

## **TEORIA DA TAXA CÂMBIO: TAXA LIVRE E TAXA ÂNCORA**

**Maria Esmeralda Rodrigues<sup>1</sup>**

### **ABSTRACT**

This article deals about the exchange tax with it's teoric fundamental notion affecting possibles forms of arrangements, also the possiblity of intervention on the exchange market and the consistents political exchanges with and identificated regime. Report finely raises up a brazilian experience in recent period.

### **1. INTRODUÇÃO**

O comércio entre as nações traz consigo a necessidade de se utilizar diferentes moedas, e a troca entre moedas de diferentes países dá origem ao câmbio. Consequentemente há de se estabelecer uma relação de equivalência que expresse o preço de uma moeda em termos de outra: A taxa cambial.

Frente a percepção que a taxa cambial expressa o valor externo da moeda, visualiza-se que esta vai fornecer uma relação direta entre os preços dos bens e serviços praticados internamente e dos preços praticados nos demais países. A esse fato alia-se a compreensão da intrínseca relação entre a prática da taxa cambial e o desempenho das nações em suas relações comerciais.

Evidencia-se, assim, a relevância do perfeito entendimento da teoria da taxa cambial no contexto de uma economia aberta. Nesse sentido, a contribuição deste artigo

---

<sup>1</sup> Mestre em Economia pela Universidade Federal da Paraíba(1999)

é no sentido de apresentar o assunto em suas noções fundamentais, enfatizando a taxa livre e a taxa ancorada.

Para tanto, parte-se do conceito de taxa de câmbio para então descrever os aspectos formais do mercado cambial. A seguir são apresentados as operações constitutivas desse mercado, bem como às políticas cambiais consistentes com os regimes identificados.

Por fim, é delineado um esboço da discussão teórica envolvendo os ajustes externos e as operações de câmbio no contexto da experiência brasileira recente.

## **2. TAXA DE CÂMBIO: Aspectos Formais**

A taxa de câmbio nominal expressa o preço de uma unidade monetária local em outra unidade monetária. No Brasil é comum definir essa taxa usando uma unidade monetária de divisas (moedas de circulação internacional) no denominador, ou seja, define-se a unidade monetária estrangeira em termos da nacional.

A relação de troca entre a moeda nacional e a moeda estrangeira então denominada de taxa de câmbio nominal, admite outro componente que é a relação de troca entre o nível de preços externos e internos ( $P_e/P_o$ ).

Nesse sentido admite-se que uma elevação (redução) no nível de preços deprecia (aprecia) o valor real da moeda na qual tais preços são expressos. Assim, um aumento (diminuição) na taxa nominal de câmbio representa uma depreciação ou desvalorização (apreciação ou valorização) da moeda local em relação à divisa tomada como referência.

No tocante a competitividade via preços, admite-se portanto, que uma depreciação reduz a competitividade local de ativos e produtos estrangeiros e “abre uma

margem de manobra para redução de preços de divisas de seus congêneres locais”. (GONÇALVES,1998:200).

No entanto, posição real dos preços locais em relação aos externos, depende da evolução simultânea da taxa nominal de câmbio e dos preços locais externos. De forma que a taxa real de câmbio ( $e_r$ ) deve expressar, em moeda local, o preço de bens, serviços e ativos estrangeiros relativo ao preço local, ou seja:  $e_r = (e \cdot P_e) / P_o$ .

Não obstante, vale a percepção de que tanto  $P_e$  quanto  $P_o$  são índices de preços, e que portanto refletem variações médias, o que implica na conclusão de que a taxa de câmbio é, também, um índice médio.

Assim, a evolução nominal da taxa de câmbio e de preços locais e externos deve afetar a competitividade-preço de forma desigual e setorialmente frente as divergência entre os movimentos de preços relativos no país e no exterior.

## **2.1 Mercado de Câmbio**

As relações comerciais entre as nações constitui-se a base de um mercado onde são compradas e vendidas moedas dos países participantes desse comércio. A esse mercado atribui-se a denominação de mercado cambial ou mercado de divisas, cujas forças de oferta e procura determinam a taxa de câmbio de equilíbrio, correspondente ao preço das divisas estrangeiras em moeda nacional. (LEITE,1994:306).

Sob esse ângulo, as exportações de mercadorias e serviços geram oferta de divisas externas (moedas estrangeiras de curso internacional), enquanto que as importações de mercadorias e serviços correspondem a uma demanda por tais divisas.

Ainda conforme o autor supracitado, o mercado de câmbio inclui além das transações comerciais, os movimentos de capitais, tendo em vista que as entradas de

capitais externos resultam em oferta de divisas, quando estes são convertidos em moeda nacional, antes de serem aplicados no país.

Da mesma forma, as saídas de capitais exigem a conversão para a moeda estrangeira dos recursos gerados em moeda nacional, representando, portanto, uma demanda por tais divisas.

Para o entendimento da formação da taxa de câmbio, enquanto “preço” da divisas internacionais, pode-se recorrer, também a RATTI(1994:129), que afirma que as divisas estrangeiras como qualquer outra mercadoria exposta a venda estão sujeitas à lei de oferta e demanda.

Assim a taxa de cambial, ou o preço dessas divisas, poderá ser explicada mediante utilização dos mesmos artifícios geométricos utilizados para explicar a formação dos preços em geral.

Por conseguinte, pode-se convencionar que as exportações de mercadorias e serviços ( $X$ ) e as entradas de capitais ( $E_k$ ) geram oferta de câmbio ou divisas internacionais ( $S_q$ ), isto é: (1)  $S_q = X + E_k$ .

Cabe ressaltar que as exportações estão diretamente relacionada a taxa de câmbio ( $Q$ ) através do coeficiente de sensibilidade  $x'$ , ou seja: (2)  $X = X_o + x'Q$ .

Por sua vez, a demanda de câmbio ou divisas internacionais ( $D_q$ ) está constituída pela soma das importações de bens e serviços ( $Z$ ) e as saídas de capital ( $S_k$ ), isto é: (3)  $D_q = Z + S_k$ .

É fato que a primeira componente ( $Z$ ) está inversamente relacionada com a taxa de câmbio ( $Q$ ), através do coeficiente de sensibilidade  $z$ , visto que os preços internos das importações dependem da taxa de câmbio. Estas são ainda diretamente influenciadas pelo nível de renda nacional ( $Y$ ), através do coeficiente de sensibilidade  $z'$ , ou seja: (4)  $Z = Z_o - zQ + z'Y$ .

Por sua vez, a segunda componente da demanda, as saídas ( $S_k$ ), são inversamente influenciadas pelo diferencial entre taxa de juros interna ( $r$ ) e externa ( $r^*$ ), portanto: (5)  $S_k = S_o = k''(r - r^* - dQ/Q)$ .

Por conseguinte a condição de equilíbrio se dá no ponto em que a oferta e procura se igualam, com a taxa nominal de câmbio ( $Q_e$ ) representando o equilíbrio do mercado.

A taxa cambial tende a permanecer estável, e quando ocorrer qualquer modificação nas condições de oferta e procura ( $S_q > D_q$ ) ou ( $S_q < D_q$ ), a taxa de câmbio nominal aumenta ou se reduz ajustando o volume das quantidades transacionadas, isto no caso do câmbio, enquanto preço, for livremente determinado pelo mercado.

Por conseguinte, nos casos em que ocorram variações (distúrbios) nos demais determinantes da oferta e demanda que afetam ( $X_o$ ) pelo lado da oferta ou no ( $Z_o$ ) pelo lado da demanda, deslocam uma ou outra curva no espaço, afetando a taxa de câmbio e a quantidade transacionada.

## **2.2. Arranjos Cambiais**

### **2.2.1. Aspectos históricos**

Segundo SACHS, LORRAIN (1995:329), o arranjo cambial predominante no século passado foi o regime de câmbio fixo, no qual a autoridade monetária fixa o preço da moeda nacional em relação a uma moeda estrangeira, comprometendo-se em sustentar a paridade, comprando ou vendendo a moeda nacional a uma determinada taxa.

Torna-se pertinente esclarecer que o uso do termo “taxa cambial fixa”, deve simbolizar a existência de séries de preços inalteráveis entre moedas, e “taxa cambial ancorada”, indicando que o preço da moeda está definido pela autoridade monetária, mas que poderá ser alterado em dadas circunstâncias.

O padrão-ouro, em suas diversas versões, foi um tipo especial de sistema cambial fixo, em que a autoridade monetária se comprometia a manter uma taxa fixa de preço entre a moeda nacional e o ouro, assim, as várias moedas nacionais tinham um valor relativo fixo.

Após a 2ª Guerra Mundial, o Tratado de Bretton Woods criou um sistema de câmbio fixo para os países membros do Fundo Monetário Internacional(FMI). Estabelecendo que cada nação deveria definir o valor da respectiva moeda em relação ao dólar americano, que por sua vez era conversível em ouro à uma taxa fixa.

Esse Tratado foi rompido em 1971, quando o então Presidente norte-americano Richard Nixon, suspende a conversibilidade do dólar em ouro, alterando a paridade – ou seja, a taxa de câmbio – do dólar em relação à outras moedas internacionais.

A partir de 1973, as moedas dos principais países do mundo industrializado optaram por um sistema de câmbio “flutuante administrado”(ou flutuação “suja”). Caso em que moedas como o dólar americano, o marco alemão ou o iene japonês, flutuam entre si.

Contudo, desde a 2ª metade da década de 80, os respectivos governos freqüentemente intervêm no mercado cambial para manter sua moeda dentro de determinados níveis definidos informalmente.

Por outro lado, na maioria das nações em desenvolvimento, o regime de câmbio fixo (e/ou variações) ainda é o arranjo predominante. Outrossim, a maioria dos

países da América Latina, Ásia e África ancoram a moeda nacional em uma moeda estrangeira ou cestas de moedas, e a escolha mais comum é o dólar americano.

Fato corroborado por SACHS, LORRAIN (1995:321) que afirmam que a grande maioria das nações no final de 1990, tinham alguma forma de arranjo, sendo que apenas 48 das 154 nações classificadas mantinham, “flutuações administradas” ou “flutuação independente”.

### **2.2.2. Operações de um Regime Cambial Fixo**

A questão que se apresenta então é distinguir quais são os possíveis arranjos em um sistema de câmbio fixo?

Nesse sentido, a idéia básica é que há três maneiras de divisão da responsabilidade de sustentação da relação entre duas moedas e duas autoridades monetárias:

- 1) As autoridades monetárias ancoram suas respectivas moedas em ouro ou em uma terceira moeda;
- 2) Uma das autoridades monetárias assume total responsabilidade pela estabilidade da taxa cambial. Este arranjo é denominado de âncora unilateral, e para manter a relação fixada, o país ajusta sua política monetária de modo a preservar a estabilidade cambial;

O ponto fundamental nessa âncora é que todas as magnitudes nominais relevantes (como a oferta monetária e o nível de preços das duas nações) são determinados pela política monetária da Segunda nação.

- 3) As autoridades envolvidas compartilham a responsabilidade de manter a taxa fixa, mas sem referência a uma terceira moeda ou ao ouro. Este arranjo é conhecido como âncora cooperativa.

A responsabilidade é, pois, compartilhada por várias nações na sustentação das taxas fixas de câmbio, e é característica das economias fortemente integradas como o caso do SME(Sistema Monetário Europeu), no qual o mecanismo cambial (ERM) traduz-se em um esquema de âncoras ajustáveis entre as nações-membros com uma faixa limitada de flutuação.

### **2.2.3. As Operações de um Regime de Taxa Flexível de Câmbio**

No regime cambial flexível, ou flutuante, a autoridade monetária não mantém compromisso com qualquer taxa cambial. Assim qualquer flutuação na demanda e/ou oferta da moeda estrangeira acomodam-se por meio da alteração de preço da moeda estrangeira em relação à nacional.

Cabe destacar ainda que quando a autoridade monetária não “interfere” de forma alguma no mercado, comprando ou vendendo moeda estrangeira, diz-se que a moeda nacional tem **flutuação limpa**. De outra forma, quando as nações tentam influenciar o valor de sua moeda realizando operações no mercado cambial, diz-se que há uma **flutuação suja**.

## **2.4. Política Cambial**

Como anteriormente enfatizado, a taxa de câmbio nominal enquanto um preço de mercado, é livremente determinado pela força de oferta e procura no mercado

externo, o que não exclui *a priori* a ação de autoridades monetárias sobre a demanda e oferta de divisas nesse mercado.

Por conseguinte, tem-se a percepção que de modo geral a taxa de câmbio nominal é administrada pelas autoridades monetárias dos diversos países em consonância a um dos regimes cambiais, citados a seguir, e dentre os quais pode-se delinear duas situações extremadas.

Em um lado posta-se a **taxa de câmbio fixa**, na qual o governo compromete-se a manter uma determinada relação entre a moeda nacional e as moedas estrangeiras, e em face das flutuações, o governo é obrigado a comprar e suprir, respectivamente, os excessos de demanda e oferta de divisas, utilizando-se de seu estoque de recursos externos independente de proceder ou não a operações de esterilização do impacto das reservas sobre a base monetária.

No outro extremo, tem-se a **taxa de câmbio flutuante**, na qual o governo deixa a taxa de câmbio nominal flutuar livremente de acordo com as forças de do mercado externo, caso que em princípio haveria motivo em manter estoques de divisas como reservas.

Entre os dois extremos apresenta-se mais os regimes cambiais denominados de **taxa de câmbio controlada**, através dos quais o governo procura manter um determinado nível da taxa de câmbio real, visando estabilizar o mercado de câmbio e ajustar o seu Balanço de Pagamentos em função do equilíbrio desejado (déficit ou superávit).

É precisamente este o caso de taxas semifixas dentro de faixas (“bandas”) de variação ampla ou estreita; flutuação suja por intervenção do Banco Central e de; taxas reais de câmbio estabelecidas como objeto de políticas e cujo controle comanda a taxa nominais.

Cabe mencionar também que um país pode manter políticas cambiais distintas em relação aos diversos parceiros. Ou seja, uma economia internacional com  $n$  países implica a prescrição  $(n - 1)$  taxas de câmbio, com as quais podem tentar atuar cada um dos  $n$  bancos centrais.

No início da década de 50, o debate sobre a flexibilidade das taxas de câmbio despontou sob duas vertentes diferentes. Em defesa da substituição do sistema do pós-guerra de taxas de câmbio fixas por taxas de câmbio flutuantes, embora com argumentos divergentes, apresentaram-se Milton Friedman e James Meade.

Em síntese, Friedman, dentro da tradição expressa pelo *laissez-faire*, de reduzir ao mínimo o papel do governo, argumentava que tal medida daria aos países maior liberdade na administração da política monetária adotada, tornando-se autônomos no tocante aos ajustes na Balança de Pagamentos. Além disso, caso fosse necessário uma variação na taxa de câmbio real, para esse fim, isto seria mais fácil via variação na taxa de câmbio nominal.

Meade, por sua vez, admitia o papel de um administrador para uma boa utilização da política monetária que deveria ser combinada a uma política fiscal e consequentemente a uma política cambial.

Àqueles contrários às taxas de câmbio flutuantes contra-argumentavam com o temor de que a flexibilidade das taxas de câmbio pudessem conduzir a uma volatilidade por causa da especulação.

Paralelamente a esse debate surgiu nos anos 60 opções intermediárias. Uma dessas correntes foi iniciada por Robert Mundell que afirmava que haveria uma área ótima de fixação de taxas de câmbio.

Outras correntes alternativas, apontavam outras possibilidades tais como a flexibilidade administrada, a fixação ajustável e ou um regime conhecido por

minidesvalorização, opções essas que norteiam na prática, a distinção de uma política cambial pelas nações.

A experiência brasileira recente (a partir dos anos 90) no tocante à política cambial teve como cerne os dois últimos Planos de estabilização econômica: Plano Collor e Plano Real.

No primeiro a política cambial adotada como meta partiu da adoção de um sistema de taxas flutuantes, concomitante com o início do processo de liberalização do comércio exterior, e com redução das tarifas de importação.

O Plano Real, por sua vez assentou-se na valorização cambial tendo como contraponto uma aceleração no crescimento das importações implicando em uma crescente vulnerabilidade exterior, o que justificou revisões parciais nessa política ou seja flexibilização cambial através da adoção de faixas reajustáveis de flutuação (os tetos e pisos das “bandas cambiais”).

Outrossim a política antinflacionária do Plano Real em seu êxito precípua não sinalizou, no entanto, com medidas eficazes para o saneamento da fragilidade do quadro macroeconômico principal concernente à dívida do setor público e o déficit externo. Destarte, induziu entre os especialistas a expectativa de que tal quadro seria insustentável a longo prazo.

### **3. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

GONÇALVES, Reinaldo et al.. **A nova economia internacional: uma perspectiva brasileira**. Rio Janeiro: Campus, 1998.

- LEITE, José Alfredo A.. **MACROECONOMIA: Teoria, modelos e instrumentos de política econômica.** São Paulo: Atlas, 1994. cap.09:p.301-350.
- RATTI, Bruno. **Comércio internacional e câmbio.** 8.ed. São Paulo: Aduaneiras, 1994.
- REIHL, Heinz, RODRIGUES, Rita M.. **Câmbio e mercados financeiros;** tradução Flávio D. Steffen; revisão técnica Sérgio Alves. São Paulo: McGraw-Hill, 1998.
- SACHS, Jeffrey D., LARRAIN, Felipe B.. **Macroeconomia.** 3.ed. Tradução Sara R. Gedanke; revisão técnica Roberto L. Troster. São Paulo: Makron Books, 1995. cap.10:p.319-360.
- WILLIAMSON, John. **A economia aberta e a economia mundial: um texto de economia internacional;** tradução José Ricardo B. Azevedo. Rio de Janeiro: Campus, 1988.