercializados e fornecer um guia para expectativas de inflação do setor privado.

Apesar do regime de câmbio fixo apresentar vantagens e ter desempenhado importante papel no passado, há de se convir que o sistema financeiro internacional era outro. Atualmente, o mercado financeiro mundial se encontra muito mais avançado e estruturado do que o produtivo. Isto gera dificuldades de imposição de controles, pois as variáveis externas exercem fortes influências nas decisões governamentais, limitando as ações dos fazedores de políticas monetário internacional ao fortalecimento do sistema de câmbio flutuante híbrido<sup>9</sup>.

### Considerações Finais

Com a crescente liberalização financeira, fortalecida principalmente nos anos 90, algumas variáveis externas passaram a interferir na condução das políticas macroeconômicas internas. Para citar apenas uma, basta o FED – *Federal Reserve* (Banco Central Americano) aventar com uma provável elevação de 0,5% ao ano na taxa de juro interna americana para que economias mundiais, dependentes do capital externo, estremeçam. O que se percebe é a grande dificuldade de os governos conseguirem controlar taxas de câmbio e taxa de juros em níveis toleráveis. Se, no jargão popular, “o capital especulativo não tem pátria”, por outro lado o mercado financeiro tornou-se implacável com os governos deficitários e dependentes de recursos para o equilíbrio de suas contas, não hesitando na exigência de elevadas taxas de juros como compensação pelos riscos político e econômico inerentes ao país.

Algumas medidas vem sendo cogitadas visando tornar o país menos vulnerável aos desajustes causados pela livre mobilidade de capitais: Uma delas, o controle sobre capitais especulativos de curto prazo como o sistema adotado pelo Chile, onde o capital externo antes de entrar no mercado financeiro, fica depositado no Banco Central Chileno por um determinado período. Uma segunda medida é a proposta do economista James Tobin da criação de um imposto internacional sobre a movimentação de capitais, a “Tobin Tax”, Cá para nós, uma espécie de CPMF internacional é de difícil controle. No entanto, são assuntos para outras reflexões.

### Notas

1. Este artigo foi adaptado da avaliação da disciplina de Economia Internacional, no curso de Mestrado em Economia, da Universidade Estadual de Maringá, no 1º semestre de 1999, ministrada pelo Prof. Dr. Marcos Roberto Vasconcelos, a quem agradecemos a leitura e sugestões.
2. Mantidos os demais fatores constantes.
3. Economia aberta refere-se ao caso em que não existem barreiras quanto ao relacionamento do país com o resto do mundo (outras economias), quer sob o aspecto produtivo ou financeiro.
4. Uma abordagem completa a respeito por ser encontrada em TAYLOR (1995) e VASCONCELOS (1999)
5. Define-se “Termos de troca” como a relação entre o preço de um bem que o país explora pelo preço de um bem que o país importa, então um aumento nos termos de troca aumenta o bem-estar no país, enquanto um declínio nos termos de troca reduz seu bem-estar (KRUGMAN e OBSFELD, 1999: 100). Exemplo: relação em termos de troca entre preço de importação de fertilizantes e preço dos produtos agrícolas.
6. Também caracterizada como “flutuação suja”, dado que os bancos centrais intervinham discriminadamente no mercado e

continuavam a manter reservas cambiais (KRUGMAN e OBSFELD, 1999: 605)

7. (STOCKMAN, 1993), citado por (FOOD e ROSE, 1995: 11)
8. A oferta e a demanda por dólares, criadas pelas importações e exportações e pelos investimentos interno e externo, influenciam na determinação da taxa de câmbio.
9. No câmbio flutuante híbrido, em momentos de instabilidade, o Banco Central faz intervenções internacionais com o objetivo de conduzir o mercado a um equilíbrio. Este fato tem ocorrido no primeiro semestre/99, na condução da política cambial no Brasil.

### Referências

- CINTRA, M.A.M. *Os mercados internacionais, a especulação cambial e os limites dos bancos centrais*. Revista Paranaense de Desenvolvimento. Curitiba, nº 90, jan/abr. 1997.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. *Conjuntura estatística*. Fundação Getúlio Vargas. Julho/99.
- FAYET, L.A. *Horizontes para o câmbio*. Gazeta Mercantil, Curitiba-PR, 25.08.99.
- FLOOD, R.P. e ROSE, A.K. *Fixing exchange rates – A virtual quest for fundamentals*. Journal of Monetary Economics, 36 (1995) 3-37.
- GAZETA MERCANTIL. *Taxas de juros*. Junho a agosto/99. Diversas edições.
- GOODHART, C.E. *Dinâmicas financeiras privadas e o desafio às políticas dos bancos centrais*. Economia e Sociedade, Campinas, (4) 27-52, jun. 1995.
- KRUGMAN, P.R. e OBSTFELD, M. *Economia Internacional – Teoria e Política*; São Paulo MAKRON Books, 1999.
- MIRANDA, J.C. *Dinâmica financeira e política macroeconômica*. In. M.C. Tavares e J.L. Fiori (org.), Poder e Dinheiro: Uma Economia Política da Globalização. Vozes: Petrópolis.
- OBSFELD, M. e ROGOFF, K. *The mirage of fixed exchange rates*. Journal of Economic Perspectives – volume 9, nº 4, Fall 1995.
- RIVERA-BATIZ, F.L. e RIVERA-BATIZ, L.A. *International finance and open Economy Macroeconomics*. Second Edition. Macmillan. New York, 1994.
- STOCKMAN, A.C. *Real exchange rates under alternative nominal exchange rate systems*. Journal of International Money and Finance 2. 147-166, 1983.
- TAYLOR, M.P. *The economics of exchange rates*. Journal of Economic Literature, 33, pp. 13-47, mar/1995.
- VASCONCELOS, M.R. *Modelos de determinação da taxa de câmbio*. Campinas, Mimeo, 1996.
- VASCONCELOS, M.R. *O mercado cambial contemporâneo*. Cap. 3 da Tese de Doutorado. I.E. UNICAMP. p. 84-136, 1998.
- VASCONCELOS, M.R. *Aulas da disciplina de Economia Internacional*. Anotações de sala de aula. 1º semestre/1999.

