

# Incerteza, Antecipação e Convenção: “O Estado da Previsão de Longo Prazo”

---

*José Carlos Miranda*

As principais teorias neoclássicas de determinação da taxa de câmbio apreendem a instabilidade monetária internacional como um fenômeno de curto prazo ligado aos ajustes necessários no estoque de ativos monetário-financeiros dos agentes econômicos. Se tais ajustes tornam-se recorrentes, levando a variações contínuas nas taxas de câmbio, é por uma inadequação das políticas monetárias dos principais países. As variações no valor internacional da moeda devem ser, dessa forma, percebidas como sendo ao mesmo tempo o resultado e o instrumento de reabsorção dos desequilíbrios de mercado. A taxa de câmbio é um preço do equilíbrio, uma variável dotada de virtudes reguladoras: qualquer desvio entre taxas corrente e de equilíbrio é absorvido automaticamente através dos ajustes produzidos no mercado de ativos e no mercado de bens.

O argumento alternativo a ser aqui discutido é o seguinte: embora os resultados da balança comercial e da conta de capital sejam parâmetros fundamentais, do ponto de vista macroeconômico, para a determinação da taxa de câmbio, a internacionalização dos mercados financeiros, o nível crescente de liquidez mundial e o papel da especulação na reprodução da riqueza, a partir dos anos 70, fizeram com que os valores correntes de câmbio não guardassem relação direta e imediata com seus determinantes econômicos básicos.

## **A Previsão Econômica**

No capítulo 12 da *Teoria geral*, Keynes procura estudar a forma como certos eventos futuros, que têm papel essencial na determinação da rentabilidade do capital, são antecipados pelo mercado e como a política econômica pode influenciar ou redirecionar tais expectativas. Tal questão o conduz, imediatamente, a pensar o papel da incerteza e da formação das antecipações na economia capitalista. Para Keynes, as decisões humanas sobre o futuro não são ditadas por uma estrita previsão matemática, porquanto nesse contexto não existe base científica para tal previsão. A previsão, nesse campo, é irreduzível ao cálculo probabilístico. E, por isso, sua caracterização dos *animal spirits* é realizada como “o gosto pelo risco”, como “vagas de otimismo e pessimismo irracionais, mas legítimas na ausência de uma base sólida para a previsão racional”, e não através de um cálculo racional de rendimentos futuros asseguráveis sobre o investimento de capital.

A incerteza deriva, no contexto *keynesiano*, da impossibilidade científica do cálculo probabilístico. Em consequência, a estimativa de probabilidades torna-se um exercício de julgamento individual sobre os eventos. Como coloca Orléan (1990, p. 5), “o investidor, quando avalia uma probabilidade, associa-lhe, simultaneamente, um certo ‘peso’. Esse peso expressa o grau de confiança do investidor na estimativa que fez. Note-se que o grau de confiança não se identifica, em absoluto, com a noção tradicional de risco medida pelo intervalo de confiança associado a uma determinada lei de distribuição. Na realidade, novos dados podem conduzir os agentes a revisar suas estimativas da distribuição de probabilidades, consideradas anteriormente, no sentido de um intervalo de confiança maior. Mas esses mesmos dados elevarão, ao mesmo tempo, a confiança em suas novas avaliações. Este exemplo sublinha o fato fundamental da impossibilidade de compensação entre a dimensão ‘probabilidade’ e a dimensão ‘peso dos argumentos’”.

Por essa razão é que as previsões de longo prazo e as decisões de investir, para Keynes, escapam ao cálculo estritamente racional. A previsão depende tanto do julgamento sobre a ocorrência mais provável, quanto da confiança em tal julgamento. A previsão mais provável é determinada pela situação atual projetada para o futuro. Situação esta que é modificada todas as vezes que os agentes têm razões para esperar alguma mudança. Esse procedimento é qualificado por Keynes como convenção pura. A confiança é definida como a probabilidade atribuída ao risco de que uma previsão bem estabelecida se evidencie falsa. O importante é que, para Keynes, mesmo que a previsão mais provável dos investidores não se modifique, a demanda por capital pode flutuar se a confiança outorgada a tal previsão mudar. Nestes termos, o estado de confiança torna-se uma variável essencial à determinação das previsões. E, novamente, aparece sublinhado o fato de que a previsão econômica não é redutível a um cálculo efetuado somente a partir das variáveis reais ou fundamentais.

O estado de confiança não é um parâmetro individual e subjetivo, mas remete a uma realidade social observável: à representação coletiva que os *policy makers*, empresários e rentistas — que são os agentes que decidem sobre a riqueza capitalista — façam da plausibilidade de perpetuação do presente estado dos negócios. Com a noção de convenção, a previsão mais provável adquire o *status* de uma entidade coletiva. O estado de confiança e o caráter convencional da avaliação tornam-se a base de determinação da confiabilidade e das previsões econômicas.

Foi a partir dessa visão que Keynes formulou a questão central do capítulo 12: em que medida o desenvolvimento e a concorrência nos mercados financeiros condicionam a previsão de longo prazo? O conceito central à resposta dessa pergunta é o de liquidez. É próprio do sistema financeiro um processo diário (hoje, a cada minuto) de reavaliação do mercado de ativos, destinado a transferir de mãos o estoque de ativos acumulados. Essa função coloca a liquidez e a especulação como dois lados de uma mesma moeda. Com a emergência dos mercados financeiros, surge a possibilidade de um novo tipo de atividade, que consiste em vender hoje para comprar amanhã na expectativa de uma diminuição dos preços dos ativos negociados. A variável-chave que condiciona tal estratégia é a antecipação da cotação do período seguinte de operação do mercado. Na medida em que os preços futuros prevalecentes nos mercados financeiros expressem a

opinião média dos operadores desses mercados, prever significa antecipar de que maneira se formará a psicologia futura dos mercados. A especulação é a atividade que consiste em prever e antecipar a psicologia do mercado.

O especulador procura perceber antes do grande público as mudanças futuras da base convencional de avaliação. Nessas circunstâncias, o preço dos ativos financeiros expressa cada vez menos as perspectivas de rentabilidade a longo prazo dos investimentos, e cada vez mais a antecipação do mercado financeiro sobre cotações futuras. Daí a possibilidade de surgimento das “bolhas especulativas”, de situações em que o curso efetivo dos preços dos ativos não tenha maior relação com seus determinantes básicos, com os *fundamentals*. A especulação torna-se, assim, um jogo auto-referenciado, como assinala Orléan (1990), onde a opinião média adquire um duplo estatuto: é, simultaneamente, ponto de referência à tomada de posição e resultante desta.

Keynes observou também que a especulação não era a única forma de comportamento dos mercados financeiros. A atividade financeira teria como função estimar e prever, adequadamente e a longo prazo, o curso dos investimentos em condições de uma economia fechada e sem progresso técnico. Entretanto, ele advertiu que a função especulativa — enquanto predomínio dos movimentos e das previsões de curto prazo — seria a inevitável decorrência do desenvolvimento dos mercados financeiros; quanto mais se organizarem, menores serão os custos de transação, maior a liquidez dos ativos e maiores os riscos envolvidos em posições de longo prazo. O predomínio da especulação decorre, assim, da elevação da liquidez sistêmica.

Torna-se portanto, para Keynes, irracional abstrair os movimentos de curto prazo para a análise da lógica de valorização do capital investido. Essa irracionalidade teria ainda como dimensão o fato de que, para Keynes, o investidor dificilmente tem uma idéia exata dos determinantes reais (*fundamentals*) do valor dos ativos financeiros. Daí o caráter intrinsecamente instável de um capitalismo em que predominam os mercados financeiros e as dificuldades teórica e prática da previsão de longo prazo em tais circunstâncias.

A preferência pela liquidez, a demanda especulativa por moeda e a formação de expectativas têm no mercado internacional de ativos, após 1973, um *locus* privilegiado de análise. Desde então, segundo levantamento da UNCTAD (1990, p. 109), “as transações bancárias internacionais vêm crescendo em torno de 20% ao ano, isto é, quase o dobro do comércio internacional (12%). Entre 1972 e 1987 o comércio mundial aumentou, aproximadamente, 2,5 trilhões de dólares e as transações bancárias, 4 trilhões de dólares. Uma comparação da ‘finança’ com a acumulação de capital fixo evidencia que, entre 1982 e 1988, o incremento médio anual do estoque internacional de ativos financeiros foi de 3,8 trilhões de dólares e o da formação bruta de capital fixo em torno de 2,3 trilhões”. A razão desse processo é a mudança que vem ocorrendo na estrutura temporal do capital, tanto no sentido da distinção entre os diversos ativos em função do prazo de maturação e potencial de liquidez, quanto em termos da abertura de um espectro bastante variado de remunerações para o capital investido, que tem como referência as inter-relações entre juros e câmbio nos diferentes mercados.

Dessa maneira, ou a cada “novidade no mercado”, ou a qualquer mudança de expectativa em relação aos *fundamentals* da economia internacional e à política econô-

mica dos Estados Unidos, da Alemanha e do Japão, desencadeiam-se modificações na composição e no tamanho dos *portfolios* que afetam o curso corrente do câmbio. A extensão e a duração do processo dependerão, como assinala Paul Davidson, da elasticidade das expectativas dos agentes envolvidos: exportadores, importadores, multinacionais, rentistas, bancos internacionais e bancos centrais. Quanto mais elásticas as expectativas, maiores serão as possibilidades de variações cambiais.

“Quando há uma percepção da fragilidade da paridade cambial de uma determinada divisa em regime de taxas flexíveis, aumenta a incerteza sobre o valor futuro da moeda em questão, e as elasticidades das expectativas apontam para a redução dos saldos em moeda fraca e para a sua substituição por moedas mais fortes ou por ativos negociáveis internacionalmente e denominados em moedas que tenham expectativas de valorização. Quanto maior a percepção de flexibilidade do regime cambial, maior a possibilidade de que qualquer debilidade aparente de uma moeda induza percepções de maior incerteza quanto à manutenção de seu valor em relação às demais. O mais provável será que os detentores privados de ativos líquidos abandonem a moeda enfraquecida como ativo operacional e de reserva. [...]

“Além disso, uma vez que seja esperada a flexibilidade nas taxas de câmbio, as moedas tornam-se objetos potenciais de especulação. Mudanças correntes nas taxas de câmbio em relação às taxas futuras esperadas induzem redefinições nos *portfolios*. Ademais, num mundo real de incerteza e mudanças, taxas de câmbio flexíveis significam que dificilmente as expectativas são inelásticas ou aproximadamente nulas em qualquer período de tempo. Se as expectativas são elásticas, então, a existência de qualquer vetor de preços de equilíbrio que inclua a taxa de câmbio não pode ser demonstrada” (Davidson, 1982, pp. 113-4).

Os modelos de *portfolios* neoclássicos partem de uma posição de equilíbrio. A ocorrência de um choque externo provocaria uma ruptura; mas as expectativas adaptativas ou racionais garantiriam e reconduziriam a um novo equilíbrio. Assumem, assim, ajustamento, instantâneo ou gradual, através de variações nos preços dos ativos, inclusive da moeda, consistente com o perfeito conhecimento sobre as tendências atuais e os possíveis ajustes futuros do mercado pelos agentes econômicos. Esse conhecimento é transmitido pelo próprio mercado através de variações nos preços relativos, possibilitando reações instantâneas de todos os agentes. Entretanto, se os preços não forem considerados o único vetor de transmissão de informações e as expectativas forem de tipo *keynesiano*, o ajuste dos *portfolios* passa a ser, necessariamente, um processo no tempo, sem nenhuma tendência convergente para o equilíbrio de longo prazo.

### **Análise Econômica: Método Organizado de Raciocínio sobre Problemas Concretos**

A observação do mercado financeiro internacional revela que o ajuste de *portfolios* é um processo sequencial em que informações assimétricas, formas alternativas de interpretação de sinais idênticos, estado de confiança e previsões díspares, escapando ao cálculo estritamente econômico-racional, são elementos intrínsecos. No mercado de ativos plurimonetários as expectativas são instáveis e as opiniões divergentes.

Incerteza, volatilidade do câmbio, informação incompleta e inércia explicam por que a recomposição dos *portfolios* e do estoque de riqueza não é um fenômeno discreto; não tem norma comportamental predefinida; pode haver comportamentos explosivos do câmbio no curtíssimo prazo, induzidos por fluxos de conversão entre moedas, que podem não alterar a composição prévia (do estoque) dos *portfolios* se os agentes acham que são temporários e há riscos envolvidos na mudança de posição; e pode haver movimentos no curto prazo que, conjugados com as antecipações da maioria dos agentes sobre as tendências estruturais da economia internacional, levem a mudanças na estrutura do estoque de riqueza, nos preços e nas quantidades dos ativos detidos.

Biasco (1987) e Schulmeister (1988) realizaram estudos sobre os determinantes do comportamento da relação marco-dólar de 1973 a 1988. “O padrão dos movimentos diários da taxa de câmbio evidencia que sequências de valorizações ou de desvalorizações, interrompidas por flutuações erráticas, são típicas da dinâmica do câmbio no curto prazo. [...] Durante o período de valorização do dólar, por exemplo, a taxa de câmbio moveu-se numa sequência de movimentos ascendentes e descendentes (monotônicos ou quase monotônicos), às vezes interrompidos por oscilações em torno de um nível constante. Avaliando tal *gestalt* quantitativamente, chega-se a dois importantes resultados.

“A apreciação do dólar entre 1980 e 1985 deveu-se à maior duração dos movimentos de valorização, em média 2,6 dias maiores do que os de desvalorização. De forma similar, a desvalorização, posterior a 1985, foi basicamente devida à maior duração dos movimentos de depreciação do que à dos contramovimentos de valorização. Esse padrão contradiz diretamente a hipótese de equilíbrio sob expectativas racionais. Se a volatilidade da taxa de câmbio fosse causada por mudanças no nível de equilíbrio esperado devido a ‘novidades’, isso provocaria um ajustamento instantâneo de preços e não um ajustamento contínuo.

“Grande parte da valorização e da desvalorização do dólar foi levada a cabo por poucos, mas duradouros, movimentos: 21,1% dos movimentos ascendentes responderam por 81,2% da apreciação total e 13,3% dos movimentos descendentes produziram 73,3% da depreciação global. A razão para tal concentração reside num fato extremamente importante: o movimento da taxa de câmbio tende a ser mais abrupto quanto maior for a sua duração. Como esse processo fásico de valorização e desvalorização pode ser explicado em função do comportamento dos participantes do mercado? Mais especificamente, que grupos de agentes influenciam o processo de determinação da taxa de câmbio?” (Schulmeister, 1988, p. 344).

A compreensão do movimento da taxa de câmbio deve ser procurada no comportamento dos agentes que influenciam de forma mais significativa a determinação cambial. Deve-se considerar que os agentes financeiros e não financeiros atuam no mercado com diferentes propósitos e horizontes de tempo, e que suas expectativas e antecipações do futuro são formadas a partir de ênfases distintas. Alguns dos agentes podem ser mais sensíveis às possíveis repercussões de mudanças da política econômica, principalmente do *mix* fiscal-monetário sobre o mercado financeiro; outros, à evolução das variáveis reais; outros, ainda, aos acontecimentos políticos etc. Em todos os casos, todavia, as informações relevantes são transformadas pelos agentes em expectativas de ganhos de capital e de variações nas taxas de câmbio. Quais os agentes que influenciam

a determinação do câmbio no curto prazo? Como as posições de curto prazo tornam-se (ou não) uma tendência de médio prazo? Essas são as questões-chave na determinação da taxa de câmbio.

No que tange aos agentes, uma diferenciação analítica entre os detentores de fluxos de moedas e de estoques de ativos é fundamental na identificação de variações de preços e de quantidades nos *portfolios* plurimonetários. Os exportadores e importadores são, via de regra, manipuladores de fluxos de divisas, porquanto operam prioritariamente em moeda nacional para fazer frente a seus custos de operação. Entretanto, devido ao intervalo de tempo entre fechamento e efetivação de seus contratos comerciais, são participantes do mercado de câmbio, influenciando no curto prazo a sua determinação. Como parte significativa do comércio internacional é intrafirmas, as empresas que operam em escala internacional também detêm fluxos de divisas importantes, que passam pelo mercado de cambiais através de seus *dealers* ou de seus departamentos comerciais. As empresas internacionalizadas operam também seus *portfolios* de ativos no mercado cambial. Nesse “mercado de estoques” participam ainda os bancos internacionais, a partir de relações interbancárias e de suas relações com agentes financeiros e não financeiros, as corretoras, as bolsas de valores e os principais bancos centrais.

Schulmeister explica os movimentos de apreciação e depreciação das moedas pela interação dos efeitos *bandwagon* e *cash in*. Se, em decorrência de um novo dado econômico, financeiro ou político, a expectativa de alguns *dealers* importantes do mercado for de valorização da moeda A, eles comprarão essa divisa, ocasionando a sua valorização. Uma vez que o movimento da taxa de câmbio tome dimensão, mais *dealers* serão atraídos pelo movimento inicial (efeito *bandwagon*). Quanto maior a duração do movimento de apreciação, maior a possibilidade de os agentes envolvidos internalizarem (*cash in*) os lucros decorrentes da valorização cambial, deixando de apostar na moeda A e enfraquecendo assim o efeito *bandwagon*.

O movimento de apreciação terminaria quando os principais *dealers* tomassem contraposições em relação a moeda A. Esse processo pode trazer a paridade da moeda A para níveis mais elevados, ou inferiores, ou até iguais aos prevalecentes anteriormente à sua valorização; pode ser conjuntural, efêmero, condicionando perdas e lucros de curto prazo, decorrentes de variações dos preços das divisas em que são denominados os ativos plurimonetários; e pode ser duradouro, dando origem não só a modificações nos preços dos ativos mas também em suas quantidades, vale dizer, na composição e na estrutura dos *portfolios* internacionais.

No primeiro caso, os agentes estariam participando, simplesmente, de um *currency game*, com o propósito de usufruir rendimentos de curto prazo. A determinação das paridades cambiais emancipando-se, em tal contexto, dos *economic fundamentals*. No segundo, as variáveis reais — níveis de produção, saldo da balança comercial, competitividade da economia — e financeiras — diferencial de taxas de juros, inflação, resultado do balanço de pagamentos — moldariam expectativas de um *bias* de médio prazo a favor ou contra determinada moeda. Caso uma corrida especulativa fosse congruente com o *bias* prevalecente, não só a mudança de paridade da moeda em questão ganharia momento, quanto efetivar-se-iam, ao longo do tempo, mudanças nas posições estratégicas dos diversos ativos.

Para Schulmeister (1988, p. 362), “um *bias* expectacional a favor ou contra determinada moeda seria estabelecido quando as forças reais e financeiras trabalhassem na mesma direção. Um *bias* expectacional a favor do dólar faria com que os especuladores de curto prazo passassem a deter posições de médio prazo em ativos denominados em dólares por mais tempo. Isso acabaria por ocasionar uma mudança nas posições dos especuladores de médio prazo (investidores de *portfolios*). Estes trocariam suas posições nas demais divisas por posições em dólar, o que detonaria uma apreciação, em etapas e a médio prazo, da moeda americana. A realimentação entre a rentabilidade da especulação com divisas e os seus efeitos sobre a taxa de câmbio tornaria o processo de valorização auto-sustentado por algum tempo. Durante esse período, os *fundamentals*, como um déficit crescente em conta corrente, pareceriam, virtualmente, não ter influência alguma sobre a taxa de câmbio. Em consequência, o movimento da taxa de câmbio não se deteria no nível de paridade de poder de compra. Entretanto, quanto mais durasse a sobrevalorização, maior seriam os desequilíbrios internos e externos derivados da taxa de câmbio [...], o que geraria as condições para a inversão do processo de valorização. Para concluir, qualquer processo de valorização seria necessariamente interrompido pelos efeitos desestabilizadores nos mercados de bens e de ativos, pelos efeitos depressivos na economia doméstica e pelos efeitos expansivos nas economias externas”.

A possibilidade de conversão imediata entre ativos de diversos prazos vem potencializando de forma inédita no capitalismo a mobilidade dos capitais, a liquidez e a especulação sistêmica. O fato de haver conversão de temporalidade dos ativos não exclui, entretanto, que os *portfolios* sejam compostos por aplicações diferenciadas no tempo segundo as várias motivações dos aplicadores. Os agentes de comércio exterior, por exemplo, têm parte de seus saldos em aplicações de curto prazo, para se precaverem de possíveis perdas decorrentes de oscilações cambiais durante a vigência de seus contratos operacionais.

Embora qualquer investidor possa, a qualquer momento, transformar suas aplicações de prazo mais longo em liquidez imediata, tal transformação pode envolver perdas ou ganhos no mercado de divisas. Assim, pode-se, por motivos analíticos, agrupar os ativos de um *portfolio* em três grandes categorias — precatórios, especulativos e de investimento —, de acordo com as funções que cumprem na economia, como o fez Keynes. A diferença econômico-institucional dos anos 30 para os anos 80 é que passam a ter liquidez imediata com custos diferenciados; liquidez que se explicita tanto nas diversas divisas-reserva, quanto pela criação e pela expansão de moedas privadas de curso universal.

Nesse contexto, os movimentos cambiais afetam diariamente a composição dos *portfolios*. No curtíssimo prazo, quaisquer novas informações no mercado ou prenúncios de mudanças na política econômica dos principais países emissores de moedas-reserva podem desencadear modificações nas expectativas relativas à taxa de câmbio, provocando variações de preço e na composição e/ou no volume dos ativos especulativos. Estes tornam-se um instrumento de *hedge* contra os riscos cambiais inerentes ao regime de câmbio flexível. É por isso que, no curto prazo, a magnitude da demanda por divisas não é determinada por variações no comércio de mercadorias, no volume de investimento direto internacional ou nos demais ativos de investimento.

Os movimentos de curto prazo iniciam-se nas *bank trading desks* com base principalmente nos ativos de especulação. Se, a médio prazo, esses movimentos tornar-se-ão dominantes ou não dependerá da elasticidade das expectativas dos agentes econômicos e da troca de temporalidade dos ativos dos grandes detentores de *portfolios* plurimonetários. *Ceteris paribus*, estes formam suas expectativas tomando como parâmetro os *economic fundamentals*. Mudanças de posição em seus *portfolios* demandam tempo. Entretanto, uma vez desencadeadas, reforçarão os movimentos de valorização ou de desvalorização cambial, que, por seu turno, serão redefinicionais em termos da direção do investimento direto, da composição e do preço dos ativos de investimento e da competitividade relativa das diversas economias nacionais. A análise das relações de paridade entre as duas divisas mais transacionadas, o marco e o dólar, elucida o processo de formação de paridades sob o regime de câmbio flutuante.

### **A Política Econômica dos Estados Unidos e a Paridade Dólar-Marco**

A impossibilidade de manutenção do valor do dólar levou à valorização ou à flutuação das principais moedas em maio de 1971. A persistência de expectativas especulativas no mercado cambial devido ao déficit externo americano, à política monetária expansionista, condicionando diferenciais de juros desfavoráveis aos Estados Unidos e à declaração da inconvertibilidade do dólar em ouro, em agosto de 1971, determinaram saídas progressivas das posições em dólar em direção àquelas moedas que tinham perspectiva de valorização, o que explica parte do crescimento do mercado de eurodólares à época. Em fevereiro de 1973, o dólar desvalorizou 10%, percentual insuficiente para deter a fuga dos ativos denominados em dólar, ensejando, em maio daquele ano, o abandono definitivo do regime de câmbio fixo.

De 1973 ao início de 1977, o valor médio do dólar estabilizou-se em relação à moeda alemã (us\$ 1,00 = DM 2,60). Este foi o período da política de “negligência benigna”, forma de a política cambial americana adaptar-se ao regime de câmbio flexível em situação adversa de seu balanço de pagamentos. Intercalam-se, nesse período, surtos de curto prazo de valorização e de desvalorização do dólar consoante: os sinais antagônicos das políticas econômicas dos Estados Unidos e da Alemanha; a necessidade de reciclagem dos petrodólares, o que aumentou, significativamente, a liquidez sistêmica; a desestruturação dos sistemas produtivos energético-intensivos; e, as pressões inflacionárias latentes dos principais países capitalistas.

Após o primeiro choque do petróleo, o Fed adotou uma política monetária restritiva, elevando, progressivamente, as taxas de juros, objetivando controlar a inflação e reduzir o desequilíbrio do balanço de pagamentos. Embora tivesse conseguido, em 1974, algum êxito em relação a este último objetivo, a fragilidade financeira de alguns bancos americanos impediu que a política do Fed revertesse os diferenciais de juros favoravelmente aos Estados Unidos. Por outro lado, a política monetária do Bundesbank tornou-se, a partir daquele ano, hegemônica no ajuste macroeconômico alemão e passou a ter como alvo o controle da quantidade de moeda em circulação e das reservas compulsórias de seu sistema bancário nacional.

Tal supremacia era justificada pela necessidade de contenção e de financiamento do déficit público, pelas pressões inflacionárias e pela instabilidade cambial prevalecente. O ajuste proposto aprofundou o déficit público, mas manteve um diferencial de juros real favorável à Alemanha. Havia, assim, sinalizações contraditórias emanadas dos desempenhos das variáveis reais e financeiras dos Estados Unidos e da Alemanha. Melhoraram o resultado do balanço de pagamentos e a competitividade da economia americana, apontando para expectativas de recuperação do dólar, e melhoraram os diferenciais de juros e de inflação, apontando para expectativas de valorização do marco. Neste caso, em que as variáveis reais e financeiras sinalizam direções diferentes, torna-se mais difícil para o mercado estabelecer um *bias* de mais longo prazo em relação a uma divisa específica. Tendem, assim, a prevalecer os movimentos de curto prazo, ora em uma direção, ora em outra, tornando as taxas de câmbio mais voláteis e elevando a elasticidade das expectativas dos agentes.

Em 1975, os desempenhos das variáveis reais e financeiras, em ambos os países, modificaram-se, mas continuaram divergentes. O resultado da conta corrente americana deteriorou-se e os diferenciais de juros tornaram-se favoráveis à Alemanha, reforçando a ambiguidade do processo de formação de expectativas e ensejando o aparecimento de “bolhas especulativas”, ora com o dólar, ora com o marco. A partir do segundo semestre de 1976, o Bundesbank adotou uma política mais restritiva, fosse para evitar a retomada excessiva do nível de atividade, fosse para estabilizar os movimentos de capital no interior da serpente monetária européia. Paralelamente, desenvolveu-se um esforço de contenção fiscal que se estenderia até 1977. “Quando a taxa de juros americana começou a diminuir em relação à alemã, iniciou-se uma mudança na preferência dos investidores em relação à moeda de denominação dos seus ativos. Ocorreu, assim, uma bolha especulativa com o dólar, que durou dois anos. Mudanças na denominação monetária de um eurodepósito de noventa dias garantiram, em média, uma taxa de retorno de 11% ao ano entre junho de 1976 e setembro de 1978”. (Schulmeister, 1988, p. 362).

Em 1977, mudou a orientação da política macroeconômica tanto nos Estados Unidos quanto na Alemanha. Em primeiro lugar, mudou a estratégia do governo americano em relação ao dólar. A *open mouth policy* diagnosticava a sobrevalorização do dólar como causa dos problemas da balança comercial e como inibidora da competitividade e do crescimento da economia americana. Do ponto de vista fiscal, a administração Carter propunha a redução de impostos como incentivo à demanda interna. No caso alemão, a política de controle quantitativo da moeda aliada à necessidade de rolagem da dívida pública através do setor bancário nacional mantiveram o diferencial de juros desfavorável aos Estados Unidos.

Quanto ao afluxo de capitais para a Alemanha, a visão do Bundesbank era que um marco valorizado compensaria o *crowding out* do setor público sobre o setor privado e diminuiria as pressões inflacionárias internas e externas. Para o Bundesbank o caráter inflacionário e desestabilizador do financiamento do orçamento público seria compensado em parte pelos efeitos estabilizadores da valorização cambial. Se o processo de valorização fosse interrompido ou desacelerado antes de resolvida a questão do financiamento público, as pressões inflacionárias seriam inevitáveis.

A conjugação daqueles fatores tornou as expectativas dos agentes amplamente favoráveis à fuga das aplicações em dólar, cujo valor decresceu, naquele ano, 20% em relação às moedas alemã e japonesa. A especulação com o dólar atingiu tal magnitude que, em 1978, o Fed teve de intervir para segurar o valor da moeda americana, através de sua política de investimentos institucionais em divisas-reserva e do lançamento de títulos públicos denominados em marco no mercado financeiro alemão. A política monetária tornou-se mais restritiva e a política de estímulos fiscais foi revista.

Aquelas mudanças, todavia, não alteraram as expectativas em relação ao dólar, mantendo-se o *bias* de médio prazo dos agentes contra aplicações naquela moeda. O segundo choque do petróleo, a intensificação das operações especulativas no mercado internacional de estoques e o agravamento das tensões inflacionárias viriam a modificar o quadro dos anos anteriores. A reversão da política monetário-cambial americana em 1979 respondeu, sobretudo, à necessidade de financiar os déficits fiscal e do balanço de pagamentos, usando, para tal, o mercado internacional de divisas. Para essa finalidade o Fed sinalizava com um diferencial de juros real favorável aos Estados Unidos e com uma política de revalorização da moeda.

No que tange à Alemanha, a redução do desequilíbrio em transações correntes e a defesa da paridade do marco tornar-se-iam as preocupações centrais do Bundesbank. O peso da política monetária no ajuste macroeconômico se evidenciava pelos objetivos cada vez mais restritivos de expansão da moeda de banco central, que passou de 11,4%, em 1978, para 6,3%, em 1979, ensejando uma elevação substancial do espectro de taxas de juros. Esse aumento respondeu também à necessidade do Bundesbank de redefinir sua taxa básica, devido à elevação dos juros americanos, para controlar a saída excessiva de capitais da Alemanha.

O fraco desempenho da economia alemã e a dificuldade de reestruturar seu sistema produtivo, indicadores de uma perda progressiva de competitividade no cenário internacional a partir de 1979, sinalizavam contra as aplicações de médio prazo em marco. O agravamento da dívida pública e as pressões inflacionárias latentes determinaram a manutenção de uma política de juros elevados, apontando para aplicações em moeda alemã. Dessa forma, os resultados das variáveis reais e financeiras apresentaram-se de forma contraditória para os aplicadores, condicionando expectativas mais voláteis e originando “bolhas especulativas” de divisas. “Sumariando: a dinâmica da taxa de câmbio, no médio prazo, pode ser vista como uma tendência à formação de bolhas sequenciais baseadas em *biases* expectativas de valorização ou de desvalorização e em movimentos não direcionais baseados na ambiguidade da formação das expectativas” (Schulmeister, 1988, p. 356).

Na mesma linha de investigação, Biasco (1987) tentou explicar a maior volatilidade da taxa de câmbio durante a reversão dos ciclos de valorização ou de desvalorização de uma divisa. Para o autor, nesses momentos, os sinais contraditórios emanados das principais variáveis reais e financeiras dificultam o estabelecimento de uma nova convenção cambial no mercado. Além disso, a dificuldade em estabelecer novas convenções seria reforçada por fatores inerciais, que fazem com que as opiniões prévias sobre o *status* de uma determinada moeda mudem mais lentamente que o próprio ambiente econômico. Na fase de reversão do ciclo de valorização do marco, em 1979 e

em 1980, “quando as políticas de estabilização do câmbio ganharam uma postura deflacionista nos países sujeitos a revalorização, o resultado foi uma modificação pronunciada nos desequilíbrios em contas correntes preexistentes, já que no mundo real os efeitos das modificações dos níveis relativos das demandas internas dominaram os efeitos das mudanças dos níveis relativos de competitividade.

“À medida que a conta corrente de um país, com taxa de câmbio forte, torna-se negativa, os diferenciais preexistentes de inflação não são imediatamente corrigidos, nem tampouco os diferenciais de crescimento da oferta de moeda (devido a uma certa endogeneidade à demanda); como resultado nem mesmo os diferenciais de taxas de juros reais são corrigidos. Quando a pintura fica, assim, borrada para os agentes, impressões passadas ainda prevalecem e as opiniões prévias sobre uma divisa levarão tempo para desfazerem-se. Durante essa fase, então, a variedade das expectativas é enorme e a dificuldade em detectar a tendência futura acentua a volatilidade das taxas de câmbio, como aconteceu em 1980. O horizonte de tempo dos especuladores encurta-se. [...] Quando a inversão da situação for largamente percebida, as duas moedas trocarão de papéis. A moeda que antes havia se desvalorizado valoriza-se, pela mesma sequência de eventos e expectativas que causaram sua depreciação no ciclo anterior” (Biasco, 1987, pp. 47-8).

Na década de 80, observam-se, nos Estados Unidos, duas estratégias de ajuste macroeconômico. A primeira abrange a recessão e o início da retomada da economia americana, estendendo-se até 1984. Baseou-se na apreciação do dólar e em taxas de juros elevadas como forma de financiar os déficits fiscal e comercial, em uma política fiscal expansionista e em uma política monetária ativa mas acomodatória, quando de turbulências no sistema bancário americano, como em 1982 e em 1984. Tal estratégia expôs a economia americana a uma forte competição, originando um processo lento e parcial de reestruturação do seu sistema produtivo. Entretanto os resultados mais visíveis de tal estratégia consistiram na ampliação dos déficits comercial e fiscal dos Estados Unidos e no acirramento da instabilidade do setor financeiro, que, em momentos críticos, obrigou o Fed a intervir como credor de última instância junto aos bancos comprometidos com setores em declínio, ou sem rentabilidade, e com os países devedores latino-americanos. As intervenções, por sua vez, acicatavam as inovações financeiras que, nos Estados Unidos, se tornaram, progressivamente, formas alternativas ao crédito bancário tradicional.

Em nível internacional, a natureza necessariamente recessiva de tais políticas tinha como contrapartida forçar o ajuste das demais economias capitalistas, submetendo-as às necessidades de financiamento da economia americana. A consequência mais imediata foi a ocorrência de déficits significativos nos balanços de pagamentos de praticamente todos os países, bem como de déficits fiscais de natureza financeira, ligados aos ajustes monetários dos balanços de pagamentos. No caso da Alemanha, o segundo choque do petróleo, a perda de competitividade de seu sistema produtivo fortemente especializado nas indústrias química e mecânica, a recessão européia e o crescimento da dívida pública causaram déficits em transações correntes, queda na demanda interna, aumento das pressões inflacionárias e a intensificação dos movimentos especulativos com o marco. A resposta do Bundesbank, no início da década de 80, foi um ajuste monetário do balanço de pagamentos visando a reduzir o desequilíbrio em

conta corrente e sustentar, no limite do possível, a paridade de sua moeda. O caráter ativo da política monetária manifestou-se pelos objetivos cada vez mais restritivos para a expansão da quantidade de moeda de banco central, e na consequente volatilidade das taxas de juros.

O controle monetário foi facilitado pela deterioração das transações correntes de 1979 a 1981, pela saída de capitais de curto prazo, ligada às antecipações dos agentes econômicos quanto ao desempenho desfavorável do marco, e pela elevação substancial do espectro das taxas de juros, forçada pela política monetária do Fed. Essa política de ajuste monetário prosseguiria durante a primeira metade da década de 80, embora seu caráter restritivo se relativizasse em momentos menos críticos. Quando as condições internacionais e internas melhoravam, a política monetária do Bundesbank tornava-se mais expansiva e vice-versa. Assim, em 1982, quando melhorou a situação do balanço de pagamentos e diminuíram as pressões inflacionárias internas e as taxas de juros americanas, o banco central imprimiu um caráter menos ativo à sua política. Em março de 1983, essa orientação foi revertida, acompanhando o movimento da política monetária e das taxas de juros nos Estados Unidos.

Em parte como uma consequência da paridade do dólar, o resultado em transações correntes dos Estados Unidos tornou-se superavitário em 1980. Ao mesmo tempo, o saldo alemão deteriorou-se numa extensão inédita desde o pós-guerra. O comércio internacional apontava, assim, para uma valorização do dólar em relação ao marco. Mas essa expectativa era contrabalançada, no mercado de ativos, pela elevação contínua do diferencial de juros real entre aqueles dois países. Em janeiro de 1979, o juro real na Alemanha era 0,9% mais elevado do que nos Estados Unidos. A diferença elevou-se para 4,9% em setembro daquele ano, alcançando 10,8% em maio de 1980. Portanto, para Biasco e Schulmeister, as forças reais e financeiras trabalhavam em direções opostas, moldando um “equilíbrio precário” no mercado de divisas.

“Entretanto, quando a nova política monetária americana, de 1979 a 1980, tornou-se efetiva, a taxa de juros real dos Estados Unidos aumentou abruptamente em relação à da Alemanha, variando 8,6% de maio a novembro de 1980. Tais resultados reforçaram os sinais para a valorização do dólar provenientes da melhoria do saldo em transações correntes dos Estados Unidos. Assim, um *bias* expectacional a favor do dólar poderia ser estabelecido. Consequentemente, os *dealers* do mercado cambial passaram a tomar posições abertas em dólar com maior prazo do que posições abertas em marco; e os detentores de *portfolios* transferiram-se do marco para o dólar. Isso gerou um processo contínuo e auto-sustentado de apreciação da moeda americana. Ambas as variáveis que formam as expectativas sobre a taxa de câmbio — as forças ‘reais’ provenientes do mercado de bens e as forças financeiras do mercado de ativos — estavam naquele momento em perfeita concordância. Uma vez iniciados os movimentos de capital e do câmbio, a rentabilidade das aplicações em dólar reforça o *bias* expectacional nos mercados financeiros internacionais, levando a novas valorizações da moeda (americana) e, assim, reforçando a rentabilidade dos movimentos de mudança de denominação monetária dos ativos. Entre julho de 1980 e dezembro de 1984, a troca de denominação de marco para dólar de um eurodepósito de três meses rendeu, em média, 18,7% ao ano” (Schulmeister, 1988, p. 359).

Esse mecanismo realimentador origina, no auge do ciclo de valorização, *overshootings* constantes da taxa de câmbio, que não guardam nenhuma relação com o desempenho das variáveis econômico-financeiras. É por isso que os movimentos de médio prazo da taxa de câmbio não param ou revertem no ponto correspondente à paridade de poder de compra, seja esta determinada pela balança comercial ou pelo diferencial de juros. “Neste contexto, desequilíbrios crescentes em conta corrente e nos níveis de preços relativos poderiam amortecer o processo de apreciação, o que seria posteriormente seguido por uma abertura nos diferenciais de juros. Em agosto de 1983, a taxa real de juros nos Estados Unidos era 4,2% mais elevada que na Alemanha. Em agosto de 1984, esse diferencial começou a reduzir-se. Entretanto, o *bias* expectacional favorável ao dólar continuou a prevalecer durante alguns meses” (Schulmeister, 1988, p. 360).

As mudanças das condições econômico-financeiras levaram, no Encontro dos Sete, em 1984, à discussão da necessidade de adoção de políticas macroeconômicas mais coordenadas entre os Estados Unidos, a Alemanha e o Japão. Os objetivos ali anunciados eram os de reduzir as taxas de juros internacionais, de negociar *target zones* para as taxas de câmbio e de se obter maior responsabilidade por parte da Alemanha e do Japão sobre a estabilidade e o crescimento econômico. Por trás dos objetivos declarados, no entanto, o que se buscava era evitar um *hard landing* do dólar. Os Estados Unidos, por seu turno, tentavam garantir que a desvalorização de sua moeda, já percebida pelo mercado como inevitável, fosse sustentada pelos dois grandes países industriais.

Em 1985, o Tesouro americano caminhou no sentido de uma política de coordenação macroeconômica mais ativa entre os países e o Fed e promoveu uma queda gradual de sua taxa de desconto. A Alemanha, que, por seu turno, havia aproveitado o ajuste recessivo decorrente da sobrevalorização do dólar como instrumento de reestruturação de seu sistema produtivo, voltou a ter um desempenho satisfatório em suas contas externas e a controlar as pressões inflacionárias e fiscais internas. Assim, a partir daquele ano, os desenvolvimentos do mercado de bens e serviços (déficit em transações correntes persistente nos Estados Unidos e superávit alemão) e do mercado de ativos (diferencial de juros favorável à Alemanha) passaram a condicionar as expectativas de curto e, posteriormente, de médio prazo, de desvalorização do dólar.

Em 1986, o processo de desvalorização do dólar, comandado pelo mercado de câmbio, pelo Fed, pelo Bundesbank e pelo Banco do Japão, e a inexistência de pressões inflacionárias nos Estados Unidos ensejaram uma política expansionista pelas autoridades monetárias deste país. No entanto, o progressivo aumento do déficit comercial americano e as incertezas no mercado financeiro levaram a uma política mais conservadora, em 1987, a qual seria revertida, em outubro do mesmo ano, com o *crash* da bolsa de Nova York. Nesse momento, a política do Fed tornou-se adaptativa às circunstâncias, evitando que o incidente financeiro comprometesse a expansão da economia americana.

Nessa mesma direção, os bancos centrais da Alemanha, do Japão e da Inglaterra efetivaram pesadas intervenções nos mercados monetário e cambial, objetivando estabilizar os movimentos especulativos com o dólar. Aliás, no caso da Alemanha, a partir de 1986, a política monetária passou a defrontar-se com objetivos conflituosos de curto e médio prazos. A necessidade de sustentação do dólar e da demanda interna fez

necessário uma política mais expansiva e a ultrapassagem das metas fixadas para a expansão da liquidez sistêmica, determinando intervenções mais restritivas. Nessas circunstâncias, a pressão contínua para a valorização do marco induziu à ultrapassagem, pelas autoridades monetárias, das metas estabelecidas para a liquidez em 1986 e em 1987.

Em 1988, a política creditícia e os novos instrumentos de financiamento nos Estados Unidos apoiaram a expansão da economia. Entretanto, a existência de setores não estruturados, o *leakage* de importações decorrente do investimento estrangeiro (notadamente o japonês), a persistência dos déficits externo e do setor público geraram pressões inflacionárias, induzindo a uma política monetária contracionista, em 1989. Esta, na verdade, respondeu, principalmente, às tentativas de ajuste monetário do balanço de pagamentos e à necessidade de minimizar os impactos desestabilizantes dos fluxos de capital de curto prazo e da flutuação das moedas, particularmente da relação entre o dólar e o iene.

No Encontro dos Sete em Paris, em julho de 1989, os Estados Unidos, a Alemanha e o Japão apresentaram prioridades diferentes devido a seus problemas internos, formalizando o fim da possibilidade de coordenação entre eles. O comunicado final do encontro não trouxe nenhuma referência ao dólar ou à manutenção de paridades estáveis, dado que os ajustes externos (contas correntes) entre os três países continuavam sem solução e as políticas de ajuste macroeconômico davam sinais de esgotamento. A conjuntura de crescimento acelerado dos anos anteriores, as pressões inflacionárias e as necessidades de financiamento do Estado decorrentes da unificação política fizeram com que o Bundesbank praticasse uma política de valorização cambial, pondo por terra as perspectivas de continuidade da concertação das políticas cambiais americana, alemã e japonesa.

*José Carlos Miranda é professor e diretor do  
Ceri — Centro de Relações Econômicas Internacionais, do  
Instituto de Economia da Unicamp.*

## Referências Bibliográficas

- BIASCO, S. "Currency cycles and the international economy", in *Quartely Review*, nº 160, Roma: Banca Nazionale, 1987.
- DAVIDSON, P. *International money and the real world*, Londres: MacMillan Press, 1982.
- ORLÉAN, A. *Incertitude, prevision et speculation financière*. Université de Paris-Nord, 1990, mimeo.
- SCHULMEISTER, S. "Currency speculation and dollar fluctuations", in *Quartely Review*, nº 167, Roma: Banca Nazionale del Lavoro, 1988.
- UNCTAD. *Instability, uncertainty and international finance*, Genebra, 1990, mimeo.

## Resumo

Os modelos de portfolios neoclássicos partem de uma posição de equilíbrio. A ocorrência de um choque externo provoca uma ruptura; mas as expectativas adaptativas ou racionais garantem e reconduzem a um novo equilíbrio. Assumem, assim, ajustamento, instantâneo ou gradual, através de variações nos preços dos ativos, inclusive da moeda, consistente com o perfeito conhecimento sobre as tendências atuais e os possíveis ajustes futuros do mercado pelos agentes econômicos. Entretanto, num mundo real de incerteza e mudanças, taxas de câmbio flexíveis significam que dificilmente as expectativas são inelásticas. Se as expectativas são elásticas, então a existência de qualquer vetor de preços de equilíbrio que inclua a taxa de câmbio não pode ser demonstrada. Essa é a discussão central deste artigo, que é encaminhada a partir da evolução da paridade entre o dólar americano e o marco alemão nas duas últimas décadas.

## Abstract

The neoclassical portfolio models start from an equilibrium position. The occurrence of an external shock causes a rupture, but adaptive or rational expectations ensure that a new equilibrium position is achieved. They assume instantaneous or gradual adjustment through variations in asset prices, including currency, compatible with perfect knowledge of present trends and possible future market adjustments by economic agents. However, in a real world of uncertainty and change, flexible exchange rates mean that expectations can hardly be inelastic. If expectations are elastic, then the existence of any equilibrium price vector which includes the exchange rate cannot be demonstrated. This is the subject of this article, which deals with the evolution of the U.S. dollar parity with the German mark in the last two decades.