

1. Introdução

Vários economistas têm concordado que regimes de taxa de câmbio flexível são preferíveis aos regimes de taxa de câmbio fixo porque permitem amortecer a economia doméstica de choques externos adversos. Por exemplo, quando a demanda por exportações declina, a depreciação torna os bens produzidos internamente mais competitivos no mercado externo, estimulando uma expansão da demanda externa por seus bens, e desta forma acabar com a contração da atividade econômica interna.

Na realidade, contudo, depreciações na taxa de câmbio na maioria das economias emergentes, na última década, têm sido tipicamente associadas com sinais de crise financeira e contrações do produto. Na **seção 2** abordamos os efeitos das depreciações cambiais em relação ao balanço das firmas. Pesquisas recentes têm reconsiderado as propriedades estabilizadoras do regime de câmbio flexível quando os movimentos da taxa de câmbio afetam as condições financeiras, e estas, por sua vez, influenciam a atividade econômica. Na **seção 3** avaliamos alguns fatos estilizados sobre a adoção dos regimes cambiais em economias emergentes (Brasil, Tailândia, Turquia etc..)

Este trabalho tem por objetivo resumir alguns resultados desses estudos e então estabelecer uma prescrição ,apresentadas na **Seção 4**, sobre qual regime cambial deve ser escolhido pelos executores da política econômica. Alguns estudos, mesmo com os impactos adversos de alterar as taxas de câmbio sobre as condições financeiras e no agregado da economia, mostram que o regime cambial flexível é ainda preferível. Embora, seja difícil de reconciliar com o fato de que muitas economias emergentes preferem evitar ajustes na taxa de câmbio. Outros estudos procuram explicar este comportamento mostrando como mudanças na taxa de câmbio podem gerar graves desequilíbrios financeiros que, por seu turno, levam a uma perda de bem-estar. Este mecanismo explica porque economias emergentes podem preferir manter a taxa de câmbio fixo, pelo menos no curto prazo, para assim atenuar os custos crescentes dos ajustes na taxa de câmbio.

2. Efeitos sobre o Balanço das Firms

Episódios de grandes ajustes nas taxas de câmbio em economias emergentes durante os anos 90 foram caracterizados por um não comprimento de obrigações generalizado por parte das firmas “domésticas” e por contrações no Produto. Isto levou muitos pesquisadores à avaliar como as condições financeiras afetam o impacto dos ajustamentos das taxas de câmbio no agregado da atividade econômica.

As condições financeiras podem influenciar a Demanda Agregada através dos efeitos sobre os balanços das firmas sobre os empréstimos e os gastos com investimento. Estes efeitos ocorrem quando a taxa de juros com as quais as firmas tomaram emprestado dos intermediários financeiros para financiar o investimento depende do nível do valor patrimonial, o que é essencialmente o valor bruto dos ativos menos as obrigações. Firms com baixo patrimônio líquido tendem a financiar grande parcela de seus investimentos através de endividamento. Uma vez que estas firmas estarão mais alavancadas via endividamento, elas estarão menos suscetíveis a honrar suas obrigações no caso de algum choque negativo nas suas atividades. Conseqüentemente, para compensar uma maior expectativa de calote, os intermediários financeiros irão atribuir à estas firmas um risco-prêmio maior. Daí em diante, uma baixa situação patrimonial, através de um

aumento no risco-prêmio, leva a um custo mais elevado do dinheiro, desta feita, reduz o investimento.

Quando estas obrigações externas são contraídas em moeda estrangeira, como no caso de quase todas as economias emergentes, depreciações na taxa de câmbio devem produzir efeitos negativos sobre o balanço das firmas. Uma vez que, as firmas nacionais tipicamente recebem seus lucros em moeda doméstica, uma depreciação torna estes lucros, em termos de moeda estrangeira, menos valiosos, contribuindo para reduzir a sua capacidade de pagamento dos débitos em moeda estrangeira. A redução associada no patrimônio líquido gera um aumento no risco-prêmio no setor de empréstimos que deprime as despesas com investimentos e a Demanda Agregada. Assim, a relação entre o balanço das firmas e as obrigações em moeda estrangeira pode levar com as depreciações da taxa de câmbio podem tornar o regime cambial flexível e seus efeitos contracionistas sobre a economia menos atraentes.

A questão é: Serão os efeitos sobre o balanço das firmas amplos o suficiente para fazer com que os tomadores de decisão preferiram um regime de câmbio fixo? De acordo com Céspedes, Chang, e Velasco (2004) e Gertler, Gilchrist, e Natalucci (2003) a resposta para esta questão pode ser obtida analisando a reação de um modelo de uma economia emergente a um choque externo adverso, por exemplo através de um aumento na taxa de juros externa. Estes estudos nos levam a crer, que mesmo na presença de efeitos sobre o balanço das firmas, o regime de câmbio flexível ainda é o mais eficiente na estabilização do Produto em resposta a um choque externo negativo.

Por exemplo, considerando o efeito de um aumento na taxa de juros externa acima da taxa de juros interna. Sob o regime de câmbio flexível, ocorre saída do fluxo financeiro e a depreciação da moeda doméstica. Com obrigações contraídas em moeda estrangeira, este canal produz uma perda no patrimônio líquido das firmas. No entanto, também existem aspectos positivos do lado dos ativos do Balanço das Firms. Porque uma depreciação torna produtos fabricados internamente relativamente mais baratos, a receita de exportações cresce, criando um impacto positivo no patrimônio líquido. Se o efeito positivo tem dominância sobre balanço das firmas, o efeito global da depreciação não precisa ser restritivo.

Alternativamente, sob regime cambial fixo, a autoridade monetária deve elevar a taxa de juros doméstica para equiparar-se ao aumento na taxa de juros externa para assim poder livrar a moeda doméstica da depreciação. Este aumento da taxa de juros interna leva a uma redução no patrimônio das firmas porque as receitas futuras valem menos em termos de valores correntes. Como a situação líquida da firma se reduz, o risco-prêmio se eleva, induzindo uma contração nos gastos com investimento e no Produto. Logo, sob regime cambial fixo, o efeito no balanço das firmas amplifica o efeito contracionista advindo de uma elevação na taxa de juros externa no investimento, Demanda Agregada e Renda.

3. Alguns fatos estilizados

Apesar desses argumentos teóricos a favor da política de taxa de câmbio flutuante, muitas economias emergentes têm-se mostrado avessas aos ajustamentos provocados pelo regime flexível de câmbio. Calvo e Reinhart (2002), nos traz evidências de uma propagação do medo de um grande ajustamento na taxa de câmbio em economias emergentes. E ainda como Hausmann, Panizza, e Stein (2001) demonstram que isso

particularmente acontece nos países que tomaram emprestado grandes somas de dinheiro em moeda estrangeira, e é por isso que estes países estão potencialmente expostos a uma deterioração do balanço das firmas. De fato, como Cavallo et al. (2004) conclui, o balanço das firmas está na raiz da contração do Produto que acontece após um ajustamento na taxa de câmbio. Como mostrado no Gráfico 1, eles encontraram uma relação positiva entre o grau de severidade da contração do Produto e o Índice de intensidade do Efeito sobre o Balanço Patrimonial, onde posteriormente é calculado pelo produto da depreciação da Taxa de Câmbio Real Total (TCRT) e a razão das Obrigações Líquidas contraídas em Moeda Estrangeira (OLME) pela Renda. Não obstante, ainda foi observado que muitos dos recentes episódio de ajustamento na taxa de câmbio em economias emergentes tem sido caracterizado por um overshooting na taxa de câmbio; qual seja, o grau de depreciação na taxa de câmbio no curto prazo foi muito maior do que no longo prazo. Também foi percebido que o overshooting é mais severo quanto maior for a razão entre a Dívida em moeda estrangeira e o PIB, como indica o Gráfico 2.

4. Qual política cambial adotar?

Cavallo et al. (2004) formula um modelo que leva em conta estes fatos estilizados através da adição de mais um parâmetro que vem acompanhando os casos mais recentes de ajustamentos na taxa de câmbio em economias emergentes; especificamente, estes países tem experimentado uma queda no nível de confiança dos investidores estrangeiros que e aos poucos vão reduzindo a sua capacidade de tomar dinheiro emprestado. Neste modelo uma depreciação na taxa de câmbio produz um balanço patrimonial negativo que em conjunto com a redução da capacidade de se endividar externamente, reduz ainda mais as chances de não ocorrer um calote nas obrigações. Isto pode ser demonstrado através de dois canais: redução de importações e venda de ativos de firmas domésticas aos investidores estrangeiros. Cada canal de ajustamento tem efeitos posteriores. A queda importações induzem a uma maior depreciação da taxa de câmbio que resulta em um overshooting, enquanto a venda de ativos aos investidores estrangeiros prontamente gera um declínio nos preços destes ativos. Ambos os efeitos são mais fortes quando a exposição das obrigações em moeda estrangeira são maiores. Ainda, eles ampliam os custos da depreciação: overshooting da taxa de câmbio interage com a dívida contraída em moeda estrangeira e ultrapassa os efeitos adversos da depreciação do Balanço das Firms no Produto enquanto a venda de ativos domésticos (privatização) com desconto implica a geração de um peso morto no bem-estar que afeta permanentemente o consumo doméstico.

A prevenção de depreciações na taxa de câmbio evitam o efeito negativo no Balanço das Firms e diminuem a necessidade de se desfazer de ativos domésticos, mas ao preço de tornar os produtos produzidos internamente menos competitivos. Isto prejudica a demanda agragada e deprime o PIB. É por esta razão, assim como outros estudos concluíram, o regime de câmbio flexível deve de fato predominar no longo prazo. No curto prazo, entretanto, as coisas devem ser um pouco diferentes: em face da dificuldade de tomar emprestado dinheiro externamente, manter o câmbio flexível atenua transtorno que seria causado pela necessidade de vender ativos domésticos e o peso morto, por isso, neste caso, regime cambial fixo predomina.

5. Conclusões

Para responder a questão de qual seria o melhor regime cambial, as evidências e os modelos discutidos neste trabalho apontam a relevância da dívida em moeda estrangeira no processo de escolha de qual seria o regime cambial mais apropriado para responder a choques externos adversos. Especificamente, pesquisas recentes tem mostrado, que mesmo quando as condições financeiras influenciam o agregado da atividade econômica, o regime de câmbio flexível tem-se mostrado mais desejável do que o regime de câmbio fixo como ferramenta para lidar com choques externos adversos. Entretanto, em economias emergentes estes choques também envolvem uma perda de capacidade de tomar dinheiro emprestado no mercado financeiro internacional. Sob este cenário, uma política cambial com taxa flexível podem gerar custos substanciais. Com uma política cambial com uma taxa fixa estes custos são deprimidos, e, pelo menos no curto prazo, pode ser preferível a um ajustamento na taxa de câmbio.

6. Bibliografia

Calvo, Guillermo A., and Carmen M. Reinhart. 2002. "Fear of Floating." *Quarterly Journal of Economics* 117 (Maio) pp. 379–408.

Cavallo, Michele, Kate Kisselev, Fabrizio Perri, and Nouriel Roubini. 2004. "Exchange Rate Overshooting and the Costs of Floating." Mimeo. New York University.

Céspedes, Luis Felipe, Roberto Chang, and Andrés Velasco. 2004. "Balance Sheets and Exchange Rate Policy." *American Economic Review* 94 (Setembro) pp. 1183–1193.

Gertler, Mark, Simon Gilchrist, and Fabio M. Natalucci. 2003. "External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator." NBER Working Paper no. 10128. <http://papers.nber.org/papers/w10128.pdf>

Hausmann, Ricardo, Ugo Panizza, and Ernesto Stein. 2001. "Why Do Countries Float the Way They Float?" *Journal of Development Economics* 66 (Dezembro) pp. 387–414.