



TEORIA MACROECONÔMICA II

ECO1217

Aula 19

Professores:

Dionísio Dias Carneiro

Márcio Gomes Pinto Garcia

16/05/2006



Taxa de Câmbio Fixa e o Ajustamento da Taxa de Câmbio Real

Começemos por derivar as relações de demanda agregada e oferta agregada para uma economia aberta sob câmbio fixo:

- Demanda Agregada sob Câmbio Fixo:

$$Y = C(Y-T) + I(Y,r) + G + NX(Y, Y^*, \varepsilon) \quad (21.1)$$

- A taxa real de juros é definida como:

$$r \equiv i - \pi^e$$

- E a taxa de câmbio real é definida como:

$$\varepsilon \equiv \frac{EP^*}{P} \quad ; \quad \text{Câmbio fixo} \Rightarrow \varepsilon \equiv \frac{\bar{E}P^*}{P}$$

Demanda Agregada sob Câmbio Fixo

Também vimos que sob câmbio fixo e perfeita mobilidade de capitais:

$$i = i^*$$

Reescrevendo a equação (21.1), temos:

$$Y = C(Y-T) + I(Y, i^* - \pi^e) + G + NX\left(Y, Y^* \frac{\bar{E} P^*}{P}\right)$$

⇒ Expressa o equilíbrio nos mercados de bens, financeiro e cambial e este equilíbrio depende de variações em G , T , i^* , π^e , Y^* , ε .

Demanda Agregada sobre Câmbio Fixo

Vamos nos concentrar nos efeitos de 3 dessas variáveis: ε , G , T .

$$Y = Y\left(\frac{\bar{E}P^*}{P}, G, T\right) \quad (21.2)$$

($\frac{P}{+}$, +, -)

- As demais variáveis são supostas constantes.
- (21.2) é a relação de demanda agregada, que expressa a relação entre produto e nível de preços implicada pelos equilíbrios dos mercados de bens e financeiro.
- Tal como na economia fechada, a relação de demanda agregada implica uma relação negativa entre preços e produto, mas agora o canal é diferente: dado a taxa de câmbio fixa (E) e o nível de preços externos (P^*), quando o nível de preços domésticos (P) se eleva, a taxa de câmbio real (ε) diminui (apreciação real), fazendo com que as exportações líquidas (NX) se retraiam e, conseqüentemente, o produto caia.



Demanda Agregada sobre Câmbio Fixo

Note que o efeito do aumento dos preços sobre o produto na relação de demanda agregada na economia aberta com câmbio fixo é o mesmo que na economia fechada. Contudo, o canal de transmissão é totalmente diverso.

$\partial Y / \partial P < 0$, mas:

○ Economia fechada: $P \uparrow \Rightarrow M/P \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow Y \downarrow$

○ Economia Aberta com câmbio fixo e Perfeita Mobilidade de Capitais:

$i = i^*$; $P \uparrow \Rightarrow (EP^*/P) \downarrow \Rightarrow NX \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$;

Ou seja, o efeito é via a taxa de câmbio real.



Demanda Agregada sobre Câmbio Fixo

Vamos reescrever a demanda agregada com subscritos temporais:

$$AD: Y_t = Y\left(\frac{\bar{E}P^*}{P_t}, G, T\right)$$

Aprendemos que a oferta agregada é a relação entre o nível de preços e o produto que vem do equilíbrio no mercado de trabalho. A versão que derivamos anteriormente foi:

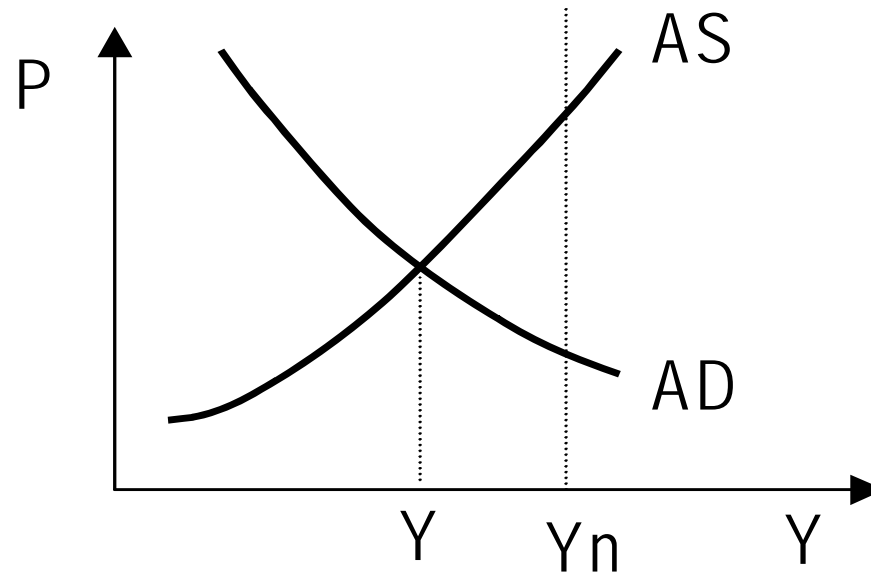
$$AS: P_t = P_{t-1} \cdot (1 + \mu) \cdot F(1 - Y_t / L, z), \text{ onde } P_{t-1} = P_t^e$$

Lembrando o mecanismo, o nível de Preços depende do nível de preços esperado e do produto pois:

- Se P^e sobe, W sobe, o que gera aumento em P
- Se o produto sobe, o desemprego cai, o que aumenta os salários e aumenta os preços

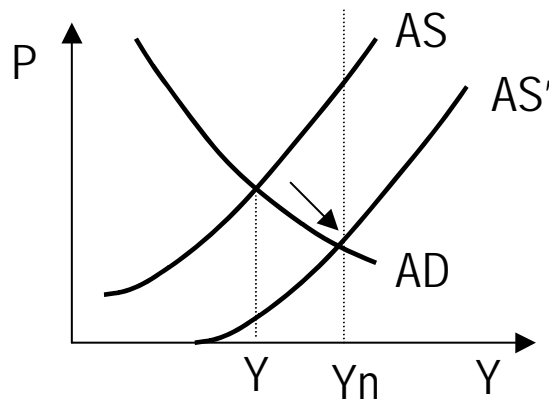
Demanda Agregada e Oferta Agregada

Neste caso, o equilíbrio inicial $Y < Y_n$, pois consideramos a economia em recessão.



Vejam agora, o que ocorre com cada uma das políticas: desvalorizar ou não fazer nada.

Ajuste sem desvalorização



Como a economia está inicialmente em recessão, o nível de preços cai ano após ano (deflação) até a AS cruzar a AD no pleno emprego. Neste ponto, ε é mais alta: $\varepsilon \uparrow = \frac{\bar{E}P^*}{P_t} \uparrow$, pois $P \downarrow$.

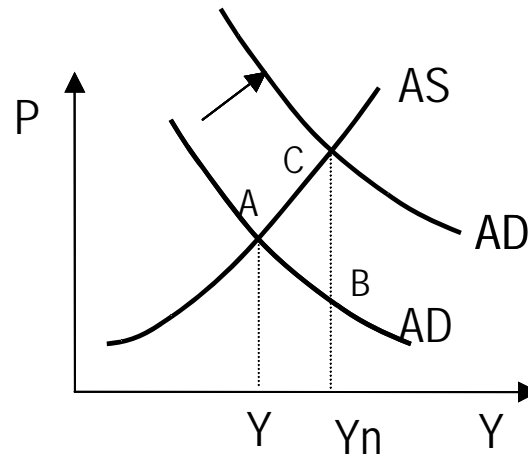
No médio prazo, apesar do câmbio nominal permanecer fixo, a economia obtém a depreciação real necessária para que o produto retorne a seu nível natural. No curto prazo, a taxa de câmbio nominal é fixa implicando em uma taxa de câmbio real fixa. No médio prazo, câmbio nominal fixo é consistente com ε se ajustando. O ajuste se dá via P.

OBS: Na realidade, só se necessita que $\pi < \pi^*$, não é necessário que P caia ($\pi < 0$) para ter depreciação real. Quanto maior $(\pi^* - \pi) > 0$, mais rápido o processo de ajuste.

Ajuste com desvalorização

Suponha agora que o governo opte pela desvalorização.

Para dado P , a desvalorização nominal acarreta uma depreciação real e isso aumenta a demanda agregada: $E \uparrow \Rightarrow (EP^*/P) \uparrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow AD \uparrow$



Uma desvalorização do tamanho certo pode levar a economia diretamente para o ponto C. Em C, ε é igual ao que seria em B (pois Y é o mesmo e G e T não mudaram).



Ajuste com desvalorização:

No mundo real, calibrar a desvalorização é difícil.

- Como visto no capítulo anterior, pode haver inicialmente efeito contracionista da desvalorização (curva-J)
- P pode ser afetado pela desvalorização (*Pass-Trough*) – como o preço dos importados aumentou, o preço da cesta de consumo no país é afetado também e deve crescer.



Ajuste com desvalorização:

Não obstante, uma desvalorização ajuda o produto a retornar a seu nível natural mais rapidamente do que sem a desvalorização (lembrar os exemplos argentino e brasileiro, e Keynes x Churchill sobre o retorno ao padrão ouro em 1925). Por isso, sempre que há recessão e/ou grande déficit comercial, ocorrem pressões por desvalorizações.

Os oponentes de desvalorizações argumentam que há boas razões para se optar pela taxa de câmbio fixa, e que desvalorizar sempre que há algum problema praticamente elimina as vantagens do câmbio fixo (camisa de força com fecho *éclair*...). Além disso, se governos mostram muita boa vontade com desvalorizações, isso aumenta a probabilidade de ocorrerem crises cambiais. Vamos estudá-las.



Crises Cambiais

Suponha um país com câmbio fixo onde os agentes acreditem que vai haver uma desvalorização a qualquer momento. Por quê?

- A moeda doméstica pode estar sobrevalorizada.
- Necessidade de reduzir a taxa de juros interna.

Para o Banco Central manter a taxa de câmbio, ele deve aumentar a taxa de juros interna:

$$i_t = i_t^* + \frac{(E_{t+1}^e - E_t)}{E_t}$$

Crises Cambiais

$$i_t = i_t^* \times \frac{(E_{t+1}^e - E_t)}{E_t}$$

A relação UIP acima vale para todos os horizontes de tempo.

Isso traz uma consequência ruim para se a política monetária visa se opor à ataques especulativos. Por exemplo, se os mercados financeiros acham que há uma probabilidade de 50% de ocorrer uma desvalorização de 10% na próxima semana (o que dá uma depreciação esperada de 5% em uma semana) a taxa de juros terá que ser elevada em $5 \times (365/7) = 260\%$ no ano!!!



Crises Cambiais

Sob taxa de câmbio fixa, E_t é fixo em E . E se os mercados esperam que esta paridade será mantida, $E_{t+1}^e = E$, e neste caso, $i = i^*$.

Mas se a manutenção do regime de câmbio fixo é questionada, quais são as alternativas do governo e do Banco Central?

- Tentar convencer os mercados de que a política será mantida.
- Aumentar a taxa de juros interna mas não tanto quanto a equação de paridade exige. Com essa atitude, haverá saída de recursos do país e o Banco Central deveria comprar moeda interna e vender moeda externa (reservas).
- Após algum tempo (meses ou dias), a opção do governo é assumir taxas de juros altas ou atender às expectativas e desvalorizar a moeda.



Crises Cambiais

- Adotar taxas de juros de curto prazo muito altas pode ter efeitos devastadores sobre a demanda e o produto. Aumentar os juros para contornar as expectativas de depreciação é uma alternativa sustentável apenas se o mercado assume uma probabilidade pequena de desvalorização.
- Resumindo: Expectativa de que uma desvalorização da moeda vá ocorrer pode acarretar a crise cambial, mesmo que não fosse intenção do governo desvalorizar a moeda. “Expectativas Auto-realizáveis”



Escolha entre Câmbio Fixo ou Câmbio Flutuante

No médio prazo, o câmbio real ajusta mesmo que a taxa de câmbio nominal esteja fixa. Mas no curto prazo, câmbio fixo significa abdicar do controle sobre o câmbio mas também do controle sobre a taxa de juros (sob mobilidade perfeita).



Escolha entre Câmbio Fixo ou Câmbio Flutuante

Há vários contras em adotar câmbio fixo:

- No curto prazo, sob taxas câmbio fixas um país abre mão de seu controle da taxa de juros e da taxa de câmbio.
- Além disso, a previsão de que um país esteja na iminência de desvalorizar sua moeda pode levar os investidores a exigir taxas de juros muito altas.



Escolha entre Câmbio Fixo ou Câmbio Flutuante

Por que então diversos países adotam câmbio fixo?

1. Sob taxas de câmbio flutuante, o câmbio flutua por diversas razões e pode provocar grandes flutuações no câmbio real e no produto. Estabilizar os movimentos do câmbio pode requerer grandes variações na taxa de juros o que promove instabilidade no produto.
2. Quando um país adota câmbio fixo, ele deve ter a taxa de juros interna igual a externa. Se o país sofre os mesmos choques macroeconômicos que o país ao qual o câmbio está fixo, as políticas internas e externas devem ser semelhantes e neste caso, os custos do câmbio fixo não são tão altos.



Escolha entre Câmbio Fixo ou Câmbio Flutuante

Há vários prós em adotar câmbio fixo:

- Há simplificação para as operações das firmas em geral.
- Os países podem estar buscando limitar o uso da política monetária (casos de hiperinflação).

Currency Board (Caixa de Conversão).

- Países integrados podem obter grandes benefícios ao adotarem câmbio fixo.

Moeda Comum

- Em geral, as taxas de câmbio flexíveis são preferíveis às fixas, exceto quando:
 - Um grupo de países já está estreitamente integrado.
 - Um banco central não inspira confiança.