



Curso On-Line de Economia

Intensivo de Revisão e Exercícios 2024

Aulas 27A e 27B/42 – Macroeconomia – Câmbio

As primeiras fichas (até a página 4) são complementos ao conteúdo trabalhado em aula. Devem ser lidas com atenção.

Diante das crises financeiras dos anos 1990 e 2000, a resposta das autoridades monetárias nos países emergentes tem sido:

Adoção de políticas baseadas na **acumulação intensiva de reservas internacionais** em lugar dos controles de fluxos de capitais. O acúmulo de reservas pode envolver custos fiscais, considerando o diferencial das taxas de juros.

Questões Como regulamentar a **entrada de capitais** sem atrapalhar o financiamento internacional proporcionado pelos fluxos de capital? Até que ponto aumentar a taxa de juros garante a atração de recursos internacionais?

As **turbulências no sistema econômico** vem das flutuações e da **volatilidade dos fluxos** internacionais de capital.



A importância dos fluxos internacionais de capitais de curto prazo tem aumentado com o aumento da vulnerabilidade externa dos países em desenvolvimento e da nova arquitetura financeira internacional.



MOVIMENTO INTERNACIONAL DE FATORES: pessoas e capital

PESSOAS – MIGRAÇÃO INTERNACIONAL – os determinantes são: diferencial de salários; possibilidades e condições de emprego; políticas governamentais de estímulo à migração; perseguição política, étnica ou religiosa; pressão demográfica.

“Fuga de cérebros” – ocorre, quase sempre, em razão do diferencial de salários e melhores condições de trabalho.

CAPITAL – só se desloca para mercados onde haja um ambiente favorável para os investimentos

O deslocamento de um fator de produção de uma economia onde ele é relativamente abundante para outro em que é relativamente escasso implica em: Aumento da produção e produtividade no país de destino; melhor alocação de fatores em escala mundial e melhor renda com maior bem-estar.

O movimento internacional de fatores tem efeitos sobre a acumulação de fatores; as estruturas de produção; o comércio internacional e a distribuição de renda entre países e fatores.



Funções dos fluxos internacionais de capital

1. Financiamento do crescimento econômico
2. Estabilização dos ciclos econômicos
3. Ajustamento das contas externas

A **poupança externa** pode ser importante para o financiamento do crescimento econômico de países com $S < I$.

Uma economia em recessão e com excesso de poupança externa pode exportar capital para outra economia em fase expansionista. Os aumentos da renda dessa última podem aumentar a demanda por importações da primeira, tendo impacto positivo sobre sua renda. O desequilíbrio do comércio exterior é financiado por fluxos de capitais e ajusta o BP.

Conceito de investimento internacional: é a aquisição de direitos por parte de residentes de um país (de origem do capital) sobre residentes de outro país (de destino do capital).



O comércio internacional é a transferência (fornecimento ou aquisição) de bens e serviços entre residentes e não residentes, ao passo que o investimento internacional é a transferência (fornecimento ou aquisição) de ATIVOS financeiros ou reais.

Investimento em carteira ou em portfólio>> é a compra de ativos financeiros com o único objetivo de obter **rentabilidade (juros ou lucros)**.

Investimento direto no país/externo no país>> além de objetivar a rentabilidade, também visa o controle ou a influência significativa sobre a empresa receptora do capital externo (10% do capital social, segundo BPM6).

TIPOS DE CAPITAIS:

Curto prazo: maturidade inferior a um ano

Longo prazo: maturidade superior a um ano



Mas há exceções. Há instrumentos de curto prazo, como créditos comerciais, que podem ser renovados continuamente, por longos períodos. E há títulos de longo prazo, como bônus do Tesouro, com vencimento de 30 anos, que podem ser comprados 6 meses antes de seu vencimento.

Capitais internacionais de longo prazo se dividem, basicamente, em empréstimos e investimentos.

Empréstimos strictu sensu: ocorrem na forma de empréstimos bancários em moeda, entre empresas e por organismos financeiros internacionais.

Financiamentos: abertura de créditos comerciais e financiamentos de projetos específicos.

Investimento direto no país/externo no país>> é o conjunto de ativos mantidos pelo investidor: financeiros, monetários ou reais.

Portfólio ou carteira de investimentos>> prazo, como bônus do Tesouro, com vencimento de 30 anos, que podem ser comprados 6 meses antes de seu vencimento.

Capitais de Longo Prazo ou Curto Prazo:

Longo prazo (exemplos): operações de conversão de dívida externa em investimento externo; reinvestimento de lucros e transações de leasing.

Curto prazo (categorias): capitais autônomos; compensatórios; induzidos; especulativos.

Capitais de curto prazo

Capitais autônomos: são movimentos voluntários de capitais. Não são motivados diretamente por políticas governamentais ou pela evolução de outras contas do BP. Ex: financiamentos externos para capital de giro.

Capitais compensatórios>> representam a **contrapartida** de outra transação com o exterior. Podem ser:

Capitais induzidos: fluxos decorrentes de variações efetivas ou esperadas nas taxas de juros.

Capitais especulativos: respondem por alterações efetivas ou mudanças de expectativas com relação à taxa de câmbio.



TEORIAS DO INVESTIMENTO INTERNACIONAL

Investimento em Portfólio. O determinante básico da teoria de investimento em portfólio é o **diferencial da taxa de juros** para o capital de empréstimo e de **taxas de rentabilidade** para o capital de risco.

Considerando a **tradição neoclássica**, que admite a concorrência perfeita, admite-se que o produto marginal do fator de produção é idêntico à sua remuneração. **O único fator móvel internacionalmente é o capital.** Há diferenças nas dotações de capital entre os países e, portanto, **diferenciais nas taxas de remuneração do capital.**

A mudança da situação de **autarquia** para a de perfeita mobilidade de capitais significa que os **fluxos de capital** serão determinados pelos diferenciais de taxa de juros ou de rentabilidade (remuneração do capital).

Considerando a **tradição keynesiana**, o conceito central é o de **eficiência marginal do capital.** A relação básica é a mesma: o investimento é uma função inversa da taxa de juros. Incorporam-se questões de **risco e incerteza**. Risco trata de eventos futuros esperados com probabilidades especificadas. **Incerteza** trata de resultados futuros com probabilidades desconhecidas.

INVESTIMENTO INTERNACIONAL: as expectativas mais relevantes referem-se ao comportamento futuro das taxas de juros e das taxas de câmbio.

Diferença fundamental entre o investimento doméstico e o internacional:

- Para o investidor doméstico (investidor que investe dentro de seu próprio país), o que conta é a **taxa de juros real**, em que o deflator da taxa de juros nominal é o indicador pertinente sobre o **nível geral de preços** (variação esperada).
- Para o investidor internacional (investidor que investe fora de seu país), o que importa é a taxa de juros nominal e a taxa esperada de câmbio.

O investidor internacional depara-se com dois conjuntos de expectativas:

- Evolução futura da taxa de juros nominal
- Evolução futura da taxa de câmbio



EXPECTATIVAS e sua influência nas decisões de investir:

- As expectativas de câmbio sobrevalorizado podem induzir fluxos de investimento internacional de portfólios de ativos **financeiros**. Ex: fundos de renda fixa ou títulos do governo
- A manutenção de altas taxas de câmbio por muito tempo pode conduzir a expectativas de desvalorização cambial, o que pode levar a saída de investimentos de portfólio.

AVERSÃO AO RISCO: é a norma e a propensão ao risco, exceção. Agentes especuladores podem agir ao contrário. Os investidores internacionais baseiam suas decisões no princípio da **diversificação de riscos**, aumentando o número de receptores (títulos, empresas e países). Assim, conseguem uma redução da dispersão da taxa esperada de retorno do investimento, com **menor grau de risco**.

A **literatura da teoria da decisão** apresenta modelos que tratam, em sua maioria, da combinação das taxas de retorno e das taxas de risco. As três variáveis relevantes nas decisões de investimento são: **liquidez, rentabilidade e risco**.

Investidores internacionais tendem a concentrar seus investimentos em um conjunto de países desenvolvidos e emergentes, operando com base no princípio da **racionalidade limitada**.



REGIMES DE CÂMBIO E CONCEITOS RELACIONADOS AO CÂMBIO

Taxa de câmbio: É a relação entre os preços de duas moedas. Permite que se comparem os preços de bens e serviços produzidos em diferentes países.



Câmbio: é a operação de troca de moeda de um país pela moeda de outro país.

Cada economia dispõe de um mercado de câmbio ou mercado de divisas estrangeiras.

Mercado de câmbio: é o *locus* de encontro da oferta e da demanda de moeda estrangeira (divisa). É o ambiente onde se realizam as operações de câmbio entre os agentes autorizados pelo Banco Central e entre estes e seus clientes, diretamente ou por meio de seus correspondentes (definição do Bacen).

Mercado primário de câmbio: a operação de mercado primário implica o recebimento ou a entrega de moeda estrangeira por parte de clientes no país, correspondendo ao fluxo de entrada ou de saída da moeda estrangeira do país. Esse é o caso das operações realizadas com exportadores, importadores, viajantes, etc.

Mercado secundário de câmbio ou interbancário: aqui, quando os negócios são realizados entre bancos, a moeda estrangeira é negociada entre as instituições integrantes do sistema financeiro e simplesmente migra do ativo de uma instituição autorizada a operar no mercado de câmbio para o de outra, igualmente autorizada, não havendo fluxo de entrada ou de saída da moeda estrangeira no país.



Esterilização: Os **bancos centrais** às vezes realizam transações de **ativos estrangeiros e nacionais** iguais **em direções opostas** para **anular o impacto de suas operações de câmbio na oferta de moeda doméstica**. Este tipo de política é chamado de **intervenção cambial esterilizada**.

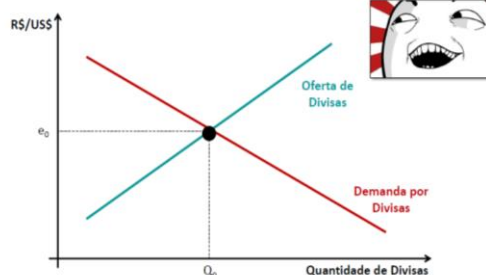
MERCADO DE DIVISAS

A posse de moeda diferente da moeda nacional **atende aos mesmos princípios de oferta e demanda, como qualquer outra mercadoria ou serviço**: quanto maior o preço, menor a quantidade demandada. **Mas há uma diferença**: a moeda estrangeira também é um ativo financeiro. É importante considerar a diferença entre a oferta e a demanda de divisas no **curto e no longo prazo**!

Mercado de câmbio de longo prazo: a determinação do nível de preços depende também de expectativas quanto à evolução futura do preço relativo da moeda nacional em termos de moeda externa.

Existe um mercado à vista e um **mercado futuro** para divisas.

Mercado de divisas



Mercado de divisas: funciona como outro qualquer. A **oferta de divisas** é dada pela disponibilidade de recursos externos em cada momento. A estabilização da taxa de câmbio no nível E dependerá do **regime de câmbio adotado**.



TAXA DE CÂMBIO REAL X NOMINAL

Taxa de câmbio nominal: é a relação entre o preço de duas moedas. Considera-se as quantidades de cada moeda.



Taxa de câmbio real: Corresponde aos **preços relativos** entre o **produto nacional e o estrangeiro** (ou vice-versa, de acordo com a definição da taxa de câmbio nominal). É a taxa relevante para a determinação do **fluxo comercial** dos países.

Taxa de câmbio real (E)

$$\theta = \frac{EP^*}{P}$$

θ = taxa de câmbio real

E = taxa de câmbio nominal (R\$/US\$)

P* = preço do produto estrangeiro, em US\$

P = preço do produto nacional, em R\$

EP* é o preço do produto estrangeiro, em R\$.

Taxa de câmbio real = razão entre o preço do produto estrangeiro e o preço do produto nacional, ambos medidos em reais.

Regimes Cambiais e Monetários

Regimes cambiais são as regras ou políticas que um país adota para administrar a sua moeda em relação a outras moedas estrangeiras. Essas regras determinam como a taxa de câmbio, que é o preço de uma moeda em termos de outra, é estabelecida e controlada.

Existem diferentes tipos de regimes cambiais, que variam de acordo com o grau de intervenção do governo ou banco central no mercado de câmbio.

Regime de Câmbio Fixo (âncora cambial)

Nesse regime, a moeda do país tem seu valor atrelado a uma moeda estrangeira específica (como o dólar americano) ou a uma cesta de moedas. O banco central do país se compromete a manter a taxa de câmbio dentro de uma faixa estreita em relação à moeda de referência, intervindo no mercado de câmbio comprando ou vendendo reservas internacionais.

Implica perda de independência monetária. Os países não podem estabelecer metas de inflação ou metas de agregados monetários. O governo tem que ajustar o estoque de moeda para garantir a paridade fixa.

Regime de câmbio Flexível/Flutuante

Aqui, a taxa de câmbio é determinada livremente pelo mercado, ou seja, pela oferta e demanda de moeda estrangeira. O governo ou o banco central não intervêm diretamente para influenciar a taxa de câmbio. No entanto, pode haver intervenções esporádicas para evitar volatilidade excessiva.



O governo tem plena liberdade para usar a política monetária para controlar a inflação ou para estimular a economia.

Âncora cambial

A autoridade monetária compra ou vende moeda estrangeira para manter a taxa de câmbio em um nível predeterminado ou dentro de um intervalo. A taxa de câmbio serve como âncora nominal ou meta intermediária de política monetária.

Regimes monetários referem-se às regras, diretrizes e práticas que um país adota para conduzir sua política monetária, que é a administração da oferta de dinheiro e das taxas de juros no sistema econômico.

Meta de Inflação

Inflation Targeting

- ✓ O governo **anuncia metas numéricas para a inflação**, com um compromisso institucional por parte da autoridade monetária de atingir essas metas, quase sempre no médio prazo.
- ✓ As decisões de política monetária são quase guiadas por desvios de previsões de inflação futura em relação à meta anunciada.
- ✓ A previsão de inflação opera implícita ou explicitamente como meta intermediária de política monetária.



Meta de Agregado Monetário (Monetary Targeting): A autoridade monetária usa seus instrumentos para atingir uma meta de crescimento para um agregado monetário como papel-moeda emitido, M1, M2, etc.

O agregado torna-se a âncora nominal ou meta intermediária de política monetária.

Existem alguns outros regimes menos conhecidos. Vejamos!

Regime de Âncora Cambial (Exchange Rate Peg)

Nesse regime, o Bacen utiliza **a taxa de câmbio como principal ferramenta de política monetária**. A moeda nacional é atrelada a uma moeda



estrangeira (como o dólar americano), e o banco central ajusta suas políticas para manter a paridade cambial. Este regime é uma forma de controle indireto da inflação e foi utilizado por vários países, especialmente na América Latina.

Regime de Política Monetária Discricionária

Neste regime, o Bacen não segue uma regra fixa ou uma meta explícita, mas ajusta suas políticas de acordo com a análise das condições econômicas. A abordagem é mais flexível e permite ao Bacen responder rapidamente a mudanças econômicas inesperadas.

Regime de Política Monetária Acomodativa

Accommodative Monetary Policy

Sob este regime, o Bacen busca estimular a economia, geralmente através da redução das taxas de juros e de outras medidas que aumentem a oferta de dinheiro. Esse regime é frequentemente adotado em períodos de recessão econômica.

Regime de Controle de Preços

Embora menos comum, em alguns casos, governos podem adotar políticas de controle de preços como parte de sua política monetária, tentando limitar a inflação por meio de intervenções diretas no mercado.

REGIMES CAMBIAIS

Conceito: os regimes cambiais são arranjos institucionais que determinam **como a taxa de câmbio doméstica será operada pelas autoridades monetárias** dentro do sistema econômico.

Regime de câmbio fixo: As autoridades monetárias determinam qual será o valor de conversão entre a moeda nacional e a divisa. O governo **tem que garantir** aquela cotação. Para funcionar, o Bacen deve possuir moeda estrangeira em quantidade suficiente para atender a excessos de demanda (situação de déficit no BP). Deve **aceitar a perda de graus de liberdade na condução da política monetária**, adquirindo qualquer excesso de oferta de moeda estrangeira (superávit no BP).

Situações de déficits ou superávits **persistentes** não são sustentáveis nem desejáveis no longo prazo!

Déficit persistente:

- As reservas internacionais do país se esgotarão!

Superávits persistentes

- * Acúmulo de reservas excessivas tem custos de oportunidade. **Representa uma restrição ao aumento do bem-estar da sociedade**, já que representa sacrifício de consumo presente.



REGIMES CAMBIAIS

Regime de câmbio flexível: Os preços de conversão da moeda nacional são determinados pelas **forças de mercado**. Governo, em tese, não intervém, comprando ou vendendo divisas.

Princípios básicos do regime de câmbio flexível

- ✓ Mercado de divisas tipo concorrência perfeita
- ✓ Banco Central não intervém
- ✓ BP sempre em equilíbrio, pois os déficits (excesso de demanda por divisas) tendem a desaparecer com a desvalorização cambial e superávits (excesso de oferta) são afastados com a valorização da moeda.
- ✓ Governo ganha autonomia na política monetária.

Vantagens do regime de câmbio flexível



- ✓ Como o Bacen não precisa intervir no mercado de divisas para garantir o valor da moeda nacional, ele pode usar a política monetária para perseguir outros objetivos.
- ✓ O mercado determina o câmbio, deixando-o menos sujeito às arbitrariedades das autoridades.

Desvantagens do regime de câmbio flexível



- ✓ Instabilidade em virtude da maior volatilidade da taxa de câmbio.
- ✓ Maiores flutuações das taxas podem desestabilizar fluxos comerciais, restringindo o comércio internacional.
- ✓ Ampliando a incerteza, pode ocorrer redução no nível dos investimentos.

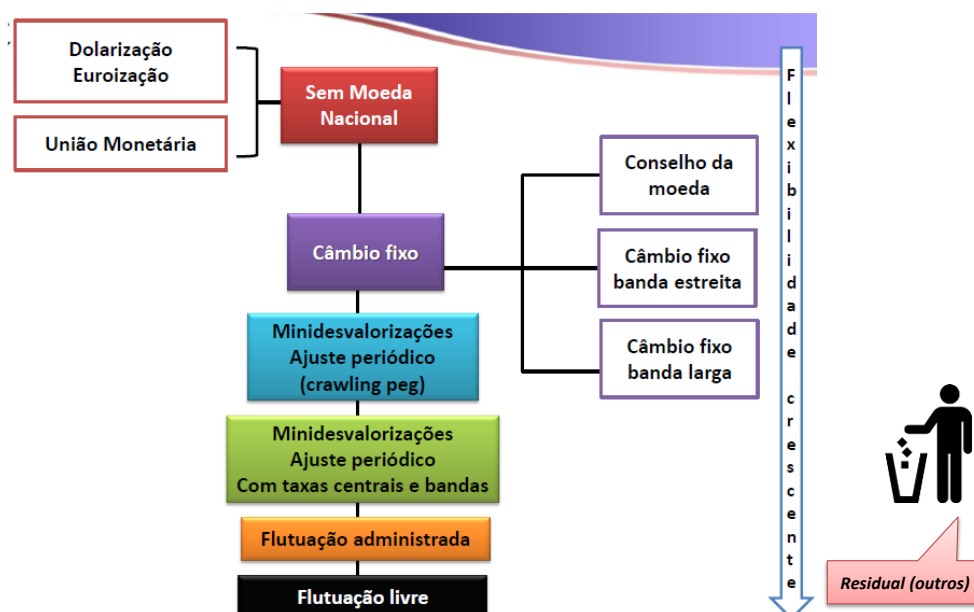
REGIMES CAMBIAIS

Dirty-floating (flutuação suja): tenta-se preservar os graus de liberdade do sistema de câmbio flutuante, mas introduzindo mecanismos que permitam limitar sua instabilidade.

Os regimes de câmbio fixo e flutuante são “soluções extremas” ou “casos ideais”. Há outros regimes de câmbio intermediários.

Regime de câmbio administrado ou misto

No regime de câmbio administrado ou misto, a taxa de câmbio também é determinada pela oferta e demanda por divisas. O governo intervém: a) de forma aleatória; b) de forma pontual; c) de forma sistemática (estabelecendo bandas, por exemplo).





REGIMES CAMBIAIS

No separate legal tender (regime sem moeda de curso legal: dolarização, euroização, etc.). A moeda de outro país circula como única moeda de curso legal (dolarização formal). A adoção desse regime implica o abandono completo do controle da política monetária pelas autoridades monetárias.

Currency Board (Conselho da Moeda ou Caixa de Conversão): regime monetário baseado no compromisso legislativo explícito de conversão da moeda doméstica em moeda estrangeira a uma taxa de câmbio fixa e combinado com restrições à autoridade emissora para garantir o cumprimento de suas obrigações legais. Isso implica que a moeda doméstica é geralmente lastreada em ativos externos, o que elimina as funções tradicionais de Banco Central como o controle monetário e o papel de emprestador de última instância. Deixa baixo grau de liberdade para a adoção de políticas monetárias discricionárias.

Conventional peg (câmbio fixo): a taxa de câmbio é formalmente (de jure) determinada. A moeda é **ancorada a uma taxa de câmbio fixo** a uma outra moeda ou cesta de moedas. A taxa de câmbio pode flutuar dentro de margens estreitas menores do que $\pm 1\%$ em torno de uma taxa central. Os valores máximos e mínimos da taxa de câmbio à vista devem permanecer dentro de uma margem estreita de 2% por pelo menos seis meses.

Definição do FMI



REGIMES CAMBIAIS

Stabilized arrangement (câmbio fixo **banda estreita**). A taxa de câmbio à vista permanece dentro de uma margem de 2% por pelo menos seis meses e não flutua. A margem de estabilidade exigida refere-se a uma determinada moeda ou a uma cesta de moedas. A taxa de câmbio permanece estável como resultado da ação oficial. Nesse regime não há o compromisso explícito de ação governamental.

Pegged exchange rate within horizontal bands (câmbio fixo com **bandas horizontais**): o regime exige o compromisso *de jure* das autoridades do país. O valor da moeda é mantido dentro de certas margens de flutuação de pelo menos $\pm 1\%$ em torno de uma taxa central, ou uma margem entre os valores máximo e mínimo da taxa de câmbio que superam 2%. A taxa central e a amplitude da banda são públicas e informadas ao FMI.

Crawling peg (minidesvalorizações): a moeda é ajustada em pequenas quantidades a uma taxa fixa ou em resposta a mudanças em indicadores quantitativos selecionados como os diferenciais de inflação no passado em relação aos principais parceiros comerciais.

REGIMES CAMBIAIS

Craw-like arrangement (minidesvalorização com **banda horizontal**) A taxa de câmbio à vista permanece dentro de uma margem de 2% em relação a uma tendência estatisticamente identificada por pelo menos seis meses. O regime cambial não pode ser considerado como de flutuação (administrada). A variação anualizada da taxa de câmbio é de pelo menos 1% e a taxa de câmbio aprecia ou deprecia de forma contínua e monotônica.

Other management arrangement (outros arranjos/ câmbio administrado, **sem regras**): categoria residual usada quanto o regime cambial não se enquadra nos critérios das outras categorias. São caracterizados por frequentes mudanças de políticas.

Floating (flutuação **administrada**): A taxa de câmbio é, em grande medida, determinada pelo mercado. Não há uma trajetória definida e previsível para o comportamento da taxa de câmbio. A intervenção governamental no mercado de câmbio pode ser direta ou indireta e serve para regular a taxa e prevenir flutuações indevidas. Políticas de metas específicas para a taxa de câmbio são incompatíveis com este regime. É **o regime adotado pelo BRASIL**.

Free floating (câmbio **livre**): a taxa de câmbio **flutua livremente** e as intervenções ocorrem excepcionalmente, visando corrigir turbulências no mercado. A intervenção deve ser limitada a um máximo de 3 eventos nos últimos seis meses e cada uma das intervenções não pode durar mais do que três dias de negócios.



Vocês poderão encontrar, ainda, o termo “*Sliding bands*” (banda deslizante), que se refere a um desdobramento do sistema de bandas cambiais. Diferentemente do *crawling band*, não há uma regra preestabelecida e a autoridade monetária não garante manter irredutíveis o valor central e os limites superior e inferior.

POLÍTICA CAMBIAL

Conceito: É o conjunto de ações e orientações feitas pelo **Banco Central** para **obter determinados objetivos**, principalmente **o equilíbrio das contas externas** e a **redução da volatilidade da taxa de câmbio**, por meio de operações de compra e venda de moeda estrangeira.



Num **sistema de câmbio totalmente flexível** (sem nenhuma intervenção do Bacen), **a taxa de câmbio ajusta o BP**.

- Quando a entrada de divisas é maior que a saída, o BP torna-se superavitário >> **preços das moedas estrangeiras tendem a cair**. Moeda nacional **valoriza**. Aumenta as importações e reverte o superávit.
- **A flutuação cambial vai permitir que o saldo do BP tenda ao equilíbrio (ajuste automático do BP)**.



A taxa de câmbio também pode **atenuar choques externos**, minimizando efeitos sobre o lado real da economia. Exemplo: **fuga de capitais em câmbio fixo**. Bacen tem que vender reservas para manter a paridade. Isso reduz a liquidez da economia. **Aumentará a taxa de juros e a atividade econômica cairá**.

Câmbio flexível>> **todo o impacto da fuga de capitais se dá sobre a taxa de câmbio (desvalorização)**. Não traz efeitos negativos sobre renda (talvez, inflação > veremos em aulas futuras). O mais comum é alguma intervenção (*dirty floating*).

A gestão das reservas internacionais como um instrumento de política cambial

A acumulação de reservas é, ao mesmo tempo, *munção* para intervenções futuras e um *efeito colateral* de intervenções realizadas.

Funções das reservas internacionais

- Garantir certa cotação cambial;
- Financiar déficits temporários no balanço de pagamentos;
- Seguro contra crises cambiais e crises de *sudden stop*.



Seguro (“colchão”) contra crises: os ataques especulativos podem ser feitos contra uma cotação cambial e estão associados a sistemas de câmbio fixo.

Seguro contra crises de *sudden stop*: a parada súbita e inesperada na entrada de capitais externos pode causar rupturas importantes e inesperadas não apenas nos fluxos financeiros, como também nos comerciais. Estas paradas súbitas podem também ameaçar países com câmbio flutuante. Em razão da existência prévia de contratos financeiros e comerciais que devem ser honrados, pode causar danos mesmo a países com saldo positivo em conta corrente. Aqui, as reservas tem a função de reduzir os efeitos da crise, permitindo que absorção externa não sofra impactos fortes no curto prazo.

Outros fatores que motivam a acumulação de reservas internacionais

Poupança para liquidação de obrigações futuras em moeda estrangeira.



Cautela dos bancos centrais de acumular reservas mesmo ao decidir deixar a taxa de câmbio flutuar. Os Bacens preferem poder voltar atrás, se julgarem necessário.



Promoção deliberada de uma taxa de câmbio desvalorizada para buscar a obtenção de superávits comerciais, de forma artificial.



É necessário calcular o volume ótimo de reservas internacionais

Existem custos e benefícios associados a manutenção de reservas internacionais.

Os custos consistem no **diferencial de juros que um país tem que arcar**. A aplicação de divisas em reservas internacionais costuma ter remuneração inferior ao custo da dívida externa ou da dívida interna, especialmente a que está em mãos de estrangeiros.



Autoridades governamentais, principalmente as dos países em desenvolvimento, usam o nível elevado de reservas como um indicador de perspectivas favoráveis.

Para determinar o nível ótimo de reservas, admite-se uma **função de demanda por reservas internacionais**. A variável dependente desta função é chamada de benefício social das reservas (BSR). Ela refere-se à soma da remuneração da aplicação (retorno financeiro) com o produto marginal social (PMR) dessas reservas.

PMR (Produto Social Marginal das Reservas): decorre dos efeitos do nível de reservas internacionais sobre a estabilização da taxa de câmbio e o nível geral de preços.

Custo Social das reservas: a retenção das reservas também tem um custo social, que corresponde ao custo de oportunidade de tê-las. Ou seja, ao produto marginal dos recursos reais que poderiam ter sido adquiridos com as reservas internacionais acumuladas.

O nível ótimo de reservas internacionais é aquele em que o benefício social é igual ao custo social.

Custo de Manutenção das Reservas

Se a acumulação de reservas tiver origem em empréstimos internacionais ou em investimentos internacionais, haverá um custo por causa do diferencial de juros. A taxa de juros interna é a recebida pelos investidores internacionais. A taxa de juros internacional é a taxa de aplicação das reservas. Se tivermos que emprestar para fazer reservas, teremos que remunerar os investidores com uma taxa mais alta do que a que recebemos por aplicar as reservas. E tudo isso representa um custo.

Há razões para a prática de uma política cambial ativa?

A pergunta nos leva a recordarmos da principal virtude do regime de câmbio flutuante: a flexibilidade. Em um contexto internacional de alto grau de incerteza, alta volatilidade de fluxos financeiros e dos preços das commodities, a **flexibilidade cambial permite a absorção de choques externos**.

Mudanças bruscas nos preços relativos, quando não absorvidas rapidamente pelo câmbio podem gerar pressões inflacionárias, sobrecarregando a política monetária.

A **institucionalização de um regime de câmbio com taxa de referência** (meta, bandas cambiais) pode gerar **desequilíbrios macroeconômicos**.

Alguma flexibilidade é boa. Muita flexibilidade não. Pode trazer distorções.

Mas então, qual a medida para uma política cambial?

Há **motivos** que fazem com que a **taxa de câmbio determinada pelo mercado não seja necessariamente a mais adequada** ao processo de desenvolvimento econômico. E, por isso, há (4) motivos *que justificam uma política cambial ativa!*

1. Ciclo de preços das commodities
2. Risco de Doença Holandesa
3. Necessidade de neutralizar ou reduzir as distorções do sistema financeiro
4. Importância de se evitar tendências cambiais: processos longos de apreciação com curtos e abruptos períodos de depreciação



1. Ciclo de preços das commodities



Os setores que produzem **bens industriais** tendem a **ajustar as quantidades produzidas** perante **choques de demanda**. Os setores que produzem **commodities** tendem a **ajustar os preços**.

As commodities são **bens padronizados**, com ciclo de produto mais longo e dificuldade de trabalhar com capacidade ociosa > difícil responder às variações de demanda com mudanças na quantidade ofertada. A **receita de exportação do país produtor de commodities é mais volátil** (do que os que exportam manufaturados).

A oferta de divisas do comércio dependerá do ciclo de preços dos produtos básicos. **Essa instabilidade é transmitida para a taxa de câmbio**, afetando o restante da economia. **Portanto, em países com uma pauta de exportações fortemente baseada em commodities, a política cambial é importante para amenizar o impacto da volatilidade desses preços na taxa de câmbio.**



2. Risco de Doença Holandesa

O protagonismo do setor exportador de *commodities* submete-se aos *riscos da doença holandesa*, que se manifesta como uma **tendência crônica à apreciação cambial**. Sob risco de *doença holandesa*, **o papel da política cambial seria o de evitar uma apreciação excessiva da taxa de câmbio** decorrente das rendas do comércio externo e uma especialização da economia doméstica na produção de bens primários.

O que é doença holandesa?

Doença holandesa – relação entre a **exportação de recursos naturais e o declínio do setor manufatureiro**.

Abundância de recursos naturais traz **vantagens comparativas** para o país que os possui >> país se especializa na produção destes bens. **Não se industrializa ou se desindustrializa. No LP, poderia inibir o crescimento.**

A expressão "doença holandesa" foi inspirada em eventos dos anos 1960, quando uma escalada dos preços do gás teve como consequência um **aumento substancial das receitas de exportação dos Países Baixos e a valorização do florim**.

A **valorização da moeda derrubou exportações dos outros produtos** (preços se tornaram menos competitivos).

3. Necessidade de neutralizar as distorções do sistema financeiro

O **mercado financeiro** não necessariamente conduz a taxa de câmbio ao equilíbrio e se mostra **sujeito ao comportamento de manada**, às **assimetrias de informação** e, portanto, à **ineficiências de mercado**. Cabe à **política cambial corrigir tais distorções**.

Motivo 4: Evitar tendências cambiais

As distorções do mercado financeiro podem causar este tipo de tendência. No Brasil, é bem comum, em razão da **alta rentabilidade de investimentos financeiros** e das **altas taxas de juros** praticadas.

A **formação da taxa de câmbio no Brasil não depende apenas do fluxo cambial**, trata-se de um problema de **estoque de divisas no mercado interbancário e de apostas no mercado futuro**.

O mercado de câmbio brasileiro tem como especificidade uma **assimetria de liquidez** e de **regulação entre os mercados futuro e à vista**, o que o torna **extremamente permeável à especulação financeira**. De forma recorrente, o protagonismo do mercado futuro condiciona a **volatilidade e as tendências cambiais**.



Dinâmica Especulativa



É um desafio para a elaboração e implementação de políticas cambiais.

*Instrumentos usuais de atuação no mercado de câmbio: **intervenções e swaps***

São importantes, mas não suficientes para eliminar a volatilidade e as tendências de preços geradas pelo setor financeiro.

O que são swaps?

Swap é uma operação em que há troca de posições quanto ao risco e à rentabilidade entre investidores. O contrato de troca pode ter como objeto moedas, commodities ou ativos financeiros.

Swap de taxa de juros: troca da taxa de juros prefixados por juros pós-fixados.

Swap cambial: troca de taxa de variação cambial por taxa de juros pós-fixados.

Swap cambial (ou *hedge cambial*>> *cobertura de risco*): operação de câmbio em que há simultaneamente a compra e a venda de moedas. Os valores iniciais, ou seja, o tamanho do contrato, os indicadores e a data de vencimento são livremente pactuados entre as partes.

Um padrão de *flutuação instável e sujeito à distorções* é **incompatível** com o desenvolvimento econômico.