

OS FALSOS FUNDAMENTOS ORTODOXOS DA TAXA DE CÂMBIO, O *QUANTITATIVE EASING* E SEUS EFEITOS NO BRASIL

ARTIGO SUBMETIDO ÀS SESSÕES ORDINÁRIAS

Área 5 – DINHEIRO, FINANÇAS INTERNACIONAIS E CRESCIMENTO

Sub-Área 5.2 – Economia e Finanças Internacionais

Alexandre Jerônimo de Freitas (UFRRJ) e

Marcelo Pereira Fernandes (UFRRJ)

RESUMO

A volatilidade da taxa de câmbio do Brasil nos últimos anos, sobretudo em 2013, tem gerado grande polêmica sobre suas causas e consequências. Os economistas ortodoxos afirmam que foram as políticas equivocadas do governo que comprometeram os “fundamentos” macroeconômicos, criando instabilidade cambial. O objetivo deste artigo é demonstrar que a análise ortodoxa não explica os movimentos da taxa de câmbio. Para isso, analisaremos a instabilidade cambial vivida pelo Brasil, buscando colocar no centro da discussão o comportamento da conta de capitais e a política monetária frouxa executada pelo governo norte-americano desde a crise de 2008.

Palavras chave: ortodoxia, taxa de câmbio, fluxos de capitais

ABSTRACT

The volatility of the exchange rate in Brazil in recent years, especially in 2013, has generated great controversy about its causes and consequences. Orthodox economists claim that were the wrong policies of the government that committed the "foundations" macroeconomic, creating exchange instability. The purpose of this article is demonstrate that the orthodox analysis does not explain the movements of the exchange rate. For this, we analyze the exchange rate instability experienced by Brazil, seeking to put in the center of the discussion the behavior of the capital account and loose monetary policy implemented by the U.S. government in response to the 2008 crisis.

Key-words: orthodoxy, exchange rate, capital flows

OS FALSOS FUNDAMENTOS ORTODOXOS DA TAXA DE CÂMBIO, O *QUANTITATIVE EASING* E SEUS EFEITOS NO BRASIL

1 - INTRODUÇÃO

A volatilidade da taxa de câmbio do Brasil nos últimos anos, sobretudo em 2013, gerou grande polêmica sobre suas causas e consequências para o país. Economistas com base em modelos ortodoxos afirmavam que as políticas do governo haviam comprometido os “fundamentos” macroeconômicos e, por conseguinte, isso teria afetado a confiança dos investidores estrangeiros no país (causas domésticas). Por outro lado, economistas heterodoxos enxergam na movimentação do fluxo de capitais gerada pelas políticas monetárias norte-americanas como fonte principal das turbulências cambiais do país (origem externa).

O presente artigo procura contribuir para o debate revisando na segunda seção os principais modelos ortodoxos, como forma de criticar seus fundamentos básicos e, por conseguinte, suas análises. Em contrapartida, na terceira seção, será apresentada uma visão que enxerga a instabilidade das taxas de câmbio como resultado dos fluxos de capitais, cujo movimento é oriundo da busca de ganhos financeiros por parte de investidores internacionais. Na quarta seção, as duas visões serão confrontadas a partir da instabilidade cambial experimentada pelo Brasil entre 2008 e 2013, com intuito de demonstrar que a volatilidade da taxa de câmbio não pode ser explicada por desequilíbrios comerciais e variações bruscas na taxa de inflação, mas sim pelo comportamento da conta de capitais. Esse, por sua vez, esteve diretamente atrelado à política monetária frouxa aplicada pelos Estados Unidos desde a crise financeira de 2008. Por fim, na última seção as considerações finais.

2 – MODELOS NEOCLÁSSICOS DE DETERMINAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO

O objetivo desta seção é fazer uma revisão não exaustiva da maneira como a economia ortodoxa analisa a formação e o comportamento das taxas de câmbio. Primeiramente será analisada a questão da Paridade do Poder de Compra (PPC), que é a base de todos os modelos, sendo inclusive usada em vários trabalhos no campo heterodoxo. Em seguida, o modelo monetarista será apresentado como uma continuidade da visão inicial acrescida da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). Por fim, a tentativa de Dornbusch de reconciliar a PPC com a instabilidade cambial apresentada após o fim de Breton Woods, no modelo conhecido como “Overshooting Model”.

2.1 – Paridade do Poder de Compra (PPC)

A PPC é uma teoria cuja primeira formulação foi feita pela Escola de Salamanca na Espanha do Século XVI e, após ser analisada por vários economistas clássicos do século XIX, foi resgatada para o debate econômico sobre as taxas de câmbio pelo economista sueco Gustav Cassel no período entre guerras que marcou o fim do padrão-ouro (Rogoff, 1996, p.647; Krugman e Obstfeld, 2010).

Ela se fundamenta num conceito básico: a taxa de câmbio entre duas moedas deveria ser igual à relação entre os índices agregados de preços entre dois países. Desta forma, um montante em moeda de certo país teria o mesmo poder de compra quando convertida na moeda de outro país.

Assim, segundo a PPC, uma quantidade de moeda doméstica deveria comprar a mesma cesta de produtos num mercado estrangeiro quando fosse convertida na moeda deste outro país. Ou seja:

(1) $E = P_i/P_x$, onde:

P_i – preço do bem em moeda nacional

P_x - preço do bem em moeda estrangeira.

E – taxa de câmbio nominal

A aplicação prática deste princípio permite comparar o preço de um mesmo bem ou cesta de bens, em países distintos. Caso a PPC esteja vigente, a relação haverá de ser igual a 1. Um resultado distinto significará que a taxa de câmbio de ambos os países encontra-se desalinhada, ou seja, apreciada ou depreciada.

A revista inglesa *The Economist* aplica a PPC no seu famoso “índice Big Mac”. A partir do valor do sanduíche em dólares, ela compara o preço nos mais variados países como uma proxy para avaliar o nível da taxa de câmbio destes países frente ao dólar. Por exemplo, em janeiro de 2014 o preço em dólares do Big Mac no Brasil foi calculado em U\$5,25 enquanto que nos EUA estava em U\$ 4,62. Segundo a PPC, a taxa nominal de câmbio entre os dois países – que deveria ser igual a 1 – está em aproximadamente 1,136, ou seja, a moeda brasileira encontra-se valorizada em aproximadamente 13,6% frente ao dólar.

Para que a PPC possa funcionar é preciso que esteja vigente a chamada Lei do Preço Único. Ela sugere que assim que for convertido numa moeda comum, o preço de um mesmo bem deve ser igual em ambos os países, já que a lei considera a existência de um mercado mundial em concorrência perfeita. Sua validade seria garantida pela ação dos agentes econômicos participantes destes mercados, que buscariam lucrar com um diferencial de preços.

Por exemplo, se o bem fosse vendido mais caro no Brasil que nos Estados Unidos, os agentes econômicos iriam comprar o bem no mercado americano e vendê-lo no mercado brasileiro, obtendo ganhos numa operação de arbitragem. Este processo continuaria até que o preço do bem crescesse nos Estados Unidos e caísse no Brasil, de forma a igualar novamente os preços cotados numa mesma moeda (Taylor e Taylor, 2004, pp.135-37).

Existem duas versões sobre PPC. A versão descrita acima é conhecida como versão absoluta. Ela ignora a existência de custos de transporte e barreiras tarifárias e não tarifárias, o que a deixa muito distante da forma como as transações entre os países ocorrem na prática. Desta forma, passou-se a utilizar uma versão relativa, que sugere que a taxa de câmbio entre dois países seja determinada, a partir de um ano base, pela evolução dos níveis de inflação experimentados pelas duas economias. Logo, a taxa de

câmbio entre as duas moedas se comportará de acordo com o diferencial de inflação ocorrido no período.

2.2 – Abordagem Monetarista

Através desta relação de preços e do nível de inflação incorporados pela PPC é que a escola monetarista buscou analisar os fundamentos das taxas de câmbio. Se estiver na relação entre a evolução dos preços de dois países a origem do comportamento das taxas de câmbio e a raiz de toda variação de preços é de natureza monetária, também as taxas de câmbio serão vistas como um fenômeno monetário.

À medida que a taxa de câmbio é o preço relativo de duas moedas, este preço relativo deve ser determinado pelo equilíbrio relativo entre oferta e demanda nos respectivos mercados monetários. O mecanismo pelo qual variações na oferta de moeda são transmitidas a taxa de câmbio é compatível com a PPC: variações na oferta relativa de moeda afeta os preços relativos, incluindo os preços dos bens transacionáveis, incitando a arbitragem internacional nos mercados de bens (Taylor e Taylor, 2004, p. 141).

Como base para a formação dos preços, a abordagem monetarista se utiliza da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM):

$$(2) P = MV/Y$$

Incorporando então a PPC – equação (2) em (1) -, temos:

$$(3) E = (M_i \cdot V_i / Y_i) / (M_x \cdot V_x / Y_x),$$

onde:

M_i – Oferta de Moeda Doméstica

V_i – Velocidade da Moeda Doméstica

Y_i – Produto Doméstico

M_x, V_x e Y_x: versão externa das mesmas variáveis.

A taxa de câmbio entre dois países é definida então pela relação entre a inflação doméstica e a inflação externa. A volatilidade da taxa de câmbio no modelo é

condicionada por desequilíbrios comerciais provocados por variações na oferta de moeda. Parte-se então do mercado monetário, cujo equilíbrio se dá através da oferta e demanda por moeda. Assim temos:

$$Md = f(Y, r) \text{ (demanda por moeda é função do nível de renda e da taxa de juros)}$$

$$Ms = \text{Determinada pelo Banco Central}$$

Em equilíbrio:

$$Ms = Md$$

$$Ms = f(Y, r)$$

Antes, é preciso frisar que a análise a seguir deve ser vista através do arcabouço monetarista onde (i) a demanda por moeda é estável, (ii) o produto e o emprego no longo-prazo tendem aos seus níveis de pleno-emprego (iii) a taxa de juros encontra-se fixa no nível internacional e (vi) preços e salários são totalmente flexíveis.

Um aumento do nível na oferta de moeda provocará um desequilíbrio no mercado monetário. Com o produto em seu nível de pleno emprego e a taxa de juros fixada a níveis internacionais, a demanda por moeda permanecerá estável. Assim, seguindo a TQM, este excesso de moeda provocará uma alta do nível de preços.

O maior preço do produto nacional reduzirá as exportações e incentivará a compra de produtos estrangeiros, aumentando as importações, gerando um déficit na balança comercial. A maior demanda por bens estrangeiros é acompanhada pelo aumento na demanda por moeda estrangeira, provocando uma desvalorização da moeda nacional. A taxa de câmbio então se desvalorizará proporcionalmente ao aumento inicial da oferta de moeda. Este ajuste da taxa de câmbio restaura o equilíbrio comercial e a economia retorna ao seu nível de pleno emprego (Snowdown: Vane, 2005, p.188-192).

Existem versões do modelo monetarista em que as taxas de juros tornam-se responsáveis pelas variações cambiais. Uma alta nas taxas de juros provocará uma redução na demanda por moeda, desequilibrando o mercado monetário a favor da oferta. Como visto acima, este excesso de moeda provocará aumento no nível de preços e,

através do efeito dos preços nos mercado de bens, levará a uma desvalorização da moeda doméstica.

A despeito de seus usos disseminados nos modelos de determinação da taxa de câmbio, tanto a PPC como o modelo monetarista, não são capazes de explicar os movimentos vivenciados nos mercados cambiais.

A PPC, em sua versão absoluta, depende da existência de um mercado mundial de concorrência perfeita em que não existam custos de transporte e de barreiras – tarifárias e não tarifárias - ao livre comércio entre os países. A presença destes custos de transação violaria a Lei do Preço Único. Além disso, a existência de um número considerável de bens não transacionáveis compondo os índices de preço não pode ser tratada pela PPC (Rogoff, 1996, p.650-651).

Por fim, os índices de inflação são medidos através de cestas de bens distintas. Devido a diferenças culturais e preferências nacionais de consumo, certos bens são mais consumidos em um país do que em outros. Logo, o peso destes bens difere nos índices de preço dos dois países, impossibilitando as comparações previstas na PPC (Taylor e Taylor, 2004, p. 137).

Enquanto o uso do conceito da PPC esbarra com dificuldades estatísticas e diferenças culturais, sua versão relativa passou a ser mais utilizada. Porém, o uso da PPC leva o modelo a incorporar uma correlação elevada entre variações dos índices de inflação com os movimentos da taxa de câmbio. Conforme veremos na próxima seção “la relación es precisamente a la inversa, esto es, son las devaluaciones las que se constituyen en el primer motor de los procesos inflacionarios” (Astarita, 2007, p. 10).

Uma crítica mais abrangente aos modelos ortodoxos advém de sua própria filiação teórica. Implícita a ambos os modelos está o conceito de que a moeda é neutra e atua numa economia auto-reguladora cuja tendência é o equilíbrio. Não há espaço para crises profundas e duradouras. Todos os movimentos dão-se de forma marginal apenas para corrigir desequilíbrios efêmeros.

Além disso, os fluxos comerciais são os determinantes das variações nas taxas de câmbio, cujos movimentos são condicionados por uma suposta tendência ao equilíbrio comercial. Os fluxos de capitais não possuem nenhum papel ativo. É através

dos mercados de bens e serviços que se formam os preços relativos e os índices de inflação, fundamentos das taxas de câmbio, segundo a PPC. Assume-se também que o único fator que influencia os fluxos de comércio é a variação nos preços relativos. A análise ignora qualquer efeito renda no comércio (Harvey, 2007, p. 151).

No modelo monetarista, o mecanismo pelo qual variações na oferta de moeda são transmitidas à taxa de câmbio é o mesmo que na PPC: desequilíbrios nos mercados monetários afetam os preços relativos incitando a arbitragem internacional nos mercados de bens. As relações com a economia internacional se limitam apenas a conta de transações correntes, mais precisamente a balança comercial. Não há nenhum papel ativo para a conta de capitais.

Mesmo com a incorporação da taxa de juros, o modelo discrimina o papel dos fluxos de capitais, destacando apenas o efeito dos juros na demanda por moeda. O que leva a conclusão, contrária ao que ocorre nos mercados monetários internacionais, de que elevações na taxa de juros provocam desvalorizações cambiais. Por tudo isso, Taylor e Taylor (2004, p. 145-146) concluem que:

“The research on the evolution of exchange rates from the 1970s to the turn of the century has generally been interpreted as supporting the hypothesis that exchange rates adjust to the PPP level in the long run. But the evidence is weak.... We see the puzzling lack of strong evidence for the long run PPP – especially for the post-Bretton Woods period”

A dificuldade com que os modelos ortodoxos encontravam para lidar com a instabilidade cambial experimentada no sistema monetário internacional após o fim dos acordos de Bretton Woods (1971) estimulou a incorporação de novos fatores “mais realistas” aos modelos do tipo monetarista. O mais conhecido destes foi apresentado por Dornbusch (1976), que ficou conhecido como “overshooting model”.

Embora funcione sob um mesmo arcabouço monetarista, o modelo adota certas premissas que permitirão a taxa de câmbio variar em discrepância com a PPC, ao menos no curto prazo. São os desequilíbrios comerciais e a existência de preços rígidos no curto prazo, os promotores da volatilidade cambial. No longo prazo, a economia se ajusta e volta a estacionar no nível de longo prazo, com equilíbrio comercial e taxa de câmbio alinhada com a PPC.

Dornbusch (1976, pg.1161-1162) utiliza-se da hipótese de que os mercados financeiros se ajustam mais rapidamente que o mercado de bens, como forma de explicar o porquê dos desequilíbrios comerciais e, por conseguinte, da taxa de câmbio no curto-prazo, e como os mercados de ativos e a taxa de juros passam a exercer um papel fundamental no retorno ao equilíbrio de longo prazo.

Partindo de um nível de equilíbrio de longo prazo, um aumento no nível da oferta de moeda provocará uma variação nas expectativas dos agentes econômicos de que a taxa de câmbio se desvinculará de seu nível de longo prazo – condizente com a PPC. Considerando-se que os agentes são dotados de expectativas racionais e que utilizam como base para suas previsões o modelo monetarista, eles alteram suas expectativas provocando uma desvalorização logo após aumento da oferta de moeda (Dornbusch, 1976, pp. 1168-1169). A desvalorização estimula um superávit comercial e, na medida em que os preços não variam no curto prazo, a expansão real da oferta de moeda termina por reduzir a taxa de juros doméstica.

Ainda no curto prazo temos uma nova desvalorização cambial devido à queda nos juros. Este segundo movimento é ocasionado devido à presença da paridade das taxas de juros¹ – a redução na taxa de retorno dos ativos em moeda doméstica, leva os agentes a recompor suas posições vendendo moeda nacional e comprando moeda estrangeira, provocando assim um “overshooting” (Dornbusch, 1976, pg. 1169).

À medida que os preços começam a se ajustar ao aumento inicial da oferta de moeda, a oferta real de moeda irá se reduzindo até retornar ao seu nível inicial. Ao longo deste processo as taxas de juros se elevarão, reduzindo o nível de produto da economia e gerando uma valorização da taxa de câmbio que elimina o superávit comercial.

¹ Trata-se da condição de que a taxa esperada de retorno em quaisquer duas moedas deve ser igual quando medidas numa unidade monetária comum. Caso uma moeda apresente uma taxa de retorno maior, os indivíduos demandarão mais os ativos denominados nesta moeda o que levará a uma valorização desta frente a outra moeda com taxa de retorno menor. A taxa de câmbio termina por restabelecer a igualdade nos ganhos. Os investidores enxergam os títulos denominados nestas duas moedas como igualmente desejáveis, sendo indiferentes em investir em um ou outro, são vistos como substitutos perfeitos (Krugman e Obstfeld, 2010).

Desta forma, o ajuste nos preços no longo prazo absorverá todo o impacto da expansão inicial da oferta de moeda, fazendo com que a renda e a taxa de juros retornem aos seus níveis de equilíbrio de longo prazo, restabelecendo também o equilíbrio comercial. Por fim, a taxa de câmbio de longo prazo voltará a se alinhar com a PPC, como esperado pelos agentes (Dornbusch, 1976, pp. 1171-1173).

Embora o modelo de Dornbusch permita que alguns elementos verificados empiricamente – desequilíbrios comerciais e volatilidade cambial – possam ser contemplados teoricamente, ele se insere na visão monetarista de que a moeda possa ter efeito no curto prazo, mas eventualmente a economia se ajusta retornando aos seus níveis de longo prazo.

Além disso, para Harvey (2009, 2007) o uso das expectativas racionais com aplicação do modelo monetarista para previsão dos agentes, é o único fator que permite a taxa de câmbio se alinhar com a PPC no longo prazo.

Na medida em que o nível de oferta de moeda e a taxa de juros retornam a seus níveis iniciais no longo-prazo, o nível final da taxa de câmbio deve-se exclusivamente à alteração inicial nas expectativas dos agentes – reação condizente com o modelo monetarista, ou seja, uma alta na oferta de moeda levará a desvalorização cambial. “[W]e know as soon as the increase in the money supply takes place where we will end up – it’s only a matter of how long it will take. In other words, the future is not path dependence, it is pre-determined” (Harvey, 2009, p. 29).

Caso as expectativas não se ajustassem logo após o aumento da oferta de moeda, com o ajuste dos preços no longo prazo a taxa de juros doméstica retorna ao nível inicial - a taxa de juros internacional é exógena e não se altera. Assim se a paridade das taxas de juros é válida, a taxa de câmbio deveria também estar em seu nível inicial. Isso significa que dado que os preços domésticos subiram, mas nem o câmbio ou os preços internacionais se alteraram, logo a PPC não se verifica nem no longo prazo.

O uso destes modelos de fundo ortodoxo em análises sobre os mercados cambiais transita pelo nexos lógico, criado pelo arcabouço monetarista, entre inflação e taxa de câmbio. Na medida em que se entende que a primeira molda o comportamento da segunda, os estudos se concentrarão primordialmente nas causas da inflação,

concluindo assim que o comportamento da taxa de câmbio é motivado por fatores domésticos: os chamados “fundamentos” macroeconômicos.

Os “fundamentos” são as variáveis macroeconômicas que, segundo a visão monetarista, são as responsáveis pela alta no nível de preços. Neste sentido, a taxa de câmbio seria um reflexo da economia doméstica. Sendo os distúrbios monetários a principal causa das flutuações cambiais, eliminar suas causas torna-se a principal solução de um diagnóstico ortodoxo.

Fundamentalmente é realçado o efeito desestabilizador do governo através dos efeitos gerados por sua “indisciplina” fiscal; um crescimento da oferta de moeda que causa inflação e provoca desvalorização da taxa de câmbio. Mas também são as políticas equivocadas do governo que promovem um crescimento do produto corrente acima do produto potencial, cujos impactos deficitários sobre a conta corrente também é causa de desvalorizações cambiais.

Estes diagnósticos são seguidos por soluções ortodoxas de austeridade fiscal e compromisso com a estabilidade monetária, como forma de preservar o equilíbrio monetário e cambial, além de permitir a economia transitar *naturalmente* para seu equilíbrio de longo prazo.

A fragilidade do nexos inflação-câmbio, inclusive devido à causalidade em muitas das vezes ser contrária à prevista pela visão monetarista, aparece nos resultados negativos dos estudos que buscam encontrar uma relação entre a volatilidade cambial e os fundamentos macroeconômicos².

Em artigo publicado por Meese e Rogoff (1983), todos os modelos ortodoxos falharam em explicar as flutuações do câmbio. Em contrapartida, um simples modelo de *random walk* elucidava melhor as flutuações cambiais de curto-prazo do que os modelos baseados em fundamentos³.

² “A long-standing puzzle in international economics is the difficulty of tying floating exchange rates to macroeconomic fundamentals [...] Our theories state that the exchange rate is determined by such fundamental variables, but floating exchange rates between countries with roughly similar inflation rates are in fact well approximated as random walks. Fundamental variables do not help predict future changes in exchange rate” (Engel e West, 2005, p.485)

³ A experiência foi repetida por Cheung et al (2002), com os mesmos resultados.

Grande parte destes pobres resultados deve ser creditada ao próprio arcabouço ortodoxo (TQM, expectativas racionais, neutralidade da moeda no longo-prazo e equilíbrio do produto de longo prazo), cujo aparato encontra-se totalmente despreparado para lidar com um papel ativo dos fluxos de capitais e, por conseguinte, seus impactos sobre a taxa de câmbio.

3 – VISÃO HETERODOXA

Para uma análise heterodoxa sobre a determinação da taxa de câmbio deve-se levar em conta o contexto histórico no qual está inserido o atual sistema monetário e financeiro internacional. Esse cenário tem origem com o fim dos acordos de Bretton Woods em 1971 e o estabelecimento das taxas de câmbio flutuante em 1973, e marca o início do processo de globalização financeira e o domínio do dólar como meio de pagamento internacional sem as amarras do padrão dólar-ouro.

Esse processo ocorreu com a desregulamentação das finanças e a eliminação paulatina das restrições aos movimentos de capitais pelas economias centrais, lideradas pelos Estados Unidos, e mais tarde seguidas pela maioria das economias periféricas. Desde então os fluxos internacionais de capitais aumentaram exponencialmente e, concomitante a isso, os mercados financeiros ingressaram num rápido processo de integração e agigantamento. Isso ampliou a função de “ativos financeiros” das moedas nacionais com todas as consequências sobre as taxas de câmbio (Belluzzo, 2012).

Como vimos na seção anterior, a análise ortodoxa sobre a determinação da taxa de câmbio imagina um mundo dominado por transações comerciais. Ou seja, a ideia que o principal motivo para ofertar ou demandar moeda estrangeira está no comércio. No entanto, com o desaparecimento das regras que acompanhavam o sistema de Bretton Woods, os mercados cambiais foram se desligando cada vez mais dos fluxos comerciais, tornando-se mais próximos a um mercado de ativos financeiros *strictu sensu* devido, em grande parte, ao crescente volume de negociações meramente especulativas que o mercado de câmbio passou a engendrar (Guttman, 1998).

Isto se revelou no brutal aumento das operações financeiras sobre as moedas e no desenvolvimento de novos instrumentos financeiros para cobertura de riscos,

especialmente os chamados derivativos, ligadas à variação das moedas e juros. Por sua vez, as transações não financeiras, isto é aquelas ligadas ao comércio de bens e serviços e investimentos produtivos, tornaram-se uma parte decrescente do total dos fluxos. Segundo o BIS (2013) no fim de junho de 2013 o valor nocional dos derivativos estava em US\$ 693 trilhões, sendo que deste total US\$ 668 trilhões estavam concentrados em somente 13 países.

Deste modo, na falta de regras monetárias e cambiais válidas para o conjunto dos países, a determinação da taxa de câmbio, mesmo para as autoridades monetárias das economias centrais, passou a ser fortemente influenciada pelos movimentos de capitais e pelas apostas dos investidores financeiros que atuam nos mercados cambiais (Ferreira, 2006; Eatwell e Taylor, 2000). Tais apostas, intrinsecamente voláteis, não estão atreladas aos chamados “fundamentos macroeconômicos” e produzem uma instabilidade estrutural das taxas de câmbio gerando custos elevados sobre a competitividade das empresas e distorções sobre a produção com efeitos devastadores para as economias nacionais, particularmente as periféricas (Brunhoff, 2005; Borio e Disyatat, 2011).

Na ânsia por ganhos de curto prazo as expectativas dos investidores sobre a trajetória nos preços das moedas se modificam constantemente, o que leva a rápidas mudanças nos preços dos ativos e na direção dos fluxos de capitais. De acordo com Harvey (2009) as mudanças nas expectativas são explicadas por fatores subjetivos e potencialmente instáveis a que estão sujeitos os investidores. O “efeito manada” (*bandwagon effects*), as reações exageradas e as flutuações nos níveis de confiança das previsões dos agentes fazem parte dos fatores subjetivos que se associam para criar um mercado muito diferente da dinâmica criada pelos fluxos de comércio. Isso, evidentemente, está muito distante da formação das expectativas que sustentam os modelos ortodoxos observados na segunda seção.

Portanto, não há qualquer motivo para aceitar que a taxa de câmbio tende ao equilíbrio de forma a também igualar a balança comercial: ao contrário, o crescimento dos fluxos brutos de capitais tem levado a um persistente desequilíbrio na conta de comércio dos países. E aqueles com déficits em transações correntes podem permanecer nessa situação por um longo tempo. É provável que, neste caso, os países que não

possuem moeda conversível assistam seu risco de default aumentar; isso provavelmente forçaria a desvalorização cambial, reduzindo o desequilíbrio.

Na realidade, o próprio aumento da volatilidade das taxas de câmbio pode num dado momento estimular a entrada de capitais de curto prazo em busca de ganhos com a especulação no mercado, fazendo que a moeda nacional inicialmente se valorize para depois criar expectativas de uma futura desvalorização do câmbio.

Contudo, a desvalorização não é inevitável, e não é certo que levará ao equilíbrio da conta de transações correntes. E mesmo que o equilíbrio ocorra, segundo Harvey (2009, p.65) seria mais um fator decorrente das expectativas dos investidores nos mercados financeiros do que um evento causado no mercado de bens e serviços.

Um segundo aspecto relacionado à formação das taxas de câmbio relaciona-se ao caráter fortemente hierarquizado do sistema monetário internacional e à posição relativa que cada moeda nacional detém no sistema. Embora não exista uma moeda internacional oficial, o dólar cumpre todas as funções da moeda no âmbito mundial. Ele é a moeda-chave que domina amplamente os contratos no mercado financeiro internacional e serve de porto seguro aos investidores nos momentos de turbulência (econômica ou política), mesmo quando essa tem origem no país emissor, como na recente crise na crise financeira de 2008-2009.

Entretanto, o fato de o dólar ser uma moeda nacional, cumprindo também o papel de moeda internacional acarreta um conflito elementar (Schulmeister, 2000). Os Estados Unidos são o único país que pode aplicar uma política monetária em função de seus objetivos domésticos sem se preocupar com a sua posição externa, o nível de reservas ou as flutuações da taxa de câmbio (Guttmann, 2008, p.25). Como resultado todas as outras moedas, em maior ou menor medida, precisam se ajustar aos designios do banco central norte-americano. Por isso, as variações nas taxas de juros do Fed podem provocar fortes instabilidades nas taxas de câmbio das demais economias, sobretudo as mais frágeis, e obrigar os bancos centrais a ajustar suas taxas de juros com todas as consequências para as economias nacionais.

Ainda há outro problema em relação à dupla função do dólar. Segundo Brunhoff (2005) há um compromisso hierárquico em torno de três moedas dominantes, o dólar, o euro e o yen, pois jamais existiu uma verdadeira moeda internacional. Porém, esse

“compromisso hierárquico” que mantém a hegemonia do dólar é contraditório, já que o próprio dólar também é um ativo financeiro que concorre com outras moedas; ou seja, mesmo a moeda-chave do sistema está sujeita à especulação.

Assim, mesmo que o mundo caminhasse para um sistema plurimonetário em que o dólar dividisse com as outras principais divisas a função de meio de pagamento internacional, não eliminaria a instabilidade cambial uma vez que estas continuariam sendo alvo da demanda especulativas dos investidores.

4 – A INSTABILIDADE CAMBIAL NO BRASIL

Nesta seção veremos que a instabilidade cambial vivida pelo Brasil desde a crise financeira de 2008 retrata de maneira razoavelmente fiel aos pressupostos heterodoxos sobre a formação da taxa de câmbio – o poder do país que emite a moeda chave do sistema, as expectativas dos investidores e a liberalização da conta de capitais – analisados na segunda seção.

A resposta do governo norte-americano à crise financeira de 2008 veio através de um ativismo da política monetária sem precedentes. Como a taxa de juros, próxima de zero desde 2007, já havia esgotado sua eficácia, em dezembro de 2008 o Fed anunciou que iria adotar um novo programa, denominado de *quantitative easing* (QE). Embora considerado pouco convencional por grande parte dos economistas, o QE tem sido, desde então, a principal ação do Fed para recuperar a atividade econômica dos Estados Unidos. Pelo programa o Fed passou a expandir a base monetária com o intuito de comprar mensalmente uma grande quantidade de títulos do mercado financeiro. Com isto ele mantém as taxas de juros de longo prazo baixas e disponibiliza maior liquidez a economia.

Na primeira versão do QE, entre dezembro de 2008 e março de 2010, o Fed comprou dos bancos cerca de U\$1,7 trilhão entre títulos lastreados em hipotecas com alto risco de calote e títulos do Tesouro no mercado secundário. Com a economia ainda patinando, o Fed lançou em novembro de 2010 uma segunda rodada do *quantitative easing* (QE2) no valor de US\$ 600 bilhões que seriam desembolsados até o fim de

junho de 2011⁴. Como o resultado ainda mantinha-se aquém do esperado, o mercado financeiro passou a pressionar por novas medidas. Deste modo, em setembro de 2011 o Fed anunciou a chamada Operação Twist que consistiu na troca de títulos de curto prazo em poder do Fed por títulos de longo prazo (6 a 30 anos) no valor de US\$ 400 bilhões. Aqui o objetivo era baixar as taxas de juros de longo prazo, mas sem a necessidade de emitir dinheiro (Valor Econômico, 2013).

O lançamento do Q2 gerou sérias discussões entre as autoridades econômicas mundiais, particularmente no Brasil, conforme observaremos adiante. Ao gerar massivos fluxos de capitais que buscavam maior retorno no mercado financeiro mundial, a política de dinheiro fácil do Fed fez com que as moedas de vários países se apreciassem, algo admitido até pelo Fundo Monetário Internacional⁵ (FMI) (IMF, 2010).

Apesar das polêmicas, em setembro de 2012 foi anunciado o terceiro *quantitative easing* (Q3). O Fed informou que compraria US\$ 85 bilhões ao mês em títulos públicos e hipotecários. O Fed ainda assumiu que a compra de ativos duraria até que houvesse uma melhora considerável no mercado de trabalho (Harding, 2013). No entanto, em maio de 2013, o Fed passou a sinalizar que pretendia diminuir o ritmo de compras do atual QE até o fim do ano (Priol, 2013), fazendo crer que o início do *tapering* (desmonte do QE) estava próximo.

Ironicamente, a mera lembrança do óbvio, isto é, que o monumental derrame de dinheiro não poderia durar indefinidamente, modificou as expectativas sobre a trajetória dos juros americana, provocando fuga de capitais das economias emergentes. Quando de fato se iniciou a redução das compras de títulos em janeiro de 2014⁶ as expectativas

⁴ No fim de 2009 a economia mundial apresentava alguns modestos sinais de recuperação, mas que logo foi debelado com o início da crise da dívida soberana da Europa. Os mercados financeiros iniciaram uma forte pressão, principalmente sobre Portugal, Irlanda, Grécia e Espanha, os estados mais fracos da zona do euro, que ficaram conhecidos pelo acrônimo pejorativo de PIGS (Farhi, 2012, p.37).

⁵ Chama a atenção que uma medida unilateral e de grande impactos na economia mundial como o QE aconteceu justamente num momento em que as autoridades mundiais clamavam por uma melhora na coordenação econômica entre os países.

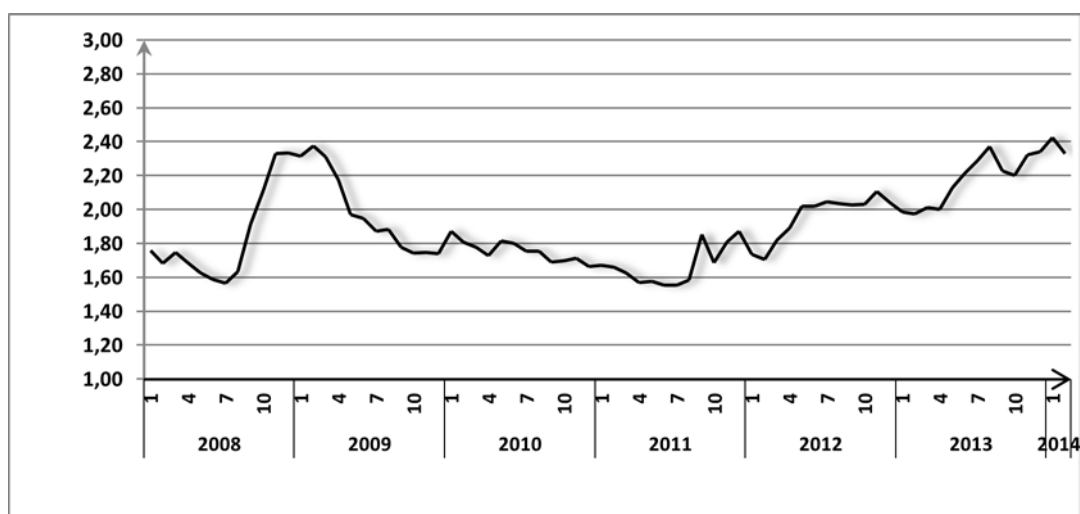
⁶ O Fed diminui a compra para US\$ 75 bilhões em janeiro e fevereiro para US\$ 65 bilhões.

já estavam razoavelmente precificadas, fazendo com que os impactos fossem mais amenos.

Em relação ao Brasil, desde o momento em que a crise financeira eclodiu em 2008, passando pelo período em que o QE foi colocado em prática até os primeiros sinais que o anúncio do *tapering* estava próximo demonstra que os fluxos de comércio tem papel secundário sobre a trajetória da taxa de câmbio. É o que veremos a seguir.

Quando a crise se acentuou em setembro 2008 com a quebra do Leman Brothers, ocorreu um aumento da aversão ao risco no mercado financeiro internacional que se traduziu na chamada “fuga para qualidade”: mesmo sendo o epicentro da pior crise financeira desde a crise de 1929 os Estados Unidos atraíram os capitais de todo o mundo em busca de segurança⁷. Com isso, o real sofreu uma forte desvalorização como podemos observar no gráfico abaixo:

Gráfico 1 - Taxa de câmbio - R\$ / US\$ - comercial (compra - fim período)



Fonte: Ipeadata

O Banco Central (BCB, 2009, p.98) reagiu com o anúncio já em setembro que passaria a vender dólares no mercado à vista, em leilão com *dealers*, com compromisso

⁷ Obviamente esse é um fato que intriga a economia ortodoxa uma vez que pelos seus pressupostos deveria ocorrer justamente o contrário. Vale frisar ainda que pela ortodoxia os Estados Unidos tem fracos fundamentos macroeconômicos: uma dívida pública gigantesca, déficit fiscal e elevados déficits em transações correntes.

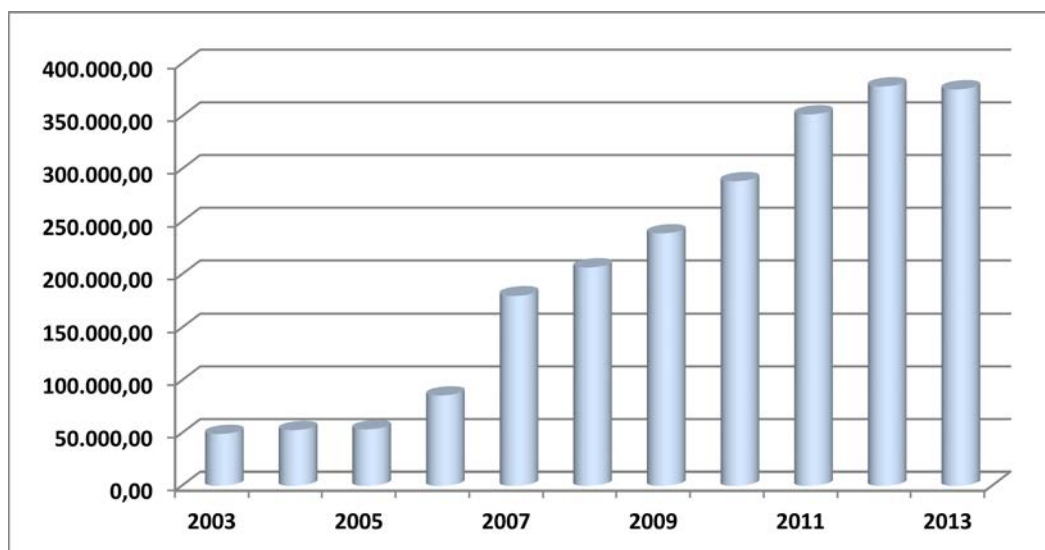
de recomprá-los em data predefinida. Vale lembrar que em 2008 o Brasil registrou um déficit em transações correntes de -1,78% do PIB, nível de reservas internacionais superiores a US\$ 200 bilhões e dívida líquida do setor público de 36% do PIB (BCB, 2009). Logo não é possível afirmar que a situação macroeconômica do país estava frágil⁸

Após os esforços da comunidade internacional diante da crise, em especial do governo norte-americano, ocorreu um retorno gradual do Brasil ao mercado financeiro internacional. Aliás, esse retorno foi excepcionalmente rápido para a maior parte das economias emergentes quando comparado às crises da Ásia (1997-1998) e Russa (1998), conforme destacou Kohler (2010).

A política de QE levado a cabo de maneira unilateral pelo Fed ampliou de forma desmesurada a liquidez internacional. Após o início do QE várias economias emergentes foram surpreendidas como uma entrada excessiva de dólares que provocou a valorização das suas moedas. Deste modo, várias dessas economias adotaram medidas para tentar controlar o influxo de dólares. Entre as medidas adotadas pelo Brasil, está a adoção da alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) em determinadas aplicações, as operações de *swap* cambial reverso⁹ e o fortalecimento das reservas internacionais que continuaram aumentando até 2012 (gráfico 2).

⁸ Isso foi reconhecido pelas agências de avaliação de risco. Em abril de 2008, a Standard & Poor's elevou o país a *investment grade*, movimento também confirmado pela Fitch Ratings em maio. (BCB, 2009).

⁹ Nas operações de *swap* cambial reverso o BCB assume posição ativa em variação cambial e passiva em taxas de juros doméstica.

Gráfico 2 - Reservas Internacionais (liquidez internacional – US\$ milhões)

Fonte: Ipeadata

A dificuldade do governo em impedir a valorização da moeda brasileira fez com que, no final de setembro de 2010, o ministro da Fazenda Guido Mantega declarasse publicamente que o mundo vivia uma “guerra cambial” (Beattie, 2010). A declaração do ministro causou certo alvoroço nos meios internacionais, mas logo foi corroborado pelo presidente do Banco Central, Henrique Meireles, que afirmou que o Brasil não poderia pagar o preço pelos desequilíbrios econômicos globais (Moreira, 2010).

De fato, como vimos anteriormente, em 2013 quando se criaram as expectativas que o *tapering* estava próximo, o real sofreu forte queda, o que evidencia que a causa da anterior valorização do câmbio no Brasil estava no caráter errático dos fluxos de capitais de curto prazo, reflexo da crise de 2008 e da política monetária frouxa desencadeada pelos Estados Unidos como enfrentamento da crise.

Enfim, a trajetória de instabilidade do real durante o período entre 2008 e 2013, reafirma a tese os determinantes da taxa de câmbio encontram-se na conta de capitais e no caráter fortemente hierarquizado do sistema monetário internacional.

5 - CONSIDERAÇÕES FINAIS

No momento em que o Brasil sofre com a volatilidade cambial e o debate sobre as estratégias de crescimento para o país encontra-se centrado na importância da taxa de câmbio para este fim, este artigo procurou rever os fundamentos dos modelos ortodoxos sobre os determinantes das taxas de câmbio buscando criticar seus argumentos e conclusões.

A ênfase dada ao nexos inflação-câmbio e, por conseguinte, nos chamados fundamentos macroeconômicos, transferem equivocadamente a discussão para a economia doméstica, tratando a taxa de câmbio como um reflexo das políticas adotadas pelo país. Porém, a trajetória da taxa de câmbio no Brasil nos últimos anos foi essencialmente dominada por fatores externos ligados a política monetária norte-americana e ao caráter errático dos fluxos de capitais.

O “quebra-cabeça” apontado por autores ortodoxos sobre o comportamento cambial é explicado quando se abandona a hipótese de que a taxa de câmbio se comporta passivamente para garantir o equilíbrio comercial e da conta corrente, mas sim reflete a busca por valorização financeira dos capitais ao redor do planeta.

BIBLIOGRAFIA

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB) (2009). Boletim do BC - Relatório anual, 2008. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/?boletim> >. Acesso em: 01/2014

BEATTIE, Alan (2010). “Países enfrentam desafio de limitar valorização cambial.” *Valor Econômico*, 28 de setembro.

BELLUZZO (2012). Os labirintos do capital. *Valor Econômico*, 31 de agosto.

BIS (2013a). “Statistical release OTC derivatives statistics at end-June 2013”. Monetary and Economic Department. Disponível em: < https://www.bis.org/publ/otc_hy1311.htm >. Acesso em: 01/2014.

BIS (2013b). “Triennial Central Bank Survey Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results”. Disponível em:

BORIO, Claudio e DISYATAT, Piti (2011). “Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?” BIS Working Papers, nº 346, may. Disponível em: < www.bis.org/publ/work346.pdf >. Acesso em: 11/2011.

BRUNHOFF, Suzanne (2005). “A instabilidade monetária internacional”. In: CHESNAIS, François (org). *A Finança Mundializada*. São Paulo: Boitempo.

CHEUNG, Yin-Wong et al (2002). Empirical Exchange Rate Models of the Nineties: Are Any Fit to Survive? NBER Working Paper No. 9393.

CHORAFAS, Dimitris (2009). *Financial Boom and Gloom: The Credit and Banking Crisis of 2007–2009 and Beyond*. New York: Palgrave Macmillan

DORNBUSCH, Rudiger. (1976). Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy*, vol.84, n.6.

EATWELL, John e LANCE, Taylor (2000). *Global finance at risk*. New York: The New Press.

ENGEL, Charles e WEST, Kenneth (2005). Exchange Rates and Fundamentals. *Journal of Political Economy*. Vol. 113, n. 3.

FERREIRA, Jaime Puyana (2006). “Globalización financiera y determinación de los tipos de cambio.” In: CORREA, Eugenia e GIRÓN, Alicia (org). *Reforma Financiera em América Latina*.

GUTTMANN, Robert (1998). “As mutações do capital financeiro”. In: CHESNAIS, François (org). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã.

GUTTMANN, Robert (2008). “Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças”. *Novos Estudos*, 82, nov.

HARDING, Robin (2013). “Quantitative easing: Tale of the taper”. *Financial Times*, 15 de setembro. Disponível em: < <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/0410f1ac-1c9c-11e3-8894-00144feab7de.html#axzz2hzCWPPYl>>. Acesso em: 08/10/2013.

HARVEY, John T. (1999). “Exchange Rates: Volatility and Misalignment in the Post-Bretton Woods Era”. In: DEPREZ, Johan e HARVEY, John. T. (1999) (eds.) *Foundations of International Economics: Post Keynesian Perspectives*. London, Routledge.

HARVEY, John T. (2007) Teaching Post Keynesian Exchange Rate Theory. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol. 30, n. 2.

HARVEY, John T. (2009). *Currencies, capital flows and crisis: a post Keynesian analysis of exchange rate determination*. New York: Routledge.

IMF (2013). “Factsheet: Special Drawing Rights (SDRs)”, Disponível em: < <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm>>. Acesso em: 04/2013.

Krugman e Obstfeld, (2010)

MEESE, Richard A. e ROGOFF, Kenneth (1983). Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit of Sample. *Journal of International Economics*. 14.

MOREIRA, Assis (2010). Brasil "não vai pagar o preço" pelo desequilíbrio global, diz Meirelles. *Valor Econômico*, 29 de setembro.

PRIAL, Dunstan (2013). "Bernanke Offers Possible Timetable for Tapering". *Fox Business*, 19 de junho. Disponível em: <http://www.foxbusiness.com/economy/2013/06/19/fed-decision-on-tap/>. Acesso em: 07/2013.

STARITA, Rolando (2007). Tipo de cambio: un enfoque alternativo para un país dependiente. Disponível em: <http://www.iade.org.ar/modules/noticias/article.php?storyid=1966>. Acesso em: 02/2014

ROGOFF, Kenneth. (1996). The Purchase Power Parity Puzzle. *Journal of Economic Literature*, Vol. 34, n. 2.

SCHULMEISTER, Stephan (2000). Globalization without global money: the double role of the dollar as national currency and world currency. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 22, no.3.

SNOWDOWN, Barry e VANE, Howard. (2005). *Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State*. Edward Elgar.

TAYLOR, Alan e TAYLOR, Mark (2004). The Purchasing Power Parity Debate. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 18, n. 4.

VALOR ECONÔMICO (2013). "Fed busca forma de romper estímulos em meio a dúvidas", 16 de Setembro.