

## Capítulo 7

# O Mercado Cambial I: Conceitos Básicos

Como vimos no capítulo 4, o nível da procura agregada de bens e serviços depende de forma crucial do nível da taxa de câmbio real e, consequentemente, também da taxa de câmbio nominal. Ao longo deste capítulo (e do próximo) vamos investigar de forma detalhada quais são as forças económicas que determinam o nível destas taxas de câmbio.

Dado este impressionante volume de transacções cambiais, o envolvimento de várias moedas, operações à vista e a prazo, convém começar a análise do mercado cambial com um conjunto de questões muito simples, mas que poderão ajudar a uma boa compreensão dos pontos importantes neste mercado. As duas primeiras perguntas são:

- Qual é o "activo" que é transaccionado?
- Qual é o custo económico que os agentes económicos terão de suportar se pretenderem deter ou adquirir uma unidade deste activo?

O activo transaccionado são "divisas" ou moeda estrangeira, compreendendo todas as moedas dos diferentes países com os quais uma economia tem contactos comerciais, sejam elas o dólar americano, a libra inglesa, o yen, o dólar australiano, etc.. Sendo a compra de uma unidade de moeda estrangeira uma transacção de natureza económica, os agentes têm que suportar um custo no sentido de adquirir uma daquelas moedas. Iremos ver que este custo pode ser expresso de duas formas diferentes: a *taxa de câmbio nominal* dá-nos o poder de compra da moeda nacional em termos do número de unidades de moeda estrangeira; a *taxa de câmbio real* apresenta o mesmo poder de compra mas em termos do número de bens e serviços que a moeda nacional pode adquirir no exterior. Por exemplo, o preço em termos nominais (taxa de câmbio nominal) que um

agente tem de pagar por deter uma libra inglesa é de cerca de 1.5 euros, enquanto que o preço de um dólar americano é perto de 1.08 euros.

Como existem muitas moedas estrangeiras e, conseqüentemente, muitas taxas de câmbio (nominal e real), seria praticamente impossível analisar o funcionamento do mercado cambial levando em consideração todas as diferentes moedas estrangeiras bem como as suas respectivas taxas de câmbio. Do mesmo modo que já simplificámos a análise do mercado de bens e serviços de forma a que este incluísse apenas um bem ou serviço e, conseqüentemente, um único preço, vamos estender este tipo de simplificação ao mercado cambial. Iremos assumir que existe uma moeda estrangeira que pode ser chamada de "representativa", a qual é transacionada a uma taxa de câmbio que também é tida como "representativa". Por outras palavras, vamos supor que existe uma única moeda estrangeira e uma única taxa de câmbio que os agentes económicos têm que pagar para deter essa mesma divisa.

A terceira pergunta importante está relacionada com os factores que determinam a taxa de câmbio (nominal e real) neste mercado:

- De que depende a taxa de câmbio nominal ( $E$ ) numa economia? E de que depende o nível da taxa de câmbio real ( $E^r$ )?

O nível da *taxa nominal de câmbio* depende de duas forças fundamentais: da procura de divisas ou moeda estrangeira ( $D^d$ ), e da oferta de divisas ( $D^s$ ). Como por definição a taxa de câmbio real depende também da taxa de câmbio nominal, então os níveis das duas taxas de câmbio serão grandemente explicados pelas forças que determinam a oferta e a procura de divisas numa economia. Iremos mostrar que estas forças dependem em grande medida de dois aspectos cruciais no funcionamento do mercado cambial:

- ◆ *Regime cambial adoptado*: câmbios fixos vs flexíveis
- ◆ *Regime de mobilidade de capitais adoptado*: mobilidade de capitais nula, imperfeita, ou perfeita.

A grande importância deste mercado não deve ser negligenciada. Primeiro, é de longe o mercado com o maior volume de transacções diárias, ultrapassando em muito as transacções de bens e serviços e de activos financeiros. Para se ficar com uma imagem sobre o enorme volume das transacções que se operam nos mercados cambiais, podemos dizer que em 1998 foram em média transacionados *por dia* cerca de 1.5 triliões de dólares nas principais praças cambiais internacionais (Londres, Nova Iorque, Tóquio, Frankfurt, ou Singapura), enquanto que o maior mercado bolsista do mundo (Wall Street–Nova Iorque) não ia além de um volume de transacções de cerca de



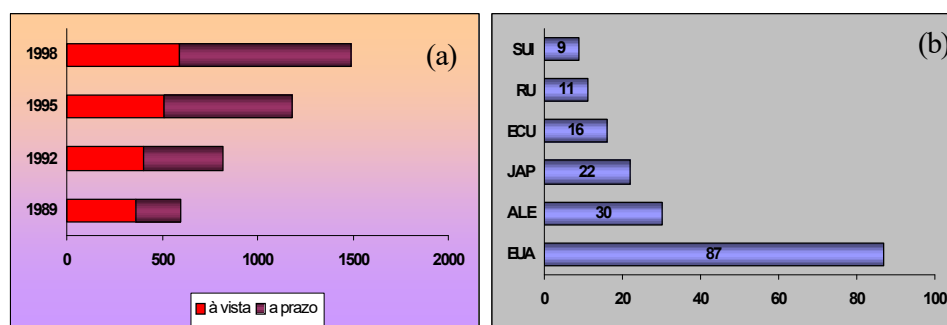


Figura 7.1: CARACTERÍSTICAS DOS MERCADOS CAMBIAIS. No painel (a) são apresentados os valores das transações de dólares (a prazo e à ordem) nos mercados cambiais a nível mundial. No painel (b) temos o peso relativo das transações envolvendo as diferentes moedas em 1998. O dólar americano é de longe a principal moeda internacional. Fonte: Bank for International Settlements, “Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 1998”, October 1998.

60 bilhões de dólares por dia.<sup>1</sup> Ou seja, as transações envolvendo meramente a compra e venda de dólares é superior a 20 vezes as transações de activos com cotações em dólares na bolsa de Wall Street. No painel (a) da Figura 7.1 apresentamos a evolução das transações em dólares nas principais praças mundiais entre 1989 e 1998. O painel (b) mostra que o dólar é de longe a principal moeda nos mercados cambiais a nível mundial. Em 1998, o dólar representava cerca de 87/200 do valor total da transações com divisas a nível internacional.<sup>2</sup>

A análise dos pontos que referimos nesta introdução irá ser desenvolvida ao longo de cinco secções. Primeiro torna-se necessário apresentar de uma forma breve as principais componentes da Balança de Pagamentos, pois esta não é mais do que a representação contabilística do funcionamento do mercado cambial (secção 1). Segundo, mostramos de forma detalhada as definições das taxas de câmbio nominal e real, à vista e a prazo (secção 2). Terceiro, apresentamos a condição de paridade das taxas de juro entre duas economias (secção 3). Na secção 4, discutimos os vários regimes de mobilidade de capitais financeiros (nula, imperfeita, e perfeita) entre uma economia e o exterior e as suas implicações para a balança financeira. Finalmente, na última secção mostramos as diferenças

<sup>1</sup>Para que não restem dúvidas sobre o que significa para nós bilhões e trilhões, definimos um bilhão como  $10^9$  e um trilhão como  $10^{12}$ .

<sup>2</sup>Note que a escala deve ir de 1 a 200%, já que as trocas de moeda envolvem sempre duas moedas.

entre regimes de câmbios fixos e flexíveis.

## 7.1 A Balança de Pagamentos

A Balança de Pagamentos, que em termos reais vamos designar pela sigla (*BP*), consiste num documento onde se contabilizam as entradas e as saídas de divisas (ou moeda estrangeira) de uma economia, resultantes das seguintes operações com o exterior: (i) transacções de bens e serviços; (ii) transacções de activos financeiros; (iii) transferências unilaterais e ajudas internacionais; e (iv) transferências ou repatriamento de rendimentos de factores produtivos. Estas operações são registadas em três grandes componentes da balança de pagamentos: a Balança Corrente (*BC*), a Balança de Capitais (*BK*), e a Balança Financeira (*BF*). Por razões meramente contabilísticas associadas à elaboração prática da balança de pagamentos, existe uma rubrica que está inserida como parte da *BF*, a qual se designa por Reservas Oficiais (*RO*). No entanto, vamos isolar esta rubrica das restantes na estrutura da balança de pagamentos. A razão desta separação tem a ver com a essência económica das relações com o exterior e com o papel crucial que o banco central tem como equilibrador do mercado cambial.<sup>3</sup>

A Balança de Pagamentos em termos reais pode ser representada, a um nível bastante agregado, pela seguinte equação

$$BP \equiv BC + BK + BF + RO \quad (7.1)$$

Vamos apresentar de seguida uma breve descrição destas sub-balanças que constituem a balança de pagamentos.

### 7.1.1 A Balança Corrente

Na balança corrente (*BC*) são contabilizadas três grandes tipos de operações realizadas entre uma economia e o exterior: *transacções de bens e serviços*, *transferências unilaterais* de natureza "corrente", e *rendimentos de factores produtivos*.

As transacções de bens e serviços dizem respeito às exportações e importações. Quando uma empresa exporta bens e serviços para o exterior, estes saem do espaço económico nacional e em contrapartida é registada uma entrada de divisas na economia.<sup>4</sup> Portanto, o montante

---

<sup>3</sup>O tratamento da balança de pagamentos neste capítulo segue de perto a mais recente edição do "Manual da Balança de Pagamentos" do Fundo Monetário Internacional (5ª edição, 1993).

<sup>4</sup>Note que uma empresa pode exportar para Espanha e para o Reino Unido. Enquanto que no primeiro caso recebe um certo montante em euros como contrapartida

das exportações em termos reais ( $X$ ) deve ser contabilizado com um sinal positivo na  $BC$ . Um maior volume de exportações significa um maior montante de divisas que entram na economia, o que equivale a dizer que se verifica um aumento da oferta de divisas (ou moeda estrangeira) no mercado cambial da economia em questão. No que diz respeito às importações de bens e serviços ( $N$ ), o raciocínio é o inverso, e estas devem ser contabilizadas com um sinal negativo na  $BC$ . Consequentemente, um aumento das importações equivale a um aumento da procura de divisas na economia nacional.

Por outro lado, existem entradas e saídas de divisas numa economia que não têm uma contrapartida em termos da entrada ou saída de bens e serviços. Este tipo de fluxos monetários são designados por *transferências unilaterais externas*. Estas podem ser dirigidas quer para as famílias quer para as empresas, sendo as primeiras normalmente associadas às remessas de emigrantes, e as segundas associadas a subsídios internacionais ao investimento. Vamos designar as transferências para as famílias em termos *líquidos* e em termos reais por  $TR_X$ .<sup>5</sup> Note que as transferências dirigidas para investimento e, portanto, canalizadas para as empresas, não são contabilizadas na  $BC$  na medida em que são consideradas como "transferências de capital" e não transferências de natureza corrente. Portanto, estas transferências são contabilizadas na balança de capitais ( $BK$ ) e não na  $BC$ .<sup>6</sup>

Na balança corrente contabilizam-se ainda as entradas e as saídas de *rendimentos de factores produtivos*. Por exemplo, se os agentes económicos residentes no nosso país investirem no exterior, e se os *rendimentos* destes investimentos forem recebidos no nosso país, então verifica-se uma variação positiva na  $BC$ , já que entram divisas na economia nacional. Obviamente que quando os agentes económicos do exterior investirem na nossa economia, é muito provável que os rendimentos destes investimentos sejam também enviados para os respectivos países de origem e, portanto, verificar-se-á uma saída de rendimentos e de divisas. Vamos designar o *saldo líquido* das entradas e saídas destes rendimentos em termos reais

---

pela venda, no segundo recebe o montante em libras. A balança de pagamentos serve para contabilizar o segundo tipo de operações. Normalmente, o primeiro tipo não é contabilizado na BP até porque é extremamente difícil contabilizar todas as operações que envolvam pagamentos numa mesma moeda, como é o caso do euro nos pagamentos entre Portugal e Espanha.

<sup>5</sup>O termo "líquido" pretende dizer que esta rubrica inclui o volume de transferências que entram na economia nacional já deduzidas do montante das transferências que são enviadas para o exterior.

<sup>6</sup>Vamos apresentar a balança de capitais mais abaixo. Note que a diferença entre os termos "corrente" e "capital" tem a ver com o facto das transferências de capital serem directamente canalizadas para investimento, enquanto que as correntes não o são, sendo canalizadas para consumo ou para poupança.

por  $RF_X$  (ou seja, rendimentos dos factores produtivos do exterior). Se este saldo for positivo verifica-se uma entrada líquida de rendimentos e, consequentemente, de divisas; se for negativo verifica-se uma saída de divisas.

São estes três grandes tipos de operações económicas e os respectivos fluxos de divisas que são contabilizadas na  $BC$ : (i) transacções de bens e serviços; (ii) transferências unilaterais do exterior; (iii) transferências de rendimentos. Como os agregados acima apresentados foram definidos em termos reais, podemos escrever a balança corrente em termos reais por

$$BC = X - N + TR_X + RF_X \quad (7.2)$$

### 7.1.2 Balança de Capitais

Na Balança de Capitais, a qual é aqui expressa em termos reais por  $BK$ , são contabilizadas essencialmente as operações relacionadas com dois itens: transferências de capital; e a aquisição ou cedência de "activos não-produzidos e não-financeiros". Relativamente ao primeiro, não existem grandes dificuldades em definir transferências unilaterais de capital do exterior, pois estas comportam, por exemplo, os recebimentos do Fundo de Coesão Europeu, do PEDIP, e grande parte dos recebimentos do FEDER e do FEOGA.<sup>7</sup> Quanto aos "activos não-produzidos e não-financeiros", estes dizem respeito fundamentalmente a transacções sobre activos intangíveis, como sejam pagamentos de direitos de propriedade sobre patentes, sobre copyrights, franchising, etc..

### 7.1.3 Balança Financeira

Na Balança Financeira, também expressa em termos reais por  $BF$ , são contabilizadas as operações de entrada e saída de divisas como forma de pagamento (ou liquidação) de transacções de *activos ou capitais financeiros*. Estas transacções podem ter como alvo duas situações distintas: investimento destinado a fins produtivos ou, como é normalmente designado, *investimento directo do exterior* ( $ID_X$ ); e investimento virado essencialmente para fins especulativos nos mercados financeiros, também designado por *investimento em carteira* ou "portfolio" do exterior, para o qual iremos utilizar a sigla  $IF_X$ .

No que diz respeito ao primeiro, uma empresa estrangeira pode pretender construir uma fábrica em Portugal ou comprar uma já existente. Caso a construção ou a compra se efectue de facto, a entrada de divisas

---

<sup>7</sup>As siglas representam os seguintes planos europeus: PEDIP — Plano Europeu de Desenvolvimento Industrial Português; FEDER — Fundo Europeu Desenvolvimento Regional; FEOGA — Fundo Europeu de Organização e Garantia Agrícola.

visa fundamentalmente a actividade produtiva, e o montante destas operações contabilizam-se como investimento directo estrangeiro. O valor deste investimento pode ser expresso em termos reais por  $ID_X$ . Obviamente que quando agentes económicos nacionais investirem produtivamente no exterior saem divisas e verificar-se-á uma variação negativa no saldo do  $ID_X$ .

Segundo, agentes económicos do exterior podem ainda pretender comprar activos financeiros com o objectivo de obterem mais valias resultantes de especulação nos mercados financeiros em operações que têm normalmente uma perspectiva temporal de curto prazo. Isto é, os agentes económicos exteriores não estão interessados *directamente* na actividade produtiva na nossa economia mas sim em beneficiarem de uma remuneração de activos financeiros mais rentável nesta economia do que no exterior. Por exemplo, quando um residente no exterior compra uma acção (ou uma obrigação) emitida por empresas com sede na economia nacional, na balança de financeira contabiliza-se uma entrada de divisas no montante da transacção, bem como a correspondente saída do activo financeiro em questão. Por outro lado, quando um agente económico que resida no nosso país compra um activo financeiro emitido por uma empresa com sede no exterior, contabiliza-se uma entrada de um activo financeiro externo e uma consequente saída de divisas para o exterior. Portanto, sempre que o exterior adquire activos financeiros emitidos por um agente interno entram divisas na nossa economia e, conseqüentemente, a oferta de divisas no mercado cambial aumenta; sempre que um agente residente na nossa economia compre um activo financeiro ao exterior saem divisas, e portanto a procura de divisas no mercado cambial aumenta. A rubrica que representa o conjunto das entradas e saídas de divisas resultantes da aquisição de activos financeiros de natureza especulativa é designada por "investimento financeiro em carteira" ou "portfolio", e o seu valor em termos reais é designado por  $IF_X$ .

O saldo da balança financeira dá-nos a soma do conjunto destas duas operações de capitais financeiros: operações viradas directamente para actividades produtivas ( $ID_X$ ), e operações de capitais financeiros viradas para actividades especulativas ( $IF_X$ ). Se esta balança apresentar um saldo positivo isto significa que houve uma entrada de divisas superior à saída (e vice versa). Portanto, podemos escrever o saldo da balança de capitais em termos reais como sendo dado por

$$BF = ID_X + IF_X \quad (7.3)$$

#### 7.1.4 Reservas Oficiais

Nesta rubrica contabiliza-se a intervenção do banco central ao nível das operações com o exterior, e iremos designá-la em termos reais por *RO*. Quais as razões que fazem com que, num determinado ano, esta rubrica tenha um maior ou menor valor registado na balança de pagamentos? Iremos mostrar que esse valor está intimamente relacionado com as necessidades de financiamento de défices/excedentes da balança de pagamentos. Estes resultam das *intervensões do banco central no mercado cambial com o objectivo de influenciar a determinação da taxa de câmbio, as quais causam desequilíbrios que têm necessariamente de ser financiados*. Portanto, sempre que a balança de pagamentos não atinja de forma *automática* um equilíbrio, isto só pode ser um resultado da "rigidez" na taxa de câmbio, a qual é em grande parte causada por uma posição ou intervenção do banco central. Assim, terá de ser este banco a financiar tal desequilíbrio.<sup>8</sup> Será conveniente desenvolver este ponto um pouco mais.

Suponha que num determinado ano a balança de pagamentos apresenta, por exemplo, um saldo negativo ou seja, um défice contabilístico. Isto é:  $BC + BK + BF < 0$ . Este défice significa que terão de sair do país mais divisas do que aquelas que entraram, e, portanto, *a procura de divisas é maior que a oferta no mercado cambial*. Nesta situação existem duas alternativas: (i) o banco central não intervém no mercado cambial e a taxa de câmbio irá necessariamente subir devido à pressão exercida pelo excesso da procura de divisas relativamente à oferta; (ii) o banco central pretende manter a taxa de câmbio no nível actual e, de forma a reequilibrar a procura e a oferta de divisas, coloca à venda no mercado cambial um montante que corresponde à diferença entre a procura e a oferta para aquela taxa de câmbio. No caso da primeira hipótese, é a variação na taxa de câmbio que elimina o desequilíbrio no mercado cambial e na balança de pagamentos; no segundo caso, para que o banco central possa manter a taxa de câmbio e eliminar o desequilíbrio terá de ter em seu poder um montante de divisas (pelo menos) igual ao valor do défice.

No caso do banco central preferir a hipótese (ii), mas não dispuser de divisas suficientes para vender no mercado cambial e eliminar assim o excesso de procura relativamente à oferta, o mesmo terá de recorrer a empréstimos externos junto dos mercados financeiros internacionais. Portanto, é fácil perceber quais são as duas componentes fundamentais

---

<sup>8</sup>Lembre-se que a balança de pagamentos é um documento contabilístico, portanto, terá de estar sempre equilibrada em qualquer ano. A questão fundamental é: se não estiver equilibrada, quem é que intervém de forma a *garantir* o seu reequilíbrio? É o banco central, porque é este agente que tem a responsabilidade de gerir o mercado cambial, e foi ele o responsável por manter a taxa de câmbio num nível que levou a tal desequilíbrio na balança de pagamentos (no mercado cambial).

da rubrica  $RO$ : ou o banco central tem reservas sobre o exterior (ouro e divisas) e vende no mercado cambial uma parte das mesmas de forma a financiar o défice, sendo a variação negativa nas suas reservas denominada por  $-\Delta RLX$ ,<sup>9</sup> ou o banco pura e simplesmente não tem reservas e vê-se obrigado a recorrer a empréstimos ou créditos externos ( $CE$ )

$$RO = -\Delta RLX + \Delta CE \quad (7.4)$$

Se a rubrica  $RO$  representa o conjunto das intervenções do banco central no mercado cambial (comprando e vendendo divisas), de forma a equilibrar a balança de pagamentos, uma  $RO > 0$  representa uma compra ou uma venda de divisas por parte deste banco? Como um *défice* da Balança de Pagamentos representa uma situação em que a *procura de divisas é superior à oferta*, então a  $RO > 0$  terá de representar uma venda de divisas por parte do banco central de forma a equilibrar a procura e a oferta. Por outro lado, uma  $RO < 0$  representa uma compra de divisas por parte do banco central. Portanto, podemos sintetizar da seguinte forma:

$RO > 0$ , Banco Central vende divisas (financia o défice da $BP$ )
$RO < 0$ , Banco Central compra divisas (absorve o excedente da $BP$ )

### 7.1.5 Um Exemplo da Balança de Pagamentos

Na *Figura 7.2* apresentamos um défice da balança de pagamentos que foi financiado por uma intervenção do banco central através da venda de divisas no montante de 150 unidades monetárias. A balança de pagamentos pode-se dividir em dois grandes blocos: acima da "linha" e abaixo da "linha". Acima da linha temos as actividades dos agentes económicos privados e do Governo,<sup>10</sup> enquanto que abaixo da mesma temos as intervenções do banco central no sentido de financiar os défices ou excedentes da balança de pagamentos. No exemplo apresentado na *Figura*

<sup>9</sup> $RLX$  é a sigla para "Reservas Líquidas sobre o Exterior" em termos reais, isto é, a soma do valor do ouro e divisas medidos em termos reais.

<sup>10</sup>Note que o "Governo", tido como o conjunto das actividades conduzidas pela administração pública a nível central, regional, e local, é uma instituição diferente do "Banco Central". Este banco faz parte do Estado como o Governo, mas enquanto o Banco Central é uma instituição do sector monetário, o Governo faz parte do sector real da economia. Portanto, convém ter presente que esta separação é crucial para entender muito do discurso ao nível da macroeconomia e deste livro.

7.2, a actividade económica dos agentes económicos privados e do Governo levaram a um défice na *BC*, juntamente com a *BK* e a *BF* no montante de  $-150$  unidades monetárias. O banco central financiou este défice através da venda de 150 unidades monetárias de divisas, as quais foram obtidas a partir de duas fontes: (i) desfazendo-se de 65 unidades monetárias de *RLX* que o banco tinha em seu poder; (ii) 85 unidades monetárias de divisas que o banco central obteve como empréstimo externo.

## 7.2 Taxas de Câmbio

Nesta secção vamos analisar duas questões. Primeiro, apresentamos as definições das taxas de câmbio nominal e real. Segundo, explicamos a diferença entre taxas de câmbio "à vista" e "a prazo".

### 7.2.1 A taxa de câmbio nominal

Ao longo dos capítulos anteriores já apresentámos, ainda que de uma forma breve, a definição da taxa de câmbio nominal que utilizamos neste livro. Foi referido que a taxa de câmbio nominal representa o custo económico, em termos do número de unidades de moeda nacional, que um agente tem de pagar para deter uma unidade do activo que se transacciona no mercado cambial, isto é, uma unidade de moeda estrangeira. Ou dito de outra forma, dá o poder de compra da moeda nacional em termos de moeda estrangeira. Nesta secção vamos apresentar uma versão mais formal da definição acima.

Na forma matemática, a taxa de câmbio nominal é definida como o montante de unidades de moeda nacional que são necessários para comprar uma unidade de moeda estrangeira, e designando a taxa de câmbio nominal por  $E$ , esta pode ser apresentada pela seguinte equação

$$E \equiv \frac{\text{número de Euros}}{1 \text{ unidade de moeda estrangeira}} \quad (7.5)$$

Deve notar que sendo a taxa nominal de câmbio definida conforme a equação (7.5), então um aumento de  $E$  significa uma depreciação ou desvalorização do valor da moeda nacional (visto que será necessária uma maior quantidade de moeda nacional para adquirir a mesma unidade de moeda estrangeira), enquanto que uma descida de  $E$  representa uma apreciação ou valorização do valor da moeda nacional.

A terminologia que utilizámos para expressarmos as variações de  $E$  não foi meramente aleatória (depreciação vs desvalorização, e apreciação vs valorização). Numa economia onde vigore um regime de câmbios fixos,



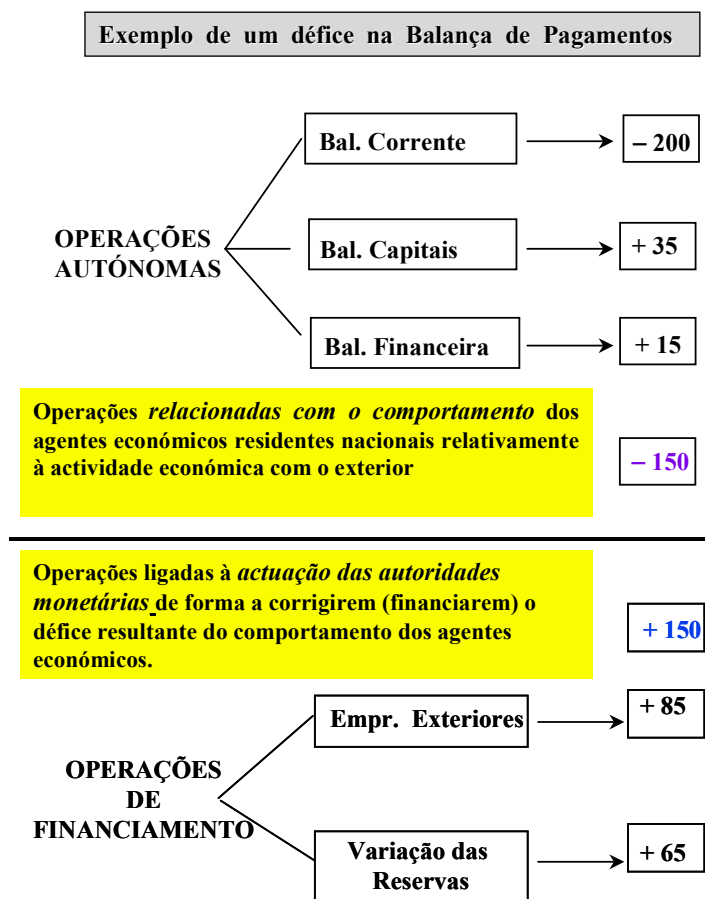


Figura 7.2: ESTRUTURA DA BALANÇA DE PAGAMENTOS. Um exemplo de um défice na balança de pagamentos e o seu financiamento.

as alterações no valor de  $E$  são provocadas por uma intervenção directa do banco central e não pela mera acção dos agentes privados no mercado cambial. Portanto, neste regime cambial não se deve dizer que a moeda nacional "se depreciou" ou "se apreciou": deve antes dizer-se que a moeda nacional foi *desvalorizada/valorizada* pela intervenção directa do banco central nos mercados cambiais. Em contrapartida, os termos "apreciação" e "depreciação" correspondem às alterações no valor da moeda nacional num regime de câmbios perfeitamente flexíveis, regime onde o banco central não intervém no mercado cambial. A caixa seguinte põe estes aspectos em relevo.

	<b>Câmbios fixos:</b>	<b>Câmbios flexíveis:</b>
$\uparrow E$ :	desvalorização	depreciação
$\downarrow E$ :	valorização	apreciação

Na *Figura 7.3* apresentamos a evolução das taxas de câmbio nominais de várias moedas contra o dólar americano desde o início do ano de 2000. Como se pode facilmente constatar existe grande heterogeneidade no comportamento das várias taxas de câmbio. O dólar australiano depreciou-se até meados de 2001, invertendo-se esta tendência desde então. Bastante interessantes são também os casos do euro, da moeda brasileira (real) e da moeda da Coreia do Sul. Veja-se o caso do real. No ano de 2002, esta moeda perdeu em poucos meses cerca de 50% do seu valor face ao dólar, passando de cerca de 2 para cerca de 4 reais por dólar. Uma situação semelhante aconteceu à moeda coreana em finais de 2000, onde passou de cerca de 1100 para 1400 won por dólar em pouco mais de 5 meses. Mesmo uma moeda à partida considerada "forte" — o euro — perdeu cerca de 20% do seu valor ao longo do ano de 2000. Portanto, podemos concluir que no curto prazo as taxas de câmbio nominais são extremamente voláteis, sugerindo que existem grandes flutuações na procura e na oferta destas divisas nos mercados cambiais internacionais.

### 7.2.2 A taxa de câmbio real

A taxa de câmbio real dá-nos o valor da moeda nacional expresso não em termos nominais, mas sim em termos reais, ou seja, em termos dos bens e serviços que poderão ser adquiridos em termos internacionais com uma unidade de moeda nacional. O objectivo fundamental é expurgar o

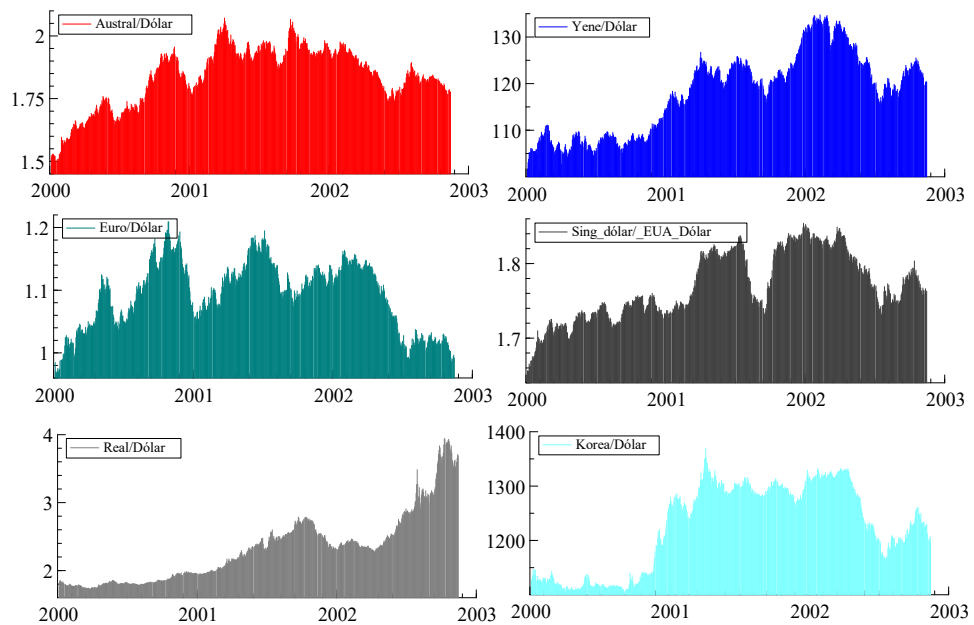


Figura 7.3: A VOLATILIDADE DAS TAXAS DE CÂMBIO. As taxas de câmbio nominais diárias para o dólar australiano, o yene japonês, o euro, o dólar de Singapura, o real brasileiro e para o won Coreano face ao dólar americano.

efeito que pode resultar da diferença existente entre os níveis gerais de preços em duas economias no sentido de determinar o "verdadeiro" poder de compra da moeda nacional. Designando a taxa de câmbio real por  $E^r$ , e usando o dólar americano como moeda de troca com a moeda nacional (o euro), podemos definir  $E^r$  como

$$E^r \equiv \frac{\frac{x \text{ euros}}{1 \text{ dólar}}}{P_X} = \left( \frac{P_X}{P} \right) E \quad (7.6)$$

onde  $E$  é a taxa de câmbio nominal ( $E \equiv x \text{ euros}/1 \text{ dólar}$ ), enquanto que  $P_X$  e  $P$  são, respectivamente, o nível geral de preços dos bens e serviços nos EUA e o nível geral de preços dos bens e serviços na economia nacional. Portanto, em termos económicos a taxa de câmbio real não é mais do que o rácio entre o valor real da moeda nacional ( $x \text{ euros}/P$ ) relativamente ao valor real da moeda dos EUA ( $1 \text{ dólar}/P_X$ ).

Com esta definição, a taxa de câmbio real permite transformar duas unidades monetárias diferentes (quando medidas em termos nominais) num denominador comum, possibilitando a comparação directa do verdadeiro *poder de compra* da moeda nacional relativamente a uma moeda estrangeira. Por exemplo, suponha que um determinado tipo de hamburger custa em Portugal cerca de 4 euros, e que a taxa de câmbio nominal do euro relativamente ao dólar americano é de  $E = 1.1$  (isto é, são necessários 1.1 euros para comprar 1 dólar). Sem saber qual é o preço dos hamburgers nos EUA você conseguirá saber quantos hamburgers consegue comprar com 100 euros? Conseguirá saber *quanto valem efectivamente ou realmente* os 100 euros nos EUA? A resposta é "não"! Suponha agora que o preço de um hamburger neste país é de 4.5 dólares. Será fácil verificar que, enquanto os 100 euros valem 25 hamburgers em Portugal, eles valem apenas cerca de 20.2 hamburgers quando a taxa de câmbio nominal é corrigida pela relação entre os preços dos hamburgers nos dois países. Para obter os 20.2 hamburgers, basta dividir os 25 hamburgers que se poderiam obter (em termos reais) em Portugal pela taxa real de câmbio. Como esta taxa é de  $E^r = (4.5/4) 1.1 \simeq 1.24$  — isto é, um hamburger nos EUA é 24% mais caro que em Portugal — então  $25/1.24 \approx 20.2$ .<sup>11</sup>

Note bem qual é a diferença existente entre a taxa de câmbio nominal e a real. A taxa de câmbio nominal por si só, para além do número de unidades necessárias para adquirir uma unidade de moeda estrangeira, não nos dá informação muito significativa sobre o seu verdadeiro valor

<sup>11</sup>O valor de 89.6 hamburgers pode ser obtido de uma outra (mas equivalente) forma. Os 100 euros convertidos à taxa de câmbio nominal ( $E = 1.1$ ) dão 90.9 dólares ( $100/1.1$ ). Como cada hamburger custa 4.5 dólares, o resultado é:  $90.9/4.5 \approx 20.2$ .

real. Uma taxa de câmbio medida em termos reais já nos dá uma informação significativa sobre a capacidade competitiva de uma economia ao nível da produção de bens e serviços. No exemplo acima, como os hamburgers são muito mais baratos em Portugal do que nos EUA, Portugal deveria exportar hamburgers para aquele país. Portanto, *enquanto que a taxa de câmbio medida em termos nominais nos dá o montante de unidades de moeda estrangeira que conseguimos comprar com um determinado montante de moeda nacional, a taxa de câmbio em termos reais dá-nos o montante de bens e serviços que podemos adquirir no exterior com esse montante de moeda nacional.*

### 7.2.3 Taxas de câmbio "à vista" e "a prazo"

A primeira função fundamental dos mercados cambiais consiste em criar os mecanismos que permitam as transacções de uma moeda nacional por outras num dado momento no tempo. Quando todos os compromissos são realizados no momento presente temos operações à vista; ou seja, o preço das divisas que eu compro hoje e pago hoje é designado por taxas de câmbio "à vista".

Em oposição a este tipo de taxas de câmbio, existem também as taxas de câmbio "a prazo".<sup>12</sup> Estas taxas estão intimamente relacionadas com a segunda função fundamental dos mercados cambiais: limitar ou reduzir a incerteza e o risco nestes mercados. Para quem tem de comprar e vender divisas nos mercados cambiais, existe uma margem de risco associada a este tipo de actividades porque é frequente verificar-se a existência de hiatos significativos entre pagamentos e recebimentos envolvendo moeda estrangeira. Por exemplo, suponha o caso de uma empresa que importa bens do exterior. Esta terá muitas das vezes de assumir no momento presente compromissos de pagar uma determinada quantia em dólares somente daqui a três meses, ou seis meses. Qual será o valor do dólar daqui a três meses? E daqui a seis meses? Daqui resulta a segunda função fundamental dos mercados cambiais acima referida e que consiste em prover seguros contra o risco cambial de forma a limitar ou reduzir a incerteza nas decisões dos agentes económicos nestes mercados.

Uma das formas de reduzir este risco cambial é criar um tipo de operações no mercado cambial onde se transaccione a prazo moeda estrangeira contra moeda nacional. Um agente negocia hoje um determinado preço por moeda estrangeira e só receberá e liquidará esta moeda daqui a  $n$  meses. Se a taxa de câmbio "à vista" tem sido denominada por  $E_t$ , podemos designar a taxa de câmbio "a prazo" por  $E_t^P$ . Note que

---

<sup>12</sup>Em inglês, as primeiras são denominadas por taxas de câmbio "spot" e as segundas por "forward".

o valor desta taxa relativamente a 30 dias, 60 dias ou 90 dias é *hoje* conhecido sem qualquer incerteza. Se presentemente os agentes esperarem que o euro se deprecie 5% relativamente ao dólar durante o próximo mês, então o preço praticado *hoje* de comprar dólares daqui a um mês será  $E_t^{30} = E_t(1 + 0.05)$ . Se esta previsão se mantiver ao longo de todos estes meses, teremos logicamente que, nas transacções a prazo que se efectuarem hoje no mercado, o preço do dólar estará de acordo com a seguinte relação<sup>13</sup>

$$E_t < E_t^{30} < E_t^{60} < E_t^{90}$$

onde o índice 30 refere-se à taxa de câmbio a prazo a 30 dias, o de 60 a 2 meses, etc..<sup>14</sup>

### 7.3 A Paridade das Taxas de Juro (PTJ)

A paridade das taxas de juro consiste numa relação entre as taxas de juro de dois países (com moedas diferentes) de forma a garantir o equilíbrio simultâneo nos mercados de capitais financeiros entre esses dois países. Este equilíbrio simultâneo é garantido se for irrelevante para um agente económico residente em qualquer desses países investir num ou noutra mercado.

Numa economia aberta ao exterior, e no que diz respeito aos fluxos de capitais financeiros, os factores que determinam se é mais rentável para um agente económico investir as suas poupanças no mercado financeiro nacional ou no mercado financeiro do exterior são dois: (a) o diferencial entre as taxas de juro nominal nos dois países ( $i - i_x$ ), onde " $i$ " é a taxa de juro interna e " $i_x$ " é a taxa de juro externa; (b) a *taxa de variação esperada* para a taxa de câmbio nominal ( $\Delta E^e$ ) entre as duas moedas nacionais. A relação que inclui estas três variáveis é normalmente designada por paridade (não-coberta) das taxas de juro.

Existem dois tipos de paridade das taxas de juro: a paridade *não-coberta* e a paridade *coberta*. A diferença fundamental entre as duas consiste no facto de se incluir o *valor esperado para a taxa de câmbio* na primeira, enquanto que na segunda se inclui a *taxa de câmbio a prazo* de forma a cobrir os riscos ou a incerteza cambial.

<sup>13</sup>Lembre-se que segundo a nossa definição da taxa de câmbio, uma subida de  $E$  é equivalente a uma perda de valor da moeda nacional.

<sup>14</sup>Existem ainda outras formas, criadas mais recentemente, de limitar o risco de operações cambiais. Estas são "futuros", "opções" e "swaps". Por exemplo, swaps são acordos de compra e venda de divisas para duas datas diferentes mas feitos simultaneamente. Para mais detalhes sobre estas operações, vide Robert McDonald (2002), *Derivatives Markets*, Addison-Wesley, New York.

### 7.3.1 Um exemplo de PTJ

Um exemplo numérico serve para clarificar o que são estas paridades. Suponha que a família Simpson tinha um determinado montante de poupanças (1000 euros) aplicadas financeiramente na nossa economia, as quais recebiam uma remuneração anual dada pelo nível da taxa de juro vigente na economia nacional ( $i$ ). Ao fim de um ano o montante total do capital, incluindo os juros, será igual a  $1000(1+i)$ . Se os Simpson pretendessem verificar se o investimento das suas poupanças nos EUA seria mais rentável do que em Portugal deveriam percorrer três passos.

Primeiro, teriam de transformar os euros em dólares para os investir nos EUA. O montante em dólares resultaria da aplicação da taxa de câmbio nominal em vigor no presente momento  $t$  — dada por  $E_t$  — sobre o montante em euros, o qual daria um valor em dólares de  $1000/E_t$ . Segundo, aplicando financeiramente nos EUA o montante  $1000/E_t$ , os Simpson teriam ao fim de um ano um capital total no valor de  $(1000/E_t)(1+i_x)$ .

Terceiro, no início do próximo ano — portanto, quando o período  $t+1$  se inicia — os Simpson teriam de "pegar" no seu montante de capital expresso em dólares e reconvertê-lo novamente em euros. Para obter o novo montante do capital expresso em euros, teremos de aplicar a taxa de câmbio em vigor no período  $t+1$ ,  $E_{t+1}$ , sobre o capital expresso em dólares. Portanto, como o montante do capital em dólares no início do ano  $t+1$  é de  $(1000/E_t)(1+i_x)$ , o seu novo valor em euros será dado por  $(1000/E_t)(1+i_x)E_{t+1}$ . Note que se não se verificar qualquer variação na taxa de câmbio nominal, isto é, se  $E_t = E_{t+1}$ , então o montante de capital em  $t+1$  já na forma de escudos seria dado por  $1000(1+i_x)$ .

Podemos facilmente deduzir do exemplo apresentado que as remunerações dos activos financeiros só serão idênticas nos dois países ao longo de um período de tempo se a seguinte condição for verificada:  $1000(1+i) = (1000/E)(1+i_x)E_{t+1}$ . Esta condição pode ser simplificada através da eliminação da constante 1000, e podemos escrever

$$(1+i) = \frac{1}{E_t} (1+i_x) E_{t+1} \quad (7.7)$$

A condição (7.7) dá-nos o equilíbrio entre os dois mercados financeiros, isto é, a paridade entre as taxas de juro, numa situação em que a taxa de câmbio nominal entre as duas moedas pode sofrer alterações. Para os Simpson, se a condição (7.7) se verificasse seria totalmente irrelevante investir os seus capitais financeiros em Portugal ou nos EUA. No entanto, se  $(1+i) < \frac{1}{E_t} (1+i_x) E_{t+1}$ , então seria mais rentável fazer o investimento financeiro nos EUA.

### 7.3.2 A PTJ com incerteza não-coberta

A PTJ pode ser reescrita de uma forma bastante mais intuitiva. Com uma simples manipulação algébrica podemos obter  $E_{t+1}/E_t = (E_t + \Delta E_t)/E_t = 1 + \Delta E_t/E_t$ , onde  $\Delta E_t/E_t$  não é mais do que a taxa de crescimento de  $E$  entre os 2 períodos de tempo, ou seja, é a taxa de depreciação cambial da moeda nacional. Portanto podemos escrever a PTJ como

$$(1 + i) = \left(1 + \frac{\Delta E}{E}\right) (1 + i_x) \quad (7.8)$$

Executando a multiplicação dos termos do lado direito da expressão acima, e procedendo à simplificação desta multiplicação, podemos obter o seguinte resultado:  $i = i_x + \Delta E/E + i_x (\Delta E/E)$ . Como o valor de  $i_x (\Delta E/E)$  é normalmente muito próximo de zero,<sup>15</sup> então sem perda de rigor pode-se escrever

$$i \approx i_x + \Delta E/E. \quad (7.9)$$

A expressão (7.9) dá-nos precisamente a condição da *paridade das taxas de juro* entre duas economias em que a taxa nominal de câmbio entre ambas as moedas nacionais possa sofrer alterações.

Obviamente que a variação em  $E$  não é conhecida com exactidão no início do período  $t$  — isto é, quando os Simpson decidem aplicar as suas poupanças em Portugal ou nos EUA — e, portanto, faz mais sentido utilizar o *valor esperado para a variação* da taxa de câmbio nominal ( $\Delta E^e$ ) em vez do valor efectivo desta variação ( $\Delta E$ ). Utilizando o valor esperado devemos substituir  $\Delta E = \Delta E^e$  na expressão (7.9), sendo  $\Delta E^e/E$  designado por taxa de crescimento esperada da taxa de câmbio nominal, ou simplesmente *taxa de depreciação esperada da moeda nacional*. Se os Simpson esperarem que a taxa de câmbio nominal cresça 5% ao longo do ano (ou seja, esperam que a moeda nacional se deprecie 5% relativamente ao dólar), eles só investirão as suas poupanças nos EUA se  $i < i_x + 0.05$ . Por outro lado, se conceberem a expectativa de que a taxa de câmbio irá permanecer inalterada ao longo do ano, então  $\Delta E^e = 0$ , e os Simpson só investirão nos EUA se  $i < i_x$ .

Pode-se generalizar os resultados acima através da seguinte síntese: *caso os capitais financeiros possam circular livremente entre os dois países, os respectivos mercados financeiros só estarão em equilíbrio simultâneo se a condição da paridade das taxas de juro se verificar. Esta condição depende das expectativas sobre a possível variação da taxa de câmbio nominal entre as duas moedas nacionais:*

<sup>15</sup>O produto de duas taxas de pequena grandeza dá um valor aproximadamente igual a zero. Supondo que  $i_x = 5\%$  e  $\Delta E/E = 5\%$ , o resultado do produto destas não será muito diferente de zero:  $0.05 \times 0.05 = 0.0025 \approx 0$ .



$$\begin{array}{l}
 i \approx i_x + \Delta E^e / E \quad , \quad \text{se} \quad \Delta E^e \neq 0 \\
 i \approx i_x \quad \quad \quad \quad , \quad \text{se} \quad \Delta E^e = 0
 \end{array}$$

### 7.3.3 A PTJ "coberta"

Conforme vimos na secção anterior existem no mercado cambial dois tipos de taxas de câmbio entre cada duas moedas nacionais: a taxa de câmbio "à vista" ( $E_t$ ), e a taxa de câmbio "a prazo" ( $E_t^P$ ). Esta última taxa serve para os agentes económicos reduzirem a incerteza sobre uma futura transacção (ou troca) entre as duas moedas. Como o valor da taxa de câmbio a prazo é totalmente conhecido no presente, pois resulta de um contrato que é redigido "hoje" e estipula qual a taxa de câmbio de conversão das duas moedas num dado momento no futuro, a expressão da paridade das taxas de juro que reduz a incerteza sobre a variação da taxa de câmbio pode ser escrita do seguinte modo

$$(1 + i) = \frac{E_t^P}{E_t} (1 + i_x) \quad (7.10)$$

a qual consiste precisamente em reescrever a equação (7.7) de forma a substituir a taxa de câmbio do período  $t + 1$  que está naquela equação  $E_{t+1}$  (e cujo valor não é obviamente conhecido com precisão no presente) pelo valor da taxa de câmbio a prazo ( $E_t^P$ ), o qual é conhecido com precisão no presente.

A equação (7.10) representa a paridade *coberta* das taxas de juro entre duas economias, e o termo "coberta" pretende representar uma situação em que os agentes económicos podem eliminar o risco ou a incerteza cambial de investirem em activos financeiros nas duas economias. Neste caso, só será irrelevante para os Simpson investirem financeiramente em qualquer dos países se a condição expressa em (7.10) se verificar. É fácil constatar que, se a taxa de câmbio a prazo for igual à taxa de câmbio à vista, isto é se  $E_t^P = E_t$ , então a paridade das taxas de juro entre as duas economias será dada por  $i \approx i_x$ . No entanto, se existir a expectativa nos mercados cambiais de que a moeda nacional se vai depreciar no futuro, então o valor de  $E_t^P$  será superior a  $E_t$ , e, conseqüentemente, os Simpson só investirão financeiramente nos EUA se  $(1 + i) < \frac{E_t^P}{E_t} (1 + i_x)$ .

## 7.4 Mobilidade de Capitais e Balança Financeira

Existem três tipos de regimes de mobilidade de capitais: mobilidade nula, mobilidade imperfeita, e mobilidade perfeita de capitais. De seguida va-

mos apresentar as principais características de cada um destes regimes, bem como as suas implicações para o funcionamento do mercado cambial.

Conforme vimos na secção anterior existem dois grandes tipos de fluxos de capitais financeiros que entram e saem de uma economia: fluxos para investimento produtivo e, portanto, virados para o longo prazo e fluxos para aplicações financeiras em actividades meramente especulativas (portfolio), as quais são normalmente viradas para o curto prazo. O saldo da balança financeira em termos reais é dado pela soma destes dois tipos de fluxos e uma função simples que exprime este saldo é dada por

$$BF = b_0 + b_1(i - \hat{i}_x) \quad (7.11)$$

em que  $b_0$  reflecte o nível do investimento directo do exterior,  $b_1$  é a sensibilidade da balança financeira relativamente ao diferencial entre a taxa de juro interna e externa ( $i - \hat{i}_x$ ). Para simplificar a exposição utilizámos a seguinte definição para a taxa de juro externa

$$\hat{i}_x = i_x + \Delta E^e / E$$

sendo  $i_x$  a taxa de juro nominal externa, e  $\Delta E^e / E$  a taxa de depreciação esperada da moeda nacional.

Relativamente a  $b_0$ , o investimento directo do exterior não depende, normalmente, do comportamento de variáveis económicas que tenham relevância no curto prazo. Como estamos a analisar o funcionamento da economia no curto prazo, faz todo o sentido assumir que o nível deste tipo de investimento seja tratado como uma variável autónoma, isto é, que não depende do funcionamento da economia no curto prazo.

O termo  $b_1(i - \hat{i}_x)$  na equação (7.11) dá-nos o saldo dos fluxos financeiros relacionados com operações de curto prazo. Como explicar que o diferencial entre as taxas de juro afecte estes fluxos? A resposta a esta questão é fácil de dar depois de ter estudado, na secção anterior, a paridade das taxas de juro entre duas economias. Como a paridade das taxas de juro nos dá a condição que torna irrelevante investir financeiramente numa ou noutra economia, pode-se facilmente concluir quando é mais atractivo investir num determinado país. O saldo das aplicações financeiras de curto prazo num determinado país será

$$\begin{aligned} \text{positivo se:} \quad & i > i_x + \Delta E^e / E \\ \text{negativo se:} \quad & i < i_x + \Delta E^e / E \end{aligned} \quad (7.12)$$

Portanto, as três variáveis que de forma significativa *podem afectar* directamente a balança financeira são as seguintes: a taxa de juro interna ( $i$ ), a taxa de juro externa ( $i_x$ ), e as expectativas sobre a taxa de câmbio

nominal ( $\Delta E^e$ ). No entanto, estas diferentes variáveis afectam a balança financeira *dependendo do regime de mobilidade de capitais adoptado pelo Banco Central e Governo*. Isto é, a função (7.11) é válida em termos gerais, somente que os diferentes regimes de mobilidade de capitais produzem diferentes simplificações na mesma. Existem três grandes regimes de mobilidade de capitais: mobilidade nula, mobilidade imperfeita, e mobilidade perfeita.<sup>16</sup> Estes diferentes regimes podem ser sintetizados a partir do valor do parâmetro  $b_1$ .

- $b_1 = 0 \implies$  Mobilidade nula de capitais
- $b_1 > 0 \implies$  Mobilidade imperfeita de capitais
- $b_1 \rightarrow \infty \implies$  Mobilidade perfeita de capitais

#### 7.4.1 Mobilidade nula de capitais

A mobilidade nula de capitais existe quando o governo de uma dada economia impõe enormes restrições às transacções de capitais financeiros entre a economia nacional e o exterior. Em muitos países ainda se verifica uma situação em que os governos *proíbem legalmente* a livre circulação de capitais financeiros relativamente ao exterior, e impõe a condição na qual a exportação destes capitais só pode ser efectuada se o banco central autorizar, o que normalmente não acontece porque este banco e a própria economia não têm reservas externas (divisas e ouro) suficientes para fazerem face às suas responsabilidades externas no curto prazo.

Neste regime a condição que nos dá a paridade das taxas de juro não produz qualquer efeito sobre a  $BF$ , isto é o valor de " $b_1$ " é nulo. Por mais favorável que seja investir financeiramente no exterior — ou seja, por maior que possa ser a relação  $i < \hat{i}_x$  — isto não irá afectar minimamente o saldo da balança financeira. Note que no caso de  $i > \hat{i}_x$ , também não existirão muitos incentivos à entrada de capitais na economia nacional porque os investidores não poderão depois reconverter os seus capitais financeiros na moeda do seu país, já que o banco central do país receptor (onde não há mobilidade de capitais) não o permite. Portanto, podemos sintetizar o comportamento da mobilidade nula de capitais pelas duas seguintes condições:

---

<sup>16</sup>Para simplificar, daqui em diante, vamos designar  $\hat{i}_x$  simplesmente por "taxa de juro do exterior". De facto isto não é totalmente correcto, pois como vimos é a soma da taxa de juro do exterior com a taxa de depreciação esperada da moeda nacional. No entanto é estremamente "económico" em termos de exposição.

$$b_1 = 0$$

$$BF = b_0$$

### 7.4.2 Mobilidade imperfeita de capitais

O regime de mobilidade imperfeita de capitais vigora numa economia quando não existem grandes obstruções à circulação de capitais financeiros entre esta economia e o exterior. No entanto, apesar de não se verificarem restrições legais significativas à saída destes capitais, continuam a existir alguns factores que impedem que os mesmos possam de facto circular sem nenhuma restrição à sua mobilidade. Estes factores podem ser de vários tipos, e algumas destes são: (i) *informação imperfeita* sobre o funcionamento institucional dos diferentes mercados financeiros internacionais; (ii) *burocracia processual e incerteza* sobre diferenciais entre taxas de imposto sobre mais valias de capital, (iii) *incerteza sobre a estabilidade política e económica* em muitos países. Quanto mais importantes ou fortes forem estes factores num determinado país, mais perto estará a sua economia do regime de mobilidade nula de capitais; e quanto menos fortes forem aqueles, mais perto estará a economia do regime de mobilidade perfeita de capitais.

Se a mobilidade nula de capitais pode ser expressa pela condição  $b_1 = 0$ , então a mobilidade imperfeita deve requerer uma condição do tipo  $b_1 > 0$ . No entanto, como a condição do regime de mobilidade perfeita de capitais se caracteriza pela condição  $b_1 \rightarrow \infty$  (iremos discutir esta condição de forma mais detalhada um pouco mais abaixo), será fácil compreender que a mobilidade imperfeita requererá também a condição  $j < \infty$ . Portanto, podemos sintetizar o impacto da paridade das taxas de juro sobre o fluxo de capitais de natureza financeira entre duas economias, no regime de mobilidade imperfeita de capitais, pela condição  $b_1 (i - \hat{i}_x)$ , sendo  $0 < b_1 < \infty$ .

Portanto, neste regime de mobilidade de capitais o saldo da balança financeira é afectado por duas forças: por um lado, pelo investimento directo estrangeiro; e por outro, pela condição da paridade das taxas de juro (ou seja pelo diferencial entre a taxa de juro interna e externa, corrigido pela expectativa sobre a evolução cambial). De forma a expressar a mobilidade imperfeita de capitais em termos matemáticos, podemos representar este regime pelo seguinte par de equações

$$0 < b_1 < \infty$$

$$BF = b_0 + b_1 \cdot (i - \hat{i}_x)$$

### 7.4.3 Mobilidade perfeita de capitais

A mobilidade perfeita de capitais verifica-se quando não existem quaisquer entraves à livre circulação de capitais financeiros entre dois espaços económicos. Para além da total ausência de entraves de natureza legal à circulação de capitais, as condições (i) a (iii) acima referidas também não se verificam.

Conforme verificámos na secção anterior, a paridade das taxas de juro entre duas economias implica que, para ser irrelevante investir financeiramente numa ou noutra economia, a seguinte condição terá de se verificar (*vide* equação 7.9):  $i = \hat{i}_x$ . Caso esta condição não se verifique num dado momento no tempo, e se se verificar a existência de mobilidade perfeita de capitais, então os elevados fluxos financeiros que passarão a existir entre os dois países levarão necessariamente a que, ao fim de um determinado período de tempo, a paridade volte novamente a verificar-se. Portanto, o livre funcionamento dos mercados financeiros entre dois países leva forçosamente ao equilíbrio entre os dois termos da paridade das taxas de juro através de um processo de arbitragem. Portanto, os dois mercados financeiros só estarão em equilíbrio se a paridade se mantiver  $i = \hat{i}_x$ .

Num regime de mobilidade perfeita de capitais, qualquer pequena variação positiva (ou negativa) no diferencial entre as duas taxas de juro provoca enormes entradas (saídas) de capitais financeiros, que eliminam rapidamente qualquer diferença relevante entre as duas taxas. Assim sendo, neste regime a balança financeira pode ser escrita pelo par de condições

$$b_1 \rightarrow \infty$$

$$i = \hat{i}_x$$

(7.13)

A segunda condição presente em (7.13) pode parecer estranha à primeira vista. Porque razão, se  $b_1 \rightarrow \infty$ , a expressão da balança financeira será dada por  $i = \hat{i}_x$ ? Um exemplo gráfico esclarece esta questão facilmente, *vide* *Figura 7.4*. No caso da mobilidade nula, o nível da taxa de juro interna não afecta minimamente o saldo da balança financeira porque

não é permitido (por lei ou por outras razões) que os capitais financeiros saiam da economia nacional. Nesta situação a taxa de juro interna pode ser muito maior (ou menor) que a taxa de juro externa, que isto em nada afecta o saldo da balança financeira. Portanto, nesta situação este saldo será inteiramente dado pelo valor de  $b_0$ . A representação gráfica da balança financeira no plano  $(BF, i)$  será feita por uma linha vertical, indicando que se a taxa de juro interna subir de  $i_A$  para  $i_B$ , o valor da  $BF$  permanece inalterado, passando a  $BF$  do ponto A para o ponto B.

No caso da mobilidade imperfeita de capitais, o mesmo aumento da taxa de juro interna já produz alguma entrada de capitais financeiros (obviamente se a taxa de juro externa permanecer constante), o que leva a que o saldo da  $BF$  passe de A para C. A curva  $BF$  torna-se menos inclinada no plano  $(BF, i)$ . Na situação em que exista uma bastante elevada mobilidade de capitais, a balança financeira passa de A para D, indicando que o mesmo aumento da taxa de juro interna produziu uma entrada de capitais financeiros muito mais elevada na economia nacional do que no caso anterior. A curva  $BF$  torna-se ainda menos inclinada, tornado-se quase horizontal.

Quando existir mobilidade perfeita de capitais, qual será a inclinação da função  $BF$ ? Se quanto maior for a mobilidade de capitais, menor será a inclinação da função  $BF$ , então no limite, quando esta mobilidade for máxima, a função será totalmente horizontal. Sendo totalmente horizontal, qual é o valor da taxa de juro interna? Será dado pela restrição da paridade das taxas de juro, ou seja será dada por  $i = \hat{i}_x$ . Portanto, num regime onde vigore mobilidade perfeita de capitais financeiros, a expressão que nos dá o comportamento da balança financeira será uma curva totalmente horizontal no plano  $(BF, i)$ , sendo esta expressa pela equação  $i = \hat{i}_x$ .

## 7.5 Câmbios Fixos e Flexíveis

A diferença fundamental existente entre os regimes de câmbios fixos e flexíveis prende-se com um simples aspecto: o banco central intervém ou não intervém no mercado cambial. Se o banco central não intervir no mercado cambial, aceitando portanto qualquer nível para a taxa de câmbio no mercado,  $RO = 0$  e o regime cambial designa-se por "câmbios flexíveis" (isto é, a taxa de câmbio é perfeitamente flexível). Se o banco central pretender manter a taxa de câmbio num determinado valor e *intervir* no mercado cambial sempre que se verifiquem pressões sobre o valor desta taxa, então  $RO \neq 0$  e o regime cambial designa-se por "câmbios fixos". Os regimes de câmbios "dirty floating" e "crawling peg" situam-se entre os regimes de câmbios fixos e flexíveis e serão apresentados mais abaixo.

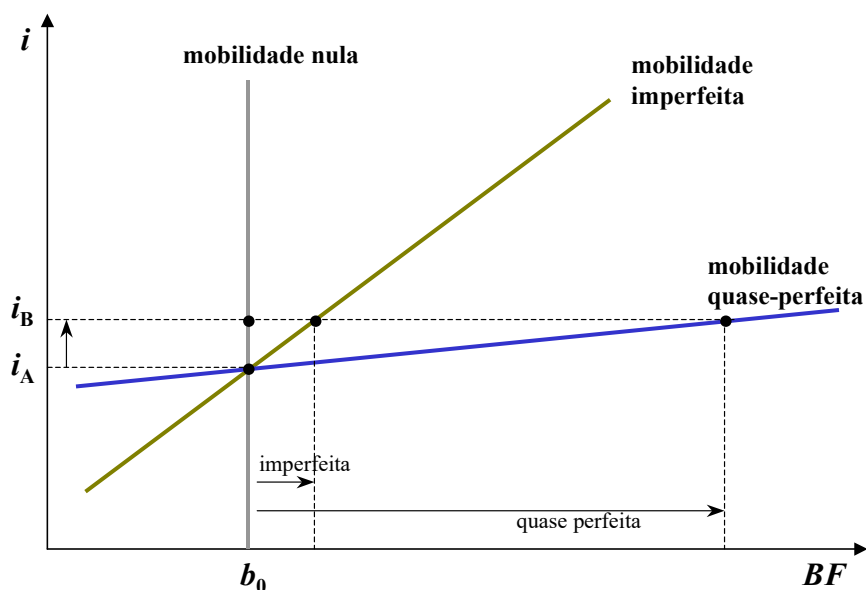


Figura 7.4: OS TRÊS REGIMES DE MOBILIDADE DE CAPITAIS. No regime de mobilidade nula de capitais, uma subida da taxa de juro interna em nada afecta o saldo da balança financeira. Num regime de mobilidade imperfeita, o mesmo aumento da taxa de juro leva a uma variação positiva da balança financeira, e a curva  $BF$  torna-se menos inclinada. No caso de mobilidade quase-perfeita, esse aumento da taxa de juro produz uma enorme entrada de capitais financeiros e um acréscimo do saldo da balança financeira extremamente elevado (a função  $BF$  torna-se quase horizontal). No limite, em mobilidade perfeita de capitais a função  $BF$  será uma curva perfeitamente horizontal, dada pela igualdade entre a taxa de juro interna e externa ( $i = \hat{i}_x$ ).

O nível da taxa de câmbio nominal é determinado pelo equilíbrio no mercado cambial, entre a procura de divisas ( $D^d$ ) e a oferta de divisas ( $D^s$ ) neste mercado. O que significa o mercado cambial estar em equilíbrio? Quais são as forças que determinam o montante de divisas procuradas e oferecidas numa economia? Na secção 1, quando apresentámos as principais rubricas da balança de pagamentos, já referimos qual é a condição necessária para que o mercado cambial esteja em equilíbrio e quais são as forças que afectam a procura e a oferta de divisas, embora ainda que de forma breve. Nesta secção vamos mostrar que o equilíbrio no mercado cambial pode ser apresentado de duas formas diferentes mas totalmente equivalentes.

Sendo a balança de pagamentos dada pela expressão (em termos reais)

$$BP \equiv BC + BK + BF + RO$$

o equilíbrio da mesma terá necessariamente de ser expresso pela condição:  $BP = 0$ . Para simplificarmos na simbologia vamos assumir que  $BK = 0$ . Portanto poderemos escrever o equilíbrio na balança de pagamentos como as duas seguintes identidades

$$\begin{array}{l} BP \equiv BC + BF + RO = 0 \\ D^d - D^s \equiv 0 \implies D^d \equiv D^s \end{array}$$

A questão crucial neste momento é saber quais são as rubricas que, fazendo parte da balança de pagamentos, correspondem a um montante de procura de divisas? E quais correspondem a uma oferta de divisas?

### 7.5.1 A Procura de Divisas

A principal componente da balança de pagamentos que corresponde a procura de divisas numa economia é dada pelo montante das importações de bens e serviços. A razão é muito simples: os importadores necessitam de pagar o montante dos produtos que adquiriram ao exterior em moeda estrangeira ou divisas. Portanto, podemos escrever  $D^d \equiv F$ , e como sabemos que, do capítulo anterior, o volume das importações em termos reais é dado pela expressão  $N = n_0 + n_1Y - n_2(P_X/P)E$ , sendo  $n_2 > 0$ , podemos escrever o montante em termos reais da procura de divisas

$$D^d \equiv N$$

$$D^d \equiv n_0 + n_1Y - n_2(P_X/P)E \quad (7.14)$$



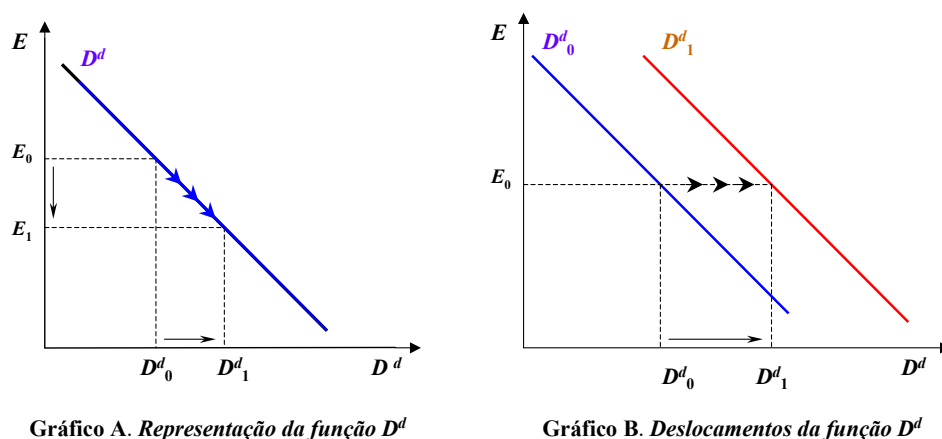


Figura 7.5: A FUNÇÃO PROCURA DE DIVISAS ( $D^d$ ). Representação gráfica da função e os seus deslocamentos.

Como podemos facilmente constatar, na equação (7.14) a derivada parcial de  $D^d$  relativamente a  $E$  é igual a:  $\partial D^d / \partial E = -n_2(P_X/P) < 0$ . Então pode-se concluir que um aumento da taxa de câmbio nominal provoca uma descida no volume das importações, e, conseqüentemente, provoca uma descida no montante de divisas em termos reais procuradas no seio de uma economia aberta ao exterior. Podemos representar a função procura de divisas conforme gráfico A na Figura 7.5. Uma descida da taxa de câmbio nominal de  $E_0$  para  $E_1$  provoca um aumento no montante de divisas procuradas de  $D_0^d$  para  $D_1^d$ .

Note que a função  $D^d$  desloca-se para a direita sempre que o nível do rendimento nacional ( $Y$ ) aumenta. Isto justifica-se na medida em que este aumento provoca uma subida da procura agregada de bens e serviços e uma parte desta procura é normalmente satisfeita através de bens e serviços importados. A mesma função também se desloca para a direita se o nível das importações autónomas ( $n_0$ ) aumentar. Este tipo de deslocamento pode ser visto no gráfico B da Figura 7.5.

### 7.5.2 A Oferta de Divisas

Se as importações correspondem à procura de divisas, no lado da oferta de divisas podemos colocar todas as restantes principais rubricas da balança de pagamentos. No entanto, para simplificar a exposição vamos considerar apenas três rubricas como fazendo parte da oferta de divisas: as exportações de bens e serviços ( $X$ ), a balança financeira ( $BF$ ) e a

intervenção do Banco Central no mercado cambial ( $RO$ ). Ou seja

$$D^s \equiv X + BF + RO \quad (7.15)$$

Estas rubricas são normalmente as grandes componentes da oferta de divisas numa economia. Por um lado, é indiscutível que o montante das exportações representa uma oferta de divisas no seio da economia, do mesmo modo que as importações representavam uma procura de divisas. Por outro, se o saldo da  $BF$  for positivo isso traduz uma entrada de divisas para aplicações financeiras superior ao montante que saíu para o exterior para o mesmo fim, e, portanto, isto significa que o saldo desta balança deve ser considerado como uma oferta de divisas em termos líquidos.<sup>17</sup>

O raciocínio relativamente à contabilização da rubrica  $RO$  é muito semelhante ao que se passa com a balança financeira. Quando  $RO$  for positivo, temos uma venda de divisas por parte do banco central no mercado cambial e, portanto, o saldo deve ser contabilizado como fazendo parte da oferta de divisas já que a oferta de divisas aumenta. Contrariamente a este caso, quando  $RO$  for negativo, temos uma compra de divisas por parte do banco central no mercado cambial e, assim, o saldo deve ser acrescentado à procura de divisas. Para simplificar, vamos por agora considerar que o saldo da  $RO$  é sempre positivo, o que nos leva a considerá-lo como uma parte da oferta de divisas no mercado cambial.

Para obter uma relação positiva entre a oferta de divisas e a taxa de câmbio nominal basta substituir a função exportações na equação (7.15). É necessário recordar a expressão que utilizamos para as exportações de bens e serviços em termos reais (vide capítulo sobre a função  $IS$ ): estas são dadas por  $X = x_0 + x_1 \cdot Y_X + x_2(P_X/P)E$ . Será agora fácil verificar que a função oferta de divisas em termos reais pode ser dada pela seguinte expressão

$$D^s = \underbrace{x_0 + x_1 \cdot Y_X + x_2(P_X/P)E}_{\text{exportações}} + BF + RO \quad (7.16)$$

Levando em consideração que as rubricas  $BF$  e  $RO$  acima não são afectadas *directamente* pela taxa de câmbio,<sup>18</sup> então podemos concluir que  $\partial D^s / \partial E = x_2(P_X/P) > 0$ . Esta derivada positiva significa que uma subida de  $E$  provoca um aumento na oferta de divisas em termos reais na

<sup>17</sup>Obviamente que se o saldo da balança financeira for negativo, isto significa que saíram mais divisas para o exterior do que entraram relativamente a operações financeiras e, conseqüentemente, o saldo negativo desta balança deve ser contabilizado como uma componente da procura de divisas, não da oferta.

<sup>18</sup>A balança financeira ( $BF$ ) é afectada pelo diferencial entre as taxas de juro interna e externa e a  $RO$  representa uma decisão autónoma do banco central de comprar ou vender divisas para influenciar o nível da taxa de câmbio.

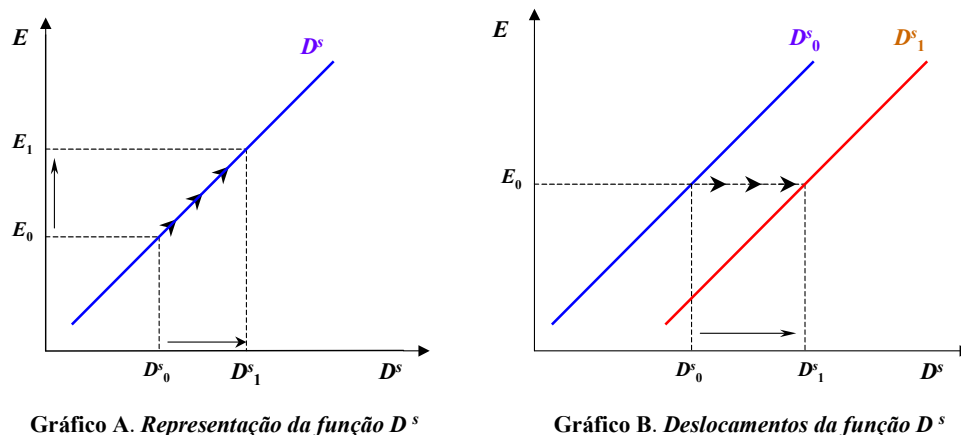
Gráfico A. Representação da função  $D^s$ Gráfico B. Deslocamentos da função  $D^s$ 

Figura 7.6: A FUNÇÃO OFERTA DE DIVISAS ( $D^s$ ). A representação gráfica da função e seus deslocamentos.

economia. A razão económica que explica este tipo de variação tem a ver com o impacto positivo que um aumento de  $E$  (lembre-se que uma subida de  $E$  é sinónimo de uma depreciação da moeda nacional relativamente à moeda estrangeira) exerce sobre o nível das exportações em termos reais. A função oferta de divisas em termos reais é representada no gráfico A da Figura 7.6.

Por outro lado, a função  $D^s$  desloca-se para a direita caso uma das seguintes possibilidades se verifique:  $\Delta Y_X > 0$ ,  $\Delta BF > 0$ , ou  $\Delta RO > 0$ ; ou seja, a oferta de divisas aumenta para cada nível da taxa de câmbio se, respectivamente, o rendimento do exterior aumentar o que faz aumentar as nossas exportações, a balança financeira sofrer uma variação positiva no seu saldo (por exemplo, um influxo de capitais financeiros), ou o banco central venda divisas no mercado cambial de forma a desvalorizar a moeda nacional. Este tipo de deslocamento pode ser visto no gráfico B na Figura 7.6.

Tendo discutido as principais forças que afectam a procura e a oferta de divisas no mercado cambial, e sabendo representar graficamente as funções  $D^d$  e  $D^s$  no plano  $(D, E)$ , a definição dos vários regimes cambiais pode ser agora facilmente apresentada.

### 7.5.3 Regime de Câmbios Flexíveis

Um regime de câmbios flexíveis é um regime onde o banco central não intervém no mercado cambial. Portanto, se este banco não intervém neste mercado, aceita que a taxa de câmbio possa variar livremente, e o con-

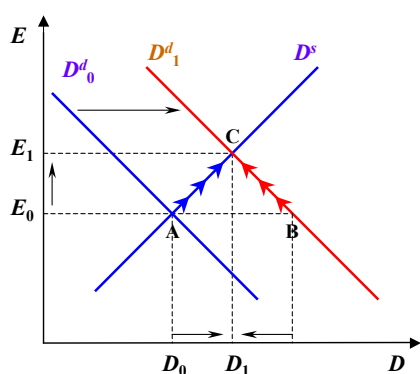
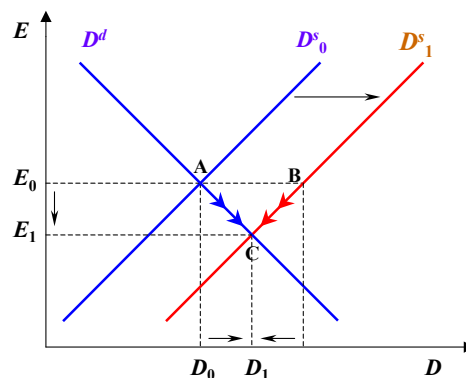
Gráfico A. Deslocamento da função  $D^d$ Gráfico B. Deslocamentos da função  $D^s$ 

Figura 7.7: REGIME DE CÂMBIOS FLEXÍVEIS. O equilíbrio no mercado cambial no regime de câmbios flexíveis com alterações na procura ( $D^d$ ) e na oferta ( $D^s$ ) de divisas.

junto das suas intervenções neste mercado será nulo. Consequentemente, a rubrica reservas oficiais será igual a zero ( $RO = 0$ ). Nesta situação, se se verificar um aumento da procura de divisas numa economia — por exemplo, devido a um aumento das importações — e mantendo-se a oferta de divisas constante, isto irá provocar um aumento na taxa de câmbio nominal de forma a reequilibrar o mercado cambial. Por exemplo, no gráfico A da Figura 7.7 podemos constatar que um aumento da procura de divisas deslocou a função  $D^d$  de  $D_0^d$  para  $D_1^d$ , e a taxa de câmbio que equilibra o mercado aumentou de  $E_0$  para  $E_1$ . Obviamente que, caso se tivesse verificado um aumento na oferta de divisas (provocado, por exemplo, por um aumento positivo no saldo de  $BF$ ), o efeito sobre a taxa de câmbio de equilíbrio no mercado cambial seria o oposto. Isto é, nesta última situação para que o mercado reestabelecesse o seu equilíbrio seria necessário que a taxa nominal de câmbio sofresse uma descida, passando de  $E_0$  para  $E_1$  (vide gráfico B da Figura 7.7).

Portanto, num regime de câmbios flexíveis sempre que se verifiquem variações na procura ou na oferta de divisas, será a taxa de câmbio a ajustar-se no sentido de eliminar qualquer excesso de procura ou de oferta que subsista no mercado cambial, em virtude do banco central não intervir neste mercado.

#### 7.5.4 Regime de Câmbios Fixos

Neste regime cambial o banco central pretende manter a taxa de câmbio num determinado nível, ou seja, manter a taxa de câmbio constante. Nesta situação, caso se verifiquem o mesmo tipo de variações na oferta e na procura de divisas que apresentámos no regime anterior, a única forma que o banco central tem ao seu dispor, no sentido de impedir que a taxa de câmbio sofra alterações, é ele próprio eliminar o excesso de procura ou de oferta de divisas no mercado através de uma intervenção directa de: (i) compra divisas no caso haja excesso de oferta; (ii) venda, caso se verifique um excesso de procura.

Vamos ilustrar o funcionamento do regime de câmbios fixos com um *aumento na procura de divisas*, i.e., provocado por uma variação positiva nas importações de bens e serviços (a qual pode ser causada, por sua vez, por um aumento da procura agregada de bens e serviços). Suponha que numa situação inicial o mercado cambial se encontra em equilíbrio no ponto A da *Figura 7.8 (gráfico A)*. Neste ponto, e dadas as funções procura ( $D_0^d$ ) e oferta ( $D_0^s$ ) de divisas, o montante de divisas transaccionadas é dado por  $D_0$  e a taxa de câmbio de equilíbrio por  $\bar{E}$ . Um aumento das importações faz deslocar a função  $D^d$  de  $D_0^d$  para  $D_1^d$  e, conseqüentemente, passarão a existir pressões no mercado cambial no sentido da taxa de câmbio subir, porque a procura passou a ser maior que a oferta para a taxa de câmbio de equilíbrio inicial  $\bar{E}$ . Se o banco central nada fizer no mercado cambial a taxa de câmbio irá subir de forma a eliminar o excesso de procura e o novo equilíbrio seria no ponto B (seria o mesmo equilíbrio do regime de câmbios flexíveis).

No entanto, se o banco central oferecer (vender) a diferença entre a procura e a oferta de divisas que se verifica para a taxa de câmbio  $\bar{E}$ , então o excesso de procura será eliminado e o mercado poderá manter-se em equilíbrio com a taxa de câmbio inalterada. Somente que neste novo equilíbrio, dado pelo ponto C, o montante de divisas em termos reais transaccionado é de facto superior à situação inicial. A diferença entre o montante de divisas transaccionado inicialmente e o montante de divisas transaccionado no novo equilíbrio não é mais do que o montante da intervenção do banco central no mercado cambial de forma a manter a taxa de câmbio inalterada. Este é o montante da rubrica *RO* necessário para deslocar a função oferta de divisas de  $D_0^s$  para  $D_1^s$ , de forma que a oferta e a procura se cruzem no ponto C, mantendo a taxa de câmbio inalterada, mesmo após ter-se verificado um aumento na procura de divisas no mercado cambial.

No *gráfico B* da *Figura 7.8* é apresentada uma situação onde a alteração ao equilíbrio inicial no mercado cambial, dado pelo ponto A — com a taxa de câmbio de equilíbrio  $\bar{E}$  e o montante de divisas de equilíbrio  $D_0$  —

resulta de um *aumento na oferta de divisas* de  $D_0^s$  para  $D_1^s$ . Este aumento na oferta pode ser provocado, por exemplo, por uma subida na entrada de capitais financeiros ( $\Delta BF > 0$ ). Caso o banco central não intervenha no mercado cambial, como a oferta de divisas aumenta neste mercado e a procura mantém-se constante, para o nível da taxa de câmbio inicial  $\bar{E}$ , passa a existir um excesso de oferta dado pela diferença entre os pontos A e C, (ou seja,  $D_1 - D_0$ ). Consequentemente, a taxa de câmbio terá de diminuir de  $\bar{E}$  para  $E_1$  de forma a reequilibrar o mercado cambial, e nesta nova situação o montante de divisas transaccionadas aumentaria de  $D_0$  para o montante de divisas dado por B.

Se o banco central pretender manter a taxa de câmbio constante,  $E = \bar{E}$ , terá de *absorver* o aumento da oferta de divisas através de uma compra de divisas no mercado cambial. Este montante é registado na  $RO$ , e o montante necessário para manter a taxa de câmbio inalterada é dado pela diferença  $D_1 - D_0$ . Portanto, o deslocamento inicial da oferta de divisas de  $D_0^s$  para  $D_1^s$  é acompanhado por uma intervenção do banco central no mercado cambial através de uma compra de divisas no montante dado por  $D_1 - D_0$  e, portanto, a nova procura será dada por  $D_1^d = D_0^d - RO$ .<sup>19</sup> No novo equilíbrio, no ponto C, o mercado está em equilíbrio ( $D^d \equiv D^s$ ), e a taxa de câmbio manteve-se inalterada após a intervenção do banco central.

Portanto, um regime de câmbios fixos é um regime onde o banco central está *sempre* pronto a intervir no mercado cambial de forma a eliminar qualquer excesso de procura ou de oferta de divisas, com o objectivo de manter a taxa de câmbio constante ou fixa. Dito de outra forma, *um regime de câmbios fixos é um regime onde o banco central garante aos agentes privados que está disposto a comprar ou a vender quaisquer quantidades de moeda estrangeira ao preço por ele "fixado"*.

Obviamente, que este regime só é viável no médio e longo prazo em duas situações. Primeiro, se a economia gerar excedentes na balança de pagamentos, ou seja, em situações em que exista excesso de oferta relativamente à procura de divisas. Segundo, se o banco central possuir um montante de divisas suficientes para vender no mercado ano após ano e eliminar assim o excesso de procura quando a economia gerar défices na balança de pagamentos. Como em muitos países verificam-se regularmente défices significativos da balança de pagamentos (procura de divisas maior que a oferta), ao longo de vastos períodos de tempo, o banco cen-

<sup>19</sup>O sinal negativo atrás de  $RO$  pode parecer estranho à primeira vista. Como é que um sinal negativo pode fazer deslocar a função  $D^d$  para a direita? A explicação é simples. Como uma compra de divisas por parte do banco central é contabilizada na balança de pagamentos com um valor negativo, então  $-RO$  terá de ter um valor positivo ( $-RO > 0$ ). Portanto, se  $D_1^d = D_0^d - RO$ , isto significa que  $D_1^d$  estará à direita de  $D_0^d$  já que  $-RO > 0$ .

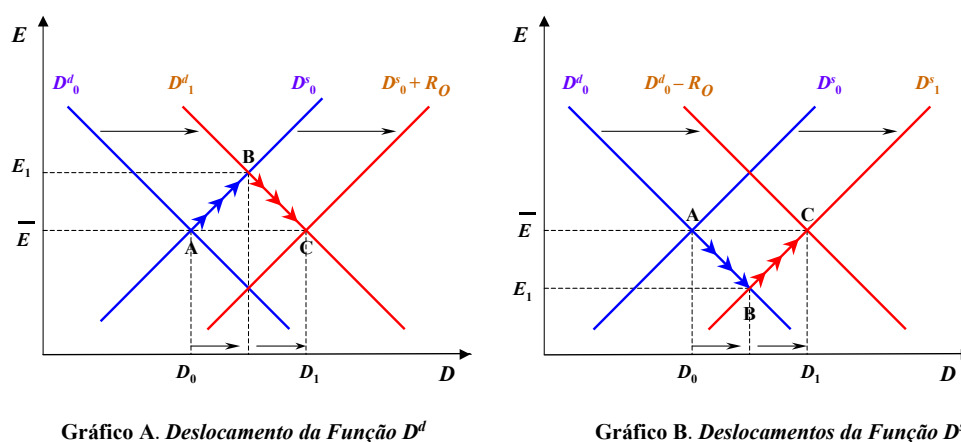


Figura 7.8: REGIME DE CÂMBIOS FIXOS. O equilíbrio no mercado cambial no regime de câmbios fixos com alterações na procura ( $D^d$ ) e na oferta ( $D^s$ ) de divisas. A  $RO$  é a rubrica que equilibra o mercado cambial.

tral não possui reservas externas suficientes para eliminar a pressão para a subida da taxa de câmbio. Esta é a razão fundamental porque verificamos presentemente em muitos países uma desvalorização regular das suas moedas relativamente à moeda internacional.

### 7.5.5 Outros Regime Cambiais

Regimes de câmbios "dirty floating" e "crawling peg" são regimes que se situam num ponto intermédio entre os regimes de câmbios fixos e flexíveis, isto é, o banco central nem intervém de forma permanente sempre que se manifestem pressões sobre a taxa de câmbio, nem permanece totalmente ausente de intervenções no mercado cambial.

O regime "dirty floating" expressa uma situação em que o banco central deixa flutuar a taxa nominal de câmbio dentro de um intervalo que considere razoável para a condução da política monetária e restante política económica por parte do Governo (e estes intervalos são normalmente largos), mas intervém caso as alterações na taxa de câmbio sejam consideradas alarmantes. Isto é, o banco central só intervém em situações extremas, embora mantenha a possibilidade teórica de não intervir de todo.

O regime "crawling peg" é um regime onde o valor de uma moeda nacional está *indexado* ao valor de uma determinada moeda estrangeira (ou mesmo a um cabaz de moedas estrangeiras), por exemplo o dólar americano. Os tipos de "peg" ou indexação mais utilizados são funda-

mentalmente dois. O primeiro verifica-se quando o valor de uma moeda nacional é mantido praticamente constante relativamente ao valor de uma dada moeda internacional. Neste caso, este regime de indexação é de facto totalmente idêntico ao regime de câmbios fixos. Um exemplo deste tipo de "peg" pode ser encontrado nos NICS<sup>20</sup> do sudeste asiático, por exemplo Hong Kong, Malásia e Tailândia. Nos primeiros três gráficos da *Figura 7.9* mostramos como as moedas destes países se comportaram face ao dólar americano ao longo das duas últimas décadas. O caso de Hong Kong é um sucesso em termos de estabilidade cambial, enquanto que a Malásia e a Tailândia forma forçadas pelos mercados a uma tremenda depreciação das suas moedas na crise financeira que se espalhou por grande parte do sudeste asiático entre finais de 1997 até 1998. Note-se que em poucas semanas estas moedas perderam cerca de 100% do seu valor face ao dólar americano.

O segundo regime de "peg" existe quando o valor de uma moeda nacional é alterado de uma forma contínua e gradual (normalmente desvalorização da moeda nacional) relativamente ao valor de uma moeda internacional. Em muitos países onde a desvalorização da moeda nacional segue este esquema, o termo que é normalmente utilizado para descrever este processo é o de "desvalorização deslizante". No último gráfico da *Figura 7.9* é apresentado a evolução do escudo português como um exemplo deste tipo de desvalorização. Entre finais da década de 70 e meados de 80, o escudo foi sendo desvalorizado face ao dólar de forma gradual como forma de controlar défices na balança de pagamentos. Esta política do banco central e do governo português foi alterada quando estes défices diminuíram e a entrada de transferências de capitais do exterior aumentou significativamente com a aderência à União Europeia em 1996.

No entanto, note que em ambos os casos acima — moeda indexada e desvalorização deslizante — o banco central intervém sempre prontamente nos mercados cambiais de forma a manter os seus objectivos em termos do valor da moeda nacional que pretende ver praticado nos cambiais.

Os regimes mais facilmente encontrados no mundo em que vivemos hoje são regimes que se situam entre os dois extremos: câmbios totalmente "fixos" ou totalmente "flexíveis". Por exemplo o Fundo Monetário Internacional classificava em 1997 os vários regimes cambiais a nível mundial segundo a distribuição apresentada na *Tabela 1*.

### **Tabela 1 – Regimes Cambiais: Classificação**

---

<sup>20</sup>NICS é uma sigla em inglês para "New Industrialised Countries".



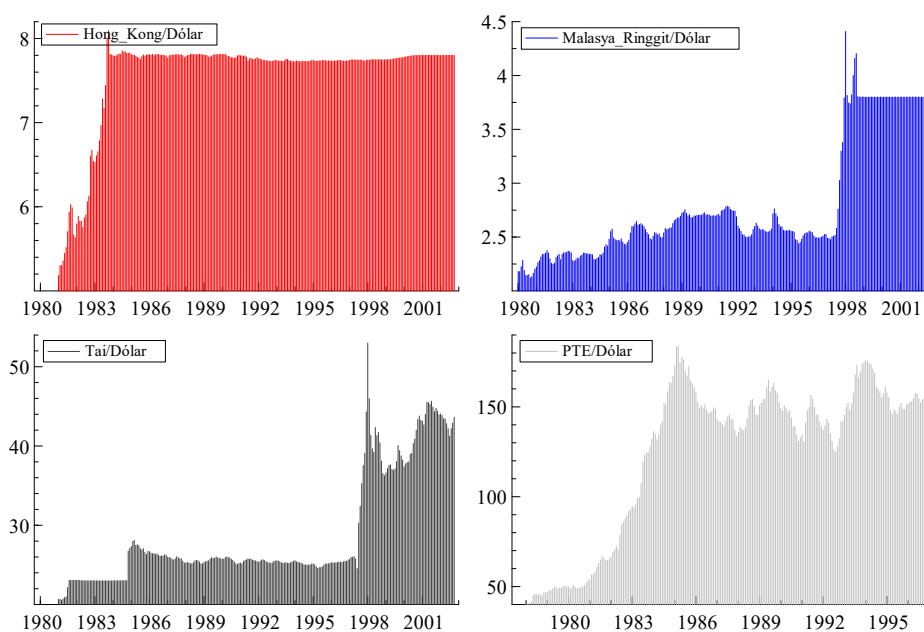


Figura 7.9: DIFERENTES TIPOS DE "PEG" RELATIVAMENTE AO DÓLAR AMERICANO. O dólar de Hong Kong, o ringgit da Malásia e a moeda tailandesa, são exemplos de moedas nacionais que mantém (ou mantiveram) uma paridade fixa relativamente ao dólar americano. Note-se que a crise financeira que devastou o sudeste asiático em 1997/98 levou a que a paridade fixa fosse dramaticamente revista (ou abandonada) em alguns casos. No último gráfico temos a desvalorização deslizando do escudo (PTE) relativamente ao dólar entre finais de 70 e 1995, a qual foi depois abandonada em favor de um regime de "dirty floating".

<b>Regime</b>	<b>Países</b>
Livre flutuação	51
Flutuação controlada	47
Flutuação limitada	16
<b>Peg relativo a:</b>	
EUA dólar	21
Franco Francês	15
Outra moeda	9
Compósito	22
<b>Total</b>	<b>181</b>

Por exemplo, os EUA, Japão, Canadá e Reino Unido apresentam-se no grupo dos países com o mais elevado nível de flexibilidade cambial (praticamente livre flutuação). Nestes países, os bancos centrais deixam as moedas nacionais flutuar livremente, raramente intervindo para "corrigir" os seus valores cambiais, embora o façam se a situação se tornar preocupante, quer em termos de apreciação ou depreciação. No polo oposto, na flutuação limitada encontravam-se 12 países que compunham na altura o sistema monetário europeu, os quais partilham neste momento (com mais três países) uma moeda única europeia (o euro). Neste grupo, os países tinham uma margem de manobra muitíssimo baixa para promover alterações no valor cambial das suas moedas, sendo praticamente um regime de câmbios fixos.

## 7.6 Sumário

1. A Balança de Pagamentos (*BP*) consiste num documento onde se contabilizam as entradas e as saídas de divisas (ou moeda estrangeira) de uma economia, resultantes das seguintes operações com o exterior: (i) transacções de bens e serviços; (ii) transacções de activos financeiros; (iii) transferências unilaterais e ajudas internacionais; e (iv) transferências ou repatriamento de rendimentos de factores produtivos.
2. As três principais rubricas da balança de pagamentos são: a Balança Corrente (*BC*), a Balança de Capitais (*BK*), e a Balança Financeira (*BF*).
3. A rubrica *RO* representa o conjunto das intervenções do banco central no mercado cambial com o objectivo de equilibrar a balança de pagamentos. Se esta rubrica for positiva ( $RO > 0$ ), isto representa uma venda de divisas por parte do banco central de forma

a financiar o défice da Balança de Pagamentos. Se a rubrica for negativa ( $RO < 0$ ), representa uma compra de divisas por parte do banco central por forma a absorver o excedente da Balança de Pagamentos.

4. As duas principais fontes de financiamento dos défices externos são as reservas (de ouro e divisas) sobre o exterior ( $\Delta RLX$ ) e os empréstimos externos a que o banco central pode recorrer ( $\Delta CE$ ).
5. A taxa de *câmbio nominal* corresponde ao montante de unidades de moeda nacional que são necessários para comprar uma unidade de moeda estrangeira. A taxa de *câmbio real* dá-nos o valor da moeda nacional expresso em termos do poder de compra de bens e serviços a nível internacional.
6. A paridade das taxas de juro consiste numa relação entre as taxas de juro de dois países, corrigidas da taxa de depreciação cambial esperada, de forma a tornar irrelevante para um agente económico residente em qualquer desses países investir num ou noutro mercado. Esta condição é a seguinte:

$$i \approx i_x + \Delta E^e / E$$

7. Existem três tipos de regimes de mobilidade de capitais: mobilidade nula, mobilidade imperfeita, e mobilidade perfeita de capitais.
8. O parâmetro " $b_1$ " dá-nos a sensibilidade dos fluxos de capitais financeiros relativamente ao diferencial entre as taxas de juro nos dois países, permitindo-nos identificar o tipo de regime de mobilidade de capitais que o país pratica:
  - (a)  $b_1 = 0 \implies$  mobilidade nula;
  - (b)  $b_1 > 0 \implies$  mobilidade imperfeita;
  - (c)  $b_1 \rightarrow \infty \implies$  mobilidade perfeita.
9. Num regime de mobilidade perfeita de capitais, pequenas variações no diferencial entre as taxas de juro originam enormes fluxos de capitais financeiros. Nesta situação, a representação gráfica da balança financeira é dada por uma recta horizontal no plano  $(BF, i)$ .
10. O nível da taxa de câmbio nominal é determinado pelo equilíbrio no mercado cambial, resultando do confronto entre, por um lado, a procura de divisas ( $D^d$ ) e, por outro lado, a oferta de divisas ( $D^s$ ).

11. Num regime de *câmbios flexíveis* o banco central não intervém no mercado cambial, a taxa de câmbio flutua livremente eliminando os desequilíbrios que surgem neste mercado. Assim, a rubrica reservas oficiais é igual a zero ( $RO = 0$ ). Se a procura de divisas aumentar, a taxa de câmbio aumenta; se a oferta de divisas aumentar, a taxa de câmbio diminui.
12. Num regime de *câmbios fixos*, o banco central pretende que a taxa de câmbio se mantenha constante e, para tal, intervém eliminando qualquer excesso de procura ou de oferta de divisas no mercado através de uma intervenção directa, pelo que a rubrica reservas oficiais é diferente de zero ( $RO \neq 0$ ).