

Livro explica razões de a moeda brasileira ser uma das mais vulneráveis do sistema internacional

# A montanha-russa da taxa cambial

CARLOS ORSI  
carlos.orsi@reitoria.unicamp.br

**A** alta taxa de juros e a falta de regulação no mercado de derivativos no Brasil tornam a moeda nacional especialmente vulnerável a movimentos especulativos e às flutuações da economia global. Essa vulnerabilidade faz com que o câmbio entre o real e o dólar viva uma “montanha-russa” prejudicial para o país, disse professor do Instituto de Economia (IE) da Unicamp, Pedro Rossi, que lançou recentemente o livro “Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil”, pela FGV Editora.

“O livro não é uma discussão de qual o patamar necessário para a taxa de câmbio no Brasil”, explica o autor. “Pelo contrário, é uma discussão de como essa taxa de câmbio é formada, quais os condicionantes e como a política cambial pode operar, dentro dessa institucionalidade, para alterar isso. Identifico que a institucionalidade brasileira é extremamente permeável à especulação financeira”, aponta ele. “Essa especulação acontece especialmente no mercado de derivativos, e isso faz da moeda brasileira uma das mais voláteis do sistema internacional”.

Rossi lembra que, no primeiro semestre de 2016, o real foi a moeda que mais se desvalorizou, globalmente, frente ao dólar, o que foi atribuído, por muitos analistas, à turbulência política no país. “Mas isso sempre acontece”, disse. “O real sempre se valoriza mais do que os outros, e sempre se desvaloriza mais do que os outros, quando vira o ciclo de liquidez internacional”.

Ele explica os movimentos desse ciclo: “Quando o cenário externo está positivo, tem muita disponibilidade de financiamento, a moeda brasileira é uma das que mais valorizam, e quando inverte essa tendência, a moeda brasileira é uma das que mais desvalorizam. A taxa de câmbio é uma espécie de montanha russa que vai valorizando e desvalorizando, o que é ruim para o equilíbrio, interno e externo, brasileiro”.

## JUROS E FUTUROS

Uma das causas desses ciclos de altos e baixos seria a elevada taxa de juros, disse Rossi. “A taxa muito alta atrai operações especulativas, que eu chamo de *carry trade*, que é uma discussão muito cara ao livro, no qual há um capítulo sobre isso esse tipo de especulação”.

Na *carry trade*, o especulador toma dinheiro emprestado numa moeda que paga juros baixos e usa esses recursos para fazer aplicações numa moeda que oferece juros mais elevados. “Aí existe um ganho especulativo com as diferenças de taxa de juros”, relata. “Outro fator é que a nossa institucionalidade é favorável, permeável à especulação financeira. Qualquer estrangeiro pode investir no Brasil pelo mercado de derivativos, um mercado que tem muita liquidez. É muito fácil, muito acessível a esses grandes grupos financeiros operarem no Brasil”.

O derivativo, diz Rossi, é “o contrato financeiro de uma aposta”. “Posso apostar com você que a taxa de câmbio vai valorizar ou desvalorizar, num dado período. Aí a gente chega ao final do período e vê quem ganhou. Nesse tipo de contrato, não se negocia com o câmbio em si, mas sim se ele vai valorizar ou desvalorizar”, descreve. Como, nesses contratos, nenhuma moeda estrangeira muda de mãos – os acordos são liquidados em reais – as operações com derivativos passam ao largo das regras impostas pelo Banco Central aos contratos cambiais.

“O problema é que esse cassino, em que se tornou o mercado financeiro, influencia a vida real. Então, o mercado de apostas vai influenciar a taxa de câmbio no mercado à vista. Vai influenciar o preço das coisas no supermercado, vai influenciar a minha viagem para o exterior, vai influenciar a inflação brasileira, vai influenciar a produtividade das empresas, etc”.



O professor Pedro Rossi, autor do livro: “Identifico que a institucionalidade brasileira é extremamente permeável à especulação financeira”

## ARBITRAGEM

Rossi acredita que uma das principais contribuições do livro é explicar o mecanismo pelo qual o cassino dos derivativos se conecta à vida real. “Identifico que os bancos comerciais fazem a ponte entre o mercado futuro e o mercado à vista”, disse.

“Os bancos comerciais assumem certas posições no mercado futuro e, depois, as posições contrárias no mercado à vista. Então os estrangeiros entram, digamos, vendendo dólar futuro, e os bancos comerciais compram esse dólar futuro. Aí os estrangeiros passam a ganhar com a especulação. Então os bancos que compraram, na outra ponta, estariam perdendo? Essa é a pergunta que eu faço”.

A análise do autor mostra que não, os bancos não perdem: “Eles fazem outro tipo de operação, a arbitragem: por exemplo, compram barato no mercado futuro e vendem caro no à vista”.

“Arbitragem é isso: eu compro barato e vendo caro. Se tem duas filas para o bandeirão, digamos, uma grande e uma pequena, vou ‘arbitrar’ na pequena, para que elas se

equalizem”, descreve. “Os bancos fazem esse tipo de arbitragem com o dólar: vão buscar equalizar os preços, futuro e à vista, e com isso transmitem uma pressão especulativa, que vem do mercado futuro, para o mercado à vista. Esse detalhamento faço no livro: como essa operação ocorre, como se forma a relação entre o preço futuro e o preço à vista, como taxa de juros está presente aí, como os bancos vão operar nesses dois mercados”.

O autor ressalva que esse tipo de movimento não representa um aspecto “natural”, ou inevitável, do capitalismo brasileiro. “A gente não é obrigado a conviver com isso. São opções políticas que construíram esse tipo de institucionalidade. E, evidentemente, a gente pode regular esse mercado e torná-lo menos permeável à especulação e a taxa de câmbio, menos volátil e mais adequada ao desenvolvimento brasileiro”, disse. “Essa regulação é discutida no livro, por meio dos instrumentos pelos quais se pode operar, como os de controle de capital, de regulação do mercado bancário e de câmbio. Há instrumentos de regulação de derivativos”.

Rossi reconhece que existem operações não especulativas, no mercado de derivativos, que são benéficas para o funcionamento econômico – ele cita o caso das operações de *hedge*, em que empresas que têm dívidas em dólar compram a moeda no mercado futuro para se proteger de eventuais oscilações na cotação cambial. “Mas o *hedge* não é a motivação que predomina nesses mercados, hoje. O *hedge* é uma proteção de que os agentes precisam, e é muito importante, é funcional. O que identifico no livro é que esse mercado foi dominado por motivações de especulação e arbitragem”.

## EFEITOS E MITOS

“A taxa de câmbio não deixa ninguém indiferente, todo mundo é afetado de alguma forma, mesmo sem saber. É a economia toda, somos todos nós”, afirma Rossi. “Porque o câmbio é uma ferramenta de desenvolvimento que afeta a competitividade externa das empresas. Então, quando eu desvalorizo as taxas de câmbio, seria o equivalente de aumentar as tarifas de importação e reduzir de exportação: dou competitividade para as empresas domésticas. E mesmo as empresas que não trabalham com comércio externo frequentemente têm concorrentes externos, então são afetadas também”.

Num período de valorização do real, aponta o professor, as coisas vão ficar mais baratas no supermercado, porque entram

produtos estrangeiros. “Isso, evidentemente, as pessoas vão gostar. Então, no curto prazo, é bom para os trabalhadores, porque se tem um ganho de salário real com a redução da inflação. Mas, no longo e médio prazo, esse trabalhador pode perder o emprego, pois trabalha numa empresa que é concorrente daqueles produtos importados e que quebrou por causa dessa concorrência”.

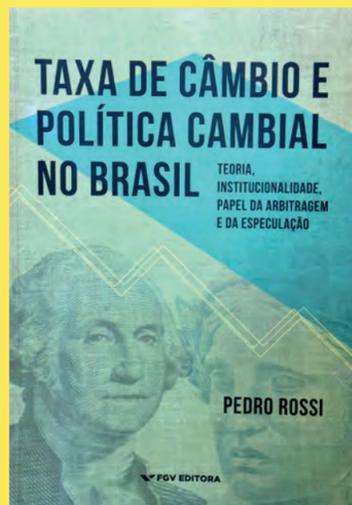
O autor contesta a ideia de que o real desvalorizado é, necessariamente, inflacionário. “A desvalorização cambial vai afetar principalmente um grupo de preços, os chamados preços comercializáveis, aqueles que têm concorrência com o exterior. Esse grupo pode gerar um aumento na inflação. Mas veja que os serviços, em geral, não são afetados, porque não há concorrência externa. Eu não vou a Nova York cortar o cabelo ou botar meu filho na escola por causa da cotação do dólar, por exemplo”.

Então, prossegue ele, há preços que não sentem um efeito direto da variação cambial. “Tem também um outro grupo de preços que são os preços administrados, que são determinados por contrato. Esses também não são afetados diretamente, a não ser que tenham no contrato algum índice de reajuste cambial. Ou seja, há uma pressão inflacionária quando se desvaloriza o câmbio, mas em cima de um grupo específico de preços. Mas às vezes a desvalorização não gera aumento de inflação, dependendo da composição dos outros dois grupos”.

Essa relação entre câmbio e inflação é um dos mitos do livro ataca. “O câmbio é sempre inflacionário? Depende. Uma pergunta que se desdobra dessa: a desvalorização cambial sempre reduz o salário real, o poder de compra das pessoas? Depende, também. Depende da relação entre esses grupos de bens. Não existem relações de automatismo quando se fala em câmbio”.

Rossi diz que o livro pode interessar não apenas aos estudiosos da questão cambial, mas também às pessoas que trabalham no mercado financeiro e ao público interessado nas discussões econômicas. “O livro tem capítulos com graus de complexidade diferentes. Ele parte de aspectos mais simples para aspectos mais complexos. O primeiro capítulo é bem geral, pouco acadêmico, que trata da importância da taxa de câmbio, como ela afeta a vida das pessoas, inclusive desmontando alguns mitos que são muito comuns no noticiário. E aí o livro vai crescendo em complexidade e termina discutindo como a política cambial afeta a complexa interação entre o mercado de derivativos e o mercado à vista, e pode neutralizar a forte especulação cambial no Brasil”.

## SERVIÇO



**Título:** Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil  
**Autor:** Pedro Rossi  
**Editora:** FGV  
**Páginas:** 178