

# ARQUIVO 7

# QUANDO UM PADRÃO MONETÁRIO ESTÁ FUNDAMENTALMENTE CORRETO?

CARSTEN DETKEN (1)\*

*Os mercados financeiros estão ansiosos para descobrir se uma moeda está sobreavaliada ou subavaliada. Comparar-se o valor efetivo da taxa de câmbio com o nível "correto" não é uma tarefa trivial, pois não existe uma receita de bolo para estimar-se a taxa de câmbio de equilíbrio. Um enfoque pragmático baseia-se na paridade do poder de compra (PPP).*

*Este artigo faz uma revisão da principal origem da falha empírica ocasional dos cálculos do PPP e sugere um remédio para superar o problema mais premente. Devido à sua simplicidade este procedimento daria ao PPP uma margem de vantagem com relação à outros modos de se calcular o valor correto de uma moeda.*

Um exemplo recente das incertezas que rondam o comportamento das taxas de câmbio é dado pela taxa entre o yen e o dólar (JPY/USD). Em três de abril a taxa estava cotada em 86 yen por dólar. A cotação estava, em média, em 100 yens, em dezembro de 1994; 110, em dezembro de 1993; 125, em dezembro de 1992 e 145, no início de 1990. Em 5 anos o dólar desvalorizou-se em 40% em relação ao yen. Como estes números podem ser interpretados? Esta queda do dólar com relação ao yen baseada em uma desvalorização correspondente da taxa de câmbio de equilíbrio (ou "correta")? Esta última deveria refletir de um modo geral as condições econômicas relativas - isto é, os fundamentos de uma economia.

Falta ainda um consenso bem estabelecido sobre a forma como se deve definir e mensurar a taxa de câmbio de equilíbrio. Uma maneira pragmática de se estabelecer a taxa de câmbio "correta" é baseada nos cálculos do PPP. De acordo com o SBC (Swiss Bank

Corporation), a taxa PPP estava em torno de 145 no início de 1990, comparado a cerca de 120, atualmente. Estes valores sugerem que, a cinco anos atrás, o dólar estava corretamente avaliado com relação ao yen, mas desde então a desvalorização da taxa de câmbio nominal sobrepujou a desvalorização da taxa de câmbio de equilíbrio implícita no PPP.

Recentemente, o enfoque do PPP para estabelecer as taxas de câmbio de equilíbrio sofreu um forte ataque. De fato, este enfoque é visto como um cálculo excessivamente simplificado das taxas de câmbio de equilíbrio, uma vez que o pressuposto mais importante de que a taxa de câmbio real é constante, não se coaduna com a realidade. Esta crítica, entre outras, são examinadas nas seções seguintes, onde também se discute uma metodologia alternativa para se estabelecer a taxa de câmbio real, a saber: o Enfoque do Balanço Macroeconômico.

(1) Economic Services, Swiss Bank Corporation. Traduzido e publicado com a autorização do SBC - Swiss Bank Corporation. Tradução de Carlos Maurício de Carvalho Ferreira, Superintendente do IPAT/UNA.

## Dois Enfoques da Taxa de Câmbio de Equilíbrio

Pretendemos delinear duas alternativas possíveis para derivar uma taxa de câmbio de equilíbrio. A primeira é denominada de Enfoque do Balanço Macroeconômico e é patrocinada, entre outros, pelo FMI (veja o Artigo Eventual - "Occasional Paper" - 115, dez, 1994). Concentraremos nossa atenção na segunda técnica, o conceito de PPP.

O Enfoque do Balanço Macroeconômico, embora apenas recentemente discutido em profundidade e considerado contribuição positiva para superar as imperfeições do PPP, baseia-se nas idéias sugeridas por R. Nurkse, em 1945. A taxa de câmbio de equilíbrio é definida com a taxa que prevaleceria em uma situação de equilíbrio interno e externo. Atualmente, interpretamos esta situação como sendo uma economia funcionando com sua capacidade total em pleno emprego e uma conta de transações correntes "normal". Mas esta afirmativa já revela o principal problema com este enfoque. A fim de estabelecer a taxa de câmbio de equilíbrio temos de fazer suposições, acerca de outros valores de equilíbrio, a produção de pleno emprego - e mais difícil ainda - a posição da conta de transações correntes normal. Feitos estes exercícios, estima-se um grande modelo macroeconômico ou, simplesmente, uma equação de transações correntes. O modelo estimado, ou a equação, é, então, solucionado para determinar-se a taxa de câmbio. Somos bastante céticos acerca dos méritos deste enfoque, porque fazer-se suposições sobre a posição da conta corrente normal de transações é uma tarefa formidável. Com estimativas igualmente plausíveis as variações, nas taxas de câmbio de equilíbrio resultantes, ficam entre 10% a 30%, dependendo da taxa de câmbio que está sendo analisada. Além do mais, utilizar os grandes modelos macroeconômicos, que há algum tempo estavam em moda, além de não ser muito prático, frequentemente acaba escondendo o funcionamento real do modelo, atrás de uma selva de equações, que torna difícil interpretá-los.

### PPP: A Interpretação da Relação de Comércio

Vista como uma teoria da determinação da taxa de câmbio, a PPP afirma que a taxa de câmbio entre duas moedas deve permanecer em um nível tal que o custo de se comprar o mesmo conjunto de mercadorias nos dois

países, deve ser o mesmo. Na sua forma mais restrita o conceito de PPP deriva-se da "lei do preço único", de acordo com a qual os bens e serviços devem ter o mesmo custo, quando expressos em uma moeda comum. A versão absoluta afirma o mesmo, embora se refira à cestas de mercadorias e serviços ao invés de itens individuais. A versão menos restrita, a denominada PPP relativa, afirma que as variações da taxa de câmbio nominal devem refletir as diferenças entre as taxas de inflação; resulta, então, que as taxas de câmbio nominais deveriam se desvalorizar em 5% se a inflação do país é 5% maior que a inflação estrangeira.

Um pressuposto comum, subentendido nas várias versões do conceito de PPP, estabelece que a taxa de câmbio real, que é o "preço" do bem estrangeiro em termos do bem produzido no país (por conseguinte, um preço relativo), é constante. Em contrapartida, quando se considera somente um bem comercializado - e eliminando-se as barreiras ao comércio, bem como os custos de transporte e de informação - a taxa de juros real deveria ser igual à unidade, desde que bens perfeitamente substituíveis deveriam ser comercializados à uma taxa de câmbio real de uma unidade em contrapartida à uma unidade. Surgem problemas quando consideramos cestas que contêm bens imperfeitamente substituíveis e não-comercializáveis cujos preços são mensurados por índices de preços. Nestas circunstâncias, o atrativo da lei de um preço único desaparece, uma vez que não se podem estabelecer comparações entre duas cestas de bens intrinsecamente diferentes, i.e., como é o valor da taxa de câmbio. Em resumo, o enfoque do SBC resolve este problema, selecionando a taxa real média de câmbio como o seu nível correto. As teorias da determinação da taxa de câmbio baseadas na PPP têm claramente a sua origem no comércio, pois a taxa de câmbio é considerada estabelecida pelos fluxos de comércio. Atualmente, como estes fluxos correspondem a menos do que 10% do valor das transações no mercado pró-exportação, vale a pena questionar o quanto eles podem ainda exercer uma influência tangível na determinação da taxa. Os principais atores no mercado pró-exportação, definitivamente contemplam o aspecto comercial do mercado, porque ele dá indicações sobre a competitividade relativa das economias nacionais. Déficits na conta de transações correntes em combinação com uma taxa de câmbio sobrevalorizada deveriam disparar o alarme e induzir os movimentos de capitais, o que mostra a "influência do comércio" na taxa de câmbio.

## PPP: A Interpretação Não-Causal

Uma outra interpretação do PPP, bastante diferente da realizada anteriormente pode ser obtida, a partir da interpretação monetária. Admite que os preços sejam um fenômeno essencialmente monetário e, assim, perfeitamente correlacionados com as evoluções do estoque de moeda. Praticamente todos os modelos de taxa de câmbio afirmam que um rápido crescimento da oferta de moeda deveria desvalorizar a taxa de câmbio. Assim, como reação à um rápido crescimento na oferta de moeda no país, ocorre não apenas uma fase de desvalorização da moeda nacional, mas também de elevação do nível de preços. Se estes efeitos são proporcionais ao crescimento da oferta de moeda, então o PPP funciona bem, contudo contrariamente à interpretação anterior do PPP, não há uma causalidade entre variações diferenciadas dos preços e mudança na taxa de câmbio.

A equação 1, no Box 1, mostra uma equação da forma reduzida "próxima da versão universal" ("close-to-universal") da taxa de câmbio nominal. As variáveis explanatórias, de acordo com as mais conhecidas teorias da formação da taxa de câmbio, poderiam ser taxas de crescimento diferenciadas da oferta de moeda, taxas de juros diferenciadas, procedimentos diferenciados de política fiscal, a conta de transações correntes e variações diferenciadas do nível de preços. É bastante provável que não seja apenas o aumento da oferta de moeda que induza o aumento dos preços, mas também algumas outras variáveis, tais como, a situação relativa do ciclo econômico ("business-cycle"), as diferenças nas taxas de juros, ou mesmo o equilíbrio da conta corrente, influenciem a série dos preços relativos. Isto implica em uma interpretação muito diferente do PPP, no sentido de que os preços constituem uma espécie de resumo estatístico, incorporando vários fatores que são importantes para a determinação de câmbio no longo prazo.

Mais uma vez não haveria uma progressão causal direta dos preços com relação à taxa de câmbio, mas ambos reagiriam às variações nas variáveis anteriormente relacionadas. No longo prazo poder-se-ia atribuir valores zero aos coeficientes de  $\alpha$  a  $\eta$  e 1 ao coeficiente  $v$ , se a influência das variáveis for proporcional, de modo que a equação (2) define o nível do PPP.

### BOX 1: A Forma Reduzida da Equação da Taxa de Câmbio

$$(1) e = \alpha(i - i^*) + \beta(m - m^*) + \gamma((y - y^*) + \delta CA + \eta(f - f^*) + v(p - p^*) + \kappa$$

Onde:

- $e$  = o logaritmo da taxa de câmbio real (a moeda nacional por unidade da moeda estrangeira);
- $i$  = a taxa de juros nominal
- $m$  = o logaritmo da oferta de moeda;
- $y$  = o logaritmo da produção real;
- $f$  = o logaritmo do indicador de política fiscal;
- $CA$  = o logaritmo do balanço em conta corrente;
- $p$  = o logaritmo do nível de preços.

Os valores das variáveis marcadas com um asterisco referem-se à países estrangeiros.  $\alpha$ ,  $\beta$ ,  $\gamma$ ,  $\delta$ ,  $\eta$ ,  $v$ , e  $\kappa$  são coeficientes cujos sinais variam de acordo com as diferentes teorias.

$$(2) \kappa = e + p^* - p$$

$$(3) e = \alpha(i - i^*) + \beta(m - m^*) + \gamma((y - y^*) + \delta CA + \eta(f - f^*) + v(p - p^*) + \kappa \text{ com } \kappa = f(\Delta \text{ prod}; \Delta \text{ pref}; F)$$

$\Delta \text{ prod}$  e  $\Delta \text{ pref}$  referem-se, respectivamente, às diferenças de produtividade e às mudanças de preferência.  $F$  é o valor líquido do estoque de ativos estrangeiros.

### Desempenho = Problemas

É bem conhecido o fato de que o desempenho empírico do PPP não está acima de qualquer suspeita. No curto prazo, os preços dos bens e serviços são estáveis; os preços voláteis do mercado financeiro induzem, assim, ao ajustamento enviesado para cima da taxa de câmbio que, eventualmente, causa uma divergência temporária entre as taxas de câmbio efetivas e a de equilíbrio do PPP. Também, pela mesma razão, o PPP tem de ser interpretado como um conceito de longo prazo. Uma crítica ainda mais fundamental do PPP deve ser mencionada; de fato, o pressuposto mais básico do PPP, i.e. que a taxa de câmbio é constante no longo prazo, está sujeito a questionamentos. De acordo com tais objeções, a possibilidade de se culparem desequilíbrios temporários com os desvios da taxa de câmbio efetiva dos seus níveis PPP, é contestada. Mas, as causas das variações da taxa de câmbio real devem ser entendidas e as taxas PPP ajustadas, para se explicar a variabilidade da taxa de câmbio real. Vamos inicialmente analisar três possíveis razões de variações permanentes na taxa de câmbio real.

## O Efeito Balassa

A explicação mais antiga dos desvios permanentes da taxa de câmbio do PPP é o efeito denominado de Balassa. Baseando na interpretação do comércio e resulta das diferenças de taxas de crescimento da produtividade entre dois países. O país com maior taxa de crescimento da produtividade nos setores que produzem bens, que são comercializados entre os dois, terão os salários crescerem neste setor, mas não os preços. Os preços dos bens comercializáveis não aumentarão devido à forte concorrência interna. Um mercado de trabalho competitivo forçará os salários a serem iguais nos setores de bens comercializáveis e não-comercializáveis da economia. Como o último setor tem menor taxa de aumento da produtividade do que o setor de bens comercializáveis, ou até mesmo não tem qualquer aumento, os salários mais altos forçarão o aumento dos preços. Se a taxa de câmbio real é calculada com um índice geral de preços como o IPC, incluindo os bens comercializáveis e não-comercializáveis, a moeda do país mais produtivo terá, de acordo com os valores que ocorrerem, uma valorização real devido à sua maior inflação medida pelo IPC. A moeda parecerá estar sobrevalorizada. Mas, de fato não mudaram nem os fluxos de comércio, nem os preços dos bens comercializáveis, de tal modo que não ocorre qualquer pressão para se desvalorizar a taxa de câmbio. O desalinhamento aparente da taxa de câmbio poderia durar para sempre ou até mesmo aumentar, se persistirem as tendências relativas de aumento de produtividade entre os dois países. A valorização contínua do yen frente ao dólar americano, assim como várias experiências de países em desenvolvimento, frequentemente são atribuídos ao efeito Balassa.

## As Influências do Lado Real da Economia

Uma segunda linha de argumentos concentra-se na importância do lado real da economia para a formação da taxa de câmbio. A taxa de câmbio real é interpretada como o preço de uma cesta de bens importados expresso em unidades da cesta de bens nacionais. Da mesma forma, em outros mercados, o preço relativo é influenciado por fatores que afetam a oferta ou a procura. Dada a oferta, uma mudança nas preferências em favor dos bens de um

dos países causaria um aumento no preço relativo, cuja consequência seria uma valorização real da moeda. Um progresso tecnológico rápido que aumentasse a oferta de bens de um dos países induziria a uma depreciação real da moeda do outro país. Se admitimos que mudanças nas preferências ou diferenças no progresso tecnológico persistam por um longo período de tempo, então, o pressuposto de uma taxa de câmbio real constante será falso e a taxa PP será distorcida.

## A Teoria do Equilíbrio da Carteira

Uma terceira razão para possíveis mudanças persistentes na taxa de câmbio real é proposta pela teoria do equilíbrio da carteira expandida pela inclusão por um setor relativo ao mercado de bens. Partindo-se do pressuposto que os títulos nacionais e estrangeiros não são substitutos perfeitos, podemos argumentar que um investidor mantém uma parcela fixa de sua carteira com títulos estrangeiros. Um país que constantemente vivencia um superávit na conta de mercadorias e serviços do balanço de pagamentos, confronta-se, com um excesso de oferta de títulos estrangeiros. Esta circunstância poderia levar a uma valorização nominal da sua moeda, de tal modo que o estoque de títulos

estrangeiros avaliados em termos da moeda nacional não excedesse à parcela desejada pelo investidor. No longo prazo o balanço de pagamentos apresenta um déficit na conta de mercadorias e serviços e um excelente compensatório na conta de rendimentos recebidos por causa do aumento de ganhos provindos de juros do exterior. O déficit na conta de mercadorias e serviços vem acompanhado de uma valorização real da moeda. São duas as mensagens importantes que surgem da teoria do equilíbrio da carteira. A primeira é que a conta de transações correntes influencia a taxa de câmbio real através do saldo do estoque de títulos estrangeiros e não através da demanda de bens comercializáveis com o exterior; a segunda, a taxa de câmbio real pode ser sempre mudada por um superávit contínuo de mercadorias e serviços.

Em resumo, podemos afirmar que existem boas razões para mudanças na taxa de câmbio real, e não apenas no curto prazo, mas de forma permanente. As teorias da taxa de câmbio, também, que podem ser identificados os valores que as influenciam. A seguir, sugerimos modos alternativos de levarmos em conta as lições da teoria na estimativa do PPP.



Reprodução

