
O Regime de Câmbio Flutuante

Introdução

- O sistema de taxas de câmbio flutuantes, iniciado em 1973, não foi planejado antecipadamente.
- A partir de meados da década 1980, economistas haviam se tornado mais céticos em relação aos benefícios de um sistema monetário internacional baseado em taxas flutuantes.
- Por que o desempenho das taxas flutuantes é decepcionante?
- Qual a direção que a reforma do sistema atual poderia tomar?

Introdução

- O sistema BW entrou em colapso porque os bancos centrais não queriam continuar comprando títulos americanos apreciados e vender títulos domésticos depreciados.
- Em 1973, acreditava-se que os BCs poderiam temporariamente abandonar o regime de câmbio fixo, permitir a flutuação cambial para restabelecer as paridades de equilíbrio e depois voltar para o câmbio fixo.

Os Argumentos a Favor de Taxas de Câmbio Flutuantes

1. Autonomia da Política Monetária

- Livre da intervenção no mercado cambial, o BC tem autonomia para influenciar a oferta de moeda, as taxas de juros, a inflação e o emprego.
- O BC tem mais liberdade para reagir à mudanças de demanda agregada, produção e preços para garantir o **equilíbrio interno**.

Os Argumentos a Favor de Taxas de Câmbio Flutuantes

2. Taxas de Câmbio Como Estabilizadores Automáticos

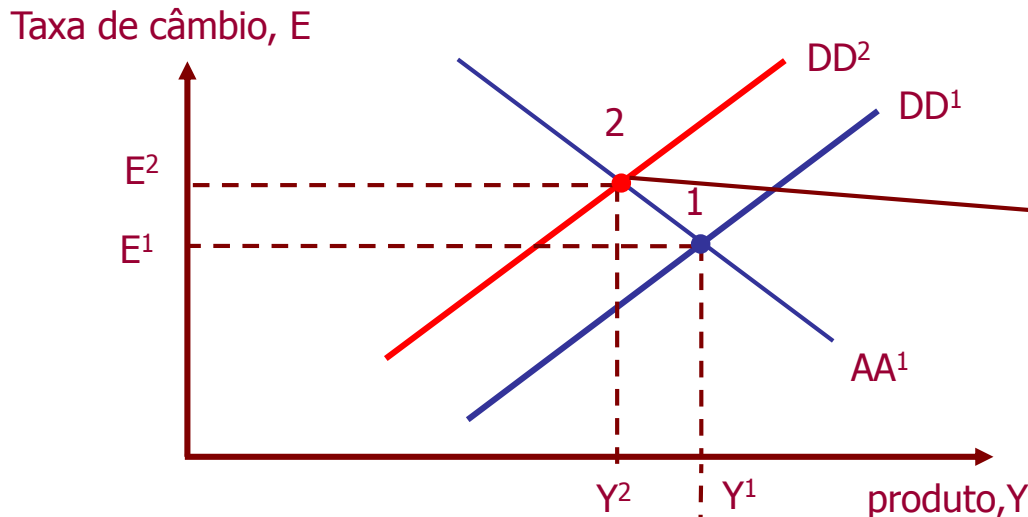
- Taxas de câmbio flutuantes rapidamente eliminam “**desequilíbrios fundamentais**” causados por políticas monetárias e fiscais expansionistas como as praticadas pelos USA entre 1965-1972 e que provocaram mudanças da paridade e ataques especulativos sob o regime de taxa de câmbio fixo.
- A inflação diminui o valor da moeda interna e externamente, e o regime de câmbio flutuante permite um ajuste automático do valor da moeda, de acordo com a PPC.
- O ajuste automático da taxa de câmbio, permite **menor flutuação da produção e dos preços** à alterações de demanda agregada no curto e longo prazo.

Os Argumentos a Favor de Taxas de Câmbio Flutuantes



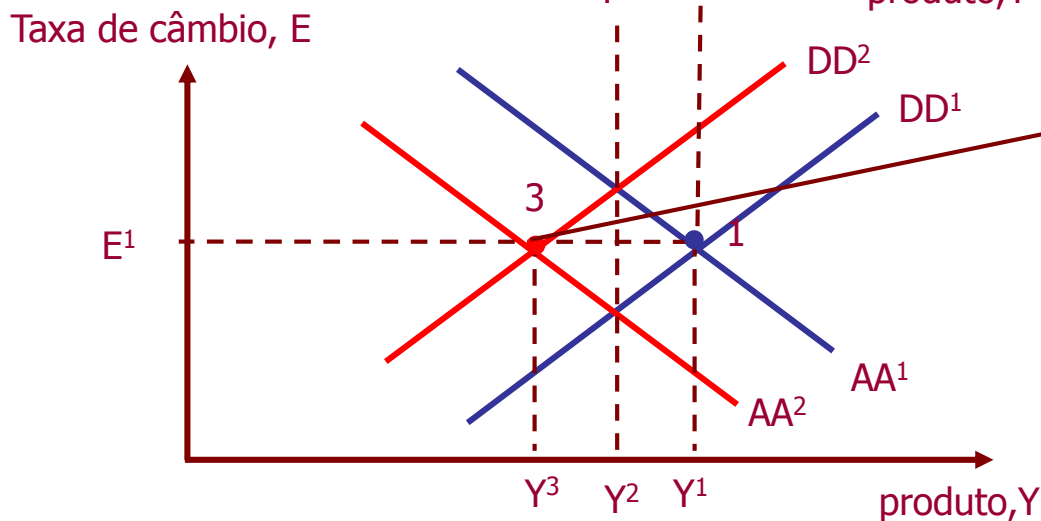
Efeitos de uma queda temporária (E^e e AA constantes) de demanda de exportações

(a) Taxa de câmbio flutuante



A depreciação leva a um aumento da demanda e uma queda menor da produção

(b) Taxa de câmbio fixa



A queda da demanda significa maior queda na produção

Os Argumentos a Favor de Taxas de Câmbio Flutuantes

- O gráfico mostra que uma queda temporária na demanda de exportação (E^e constante e AA inalterada) de um país reduz mais o produto sob um sistema de taxa de câmbio fixo do que de taxa de câmbio flutuante:
- No curto prazo, a curva DD se desloca para a esquerda, a moeda se deprecia e o produto cai. A redução de Y , reduz a demanda de moeda, R cai e E aumenta.
- Com câmbio fixo, o BC tem que reduzir a oferta de moeda.

Os Argumentos a Favor de Taxas de Câmbio Flutuantes

3. Redução de movimentos especulativos por insuficiência de reservas.

4. Simetria

- O câmbio flutuante eliminaria as duas assimetrias do câmbio fixo:
 - a. Como o dólar era a moeda de reserva, o Federal Reserve era o responsável pela oferta mundial de moeda e os outros BCs tinham pouca autonomia para suas políticas monetárias.
 - b. Os outros países poderiam depreciar suas moedas com relação ao dólar, mas os EUA não.
- A taxa de câmbio seria determinada no mercado cambial e não por decisão governamental.

Os Argumentos Contra às Taxas de Câmbio Flutuantes

1. Políticas Macroeconômicas Descoordenadas

a. Taxas de câmbio flutuantes deixam os países com grande liberdade de política monetária.

- Países podem adotar políticas **de mudança de composição da demanda**, depreciando a sua moeda e desviando a demanda para produção local.

b. Ausência de coordenação leva a uma maior volatilidade da produção, emprego e inflação no mundo, já que a política monetária e fiscal de um **país grande** afeta a produção e emprego de outros países.

Os Argumentos Contra às Taxas de Câmbio Flutuantes

2. Especulação e Volatilidade no Mercado Cambial e Distúrbios no Mercado Monetário

- Mudanças rápidas de expectativas, trazem volatilidade da taxa de câmbio no curto prazo.
- Possibilidades de lucros fazem com que os agentes vendam/comprem moeda estrangeira a qualquer informação relevante no curto prazo.
- A volatilidade da taxa de câmbio aumentou muito depois de 1973.

Os Argumentos Contra às Taxas de Câmbio Flutuantes

3. Inibir o Comércio e os Investimentos Internacionais

- Taxas flutuantes prejudicam o comércio e investimentos internacionais por tornarem os preços relativos internacionais imprevisíveis:
 - Exportadores e importadores enfrentam grande risco cambial.
 - Investimentos internacionais tem grande incerteza sobre seus retornos.
- Os mercados futuros podem ser usados para proteger comerciantes internacionais contra o risco da taxa de câmbio.
- O comércio e investimento internacional aumentaram depois de 1973.

Os Argumentos Contra às Taxas de Câmbio Flutuantes

4. Ausência de Disciplina

- Taxas de câmbio flutuantes não oferecem disciplina aos bancos centrais.
 - Bancos centrais poderiam embarcar numa política inflacionária, o que é muito difícil no regime de câmbio fixo.
- A flutuação cambial evita que o país exporte a inflação para outros países, como ocorreu no regime de câmbio fixo.
- Metas de inflação podem ser melhores do que metas de câmbio.

Os Argumentos Contra às Taxas de Câmbio Flutuantes

5. A Ilusão de Maior Autonomia

- Taxas de câmbio flutuantes aumentam a incerteza na economia sem contudo oferecer uma maior liberdade na política macroeconômica.
 - Uma depreciação na moeda aumenta a inflação doméstica (pass through), aumento dos salários e pode levar a pressões inflacionárias importantes.
 - A liberdade de política monetária é ilusória e o BC não pode deixar o câmbio flutuar livremente.
- Usualmente os BCs, consideram a estabilidade de preços e do produto mais importantes que a estabilidade da taxa de câmbio. A política monetária depende do câmbio.

Câmbio Flutuante entre os Choques do Petróleo: 1973-1980

- Os anos 70 foram muito turbulentos com vários choques de oferta agregada. O câmbio flutuante foi importante para o ajuste externo.
 - Entre outubro de 73 e março de 74, o preço do petróleo passou de US\$ 3 para US\$ 12 o barril. O choque de oferta trouxe recessão, déficit do BP e inflação. Isto foi potencializado por quebras de safras agrícolas nos EUA e URSS e o desaparecimento da anchova.
 - Mudam as expectativas com relação à inflação, que já vinha se acelerando nos anos 60.
 - Aparece a estagflação.

Câmbio Flutuante entre os Choques do Petróleo: 1973-1980

- Não daria para enfrentar estes choques de oferta com câmbio fixo. O câmbio flutuante foi importante para o equilíbrio externo.
- O choque de oferta foi enfrentado por políticas monetárias e fiscais expansionistas (1974-1975): o PIB passou a se recuperar, a inflação diminuiu e o BP se equilibrou nos países industrializados.
- Os países em desenvolvimento não conseguiram equilibrar seus balanços de pagamentos e passaram a recorrer ao endividamento externo.
- Houve desregulamentação do mercado financeiro internacional, o que facilitou os países em desenvolvimento financiarem seus déficits externos.

Câmbio Flutuante entre os Choques do Petróleo: 1973-1980

- Como o câmbio flutuante havia funcionado relativamente bem, foi feita uma **revisão do Artigo IV do Acordo do FMI**, liberando cada país a escolher seu regime cambial (1976 – Kingston, Jamaica).
- Foi proibida a manipulação do câmbio para ganhar competitividade externa. Isto nunca foi fiscalizado.
- Para reduzir o desemprego, os EUA adotaram uma política expansionista que não foi acompanhada pelo Japão e Alemanha. O dólar se depreciou entre 1976 e 1979. A inflação aumentou para 11% em 1979.
- O novo presidente do BC, Paul Volcker, anunciou uma política monetária contracionista. A política monetária dependia do câmbio, como diziam os críticos do câmbio flutuante.

Câmbio Flutuante entre os Choques do Petróleo: 1973-1980

- Entre 1979 e 1980 há o segundo choque do petróleo: o preço vai de US\$ 13 para US\$ 32 o barril. Volta a estagflação: a inflação e o desemprego aumentam.
- A resposta dos países desenvolvidos foi diferente: as políticas fiscais e monetárias foram contracionistas, o oposto do que ocorreu com o 1º choque. A economia mundial entra em uma profunda recessão.

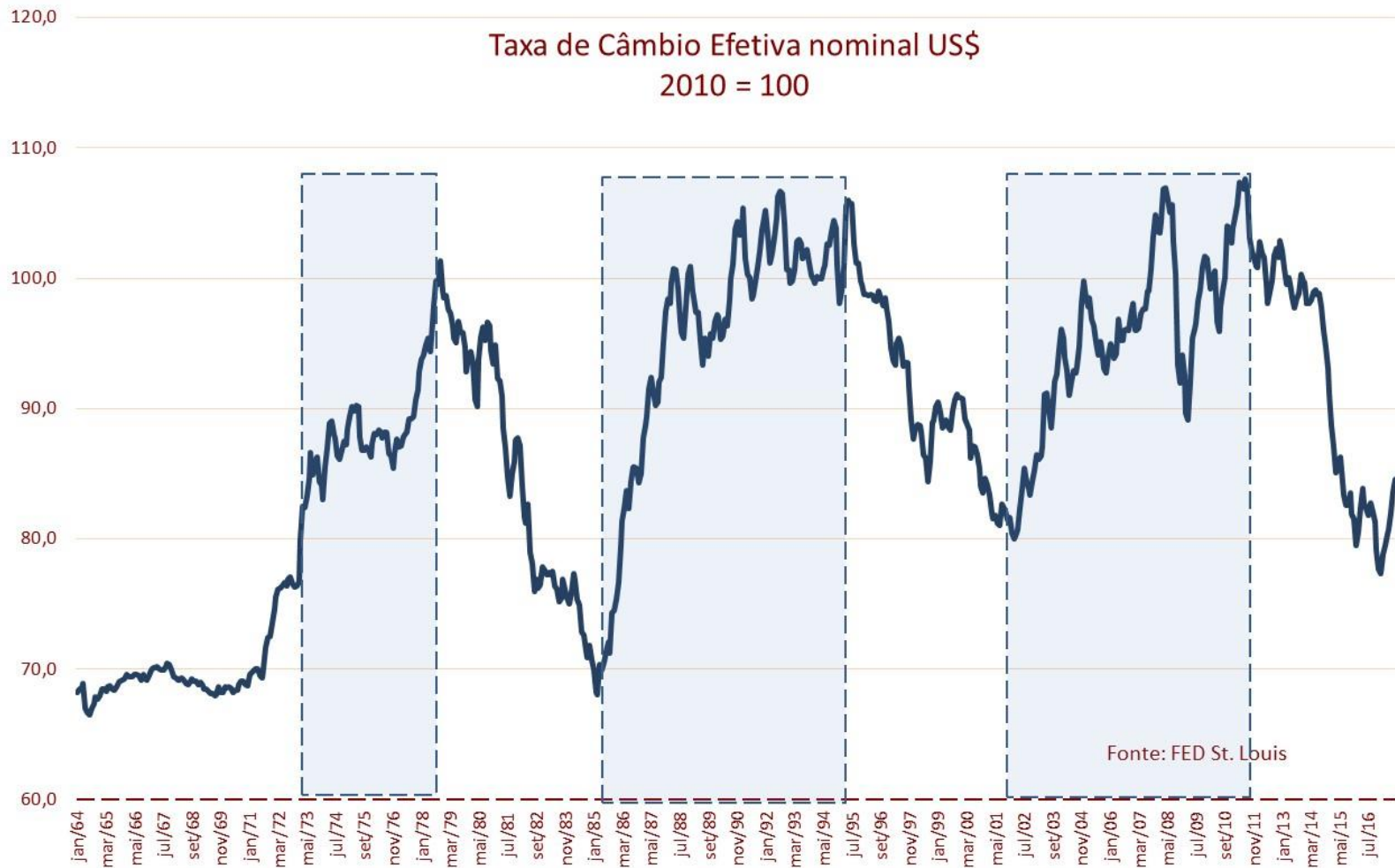
Câmbio Flutuante entre os Choques do Petróleo: 1973-1980

Taxa de inflação nos principais países industrializados, 1973-1980
(porcentagem ao ano)

Países	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Estados Unidos	6.2	11.1	9.1	5.7	6.5	7.6	11.3	13.5
Inglaterra	9.2	16.0	24.2	16.5	15.8	8.3	13.4	18.0
Canadá	7.6	10.9	10.8	7.5	8.0	8.9	9.2	10.2
França	7.3	13.7	11.8	9.6	9.4	9.1	10.8	13.6
Alemanha	6.9	7.0	6.0	4.5	3.7	2.7	4.1	5.5
Itália	10.8	19.1	17.0	16.8	17.0	12.1	14.8	21.2
Japão	11.7	24.5	11.8	9.3	8.1	3.8	3.6	8.0

Câmbio Flutuante entre os Choques do Petróleo: 1973-1980

Dólar depreciado: Índice das taxas de câmbio efetiva nominal, 1964-2017



Desinflação, Crescimento, Crise e Recessão, 1980-2017

• 1981-1983: Desinflação e Recessão:

- Em outubro de 1979, Paul Volcker, inicia uma política monetária contracionista para combater a inflação de 2 dígitos e conter a queda do dólar (em 1980, a inflação atingiu 13,5% e juros passaram para 19% a.a. em meados de 1981).
- A apreciação do dólar, tornava o produto de outros países mais competitivo e os EUA estava tentando exportar sua inflação para os outros países.
- Os outros bancos centrais fizeram a mesma coisa: aumentaram as taxas de juros e venderam US\$ no mercado cambial, comprando suas próprias moedas (para evitar a inflação).
- A contração monetária nos principais países do mundo e o segundo choque do petróleo levaram a economia mundial à recessão.

Desinflação, Crescimento, Crise e Recessão, 1980-2017



Desinflação, Crescimento, Crise e Recessão, 1980-2017

- **Política Fiscal, Transações Correntes e o Ressurgimento do Protecionismo:**
 - O governo Reagan muda radicalmente a política fiscal, aumentando gastos e reduzindo impostos (1981-1983). O déficit público cresce, estimulando a produção interna e do RDM, via apreciação do US\$. Em 1985, o dólar estava 50% apreciado com relação à 1979.
 - O crescimento e a apreciação cambial levam a um déficit recorde de transações correntes (3,6% do PIB).
 - O dólar forte levou a uma pressão protecionista crescente contra as importações em indústrias decadentes e não competitivas dos EUA.

Desinflação, Crescimento, Crise e Recessão, 1980-2017

- **Do Plaza ao Louvre: tentando administrar o câmbio:**
 - A ameaça protecionista leva o G-5 (EUA, UK, França, Alemanha e Japão) anunciarem em setembro de 1985 que interviriam conjuntamente no mercado cambial para provocar uma depreciação do US\$ (Acordo do Plaza).
 - O Federal Reserve reduziu a taxa de juros através de uma política monetária expansionista e os EUA muda sua postura com relação ao câmbio e passa a intervir no mercado cambial.
 - A posição dos EUA era o de depreciar o US\$ para equilibrar o BP; os outros países achavam que o dólar já tinha depreciado muito.

Desinflação, Crescimento, Crise e Recessão, 1980-2017

- Em fevereiro de 1987, o G-5 mais o Canadá anunciaram que iriam estabilizar as taxas cambiais, pois elas já estavam num patamar que garantiria os “fundamentos econômicos” ([Acordo do Louvre](#)).
- Havia a intenção de manter a flutuação cambial em uma banda de $\pm 5\%$.
- O déficit externo dos EUA permaneceu elevado, a especulação com o dólar aumentou e o regime de bandas colapsa em outubro de 1987, com a queda vertiginosa da bolsa de Nova York (22,5% em um dia – 19 de outubro).
- Para evitar a recessão, os Bancos Centrais baixam juros e o US\$ deprecia além dos limites estabelecidos.

Desinflação, Crescimento, Crise e Recessão, 1980-2017

- Nos anos 90, a pretensão de controlar o câmbio através de bandas é abandonada. Os dilemas entre equilíbrio interno e estabilidade do câmbio, indicaram que a estabilidade cambial não era o objetivo mais importante.
- Ciclos na economia mundial: **no final dos anos 80 a inflação ressurgiu nos principais países industrializados.** A política monetária dos EUA torna-se contracionista, houve recessão e a economia começa a se recuperar a partir de 1992, iniciando um ciclo de crescimento alto, inflação baixa e desemprego pequeno. A mesma política é aplicada na Alemanha e Japão, porém com baixo crescimento nos anos seguintes.

Desinflação, Crescimento, Crise e Recessão, 1980-2017

- No Japão, a política monetária restritiva levou ao “estouro da bolha” na bolsa de valores e nos imóveis e a uma crise bancária. A desaceleração econômica e a crise financeira levam a uma forte depreciação do Yen entre 1995 e 1997: de 83,7 para 144,7 Yens por US\$ (73%).
- Os outros países asiáticos tinham crescimento elevado e moeda atrelada ao US\$. Déficits externos e câmbio apreciado levaram à ataques especulativos que culminaram com depreciação cambial e recessão.
- Em 1998, a Rússia declara moratória e os países desenvolvidos fazem política monetária expansionista para evitar uma recessão mundial.

Desinflação, Crescimento, Crise e Recessão, 1980-2017

Taxa de Câmbio ¥\$/US\$ nos anos 90
Depreciação de 73%



Desinflação, Crescimento, Crise e Recessão, 1980-2017

- Em 2001, a economia americana entra em recessão e isto foi intensificado pelo ataque terrorista. Políticas expansionistas (monetária e fiscal) reverteram a trajetória de crescimento do PIB dos USA.
- O déficit externo cresceu para 6% do PIB e o dólar começou uma trajetória de depreciação, principalmente frente as outras moedas fortes.
- A situação americana ficou dependendo da vontade da Ásia, Europa e países exportadores de petróleo de financiar o BP dos USA e não deixar o dólar se depreciar demasiadamente contra suas moedas.

A Crise de 2007/2009

- Queda da taxa de juros de longo prazo nos EUA, foi também consequência de aumento da poupança (superávit em transações correntes nos países asiáticos (particularmente na China e Japão) e oriente médio.
- Rápida expansão do crédito e aumento dos preços dos imóveis e ações. Parte do crédito foi para clientes "sub-prime". O comprometimento da renda com o endividamento em hipotecas tornou a poupança interna das famílias negativa. O déficit em transações correntes aumenta e começa a depreciação do US\$.
- Inovações financeiras permitiram retirar o risco dos balanços dos bancos e possibilitaram grande alavancagem nas instituições financeiras (securitização de recebíveis).
- Regulamentação deficiente, particularmente para bancos de investimento.
- A crise tem início em 2007.

A Crise de 2007/2009

- Bancos americanos e europeus compraram hipotecas sub-prime securitizadas, financiadas por credores americanos, incluindo fundos mútuos. Os bancos europeus também ficaram expostos às hipotecas da própria Europa, cujos preços começaram a cair em 2007.
- Aparece a inadimplência dos mutuários e o aumento do risco. Os bancos começam a vender suas carteiras devido a dificuldade de obter financiamentos.
- Em 9 de agosto de 2007, os bancos centrais começaram a injetar liquidez no sistema quando o BNP Paribas anunciou que não tinha condições de honrar compromissos em 3 fundos lastreados em hipotecas.
- A taxa do interbancário cresce rapidamente e diminui a liquidez do sistema. Os EUA entram em recessão.

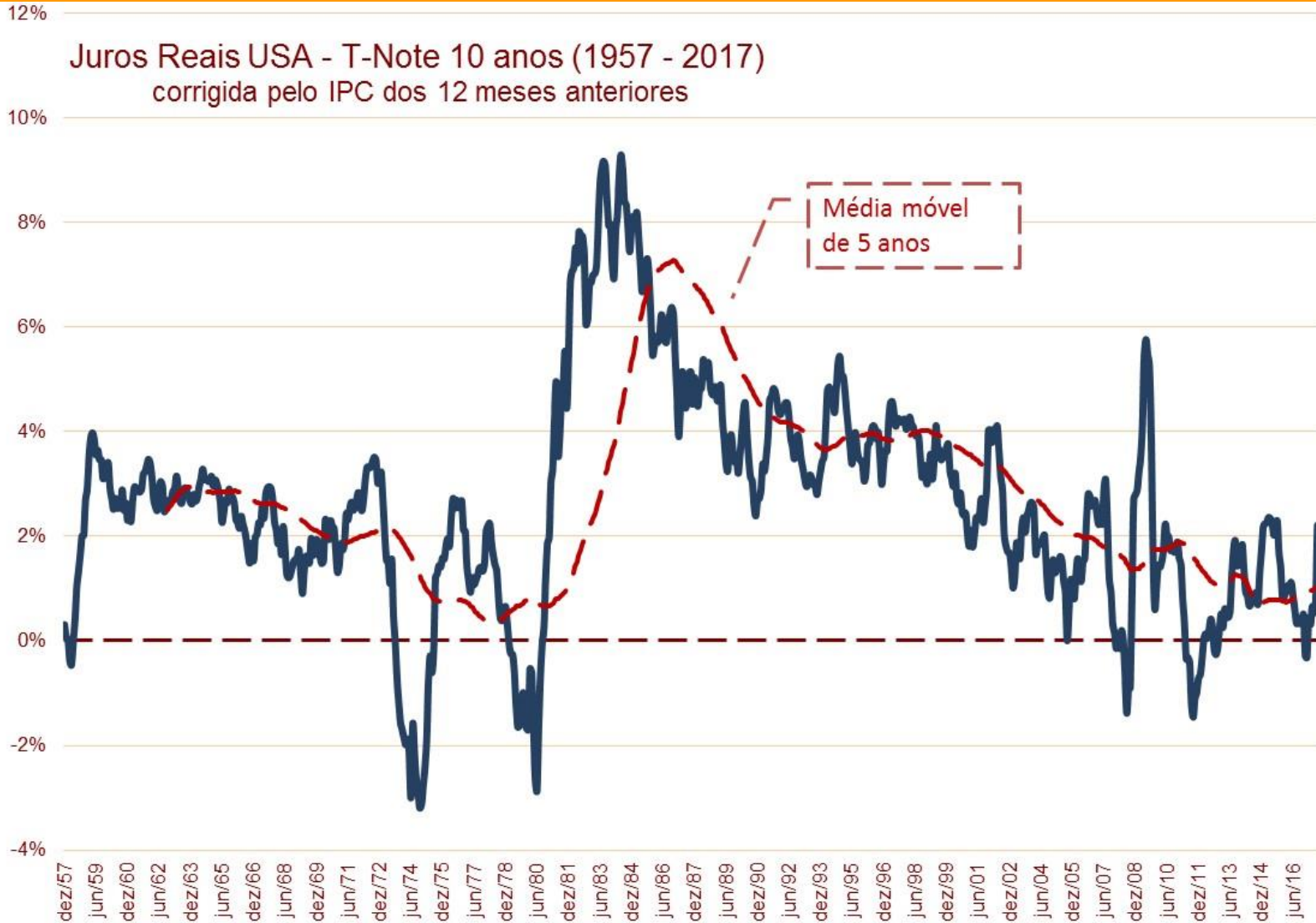
A Crise de 2007/2009

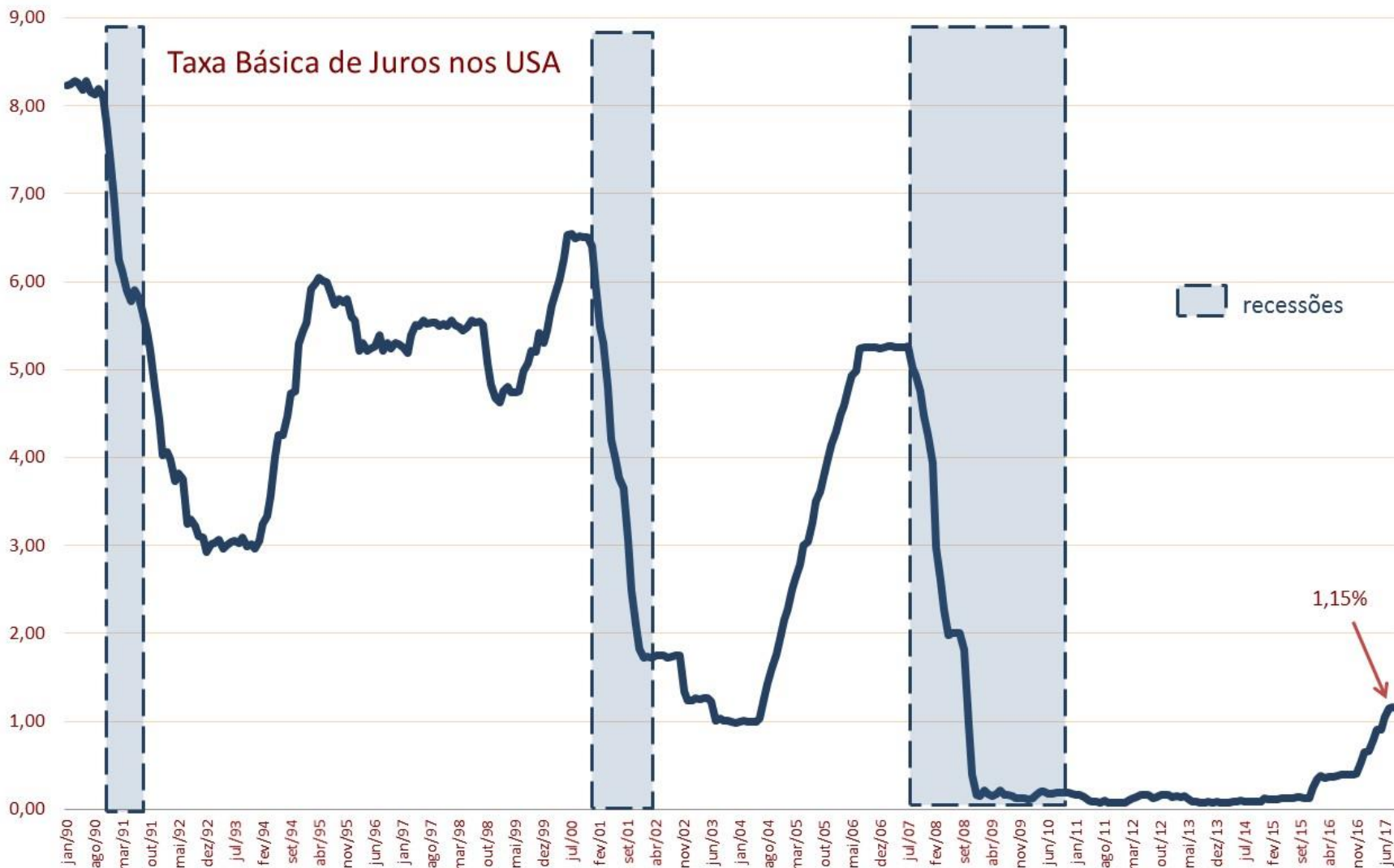
- Em março de 2008, o banco Bear Stearns não conseguiu rolar no mercado sua carteira lastreada em hipotecas e foi organizado um resgate pelo FED, que comprou US\$ 30 bilhões de ativos do banco. Em seguida ele foi vendido ao J. P. Morgan.
- Em 6 de setembro, o governo americano assume o controle de Fannie Mae e Freddie Mac – empresas de compra e garantia de hipotecas criadas durante a Grande Depressão. As duas empresas detinham metade do estoque de hipotecas dos USA = US\$ 6 trilhões.
- Em 15 de setembro, o banco de investimento Lehman Brothers pede concordata.
- Em 17 de setembro, a seguradora AIG entra em colapso, pois tinha US\$ 400 bilhões em CDS. O FED nacionaliza a companhia injetando US\$ 85 bilhões e passa a deter 79% do capital.

A Crise de 2007/2009

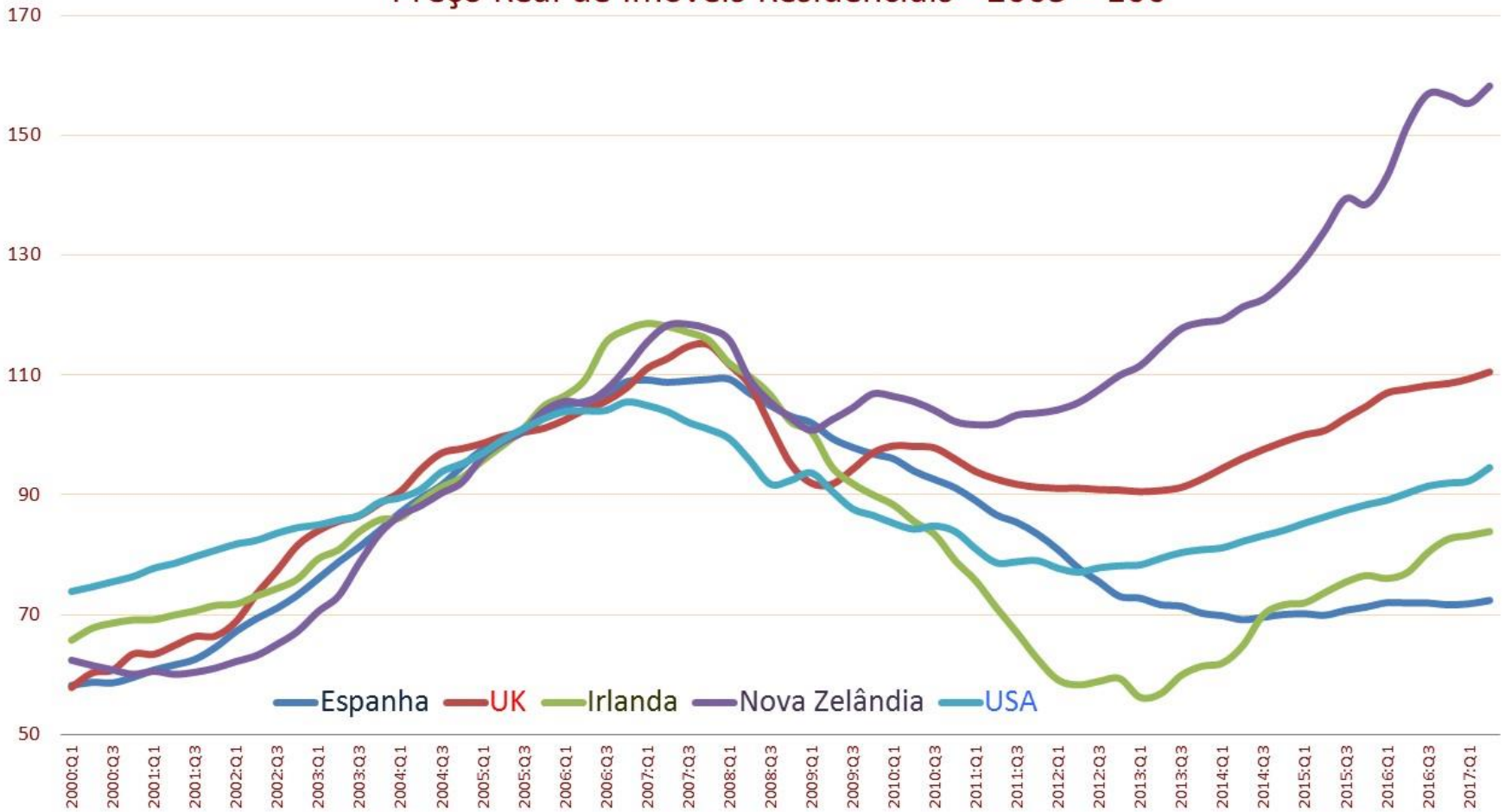
- Há uma corrida aos fundos mútuos: o Washington Mutual Bank faliu; o Wachovia e o Merrill Lynch são vendidos para outros bancos.
- Os dois bancos de investimento independentes remanescentes - Goldman Sachs e Morgan Stanley - passaram a ter a supervisão do FED e acesso à empréstimos de liquidez.
- Em 24 de setembro é criada uma linha de swaps pelo FED para outros bancos centrais, permitindo que eles tomassem empréstimos no FED e repassassem para os bancos comerciais que tinham que pagar empréstimos em US\$. O mercado interbancário estava fechado.
- Em 3 de outubro, o Congresso dos USA aprovam o The Trouble Asset Relief Program (TARP), com limite de até US\$ 700 bilhões para o tesouro capitalizar bancos, AIG e montadoras. O tesouro ainda é sócio de montadoras, bancos e seguradoras.

Juros Reais nos USA





Preço Real de Imóveis Residenciais - 2005 = 100



6,00%

TED spread (risco de crédito para bancos) Libor 3 meses em US\$ (-) Taxa da T-bill de 3 meses ao ano

Fonte: FED St. Louis

5,00%

4,00%

3,00%

2,00%

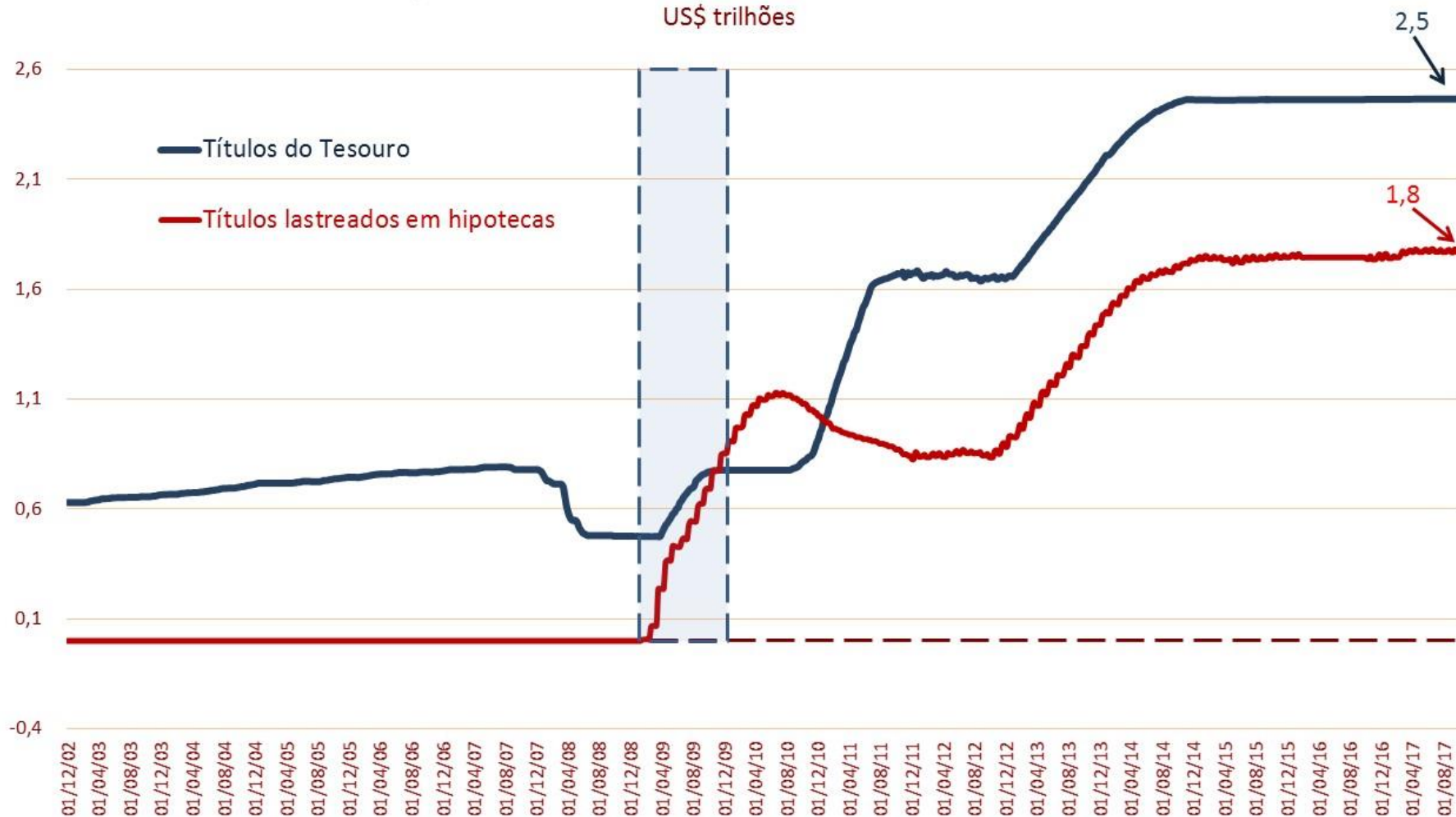
1,00%

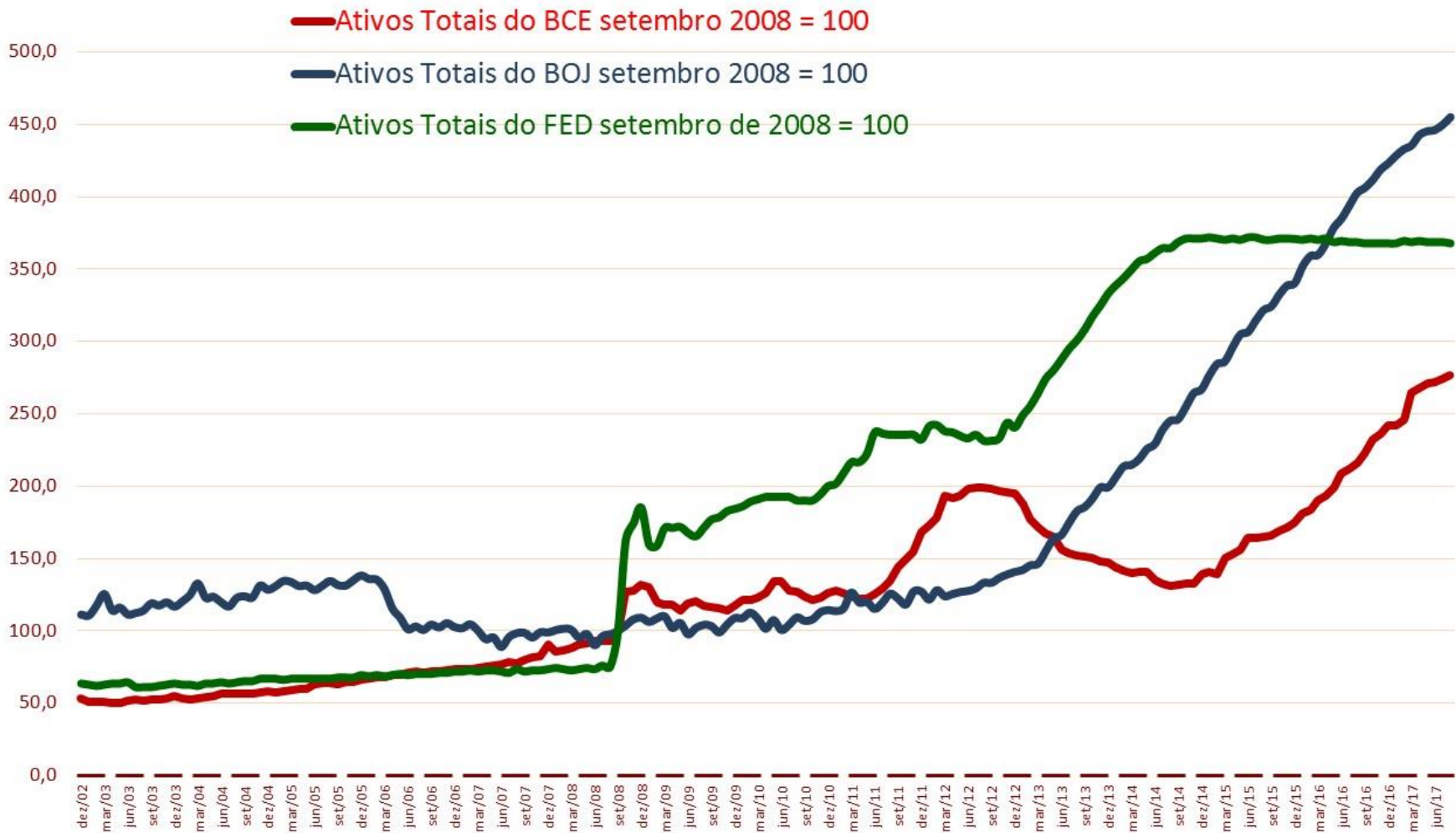
0,00%

2-jan-02 2-jan-03 2-jan-04 2-jan-05 2-jan-06 2-jan-07 2-jan-08 2-jan-09 2-jan-10 2-jan-11 2-jan-12 2-jan-13 2-jan-14 2-jan-15 2-jan-16 2-jan-17

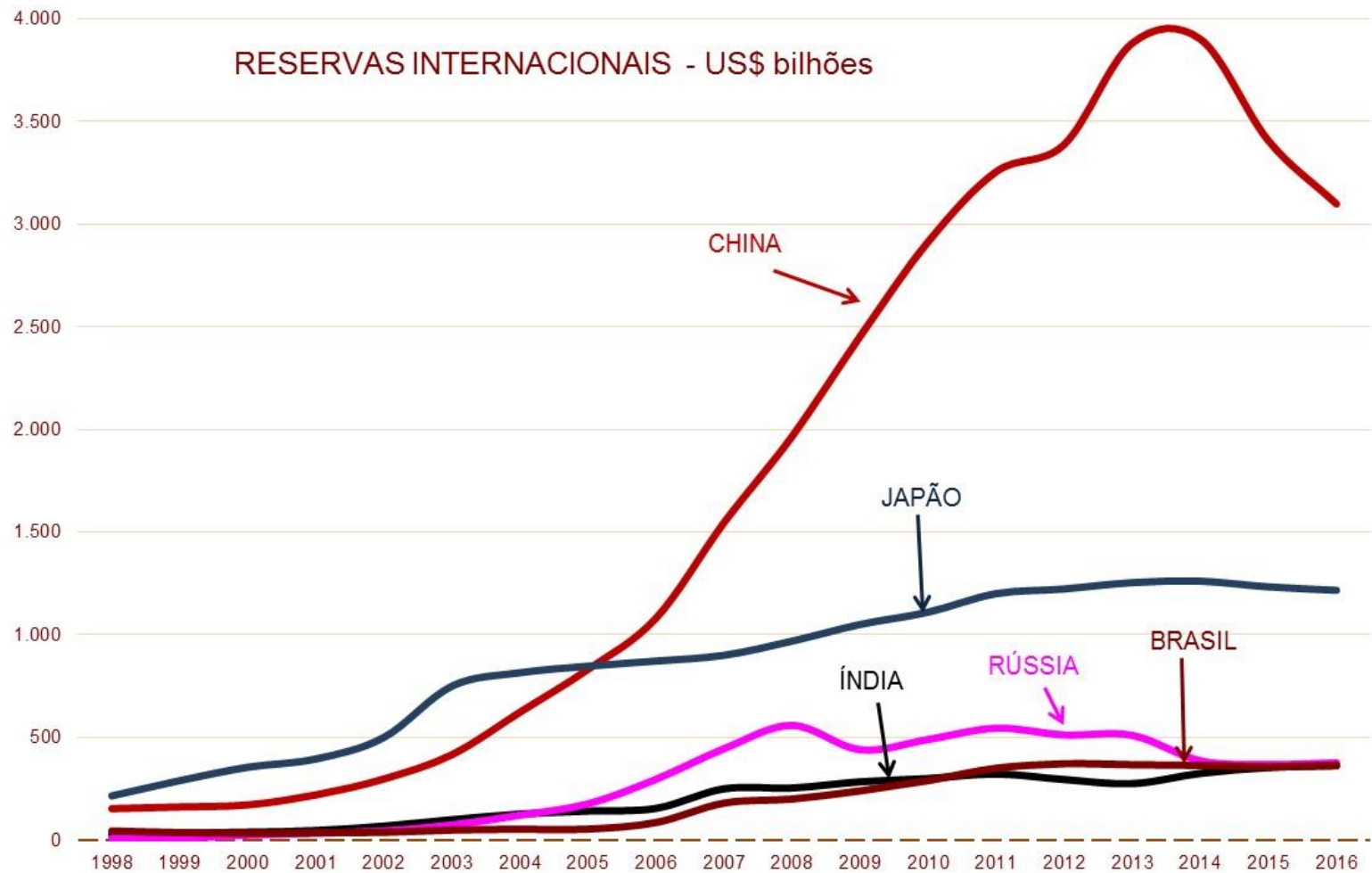
Efeito Lehman Brothers

Estoque de Títulos na Carteira do U.S. Federal Reserve US\$ trilhões





Desinflação, Crescimento, Crise e Recessão, 1980-2016



Interdependência Macroeconômica sob Taxas Flutuantes

Taxas de desemprego nos principais países industrializados, 1978-2000 (porcentagem da PEA)

Ano	EUA	Inglaterra	Canadá	França	Alemanha	Itália	Japão
1978	6.1	5.7	8.4	4.7	3.0	5.3	2.2
1979	5.8	4.7	7.5	5.3	2.7	5.8	2.1
1980	7.2	6.2	7.5	5.8	2.6	5.6	2.0
1981	7.6	9.7	7.6	7.0	4.0	6.2	2.2
1982	9.7	11.1	11.0	7.7	5.7	6.8	2.4
1983	9.6	11.1	11.9	8.1	6.9	7.7	2.7
1984	7.5	11.1	11.3	9.7	7.1	8.1	2.7
1985	7.2	11.5	10.5	10.1	7.2	8.4	2.6
1986	7.0	11.5	9.6	10.2	6.5	9.2	2.8
1987	6.2	10.6	8.8	10.4	6.3	9.9	2.8
1988	5.5	8.7	7.8	9.8	6.2	10.0	2.5
1989	5.3	7.3	7.5	9.3	5.6	10.0	2.3
1990	5.6	7.1	8.1	9.0	4.8	9.1	2.1
1991	6.8	8.8	10.4	9.5	4.2	8.8	2.1
1992	7.5	10.1	11.3	10.4	4.5	9.0	2.2
1993	6.9	10.5	11.2	11.7	7.9	10.3	2.5
1994	6.1	9.6	10.4	12.3	8.4	11.4	2.9
1995	5.6	8.8	9.5	11.7	8.2	11.9	3.1
1996	5.4	8.2	9.7	12.4	8.9	12.0	3.4
1997	4.9	7.0	9.1	12.3	9.9	11.7	3.4
1998	4.5	6.3	8.3	11.8	9.3	11.8	4.1
1999	4.2	6.1	7.6	11.2	8.6	11.3	4.7
2000	4.0	5.5	6.8	9.5	7.9	10.5	4.7

Interdependência Macroeconômica sob Taxas Flutuantes

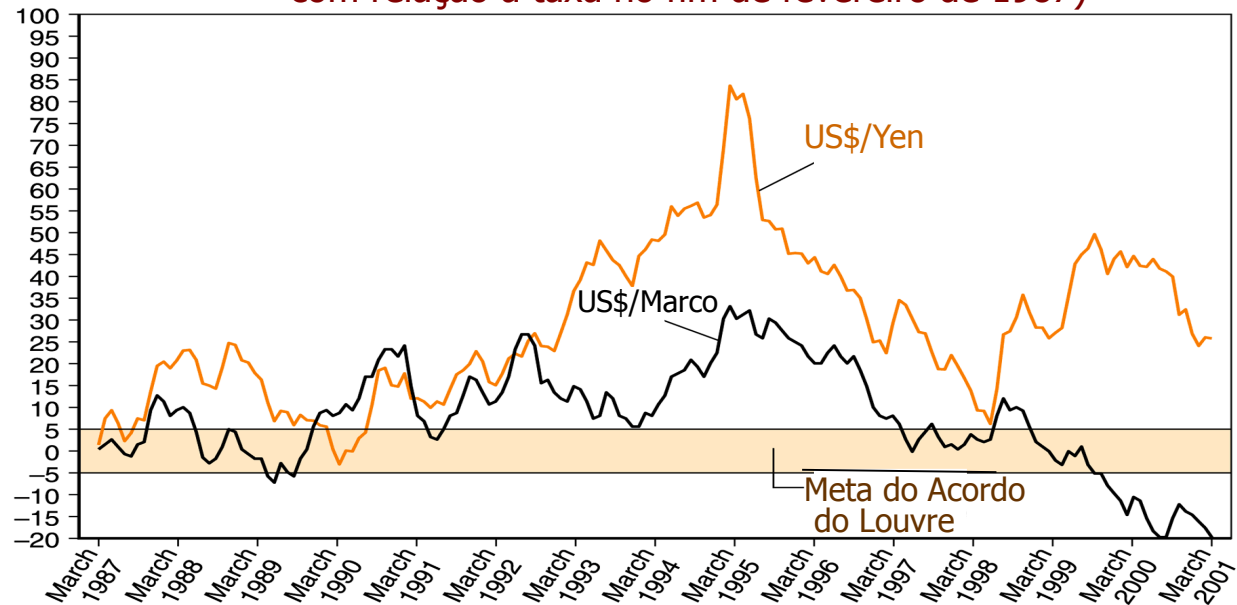
Taxas de inflação nos principais países industrializados 1981-2000 e média entre 1961-1971
(porcentagem com relação ao ano anterior)

Ano	EUA	Inglaterra	Canadá	França	Alemanha	Itália	Japão
1981	10.4	11.9	12.5	13.4	6.3	19.5	4.9
1982	6.1	8.6	10.8	11.8	5.3	16.5	2.7
1983	3.2	4.6	5.8	9.6	3.3	15.0	1.9
1984	4.3	5.0	4.3	7.4	2.4	10.6	2.2
1985	3.5	6.1	4.0	5.8	2.2	8.6	2.0
1986	1.9	3.4	4.2	2.7	-0.1	6.1	0.6
1987	3.7	4.1	4.4	3.1	0.2	4.6	0.1
1988	4.1	4.9	4.0	2.7	1.3	5.0	0.7
1989	4.8	7.8	5.0	3.6	2.8	6.6	2.3
1990	5.4	9.5	4.8	3.4	2.7	6.1	3.1
1991	4.2	5.9	5.6	3.2	3.5	6.4	3.3
1992	3.0	1.7	1.5	2.4	4.0	5.1	1.7
1993	3.0	1.3	1.9	2.1	4.1	4.2	1.3
1994	2.5	0.7	0.2	1.7	3.0	3.9	0.7
1995	2.8	3.4	2.1	1.7	1.8	5.2	-0.1
1996	2.9	2.5	1.6	2.0	1.5	4.0	0.1
1997	2.4	3.1	1.6	1.2	1.8	2.1	1.8
1998	1.6	3.4	1.0	1.5	1.0	2.0	0.7
1999	2.1	1.6	1.8	1.2	0.6	1.6	-0.3
2000	3.4	2.9	2.6	3.3	2.0	2.6	-0.7
1961-71							
Média	3.1	4.6	2.9	4.3	3.0	4.2	5.9

Interdependência Macroeconômica sob Taxas Flutuantes

Mudanças na Taxa de Câmbio desde o acordo de Louvre (banda da variação de 10%)

Taxa de câmbio do Yen e do Marco com relação ao US\$ (variação % com relação à taxa no fim de fevereiro de 1987)



O que se aprendeu desde 1973

- **Autonomia da Política Monetária**
 - Taxas de câmbio flutuantes permitiram maior divergência internacional entre as taxas de inflação. Deram maior liberdade de política monetária e escolha da inflação interna desejada.
 - Países com inflação maior tenderam a ter moedas mais depreciadas do que as de seus parceiros.
 - No curto prazo, os efeitos de mudanças fiscais e monetárias são "*exportadas*" para outros países no regime de taxas flutuantes. A proteção contra a inflação externa só existe no longo prazo.
 - Os BCs não são indiferentes ao resultado do mercado cambial. (intervenção repetidas – "*flutuação suja*")

O que se aprendeu desde 1973

- Dada a mudança rápida do câmbio nominal, o regime flutuante permitiu mudanças de câmbio real significativas no curto prazo, afetando o produto e a taxa de inflação.
- Os **efeitos da taxa de câmbio sobre a inflação** limitaram o uso da política monetária expansionista (EUA, UK, França e Itália).
- Por outro lado, o câmbio flutuante favorece a **desinflação**, quando a política monetária é restritiva.

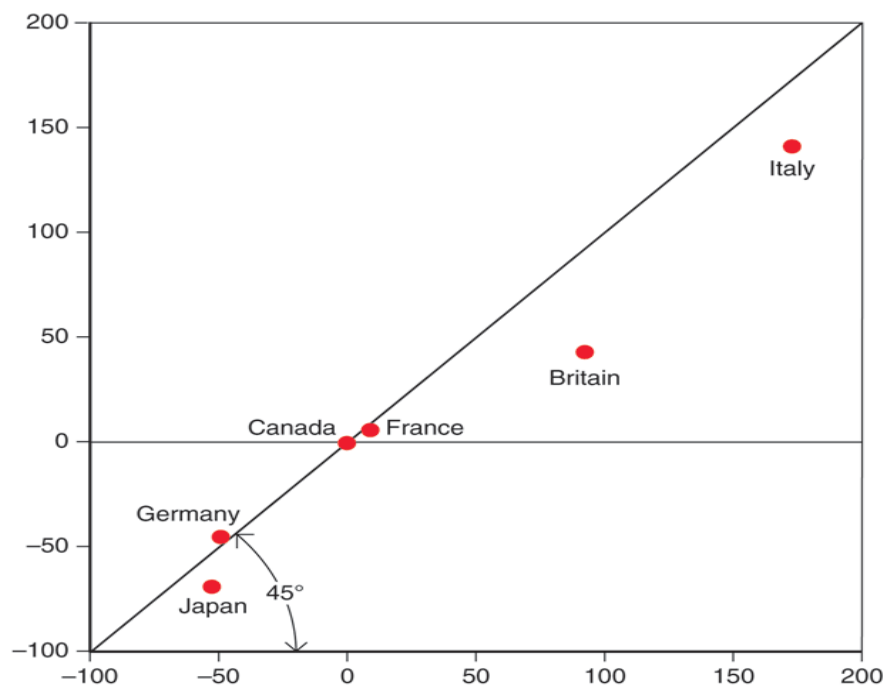
O que se aprendeu desde 1973

Tendências da taxa de câmbio e diferenciais da inflação, 1973-2012

Depreciação das moedas em
Relação ao dólar, 1973-2012

Durante o período de
taxas flutuantes,
a inflação mais alta
esteve associada
a uma maior
depreciação cambial.
A relação exata prevista
pela PPC relativa não é
válida. A diferença de
inflação é calculada
como:

$$(\pi - \pi_{USA}) / (1 + \pi_{USA}/100)$$



Diferença percentual de inflação
entre outros países e os USA, 1973-2012

O que se aprendeu desde 1973

- Após 1973 os bancos centrais intervieram repetidamente no mercado de câmbio.
- Objetivos da intervenção:
 - Estabilizar o produto e o nível de preços quando ocorreram distúrbios cambiais;
 - Evitar mudanças radicais na competitividade internacional de setores de bens e serviços comercializáveis.
- Mudanças monetárias apresentam um efeito de curto prazo maior sobre a taxa de câmbio real em um regime de taxa de câmbio nominal flutuante do que em um de taxas de câmbio nominal fixa.

O que se aprendeu desde 1973

- **Simetria**
 - O sistema monetário internacional não se tornou simétrico após 1973.
 - Os bancos centrais continuaram a manter reservas em dólares e a intervir no mercado de câmbio.
 - O sistema corrente de taxas flutuantes é de alguma maneira similar ao sistema de moeda de reserva assimétrico dos arranjos de Bretton Woods (McKinnon).
 - Exemplo: após 1979, a intervenção de outros países para evitar a apreciação do US\$ levou a uma queda na oferta mundial de moeda e a uma recessão profunda.

O que se aprendeu desde 1973

- **A Taxa de câmbio como um Estabilizador Automático**
 - Experiência com dois choques no preço do petróleo favorece as taxas de câmbio flutuantes. O câmbio fixo dificilmente resistiria a ataques especulativos com os choques de oferta e a recessão seria maior.
 - Os efeitos da expansão fiscal do EUA após 1981 fornecem evidências variadas sobre o sucesso das taxas de câmbio flutuantes. Uma expansão fiscal aprecia o câmbio, diminui a inflação e contribui para a recuperação econômica internacional. Por outro lado, alguns setores da economia perdem com a apreciação cambial (agricultura e indústrias decadentes).

O que se aprendeu desde 1973

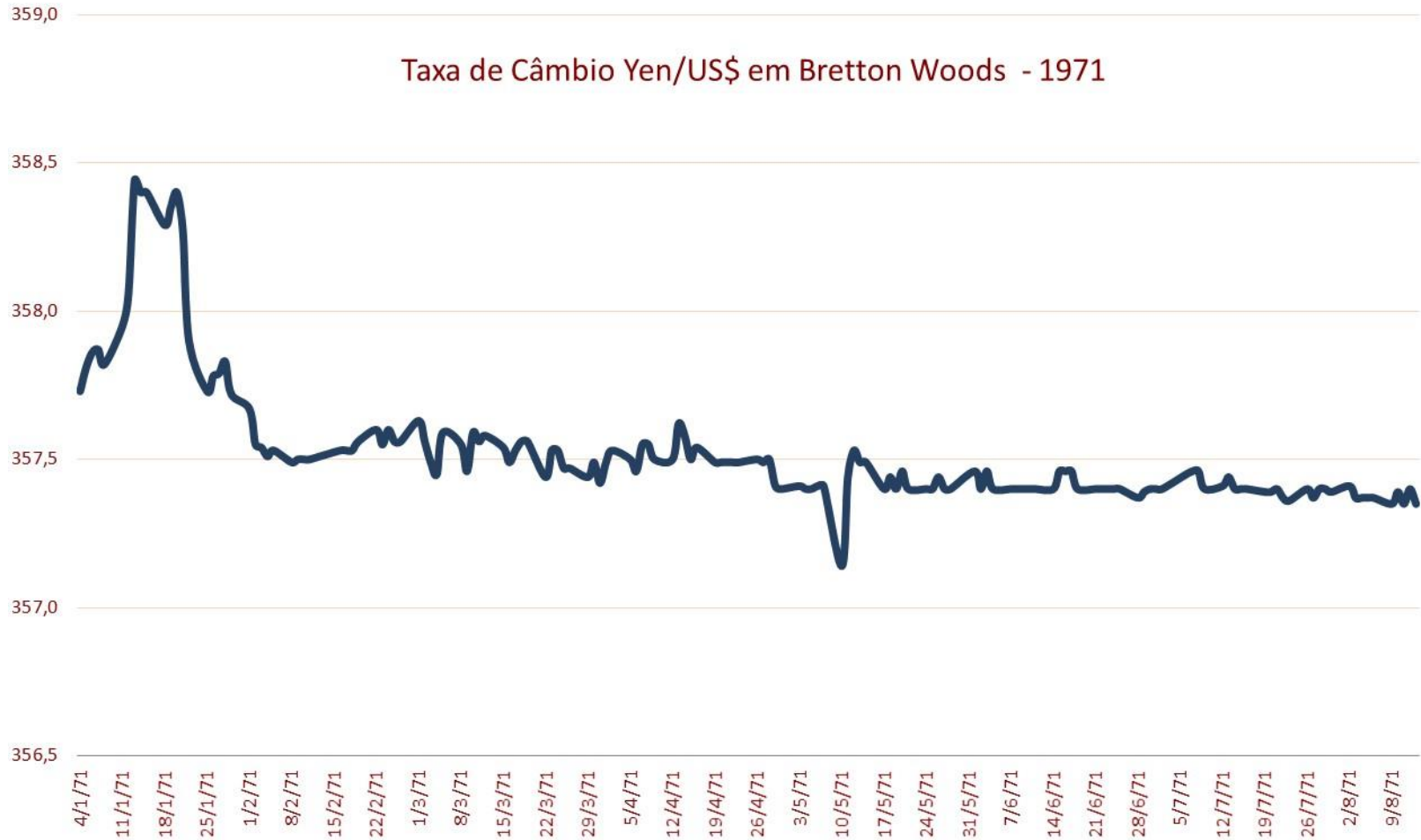
- **Disciplina**

- As taxas de inflação aceleraram após 1973 e mantiveram-se elevadas até o segundo choque nos preços do petróleo.
- A desinflação planejada a partir de 1979 provou que os BCs podiam controlar a inflação sob taxas flutuantes.
- O sistema estabeleceu restrições menos óbvias sobre políticas fiscais instáveis (nem o regime de câmbio fixo: EUA nos anos 60 e Alemanha nos anos 90 e na última década na moeda única).
 - Outro exemplo: o elevado déficit orçamentário do governo dos EUA na década de 1980, a partir de 2001 e a partir de 2009.

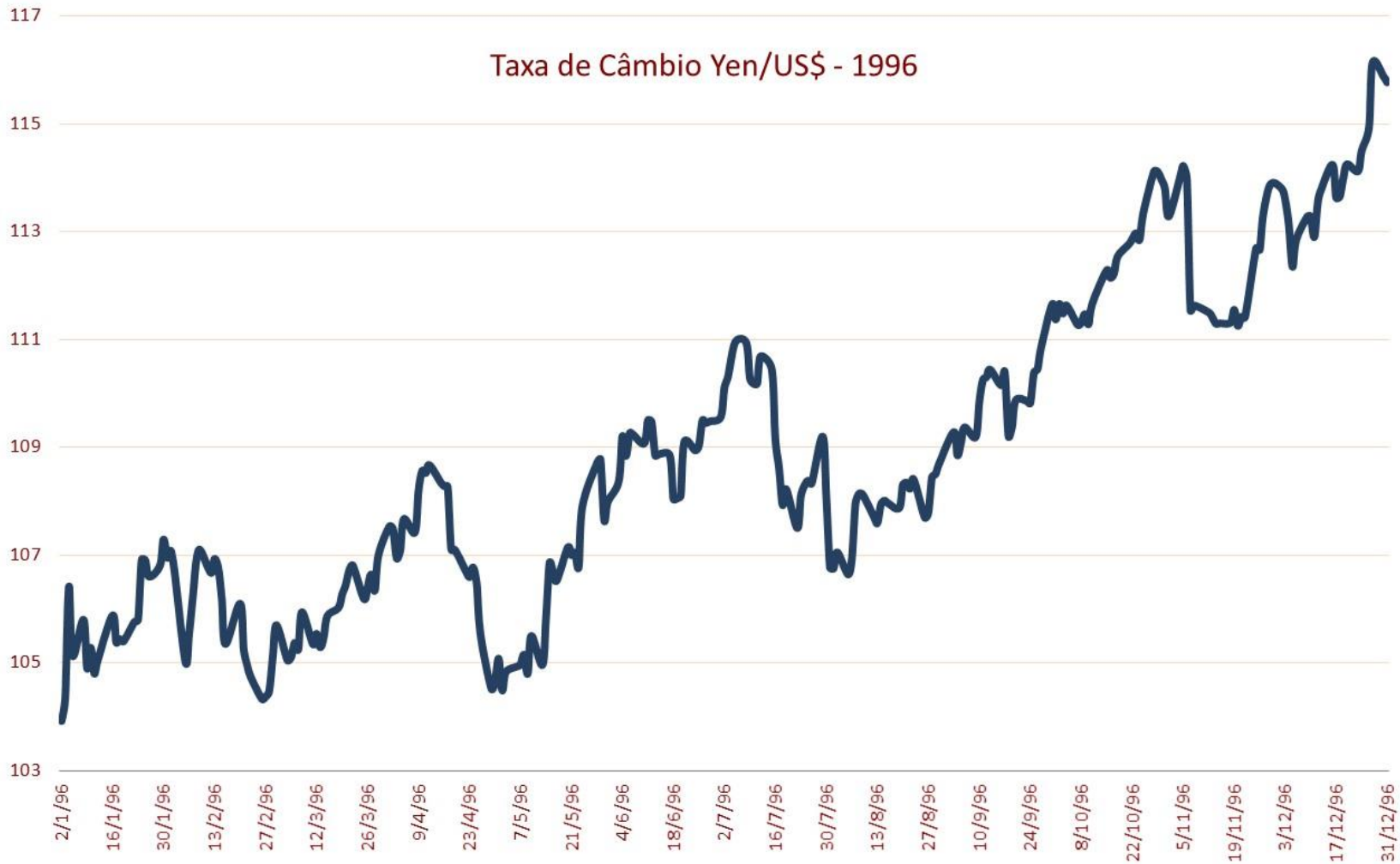
O que se aprendeu desde 1973

- **Especulação Desestabilizadora**
 - As taxas de câmbio flutuantes têm exibido uma volatilidade maior do que os defensores da flutuação previram.
 - A questão de quanto a volatilidade da taxa de câmbio tem sido excessiva é controversa.
 - No longo prazo, as taxas de câmbio têm refletido razoavelmente as mudanças fundamentais das políticas monetária e fiscal e seus grandes movimentos não parecem ser resultado da especulação desestabilizadora.
 - Experiência com taxas de câmbio flutuantes contradiz a ideia de que os movimentos arbitrários da taxa de câmbio podem levar a “ciclos viciosos” de inflação e depreciação.

O que se aprendeu desde 1973



O que se aprendeu desde 1973



O que se aprendeu desde 1973

- **Comércio e Investimento Internacional**
 - Intermediação financeira internacional expandiu-se fortemente após 1973, conforme os países diminuían as barreiras ao movimento de capital.
 - Para a maioria dos países, houve aumento do grau de abertura ao comércio internacional na vigência do regime de câmbio flutuante.
 - Aumento do investimento direto estrangeiro por parte das multinacionais.
 - Ampliou-se o “comércio intertemporal”. A intermediação financeira internacional expandiu-se fortemente.

O que se aprendeu desde 1973

- **Coordenação da Política Macroeconômica**
 - As taxas de câmbio flutuantes não promoveram a coordenação da política macroeconômica internacional.
 - As metas de política macroeconômica podem ser atingidas com maior facilidade com coordenação internacional entre países.
 - Os críticos da flutuação não consideravam que o problema das políticas de empobrecer o vizinho fossem desaparecer sob um regime de câmbio flutuante. O regime de câmbio fixo também experimentou depreciações cambiais. Cada país persegue objetivos nacionais.

Taxas de Câmbio Fixas

- Muitos sistemas de câmbio fixo se desenvolveram a partir de 1973.
 - O sistema monetário europeu e o sistema do euro.
 - A China adota um regime de câmbio administrado.
 - Os países do ASEAN adotaram taxas de câmbio fixa e coordenação de política macroeconômica entre si.
 - Muitos países ainda adotam o regime de câmbio fixo.
- Nenhum regime é adequado para todos os países em todas as circunstâncias.
- A manutenção de taxas de câmbio fixas no longo prazo requer controles severos sobre os movimentos de capital.

Interdependência entre Países “Grandes”

DESEMPENHO MACROECONÔMICO DE PAÍSES DESENVOLVIDOS						
Período	1963-1972	1973-1982	1983-1992	2003-2008	2009-2011	2012-2016
Inflação (% ao ano)						
Estados Unidos	3,3	8,7	4,0	3,1	1,5	1,3
Europa	4,4	10,7	5,1	2,3	2,0	0,8
Japão	5,6	8,6	1,8	0,2	-0,8	0,7
Desemprego (% ao ano)						
Estados Unidos	4,7	7,0	6,8	5,3	9,3	6,3
Europa	1,9	5,5	9,4	8,2	9,5	11,2
Japão	1,2	1,9	2,5	4,4	4,9	3,7
Crescimento da Renda Per-Capita (% ao ano)						
Estados Unidos	2,8	0,9	2,4	2,4	-0,1	1,4
Europa	3,9	2,0	3,0	1,2	0,1	0,1
Japão	8,5	2,9	3,4	2,2	-0,8	1,2

Interdependência entre Países “Grandes”

- Assumiu-se até aqui que os países são pequenos: suas políticas não afetam o mercado mundial. Se o país é pequeno:
 - Uma depreciação cambial não tem efeito na demanda agregada, produção e preços no RDM.
 - Para um país pequeno esta hipótese é adequada.
- Porém, economias de grande porte como os USA, UE, Japão e China são interdependentes, porque as políticas de um país afetam o RDM.

Interdependência entre Países “Grandes”

- Se os USA aumentar permanentemente a oferta de moeda, o modelo *DD-AA* prevê no curto prazo:
 1. Uma depreciação do dólar.
 2. Um aumento da produção nos USA.
- Os efeitos nos outros países grandes serão:
 1. Um aumento da produção dos USA aumenta a demanda por produtos do RDM, portanto aumenta a demanda agregada do RDM.
 2. Uma depreciação do dólar, significa apreciação das outras moedas, diminuindo demanda pelo produto do RDM, portanto, diminui a demanda agregada do RDM.
 - O efeito total de (1) e (2) é ambíguo.

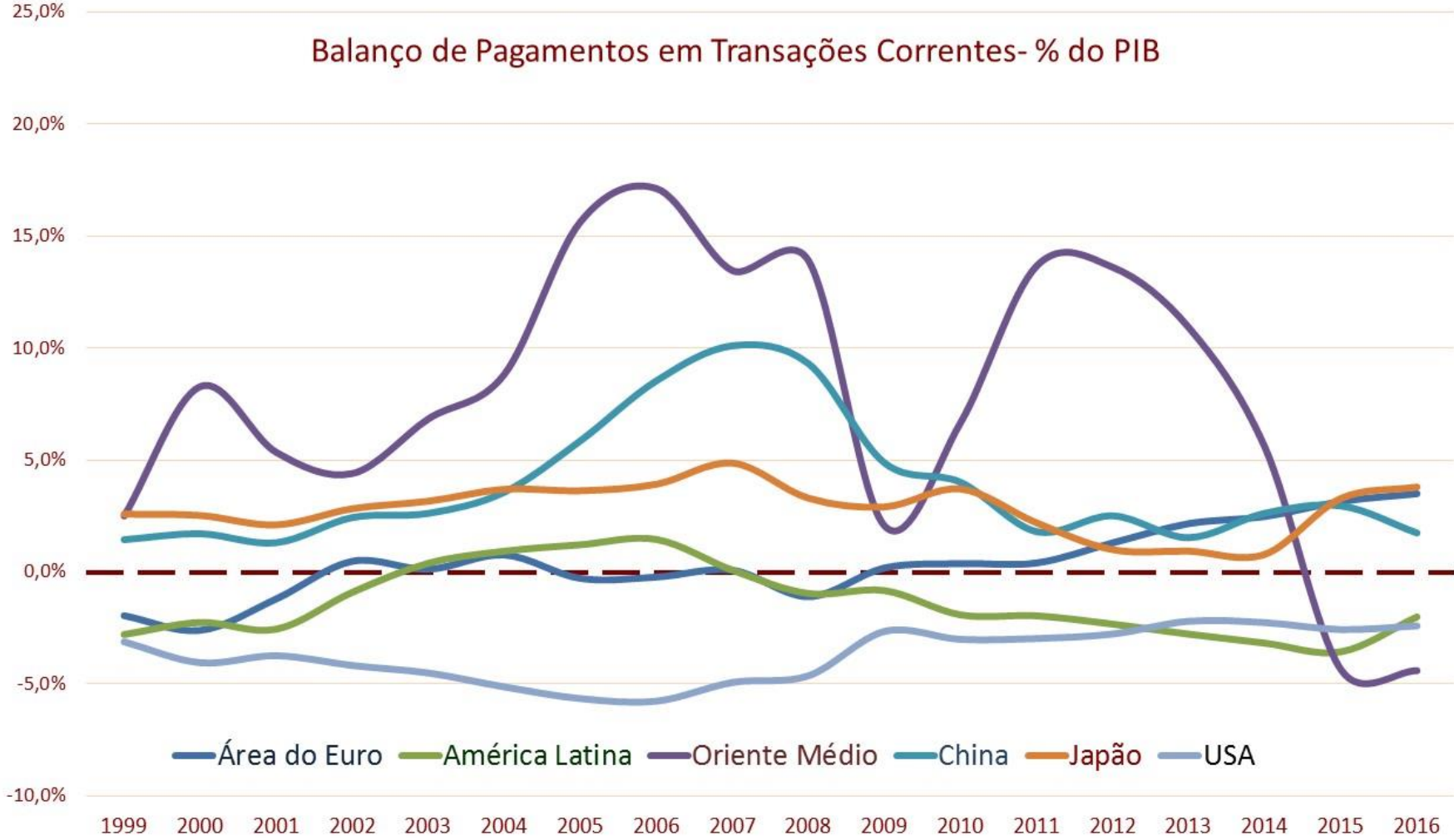
Interdependência entre Países “Grandes”

- Se os USA aumentarem G permanentemente, o modelo *DD-AA* prevê:
 - Uma apreciação do dólar.
- O efeito nos outros países desenvolvidos será de:
 - Uma apreciação do dólar, significa uma depreciação das outras moedas, aumentando a demanda pelos produtos do RDM.
- O efeito subsequente nos USA será de:
 - Uma produção maior no RDM, significa maiores importações de produtos americanos, aumentando a demanda no curto prazo.

Interdependência entre Países “Grandes”

- Os USA, tem tido - a mais de uma década - déficit de BP, devido à baixa poupança e depende de poupança externa para financiar seu investimento interno.
- O US\$ depreciou ao longo da década e o déficit do BP se reduziu. A queda da taxa de juros nos USA também contribuiu para a depreciação cambial.
- O RDM está comprando mais produtos americanos.

Desequilíbrios Externos 1999-2016



Direções para Reformas

- A experiência com as taxas de câmbio flutuantes mostra que nenhum lado do debate sobre a flutuação estava totalmente certo quanto as suas previsões.
- Uma lição é que nenhum sistema de taxa de câmbio funciona bem se a cooperação econômica internacional é quebrada.
- O retorno, no futuro próximo, de limites severos sobre a flexibilidade da taxa de câmbio é improvável.
- Um aumento da coordenação das políticas econômicas dos países melhoraria a performance das taxas de câmbio flutuantes.

Resumo

- A fragilidade do sistema de Bretton Woods levou muitos economistas a defenderem as taxas de câmbio flutuantes antes de 1973, baseados em três argumentos:
 - Taxas de câmbio flutuantes dariam aos países maior autonomia para administrarem suas economias.
 - Taxas flutuantes removeriam as assimetrias existentes nos sistema de Bretton Woods.
 - Taxas flutuantes poderiam eliminar rapidamente os “desequilíbrios fundamentais”.

Resumo

- Os críticos das taxas flutuantes apontaram vários contra-argumentos:
 - A flutuação poderia prejudicar a disciplina monetária e fiscal e poderia incentivar políticas de empobrecer o vizinho.
 - Taxas flutuantes estariam sujeitas à especulação desestabilizadora e inibiria o crescimento do comércio e o investimento internacional.

Resumo

- Entre 1973 e 1980, as taxas flutuantes em geral pareciam funcionar bem.
- Uma grande mudança na direção de um crescimento monetário mais lento nos Estados Unidos contribuiu para uma apreciação substancial do dólar entre 1980 e início de 1985.
- A experiência da flutuação não apoia totalmente os antigos defensores de tal sistema de taxa de câmbio, nem seus críticos.

Falhas na Coordenação Internacional da Política Econômica

- Os governos podem obter resultados macroeconômicos superiores para todos se escolherem políticas cooperativas.
- Exemplo do inícios dos anos 80: os países adotaram políticas monetárias restritivas. Para evitar a depreciação cambial (dificultava a desinflação) todos os países adotaram políticas monetárias semelhantes e levaram a economia mundial a uma recessão profunda.
- Cada país agiu isoladamente, sem coordenação.

Falhas na Coordenação Internacional da Política Econômica

- Modelo:

- 2 países e cada país com duas opções de política monetária: uma muito restritiva e outra pouco restritiva.
- Se o país Local adotar uma política muito restritiva e o outro manter uma política pouco restritiva, o câmbio do país Local aprecia, sua inflação cai e o desemprego aumenta.
- Efeitos sobre o outro país: o desemprego diminui e a inflação aumenta. O outro país é “forçado” a importar alguma inflação do país Local.

Falhas na Coordenação Internacional da Política Econômica

- Supondo que cada país deseje maximizar a redução de inflação, por unidade de aumento de desemprego:

$$-\Delta\pi/\Delta D$$

- A matriz de ganhos indica as opções de cada país. Se cada país escolher a política que maximiza seu próprio ganho, isto independe da opção do outro país.
- Se o Estrangeiro adota uma política pouco restritiva, o Local esta melhor com a política muito restritiva (ganho = 8/7) do que com a política pouco restritiva (ganho = 1). Se o outro país adota uma política muito restritiva, o Local ganha mais ainda com uma política muito restritiva (ganho = 5/6 em vez de zero). A política dominante é a restritiva.
- Ambos ganhariam se coordenassem suas políticas e adotassem políticas menos restritivas.

Falhas na Coordenação Internacional da Política Econômica

Efeitos hipotéticos de diferentes combinações de políticas monetárias sobre a inflação e o desemprego

		Estrangeiro	
		Pouco restritiva	Muito restritiva
Local	Pouco restritiva	$\Delta\pi = -1\%$ $\Delta D = 1\%$	$\Delta\pi = 0\%$ $\Delta D = 0.5\%$
	Muito restritiva	$\Delta\pi = -2\%$ $\Delta D = 1.75\%$	$\Delta\pi = -1.25\%$ $\Delta D = 1.5\%$

		Estrangeiro	
		Pouco restritiva	Muito restritiva
Local	Pouco restritiva	$\Delta\pi^* = -1\%$ $\Delta D^* = 1\%$	$\Delta\pi^* = -2\%$ $\Delta D^* = 1.75\%$
	Muito restritiva	$\Delta\pi^* = 0\%$ $\Delta D^* = 0.5\%$	$\Delta\pi^* = -1.25\%$ $\Delta D^* = 1.5\%$

Falhas na Coordenação Internacional da Política Econômica

Matriz de ganhos para diversas mudanças da política monetária

		Estrangeiro	
		Pouco restritiva	Muito restritiva
Local	Pouco restritiva	1	$8/7$
	Muito restritiva	$8/7$	$5/6$

The matrix is a 2x2 grid of cells. Each cell is divided by a diagonal line from the top-left to the bottom-right. The top-left triangle of each cell is shaded light blue. The values are placed in the white bottom-right triangles. The top-left cell (Local/Pouco restritiva) has a '1' in both triangles. The top-right cell (Local/Muito restritiva) has '0' in the top-left triangle and ' $8/7$ ' in the bottom-right triangle. The bottom-left cell (Muito restritiva/Pouco restritiva) has ' $8/7$ ' in the top-left triangle and '0' in the bottom-right triangle. The bottom-right cell (Muito restritiva/Muito restritiva) has ' $5/6$ ' in both triangles.