

5

VALOR E DETERMINAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO

A teoria econômica keynesiana assume que a taxa de câmbio é mais volátil no curto prazo do que supõe a teoria neoclássica, mas ambas assumem que o único problema são “desalinhamentos cambiais” de curto prazo; que, a longo prazo a taxa de câmbio seria equilibrada. Por isso e porque também se supõe que a taxa de câmbio é endógena – que não depende de políticas econômicas a não ser marginalmente – ela não é levada em conta como uma variável relevante na maioria dos manuais sobre desenvolvimento econômico, e recebe relativamente pouca atenção da teoria macroeconômica. Os economistas ortodoxos assumem que a taxa de câmbio oscila levemente em torno do equilíbrio. Os economistas keynesianos, mais realistas, sabem que a taxa de câmbio é volátil, mas tanto os economistas ortodoxos como os keynesianos falam em “desalinhamentos” da taxa de câmbio, falam de movimentos temporários e sem uma direção da taxa de câmbio. Eles admitem que, dependendo de sua intensidade e duração, os desalinhamentos podem causar bolhas e crises financeiras, mas não acreditam que a taxa de câmbio possa permanecer sobrevalorizada por vários anos, e, por isso, não a levam em conta quando discutem a função investimento e o crescimento econômico.

A macroeconomia desenvolvimentista não comunga da hipótese de que os desvios do equilíbrio, a alta volatilidade da taxa de câmbio e seu desalinhamento recorrente sejam apenas problemas de curto prazo e sem sentido. Como veremos mais adiante, sua hipótese mais geral é de que nos países em desenvolvimento há uma tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio. Dada essa tendência, que torna a sobrevalorização da taxa de câmbio um problema de longo prazo, a macroeconomia desenvolvimentista coloca a taxa de câmbio, juntamente com a conta-corrente e a taxa de lucro esperada, no centro da teoria econômica. Dos cinco preços macroeconômicos (a taxa de câmbio, a taxa de lucro, a taxa de salários, a taxa de juros e a taxa de inflação),

a taxa de lucro é a mais importante, porque é ela que motiva as empresas a investir, e a taxa de câmbio, o mais estratégico, porque não são apenas as importações e exportações que dela dependem, mas também os salários reais, a taxa de inflação, as oportunidades de investimento, os próprios investimentos e, afinal, a poupança.¹

A taxa de câmbio é o preço da moeda estrangeira; é quanto você precisa em sua moeda nacional para comprar uma unidade de moeda estrangeira. Essa é geralmente a definição da taxa de câmbio nos países em desenvolvimento, mas pode-se defini-la inversamente: a taxa de câmbio é quanto você precisa em moeda estrangeira para comprar uma unidade de sua moeda nacional. Neste livro usamos a primeira definição, mas para evitar confusão evitamos falar que a taxa de câmbio “aumentou” ou “diminuiu”; dizemos que ela “se depreciou” ou “se apreciou”. Para os países em desenvolvimento, a taxa de câmbio é o preço das moedas-reserva (geralmente o dólar) que o país usa em seus negócios com os países estrangeiros.

Além de ser definida como uma relação entre duas moedas, ou entre uma moeda e uma cesta de moedas – o que nos leva a chamá-la de taxa de câmbio efetiva – a taxa de câmbio é também uma relação entre os preços dos bens comercializáveis internacionalmente ou *tradable* e os bens *non tradable*. Quando afirmamos que uma determinada moeda nacional se valorizou, estamos dizendo seu preço baixou – agora preciso de menor quantidade dessa moeda para obter a moeda estrangeira. Quando isso ocorre, acontece também a diminuição do preço dos bens comercializáveis vendidos no país, porque esses bens têm, em princípio, um preço internacional único que se tornou menor na moeda local. Como os bens não comercializáveis não são afetados pela apreciação, seu preço sobe em relação aos não comercializáveis.

Neste capítulo, fazemos uma breve referência aos regimes cambiais e às teorias existentes que explicam o equilíbrio de longo prazo da taxa de câmbio, particularmente a teoria da paridade do poder de compra (PPP). Mas nosso objetivo principal é discutir a determinação da taxa de câmbio a partir da distinção entre seu valor e seu preço; é apresentar uma nova teoria da taxa de câmbio; é discutir a determinação da taxa de câmbio não apenas através da oferta e da procura de moeda, mas também através do seu *valor*, o qual denominamos “equilíbrio corrente” da taxa de câmbio.² Na medida em que a moeda é uma mercadoria, ela também tem um valor e um preço: o valor que é determinado pelo custo de produção mais lucro satisfatório e suas variações, pelo índice comparativo do custo unitário do trabalho. Quando temos a doença holandesa ou dois equilíbrios: o corrente e o industrial. O preço da taxa de câmbio flutua em torno do

¹ Mas, diferentemente do que faz Surjit S. Bhalla (2012) num livro empiricamente bem fundamentado sobre o papel da taxa de câmbio no crescimento econômico, não relacionamos crescimento com uma taxa de câmbio “desalinhada” ou “depreciada”, mas com uma taxa de câmbio que flutua em torno do equilíbrio – o equilíbrio industrial.

² Esta teoria foi originalmente formulada por Bresser-Pereira (2013) “The *value* of the exchange rate and the Dutch disease”.

valor em função da oferta e a procura de moeda estrangeira. Neste capítulo faremos ainda uma referência às determinantes da taxa de câmbio já discutidas nos livros-texto. Nos dois capítulos seguintes discutiremos um fator estrutural determinante da taxa de câmbio, a doença holandesa, e as políticas habituais que apreciam a taxa de câmbio, e, finalmente, no Capítulo 8, resumiremos a discussão anterior e apresentaremos a tendência histórica básica da macroeconomia desenvolvimentista: a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio.

Regime cambial

A literatura econômica há muito tempo dá destaque ao debate sobre o regime cambial ideal, como se esse fosse o grande problema relacionado com o câmbio. As opções são apresentadas na forma binária de “fixo ou flutuante”: fixo, como era o regime cambial no sistema de Bretton Woods, ou flutuante, como se presume que ele seja atualmente. Em vez de falarem em flutuação administrada, os economistas ortodoxos falam em flutuação “suja”. Com isso querem sugerir que política cambial não é uma coisa admissível; que apenas o mercado deve defini-la. Na prática, a maioria dos regimes cambiais é mista e, portanto, administrada – os formuladores da política cambial geralmente definem para si próprios os valores mínimo e máximo para a taxa de câmbio, e adotam políticas para que a taxa de câmbio flutue dentro dessa faixa. Raramente se observam regimes totalmente flutuantes, sobretudo nos países em desenvolvimento, dada a alta volatilidade que implicam. Regimes de taxa cambial fixa existiram no quadro dos acordos de Bretton Woods; faziam sentido no contexto de um amplo acordo internacional. Atualmente, somente alguns países exportadores de petróleo que incorrem em grandes superávits em conta-corrente e acumulam grandes reservas, como os Emirados Árabes Unidos, mantêm esse regime.

A dicotomia radical fixa ou flutuante não deixa espaço para política cambial, mas quando reconhecemos que a taxa de câmbio nunca é fixa e nunca flutua livremente, é claro que existe uma política cambial nunca reconhecida pelos países e seus bancos centrais. O grau de administração varia, e os governos sempre negam ter uma política cambial ou intervir na taxa de câmbio, porque o pensamento econômico convencional vê desfavoravelmente essa intervenção como uma “manipulação” da taxa de câmbio e como uma maneira de *“beggar thy neighbor”* (“empobrecer o seu vizinho”). No entanto, uma política cambial clara, isto é, uma política que objetiva manter a taxa de câmbio flutuando em torno do equilíbrio ou do preço certo, é crucial para um país que busca um desenvolvimento estável.

As consequências da abertura financeira ou da conta de capital na década de 1980 e início da década de 1990 foram um brutal aumento das entradas e saídas de capital e um aumento da volatilidade da taxa de câmbio. O que fez com que muitos

considerassem impossível prever o que vai acontecer com a taxa de câmbio de um país. Realmente, a curto prazo, isso é muito difícil, quando não impossível. Tendo em vista o caráter especulativo dos fluxos internacionais para dentro e para fora dos países em desenvolvimento, as bolhas especulativas envolvendo o crédito externo e o preço de mercado da taxa de câmbio são antes a regra do que a exceção, e a volatilidade se torna ainda maior apesar da adoção de um regime flutuante. No Capítulo 8, sustentaremos que os países em desenvolvimento estão sujeitos à tendência à sobrevalorização cíclica e crônica (no longo prazo) da taxa de câmbio, o ciclo começando com uma crise de balanço de pagamentos que deprecia fortemente a moeda nacional, a qual, em seguida, volta a apreciar-se, puxada pela doença holandesa não neutralizada e por três políticas habituais (política de crescimento com déficit em conta-corrente [poupança externa], política de juros altos e política de âncora cambial); permanece, em seguida, por alguns anos em um nível de déficit em conta-corrente que vai aumentando a relação dívida externa-PIB até que os credores externos afinal perdem a confiança e param de emprestar para o país, desencadeando-se, então, nova crise financeira acompanhada por nova forte desvalorização cambial. Desvalorizações menos graves podem, naturalmente, também ocorrer em consequência de choques ocorridos nos países ricos – acontecimentos importantes como a crise financeira global de 2008, ou mudanças menores mas significativas na política monetária dos países ricos, como o que aconteceu em 2013 quando a perspectiva de que o Federal Reserve pudesse suspender a política de “afrouxamento quantitativo” levou à valorização do dólar e a fortes depreciações de moeda nos países em desenvolvimento.

Ao rejeitar a política cambial, os economistas convencionais invocam um trilema – a “trindade impossível” de Robert Mundell. Esse silogismo econômico afirma que é impossível para um governo simultaneamente administrar a taxa de câmbio, implementar uma política monetária independente e permitir fluxos livres de capital. Combinações de quaisquer dessas três políticas são possíveis, mas nunca uma combinação das três. Na prática, a ortodoxia liberal interpretou essa hipótese como a impossibilidade de uma política cambial, já que os fluxos livres de capital são vistos como “inevitáveis” e que os governos não podem renunciar à política monetária.

Devemos, porém, considerar duas questões. Primeiro, não há razão para rejeitar a viabilidade de intervenções intermediárias, como, por exemplo, controles de capital limitados, administração da taxa de câmbio dentro de uma faixa de preços, e uma autonomia razoável para a política monetária. Segundo, nesse trilema ninguém questiona a necessidade de o Estado e seu Banco Central manterem autonomia na execução da política monetária, mas não há razão para presumir, como faz a ortodoxia econômica, que é impossível controlar os fluxos de capital. Na medida em que o regime de políticas de um país inclua controles de capital, a possibilidade de executar uma política cambial sem minar a liberdade da política monetária permanece aberta. E os compromissos entre as três políticas serão a regra.

Paridade do poder de compra

O que determina a taxa de câmbio? A teoria econômica ensina que a demanda e a oferta de moeda estrangeira determinam a taxa de câmbio no curto prazo e, a longo prazo, a explicação habitual é dada pela teoria da paridade do poder de compra (PPP), especificamente pela PPP absoluta, segundo a qual os preços são iguais nos diversos países considerados. Sem simplesmente rejeitar essa forma pragmática de procurar entender a taxa de câmbio, apresentamos uma teoria que nos parece mais geral: a teoria do valor da taxa de câmbio. Mas vejamos antes, brevemente, a PPP. Robert Z. Aliber (1987: volume 2: 210), no *Palgrave Dictionary of Economics* distinguiu cinco abordagens para explicar o nível da taxa de câmbio e mudanças na taxa de câmbio (paridade do poder de compra, elasticidades, equilíbrio do portfólio e a abordagem do mercado de ativos). Não vamos analisar essas diferentes abordagens, que indicam como são pobres as teorias que buscam explicar a taxa de câmbio no longo prazo. Somente discutiremos aqui o conceito de paridade do poder de compra.

Entre essas cinco abordagens do equilíbrio de longo prazo da taxa de câmbio, a mais interessante é a teoria da PPP. De acordo com ela, a paridade do poder de compra “absoluta” é a taxa de câmbio que equipara o custo da mesma cesta de bens e serviços em dois países que têm moedas diferentes.³ Assim, se o custo de uma cesta de bens no Brasil, em reais (digamos, R\$90,00), for igual ao custo em dólares da mesma cesta de bens nos Estados Unidos (US\$30,00), a PPP “absoluta” será de R\$3,00 por dólar. A teoria da PPP supõe que os bens são homogêneos, a taxa de câmbio real flutua em torno de um nível constante a longo prazo, que também, implicitamente, garante o equilíbrio da conta-corrente do balanço de pagamentos. Nesse cenário, o que prevalece é a “lei do preço único” produzida pela empresa representativa do país, de acordo com a qual bens homogêneos deveriam ter o mesmo preço em diferentes países, a diferença devendo-se exclusivamente à taxa de câmbio nominal. O problema óbvio com a teoria da PPP é sua hipótese de que os bens são homogêneos e seus preços relativos em diferentes países são iguais ou quase iguais. Isso pode fazer sentido em países com nível semelhante de desenvolvimento e cultura muito próxima; não faz sentido quando um país é em desenvolvimento e o outro, rico. Mesmo entre países semelhantes, há o problema dos sistemas fiscais nacionais, que podem ser muito diferentes e, portanto, fazer com que os preços relativos sejam muito diferentes de um país para outro. Por outro lado, há o problema de quais bens e serviços incluir na cesta. Em países com a doença holandesa, os preços das commodities serão baixos em relação aos outros bens comercializáveis. O problema maior, porém, com a abordagem da PPP é que ela é apenas uma comparação

³ A PPP “relativa” é aquela determinada em termos reais (neutralizada a inflação) ao longo do tempo, tendo como referência a PPP absoluta.

entre moedas, não apresentando um fundamento real para a taxa de câmbio – problema resolvido pela teoria do valor da taxa de câmbio.

O valor da taxa de câmbio ou equilíbrio corrente

Como as demais mercadorias e serviços, a moeda estrangeira ou a taxa de câmbio tem um valor e um preço que gira em torno desse valor em função da oferta e da demanda por essa moeda estrangeira. O valor determina de forma básica ou fundamental a taxa de câmbio, enquanto os inevitáveis desalinhamentos da taxa de câmbio são determinados pela oferta e demanda de moeda estrangeira. Conforme ensinaram os economistas clássicos, o valor de um bem é igual à quantidade de trabalho socialmente necessária para produzi-lo, mas esse conceito exige a transformação do valor em preço, que não é fácil de ser realizada. Mais simplesmente, o valor corresponde ao “custo de produção” – custo mais margem de lucro satisfatória – desse bem ou serviço. O valor da moeda estrangeira, portanto, é o valor que cobre o custo de produção das empresas que participam do comércio exterior do país e garantam o equilíbrio de sua conta-corrente. Propomos chamar esse valor de “*equilíbrio corrente*”. Conforme veremos no Capítulo 6, quando existe a doença holandesa, esta afeta diretamente o valor da taxa de câmbio, diminuindo-o e, por isso, causando a apreciação da taxa de câmbio, porque as empresas exportadoras das commodities que a originam beneficiam-se de rendas ricardianas que baixam seus custos. No caso da doença holandesa temos um segundo valor, mais alto, para as empresas que não se beneficiam de rendas ricardianas, que denominamos “*equilíbrio industrial*”. Mas neste capítulo interessa-nos apenas o equilíbrio corrente, porque ele é válido para todos os países ricos ou em desenvolvimento, com doença holandesa ou sem ela.

O valor da moeda estrangeira corresponde a seu preço “fundamental”; é o “preço necessário” do bem ou serviço. É o valor que as empresas que participam do comércio exterior do país necessitam para exportar e assegurar o equilíbrio da sua conta-corrente. Se assumirmos o equilíbrio da conta-corrente e organizarmos as empresas em uma escala decrescente de competitividade, o valor da taxa de câmbio corresponde ao valor que cobre o custo mais um lucro razoável (em moeda nacional) da última empresa ou da empresa marginal que consegue exportar com lucro.⁴ As empresas que determinam o valor da taxa de câmbio são, portanto, aquelas que são suficientemente competitivas para participar do comércio exterior do país. Se considerarmos os diferentes níveis de eficiência das empresas, a taxa de câmbio que corresponde ao equilíbrio intertemporal da conta-corrente estabelece quais as empresas que podem participar do mercado

⁴ Observe-se que aqui não estamos pressupondo retornos decrescentes; estamos pressupondo apenas que é possível ordenar as empresas de acordo com a eficiência.

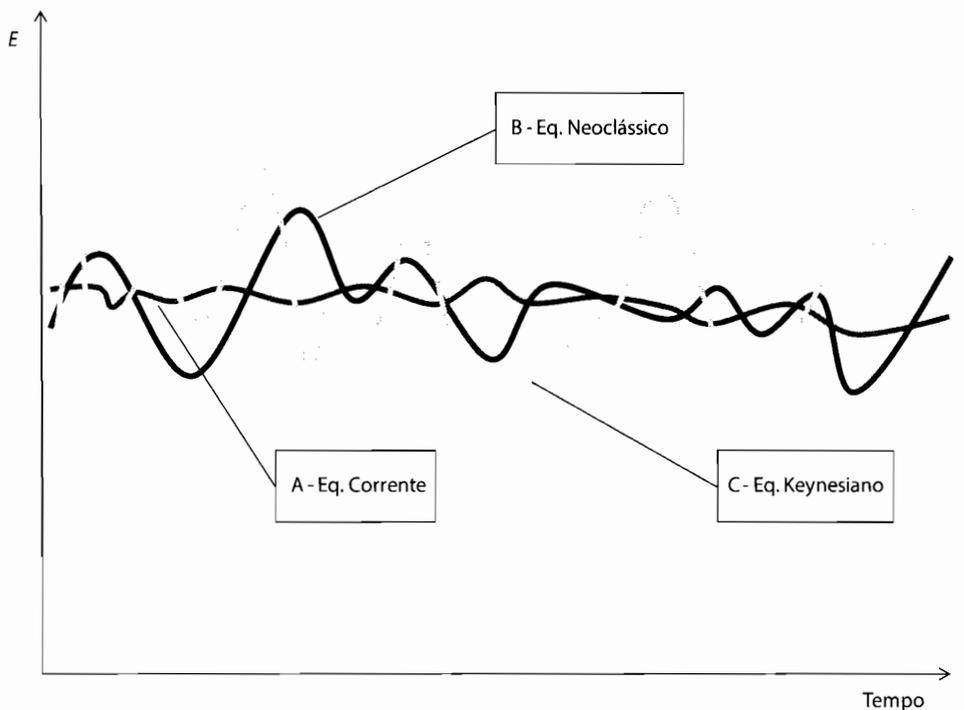
exterior do país. É importante observar que o conceito de valor correspondente ao equilíbrio corrente é diferente do conceito de equilíbrio industrial, que faz parte do modelo da doença holandesa, porque nesse caso o que importa não são as empresas que participam do comércio externo, mas as empresas que, além disso, utilizam tecnologia no estado da arte mundial. No equilíbrio corrente essa restrição (tecnologia no estado da arte) não é válida. Empresas ineficientes em relação às suas correspondentes no exterior podem fazer parte das empresas que determinam o equilíbrio corrente e garantem o equilíbrio da conta-corrente. A taxa de câmbio as torna competitivas, apesar de relativamente ineficientes.

No Gráfico 5.1 apresentamos a linha do equilíbrio corrente através do tempo, e a linha do preço da taxa nominal de câmbio (E) segundo a teoria neoclássica e a teoria keynesiana – a primeira menos, a segunda, mais volátil. Como veremos no Capítulo 8, a nossa linha da taxa de câmbio é diferente de ambas, porque segue uma tendência cíclica e crônica. Agora nos interessa apenas o equilíbrio corrente, ou seja, a linha que define o valor da moeda estrangeira. Ela é definida pelas variações no custo de produção ou custo mais lucro satisfatório da empresa representativa do país que participa do comércio externo e garante o equilíbrio da conta-corrente. Este custo de produção, por sua vez, depende dos salários e da respectiva produtividade no país. A medida sintética desse custo de produção é o custo unitário do trabalho, que resulta do salário médio dividido pela produtividade do trabalho. Mas a taxa de câmbio é uma relação entre moedas, e, portanto, seu valor depende da relação entre o custo unitário de produção do país e o custo unitário médio de produção dos países com os quais o país base compete. Depende, portanto, do índice comparativo do custo unitário do trabalho, ou seja, da divisão do custo unitário de produção do país pelo custo unitário de produção de uma cesta de países – os principais parceiros ou concorrentes do país no comércio internacional. Existe uma relação inversa entre o índice comparativo do custo unitário do trabalho e o valor da moeda estrangeira. Quando o custo unitário do trabalho em um determinado país aumenta em relação aos de seus parceiros comerciais, ou, em outras palavras, quando o índice comparativo do custo unitário do trabalho desse país aumenta, o valor da moeda nacional *diminui* porque o país perde competitividade do ponto de vista econômico. Mas o equilíbrio da conta-corrente precisa ser mantido no longo prazo. Por isso, à medida que o valor da moeda nacional diminui, a taxa de câmbio deve se *depreciar*. Dessa forma o país mantém competitivas suas empresas no plano monetário embora a esteja perdendo no plano econômico, e a sua conta-corrente continua equilibrada.⁵ O custo para o país de sua perda de competitividade econômica não é o aumento do

⁵ A competitividade internacional das empresas pode ser “técnica” (usa a melhor tecnologia disponível no mundo), pode ser “econômica” (seu custo unitário do trabalho é tão baixo quanto o das melhores empresas de outros países), e pode ser “monetária”, a competitividade econômica menor pode ser compensada pela taxa de câmbio mais depreciada.

déficit em conta-corrente, mas é tornar o país mais pobre, porque precisará de maior quantidade de sua moeda para comprar os mesmos bens e serviços *tradable*.⁶

Gráfico 5.1 O equilíbrio corrente e a volatilidade da taxa de câmbio de mercado, segundo a teoria neoclássica e a keynesiana



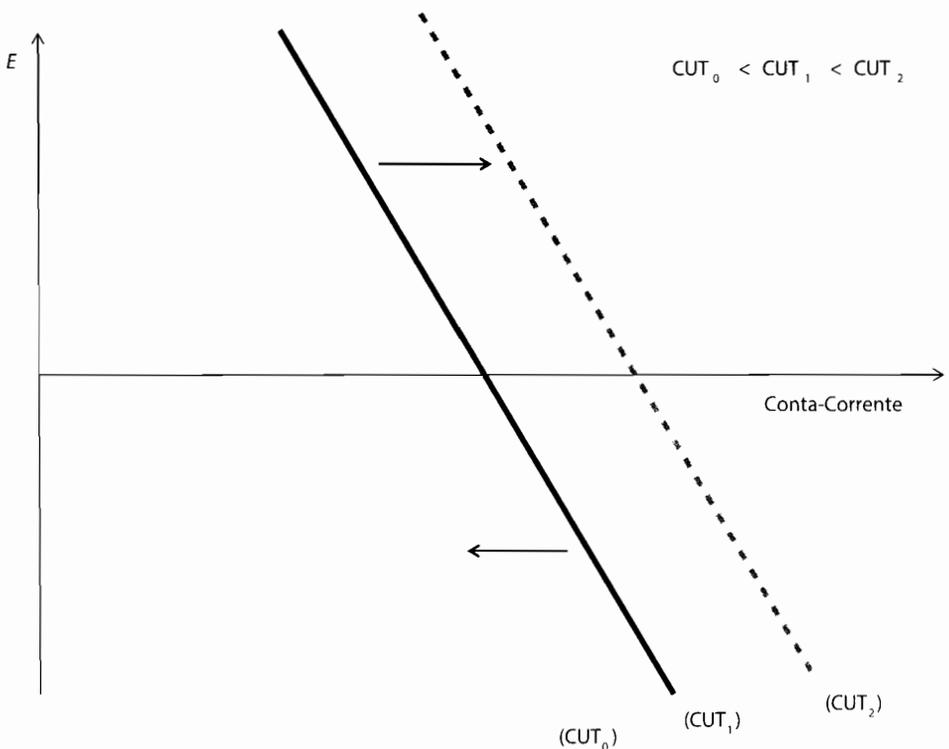
Como podemos ver pelo Gráfico 5.1, a linha do equilíbrio corrente varia no tempo. Esta variação é causada pelas variações no índice comparativo do custo unitário do trabalho. Quando o país está perdendo competitividade, a linha do equilíbrio corrente ou valor se desloca para cima ao mesmo tempo em que aumenta o déficit em conta-corrente, levando a taxa de câmbio a se depreciar; quando ganha competitividade, o equilíbrio corrente diminui, levando a taxa de câmbio a se apreciar de modo a compensar tal ganho de competitividade. A depreciação causada pela perda de competitividade física é perversa para o país, porque a recuperação da competitividade

⁶ Outra possibilidade, que a rigor é mais realista, é considerar que uma empresa pode substituir a mão de obra por insumos importados. Assim, é necessário considerar esses insumos como parte dos custos de produção. Essa estratégia pode reduzir os custos de produção e o valor da taxa de câmbio, mas também contribuirá para reduzir a parcela da indústria de transformação no valor agregado (MARCONI & ROCHA, 2012). Como esse é um efeito indesejado, consideramos a competitividade baseada unicamente nos custos unitários de mão de obra.

monetária (ou o equilíbrio da conta-corrente) diminui a renda de todos. Já a apreciação causada pelo aumento da competitividade física não tem qualquer efeito negativo para o país, porque o equilíbrio da conta-corrente é mantido ao mesmo tempo em que os rendimentos reais das pessoas aumentam. É isso o que, afinal, nos diz o efeito Balassa-Samuelson, mas o problema fica muito mais claro quando temos o conceito de valor da taxa de câmbio.

Esta análise supõe que haja uma relação inversa entre o déficit ou superávit em conta-corrente e a taxa de câmbio. Conforme podemos ver pelo Gráfico 5.2, para cada taxa de câmbio há um superávit ou déficit em conta-corrente. Supomos, para simplificar, que em cada momento a relação entre as duas variáveis é linear. Mas a relação entre a taxa de câmbio e a conta-corrente não é constante – não existe para cada taxa de câmbio um único superávit ou déficit em conta-corrente, porque quando há variação no valor da taxa de câmbio tende a haver variação no seu preço. Essas variações se expressam em deslocamentos da curva taxa de câmbio / saldo em conta-corrente. Se a variação no preço corresponder à variação no valor, o saldo da conta-corrente não se alterará.

Gráfico 5.2 Taxa de câmbio e déficit em conta-corrente



Em síntese, o equilíbrio corrente não é constante. Ele está sempre mudando em resposta às mudanças tecnológicas e ao aumento ou diminuição da produtividade que está ocorrendo no país em relação aos outros países, e em função da variação dos salários do país em relação aos salários em outros países. Mais genericamente, se o custo unitário do trabalho do país (corresponde ao CUT no Gráfico 5.2) aumentar em relação ao custo unitário do trabalho dos seus principais concorrentes, o valor da taxa de câmbio ou da moeda nacional aumentará e a taxa de câmbio real tenderá a se depreciar, para que a competitividade monetária compense a perda de competitividade técnica, e o país continue com suas contas internacionais equilibradas, mas nesse caso o país se torna relativamente mais pobre – o que reflete a perda de produtividade.

A oferta e a procura de moeda estrangeira

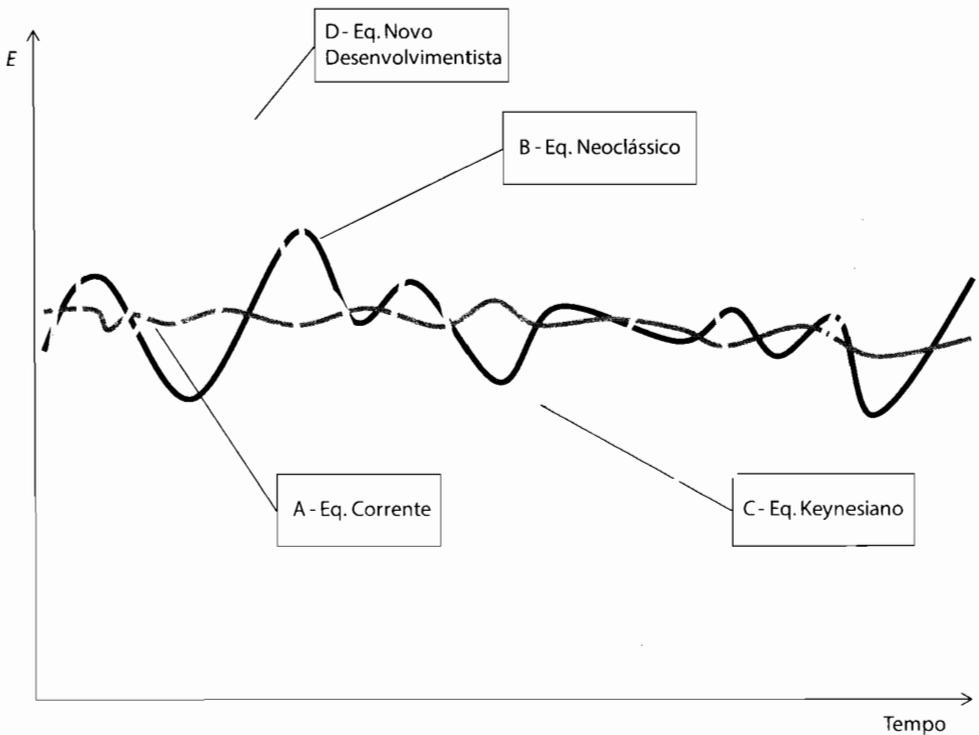
Vemos, portanto que o valor da taxa de câmbio – o equilíbrio corrente – determina em primeira instância a taxa de câmbio, enquanto a oferta e a procura de moeda estrangeira a determina em segunda instância. De que depende essa oferta e procura? Sobre essa questão os livros-texto têm respostas. Depende, de um lado, das exportações do país, que dependem do preço dos bens exportados e da demanda internacional, que, por sua vez, está sujeita a muitas variáveis entre as quais choques externos; depende, de outro lado, das importações do país que dependem do preço dos bens importados e da oferta internacional. Os termos de troca são, portanto, determinantes da oferta e da procura de moeda estrangeira.

A oferta e procura de moeda depende também dos fluxos de capitais positivos ou negativos, que se tornaram muito grandes nos últimos 30 anos, mas que *não* justificam a afirmação que frequentemente ouvimos que devido a eles a taxa de câmbio tornou-se “indeterminada”. Os fluxos de capital associados a bolhas especulativas tornaram a taxa de câmbio mais volátil do que já era, mas eles não apontam a taxa de câmbio para uma direção como faz a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio. Em grande parte esses fluxos de capital se anulam; isto apenas não acontece na macroeconomia desenvolvimentista nos momentos de crise de balanço de pagamentos, quando eles são durante algum tempo suspensos pelos credores, causando a forte desvalorização da moeda nacional.

Aprendemos ainda nos livros-texto que a oferta e demanda de moeda estrangeira depende das relações de troca que, quando favorecem o país, sua taxa de câmbio tende a se apreciar; depende da taxa de juros, cuja elevação atrai capitais e aprecia a moeda nacional; depende das vendas ou compras de reservas pelos bancos centrais; depende do emprego ou não de controles de capitais; e depende do valor do déficit público que, se for alto, estimulará a demanda, aumentará as importações, e causará valorização cambial.

Tendo em vista o alto grau de liquidez dos mercados financeiros, ou seja, tendo em vista a abundância de dinheiro no moderno capitalismo global, a oferta de divisas fortes é sempre muito grande. Nesse quadro, e considerando a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio que existe nos países em desenvolvimento, a disposição de emprestar dos agentes financeiros internacionais não são sensíveis aos sinais de mercado como deveriam ser. Segue-se daí que depois de uma crise financeira e da forte desvalorização cambial que a caracteriza, ocorre a inevitável valorização da moeda, a qual, entretanto, não para de valorizar assim que a taxa de câmbio passa a garantir o equilíbrio da conta-corrente do país. Em vez disso, continua a se apreciar, mergulhando o país no déficit em conta-corrente, porque, dada a financeirização dos mercados financeiros, forma-se uma bolha de crédito que dura até que haja a súbita perda de confiança dos credores e a crise de balanço de pagamentos se desencadeie.

Gráfico 5.3 O equilíbrio corrente e a volatilidade da taxa de câmbio na teoria novo-desenvolvimentista



A taxa de câmbio varia, portanto, em torno do equilíbrio corrente de acordo com a oferta e a procura pela moeda estrangeira. Mas raramente ela está alinhada – corresponde

ao seu valor. Conforme podemos ver no Gráfico 5.3, para os economistas neoclássicos, esses desalinhamentos se expressam em baixa volatilidade da taxa de câmbio; para os economistas keynesianos, em alta volatilidade; para o novo desenvolvimentismo, na tendência à sobreapreciação cíclica e crônica da taxa de câmbio, que já colocamos no gráfico, embora só iremos explicá-la no Capítulo 8.

***Carry trade* causando valorização**

No quadro das crises cíclicas de balanço de pagamentos a que estão sujeitos os países em desenvolvimento, uma forte elevação da taxa de juros não impede a desvalorização abrupta da taxa de câmbio. Em seguida, a moeda nacional volta necessariamente a se apreciar em direção ao equilíbrio, enquanto a taxa de juros ainda se mantém elevada. Ocorrem, então, entradas especulativas de capital no país que configuram o *carry trade* – ganhos elevados para o comprador estrangeiro de títulos nacionais em um quadro de taxa de juros alta combinada com valorização da taxa de câmbio. Quando, depois da crise, a economia do país é reorganizada e estabilizada, os agentes financeiros externos podem prever com segurança que a moeda do país se apreciará nos meses e anos seguintes, porque a moeda nacional está altamente sobrevalorizada, e a probabilidade de sua valorização é evidente. Quando os especuladores externos reconhecem isso, surge a oportunidade de ganhos financeiros elevados decorrentes da soma dos juros altos com a valorização cambial, e a taxa de câmbio se aprecia ainda mais depressa. Temos, assim, o caso de uma profecia autorrealizada.

O fato que desencadeia esse movimento é a prática de uma política monetária em que o banco central controla a taxa de juros e a oferta de moeda é endógena, oscilando para manter a taxa de juros no patamar desejado. Nesse cenário, quando o banco central aumenta a taxa de juros, o governo desencadeia operações de vendas de títulos a essa nova taxa e retira moeda de circulação, que retornará com o valor corrigido pelo ganho com os juros no momento em que a autoridade monetária recompra os papéis. Sabendo que o Banco Central irá manter um patamar elevado para a taxa de juros, os aplicadores estrangeiros trazem mais recursos ao país, pois ganharão tanto com a taxa de juros como também com a valorização da moeda, que ocorrerá em função da própria elevação dessa taxa. No entanto, se o mercado monetário fosse flutuante, a exemplo do que advoga a teoria convencional em relação à taxa de câmbio, essa dinâmica não ocorreria. A elevação da taxa de juros seria apenas temporária: o diferencial entre a taxa de juros interna e externa seria atrativo para os investidores estrangeiros, que aplicariam recursos no mercado financeiro do país, fato que, dado o imperativo de converter moeda estrangeira em nacional, aumentaria a oferta desta última e implicaria a posterior redução da taxa de juros.

Logo, em uma economia em que a taxa de juros é determinada pela oferta e demanda de moeda, isto é, o mercado monetário é flexível, a taxa de juros interna tende a equivaler à externa, acrescida do risco associado ao país e à expectativa de variação cambial. A taxa de câmbio oscilaria no curto prazo em função dos fluxos de capitais e das variações passageiras na taxa de juros e as operações de *carry trade* gerariam ganhos momentâneos, apenas associados à arbitragem. Mas como a política monetária atual, associada ao regime de metas de inflação, determina a taxa de juros básica e não a oferta de moeda, como ocorria no passado, o ajuste da taxa de juros que seria esperado quando há um maior ingresso de recursos no país não ocorre, e os ganhos com as operações de *carry trade* são crescentes enquanto a expectativa de desvalorização abrupta da moeda não se acentuar. Nesse cenário, entram mais recursos no país e a taxa de câmbio continua se valorizando quanto mais elevada for a taxa de juros, e mais a moeda se valorizará porque, ao contrário da taxa de juros, a taxa de câmbio não é fixada pelo Banco Central.

Na literatura financeira, o *carry trade* tem um sentido mais amplo que o utilizado aqui. Significa uma operação pela qual o custo de manter um determinado ativo é menor do que o ganho que poderia ser obtido no futuro graças a sua valorização. No nosso caso, estamos pensando no *carry trade* realizado por investidores externos, que usam o dólar ou outra moeda forte para comprar ativos financeiros do país de renda média. Na medida em que essa operação financeira envolve uma profecia autorrealizável, desenvolve-se uma nova bolha financeira que causa a valorização da taxa de câmbio. Como a taxa de juros é alta e os investidores financeiros externos preveem que haverá espaço para a valorização da taxa de câmbio, eles ganham duas vezes: a partir da taxa de juros e a partir da valorização da moeda local causada pelos ingressos de capital envolvidos na operação.

No final, a taxa de câmbio real alcança um *piso* – o ponto abaixo do qual mesmo as exportações de commodities se tornam economicamente inviáveis –, mas, não obstante o regime de câmbio flutuante, a taxa de câmbio não se deprecia. Isto acontece porque o país nesses momentos geralmente experimenta uma bolha de crédito. A taxa de câmbio não se deprecia embora as exportações caiam e as importações aumentem, porque os ganhos dos credores externos, envolvidos em operações de *carry trade* são muito grandes. Eles ganham com os juros elevados que o país pratica somado à desvalorização cambial, que continua a acontecer. É apenas mais tarde, quando a taxa de câmbio chegou a um piso abaixo do qual não pode mais se apreciar porque tornaria as exportações de commodities deficitárias (gravosas), que os credores e especuladores externos começam, primeiro, a se desinteressar do país porque não podem mais ganhar com a apreciação da moeda local, e, finalmente, a temer por seus créditos, e suspender a rolagem da dívida do país em moeda estrangeira, desencadeando-se a crise de balanço de pagamentos ou cambial.

Resumo

Neste capítulo iniciamos a discussão dos determinantes da taxa de câmbio segundo a macroeconomia desenvolvimentista. Como introdução, discutimos brevemente o problema dos regimes cambiais e a teoria da paridade de poder de compra, e, em seguida, apresentamos uma teoria nova e geral da taxa de câmbio ou da moeda estrangeira, baseada no seu valor. Como acontece com os bens e serviços, também a moeda estrangeira tem um valor de longo prazo e um preço que gira ou flutua em torno de seu valor. O valor da taxa de câmbio é o valor da moeda estrangeira em termos de moeda nacional que cobre o custo mais lucro satisfatório das empresas que participam do comércio exterior do país e possibilitam o equilíbrio da sua conta-corrente; corresponde ao equilíbrio corrente da taxa de câmbio; é o valor da moeda estrangeira necessário para que essas empresas continuem a investir e a exportar.

O valor da moeda estrangeira varia na medida em que varia o índice comparativo do custo unitário do trabalho, ou seja, o quanto varia o custo unitário do trabalho do país em relação ao custo unitário do trabalho dos países concorrentes. Existe uma relação direta entre o valor da taxa de câmbio e o déficit ou o superávit em conta-corrente do país, mas essa relação não é linear, devido às variações do valor ou do equilíbrio corrente em função das variações no índice comparativo do custo unitário do trabalho.

Quanto ao preço da moeda estrangeira ou da taxa de câmbio, ele varia em torno do seu valor em função da oferta e procura de moeda. Esta, por sua vez, conforme podemos ler nos livros-texto, varia em função das exportações e importações do país, as quais dependem da relação entre os preços dos bens importados e exportados, ou seja, da relação de trocas. Depende, também, dos fluxos de capitais, que dependem da política monetária, ou seja, da taxa de juros definida pelos bancos centrais, e de movimentos especulativos, além de estarem presentes no modelo da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio nos momentos em que os credores externos perdem a confiança e os fluxos de entrada de capitais são por algum tempo suspensos. Além disso, o preço da taxa de câmbio depende de um fator estrutural, a doença holandesa, e de três políticas equivocadas – a política de crescimento com déficit em conta-corrente (poupança externa), a política de juros altos para combater a inflação e atrair capitais, e a política de âncora cambial contra a inflação. Discutiremos esses fatores nos dois próximos capítulos.

Questões

1. Qual a diferença entre o valor e o preço da taxa de câmbio ou moeda estrangeira?
2. A linha do equilíbrio corrente ou do valor da moeda estrangeira varia segundo o quê?
3. Qual a relação entre o valor da moeda estrangeira e custo unitário do trabalho?

4. O que acontece com o equilíbrio corrente e, em seguida, com a taxa de câmbio, quando o índice comparativo do custo unitário do trabalho aumenta em um país?
5. Por que uma desvalorização “real” significa uma mudança na relação entre o custo dos bens e serviços não comercializáveis e dos comercializáveis?
6. De que dependem a oferta e a procura de moeda estrangeira?
7. Para sabermos qual é a taxa de câmbio fundamental do país, qual é a abordagem relevante: a do PPP ou a do valor?