

# Regimes de taxa de câmbio

## CAPÍTULO 21

Olivier Blanchard  
Pearson Education

$$\varepsilon = \frac{EP^*}{P}$$

Existem duas maneiras pelas quais a taxa real de câmbio pode se ajustar:

- Por meio de uma mudança na taxa nominal de câmbio,  $E$ .
- Por meio de uma mudança no nível de preços doméstico,  $P$ , em relação ao nível de preços estrangeiro,  $P^*$ .

## Demanda agregada sob taxas de câmbio fixas

A relação de demanda agregada em uma economia aberta com taxas de câmbio fixas é

$$Y = Y\left(\frac{EP^*}{P}, G, T\right)$$

( +, +, - )

Lembre-se de que, numa economia fechada, a relação de demanda agregada tinha a mesma forma da relação acima, exceto pela presença do estoque real de moeda  $M/P$ , em vez da taxa real de câmbio  $EP/P^*$ .

## Demanda agregada sob taxas de câmbio fixas

- Sob taxas de câmbio fixas, o Banco Central abre mão da política monetária como instrumento de política econômica. É por isso que o estoque de moeda não aparece na relação de demanda agregada.
- Ao mesmo tempo, o fato de a economia ser aberta implica que devemos incluir uma variável que não incluímos ao examinar, anteriormente, a economia fechada – a saber, a taxa real de câmbio,  $\bar{E}P/P^*$ .

## Demanda agregada sob taxas de câmbio fixas

$$Y = Y\left(\frac{EP^*}{P}, G, T\right)$$

( +, +, - )

Embora o sinal do efeito do nível de preços sobre o produto permaneça o mesmo, o canal é muito diferente:

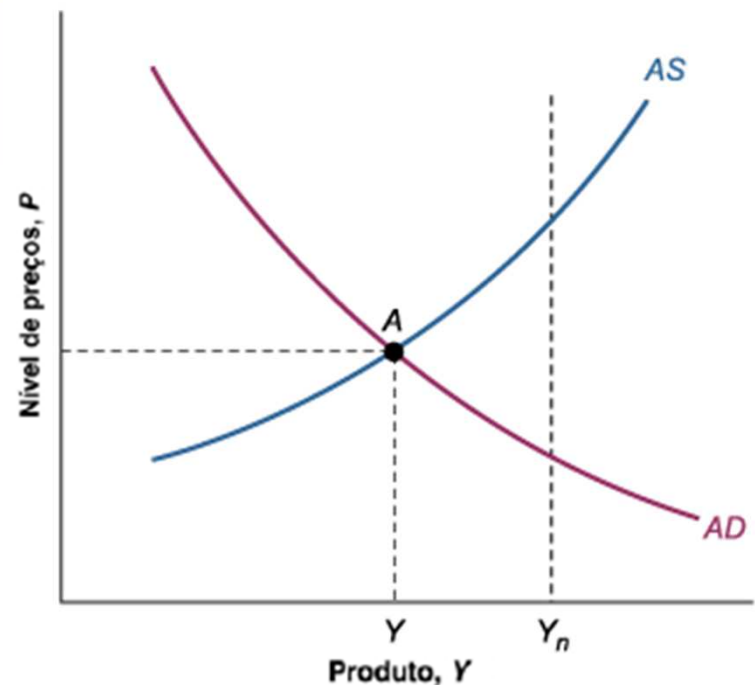
- Na economia fechada, o nível de preços afeta o produto por meio de seu efeito sobre o estoque real de moeda e, por sua vez, sobre a taxa de juros.
- Na economia aberta, sob taxas de câmbio fixas, o nível de preços afeta o produto por meio de seu impacto sobre a taxa real de câmbio.

# Equilíbrio no curto prazo e no médio prazo

## Figura 21.1

*Demanda agregada e oferta agregada em uma economia aberta sob taxas de câmbio fixas*

Um aumento do nível de preços leva a uma apreciação real e a uma diminuição do produto: a curva de demanda é negativamente inclinada. Um aumento do produto leva a um aumento do nível de preços: a curva de oferta agregada é positivamente inclinada.



# Equilíbrio no curto prazo e no médio prazo

A relação de oferta agregada é:

$$P = P^e (1 + \mu) F\left(1 - \frac{Y}{L}, z\right)$$

O nível de preços,  $P$ , depende do nível esperado de preços,  $P^e$ , e do nível de produto,  $Y$ . Há dois mecanismos em ação:

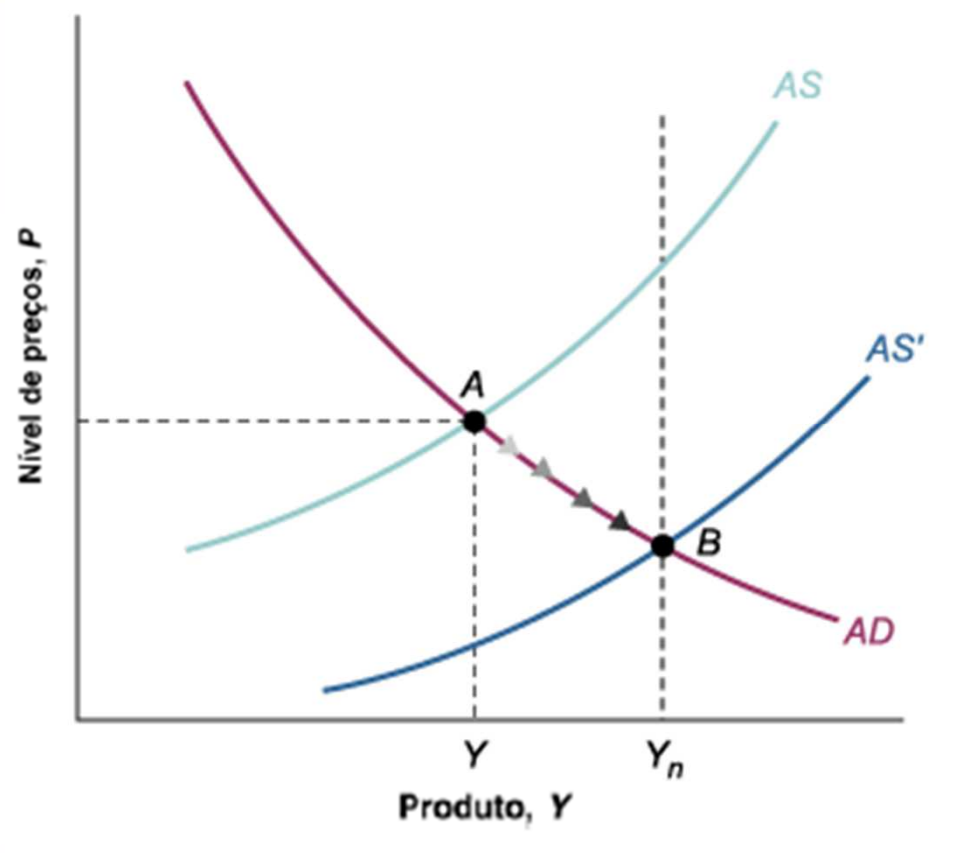
- O nível esperado de preços afeta os salários nominais que, por sua vez, afetam o nível de preços.
- O produto maior leva um emprego maior, que leva a um desemprego menor, salários maiores, e a um nível de preços maior.

# Equilíbrio no curto prazo e no médio prazo

## Figura 21.2

### Ajuste sob taxas de câmbio fixas

A curva de oferta agregada desloca-se para baixo ao longo do tempo, levando a uma diminuição do nível de preços, a uma depreciação real e a um aumento do produto. O processo termina quando o produto volta a seu nível natural.



# Equilíbrio no curto prazo e no médio prazo

Enquanto o produto estiver abaixo do nível natural do produto, o nível de preços diminui, levando a uma depreciação real constante.

- No curto prazo, uma taxa nominal de câmbio fixa implica uma taxa real de câmbio fixa.
- No médio prazo, uma taxa nominal de câmbio fixa é consistente com um ajuste da taxa real de câmbio por meio de mudanças no nível de preços.

# Argumentos pró e contra a desvalorização

O argumento pró-desvalorização é que, num regime de taxas de câmbio fixas, uma desvalorização (um aumento na taxa nominal de câmbio) leva a uma depreciação real (um aumento na taxa real de câmbio), e assim a um aumento do produto.

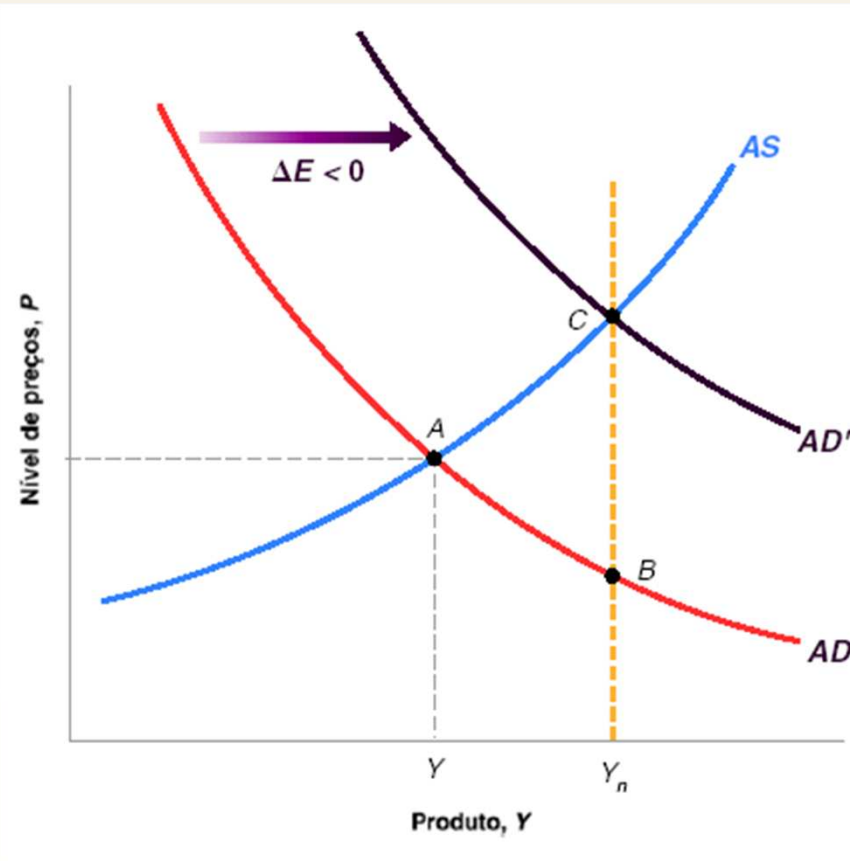
Uma desvalorização do tamanho certo pode levar uma economia em recessão de volta ao nível natural de produto.

# Argumentos pró e contra a desvalorização

## Figura 21.3

### Ajuste com uma desvalorização

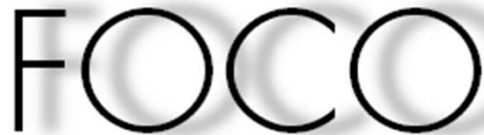
Uma desvalorização do tamanho certo pode deslocar a demanda agregada para a direita, levando a economia para o ponto C. No ponto C, o produto está de volta ao nível natural de produto.



# Argumentos pró e contra a desvalorização

Que a desvalorização do ‘tamanho certo’ possa trazer o produto de volta ao nível natural de produto imediatamente parece bom demais para ser verdade – e, na prática, é.

- Os efeitos de uma depreciação real sobre o produto não acontecem imediatamente.
- É possível haver um efeito direto da desvalorização sobre o nível de preços.

The logo consists of the letters 'FOCO' in a large, bold, black, sans-serif font. The letters are slightly shadowed, giving them a 3D appearance as if they are floating above a white surface.

**O retorno da Grã-Bretanha ao padrão-ouro: Keynes *versus* Churchill**

O **padrão-ouro** era um sistema no qual cada país fixava o preço de sua moeda em termos de ouro.

## 21.2 Crises cambiais sob taxas de câmbio fixas

Suponha que um país esteja operando sob uma taxa de câmbio fixa e que os investidores comecem a acreditar que logo poderá haver um ajuste da taxa de câmbio:

- A taxa real de câmbio pode estar alta demais; a moeda nacional pode estar sobrevalorizada.
- As condições internas podem exigir uma diminuição da taxa de juros interna e uma diminuição na taxa de juros interna não pode ser atingida sob taxas de câmbio fixas.

# Crises cambiais sob taxas de câmbio fixas

Sob taxas de câmbio fixas, se os mercados esperam que a paridade seja mantida, então eles acreditam que a condição de paridade de juros se manterá; portanto, as taxa de juros interna e externa deverão ser iguais.

$$i_t = i_t^* + \frac{E^e_{t+1} - E_t}{E_t}$$

# Crises cambiais sob taxas de câmbio fixas

Expectativas de que uma desvalorização pode estar a caminho podem desencadear uma crise cambial. O governo e o Banco Central têm algumas opções:

- Eles podem tentar convencer os mercados de que não têm nenhuma intenção de desvalorizar.
- O Banco Central pode aumentar a taxa de juros.
- Por fim, a escolha do Banco Central se divide em aumentar a taxa de juros ou validar as expectativas do mercado e desvalorizar.

A taxa de câmbio atual depende de:

- Taxas de juros internas atuais e esperadas e taxas de juros externas atuais e esperadas para cada ano de dado período.
- A taxa de câmbio esperada para o fim desse período.

## Variações da taxa de câmbio sob taxas de câmbio flexíveis

Voltemos à condição de paridade de juros que derivamos no Capítulo 18:

$$1+i_t = (E_t)(1+i_t^*) \left( \frac{1}{E^e_{t+1}} \right)$$

Multiplique ambos os lados por

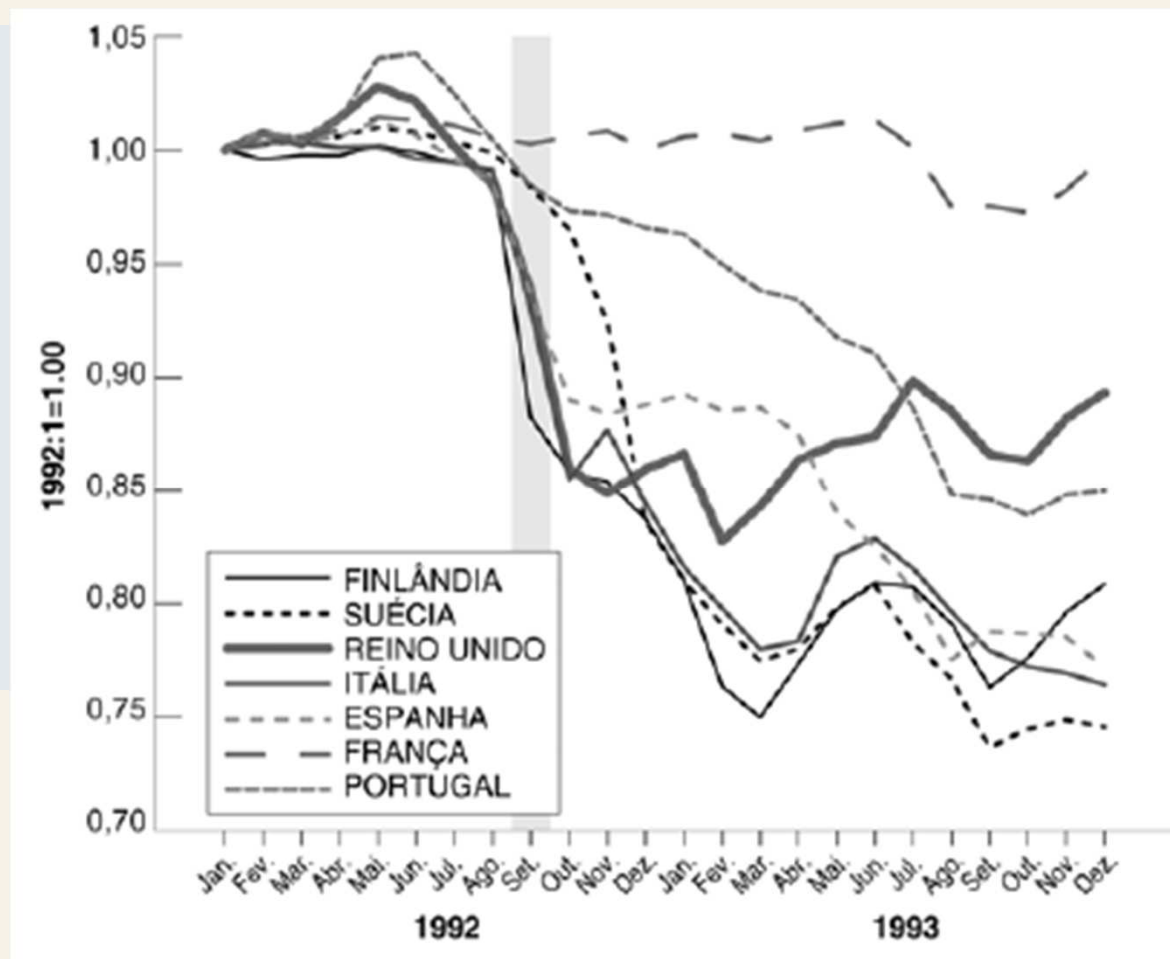
$$E_t = \frac{1+i_t}{1+i_t^*} E^e_{t+1} \quad E^e_{t+1}$$

Então escreva a equação para o ano  $t + 1$  ao invés do ano  $t$ :

$$E_{t+1} = \frac{1+i_{t+1}}{1+i_{t+1}^*} E^e_{t+2}$$

**Figura 1**

*Taxas de câmbio de países europeus selecionados em relação ao marco alemão (de janeiro de 1992 a dezembro de 1993)*



## Variações da taxa de câmbio sob taxas de câmbio flexíveis

A expectativa da taxa de câmbio para o ano  $t+1$ , a partir do ano  $t$ , é dada por

$$E^e_{t+1} = \frac{1+i^e_{t+1}}{1+i^{*e}_{t+1}} E^e_{t+2}$$

Substituindo  $E^e_{t+1}$  pela expressão acima, temos

$$E_t = \frac{(1+i_t)(1+i^e_{t+1})}{(1+i^*_t)(1+i^{*e}_{t+1})} E^e_{t+2}$$

Continuando a resolver para a frente no tempo da mesma maneira, obtemos

$$E_t = \frac{(1+i_t)(1+i^e_{t+1})\dots(1+i^e_{t+n})}{(1+i^*_t)(1+i^{*e}_{t+1})\dots(1+i^{*e}_{t+n})} E^e_{t+n}$$

## Variações da taxa de câmbio sob taxas de câmbio flexíveis

$$E_t = \frac{(1+i_t)(1+i^e_{t+1})\dots(1+i^e_{t+n})}{(1+i^*_t)(1+i^{*e}_{t+1})\dots(1+i^{*e}_{t+n})} E^e_{t+n}$$

Essa relação nos diz que a taxa de câmbio atual depende de dois conjuntos de fatores:

- Taxas de juros internas atual e esperadas e taxas de juros externas atual e esperadas para cada ano nos próximos 10 anos.
- Taxa de câmbio esperada para daqui a 10 anos.

# Taxas de câmbio e transações correntes

Qualquer fator que altere a taxa de câmbio futura esperada,  $E^e_{t+1}$ , altera a taxa de câmbio atual,  $E_t$ . De fato, se a expectativa é de que a taxa de juros interna e a taxa de juros estrangeira sejam iguais em ambos os países de  $t$  a  $t + n$ , a fração à direita de

$$E_t = \frac{(1+i_t)(1+i^e_{t+1})\dots(1+i^e_{t+n})}{(1+i^*_t)(1+i^{*e}_{t+1})\dots(1+i^{*e}_{t+n})} E^e_{t+n}$$

é igual a um, e a relação reduz-se para  $E_t = E^e_{t+1}$ .

# Taxas de câmbio e taxas de juros atuais e futuras

Qualquer fator que altere as taxas de juros internas atuais ou futuras esperadas ou as taxas de juros externas atuais ou futuras esperadas entre os anos  $t$  e  $t + n$  altera a taxa de câmbio atual.

$$E_t = \frac{(1+i_t)(1+i^e_{t+1})\dots(1+i^e_{t+n})}{(1+i^*_t)(1+i^*e_{t+1})\dots(1+i^*e_{t+n})} E^e_{t+n}$$

## Volatilidade da taxa de câmbio

A relação entre a taxa de juros,  $i_t$ , e a taxa de câmbio,  $E_t$ , é tudo – menos mecânica. Um país que decide operar sob taxas de câmbio flexíveis deve aceitar o fato de que ficará exposto a flutuações substanciais da taxa de câmbio ao longo do tempo.

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

- No curto prazo, sob taxas de câmbio fixas, um país abre mão da taxa de juros e da taxa de câmbio.
- Além disso, a antecipação de uma desvalorização da moeda em um país pode levar investidores a pedir taxas de juros muito altas.
- Um argumento contra as taxas de câmbio flexíveis é que elas podem oscilar muito e que é difícil controlá-las por meio da política monetária.

# Áreas monetárias comuns

Para que países constituam uma **área monetária ótima**, é necessário que satisfaçam as duas condições a seguir:

- Os países precisam experimentar choques semelhantes; assim, escolherão praticamente a mesma política monetária.
- Os países devem ter uma alta mobilidade de fatores, que permitirá que os países se ajustem aos choques.

Uma moeda comum, como o **euro**, permite que os países baixem os custos de transação.

O Sistema Monetário Europeu (SME) foi consolidado sob o **Tratado de Maastricht**.

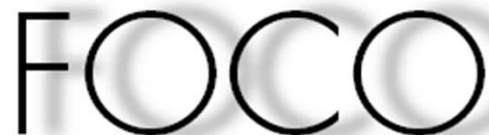
Em janeiro de 1999, as paridades entre as 11 moedas e o euro foram fixadas 'irrevogavelmente'.

O novo **Banco Central Europeu (BSE)**, sediado em Frankfurt, tornou-se responsável pela política monetária da área do euro.

# Atrelamentos rígidos, conselhos monetários e dolarização

- Uma maneira de convencer os mercados financeiros de que um país está se esforçando seriamente para reduzir o crescimento da moeda é uma promessa de fixar a taxa de câmbio, agora e no futuro.
- Um atrelamento rígido é o mecanismo simbólico ou técnico pelo qual um país planeja manter a paridade da taxa de câmbio.

**Dolarização** é uma forma extrema de atrelamento rígido. Uma forma menos extrema é o uso de um **conselho monetário** que envolva o banco central.

The logo consists of the word "FOCO" in a large, bold, black, sans-serif font. The letters are slightly shadowed, giving them a 3D appearance as if they are floating above a white surface.

## O conselho monetário da Argentina

Tanto a criação de um conselho monetário quanto a escolha de uma taxa de câmbio simbólica tinham o mesmo objetivo: melhorar a moeda da Argentina.

# Palavras-chave

- padrão-ouro
- área monetária ótima
- euro
- Tratado de Maastricht
- Banco Central Europeu (BCE)
- atrelamento rígido
- dolarização
- conselho monetário