

## O que Move a Taxa de Câmbio?

Gustavo H. B. Franco

O Brasil viveu muitas décadas com controles cambiais, e alguns poucos anos sob um regime de bandas. É a primeira vez, desde a década de 1920, que vivemos um período tão prolongado – dois anos e meio – sob um regime de flutuação cambial. Várias descobertas foram feitas sobre este novo sistema, especialmente nos últimos meses. Mas não deve ser perdido de vista que todas essas surpresas também se observaram nas economias desenvolvidas quando estas começaram a migrar para a flutuação a partir de 1971. As surpresas levaram ao desenvolvimento de diversas teorias novas sobre a formação da taxa de câmbio cuja característica mais proeminente era a ênfase no papel dos estoques (de riqueza ou dívidas), em detrimento da sabedoria estabelecida que enfatizava os fluxos (do balanço de pagamentos) e a vigência da chamada “paridade de poder de compra” (a mesma mercadoria deve custar a mesma coisa em qualquer parte quando medida na mesma moeda).

Esta mudança de rumo nas teorias aceitas sobre taxa de câmbio ocorrida no mundo anglo saxão nos anos 1970 e 1980 ainda não chegou ao Brasil. Basta ver a pergunta que todos estão a fazer: como pode o câmbio subir desse jeito se nada de tão assustador está acontecendo com o *fluxo* cambial e se estamos nos afastando cada vez mais da taxa de câmbio “correta”?

Todo mundo, aliás, anda perguntando aos economistas qual é a taxa de câmbio “correta” e os economistas que conhecem a teoria da “paridade de poder de compra” ficam com vergonha de dizer o que a teoria indica, pois apenas sob tortura (dos dados) será possível obter algum número que não seja escandalosamente mais baixo do que o que estamos vendo vigorar. Ou seja, o que a experiência está mostrando é que, sob um regime de flutuação, não existe mais taxa de câmbio “correta” ou “justa” e que cálculos de paridade de poder de compra perderam totalmente a serventia.

Da mesma forma, as pessoas que acompanham o “fluxo cambial”, a balança comercial e de pagamentos, e a variação de reservas, não conseguem explicar o que está se passando com o câmbio. Não há fuga de capitais e perda de reservas! Quem sabe não é uma “bolha”? Uma grande conspiração especulativa? Como pode o câmbio permanecer tão distante dos “fundamentos”, o que quer que isto queira dizer?

A perplexidade é semelhante a que se assistiu nos EUA e na Europa nos anos 1970 e 1980, quando as moedas começaram a flutuar de verdade. Foi neste momento que surgiu e amadureceu a chamada “abordagem de mercado de ativos para a determinação da taxa de câmbio”. A teoria é simples: na presença de grandes estoques de riqueza financeira e liberdade de movimentação de capitais, os fluxos comerciais, e mesmo o balanço de pagamentos, perdem quase toda a sua importância para explicar os movimentos da taxa de câmbio. Segundo este enfoque, as decisões de detentores de riqueza e de devedores sobre a moeda de denominação de seus ativos e obrigações são fundamentais para a determinação da taxa de câmbio e, muitas vezes, decisões drásticas desses agentes sequer implicam na ocorrência de uma transação registrada no balanço de pagamentos.

Se, por exemplo, e por algum motivo, na Itália, muitas pessoas ricas, bancos e empresas decidem “dolarizar” seus ativos e/ou “desdolarizar” seus passivos, isto poderá

ter efeito avassalador sobre a Lira Italiana sem que, necessariamente, nenhuma transação ocorra entre residentes e não residentes. Ou seja, desaba a Lira e o balanço de pagamentos não mostra coisa alguma. Como explicar a desvalorização, se não houve saídas de “divisas”?

Simple: os italianos não precisam vender seus ativos para dolarizá-los, nem quitar suas dívidas em dólares para recontratar em liras: basta fazer um “swap”. Esta pouco conhecida criatura, um dos famosos “derivativos” de que tanto se fala, e que se tornou imensamente popular nos anos 1980, consiste numa operação financeira mediante a qual troca-se a moeda de denominação e os juros de uma obrigação. Troca-se juros fixos (pré) em Lira por flutuantes (pós) em dólares, por exemplo, de tal sorte que, sem mexer num ativo (ou passivo), seus termos são “modificados”. A demanda “virtual” por dólares como “moeda de denominação” de ativos, e a demanda igualmente “virtual” para livrar-se do dólar como “moeda de denominação” de passivos, afeta o preço do dólar igualzinho a uma “fuga de capital” sem que, necessariamente, um tostão cruze a fronteira.

Se quem vender o “swap” for um residente no país, nada aparece no balanço de pagamentos. Se for um não residente, vai aparecer um pequeno “indício” da operação: o “prêmio” e o trânsito de margens. Nada que indique o tamanho da confusão.

É mais ou menos isso que estamos observando no país. Uma “perda de confiança” parece mover bancos e empresas a dolarizarem seus ativos e buscarem “hedge” para seus passivos. Esses movimentos, tal como ocorre nos países desenvolvidos, são dominantes na formação da taxa de câmbio, pois são muito maiores que os fluxos do chamado “mercado primário”, ou seja, as transações entre residentes e não residentes que implicam em fechamento de câmbio. Com o avanço de desvalorização, a perda de confiança se acentua, e o processo se assemelha a uma profecia autorrealizável.

Sendo assim, tentar compensar esses movimentos exclusivamente com o uso das reservas, é convidar o mercado a um ataque especulativo. Nesta semana que passou, tivemos pelo menos dois dias nos quais o panorama do mercado pode ser descrito desta forma. É lamentável o que está se passando, pois poderíamos evitar boa parte deste tumulto com soluções que já se tornaram consensuais entre os analistas, vale dizer, o uso mais ativo de papéis públicos com indexação cambial e derivativos, tudo isto para atender demandas por dólar de natureza “virtual”, embora com impacto muito real.

Não seria mais inteligente atender demandas “virtuais” com dólares “virtuais”, que podemos fabricar, e guardar os dólares “reais”, que temos em quantidade limitada, para as demandas “reais” do balanço de pagamentos?