

OPÇÕES DE REGIMES CAMBIAIS NA AMÉRICA LATINA: ALGUMAS CONSIDERAÇÕES PARA A DISCUSSÃO

Marcos Roberto Vasconcelos*
Sérgio Pavan Margarido*

Resumo

Atualmente o debate sobre o regime cambial mais adequado restringe-se às soluções de canto, opondo defensores da livre flutuação e da adoção de uma moeda regional ou da “dolarização”. Neste trabalho, cada uma dessas opções é discutida especificamente para a América Latina, expondo suas vantagens e desvantagens e os fatores relevantes para a escolha. Conclui-se que está ainda aberta a discussão sobre o regime cambial mais apropriado aos países latino-americanos. Aponta-se também que a escolha de um ou de outro regime cambial não é a panacéia para países da América Latina como parecem crer alguns autores. Esta é apenas uma, e talvez secundária, entre várias escolhas a serem feitas.

1. Introdução

A escolha do regime cambial para um país não pode ser classificada como um caso de “almoço grátis” (*free lunch*) em economia. Cada opção disponível apresenta seus custos, suas desvantagens. Ao mesmo tempo essa decisão não é trivial. Como indicam Cooper (1999) e Miranda (1998), ela delimita as margens de manobra à gestão monetária e à fiscal. Há dúvidas mesmo se existe de fato uma escolha livre do regime cambial. Para Frankel (1999), fatores diversos, econômicos, políticos e sociais, interferem e influenciam tal escolha, sendo, muitas vezes, determinantes. Ademais, o grau de adequação de um dado regime cambial parece se alterar no tempo e no espaço, conforme mudam as condições conjunturais e estruturais da economia.

Se até os anos 70 grande parte das discussões sobre o regime mais apropriado para a gestão macroeconômica se deu pelo contraste entre os dois regimes cambiais canônicos, hoje, como mostram Edwards & Sevastano (1999), reconhece-se que há uma série de regimes cambiais intermediários: de zona alvo (*target zone*), de *crawling band*, *crawling peg*, *currency board*, “dolarização”. Cada um deles possui características que os aproximam mais de um ou de outro dos regimes cambiais canônicos, e em alguns casos são formas extremadas destes. Muitos surgiram de experiências práticas de política cambial e receberam pouco tratamento teórico (*crawling peg* e *crawling band*). Outros, no entanto, foram objeto de grande esforços de teorização, como o sistema de *target zones* na virada dos anos 80 para os 90. Mas, se mesmo após a crise do México ainda existiam alguns economistas que defendiam formas intermediárias de regime cambial para os países emergentes (Dornbusch, 1997, Bruno, 1995, Sachs *et al.*, 1995, Goldstein, 1998), na sequência da crise da Ásia as posições foram para extremos. Atualmente o debate restringe-se às soluções de

canto, opondo defensores da livre flutuação e da adoção de uma moeda regional ou da “dolarização”.

É natural, portanto, que a discussão sobre qual é o regime cambial mais adequado seja marcada por ondas de posicionamentos ou “consensos”, de acordo com a maré de eventos, e mostre-se ainda inconclusa. Os “consensos” sobre regimes cambiais e a discussão atual sobre o tema, particularmente aquela relacionada às escolhas de regime cambial para os países da América Latina, são as questões tratadas neste texto.

Tais questões são fundamentais para a América Latina, onde, ao longo dos últimos anos, grande parte do debate macroeconômico refere-se direta ou indiretamente às opções de arranjos cambiais. Afinal, o estabelecimento do regime cambial define os condicionantes que nortearão os movimentos futuros de um dos preços básicos das economias modernas: a taxa de câmbio, que influencia de maneira decisiva a alocação de recursos e gastos da economia. Portanto, o estabelecimento correto desse preço é fundamental para a estabilidade e o crescimento dos países latino-americanos, ainda mais relevante em um momento em que estão se tornando mais integradas comercial e financeiramente ao resto do mundo.

Além desta introdução, o artigo apresenta mais 7 seções. Na próxima, busca-se apontar os eventos que produziram o atual estágio de discussão sobre regimes cambiais. Na seção 3 são examinados e confrontados vários aspectos atinentes ao regime de câmbio fixo, destacando os seus aspectos positivos e negativos. O mesmo é feito na seção seguinte em relação ao regime de câmbio flutuante. Nas seções 5 e 6 debate-se a opção de dolarização e são tecidos alguns comentários sobre o desempenho histórico dos regimes cambiais, respectivamente. A seção 7 analisa as tendências de arranjos cambiais para a América Latina. O artigo é encerrado com a exposição dos comentários finais.

2. Contextualização do debate

A década de 90 foi pródiga em eventos relevantes para a definição de novos “consensos” sobre regime cambial. Um dos fatos mais marcantes têm sido as recorrentes crises cambiais em países em desenvolvimento na América Latina e na Ásia. México, em fins de 1994, Malásia, Tailândia, Coréia, Indonésia e Filipinas, a partir de meados de 1997, e Brasil, no início de 1999, assistiram o valor de suas moedas despencar diante de elevadas fugas de capitais, com fortes impactos sobre as

taxas de crescimento e de inflação, sobre o nível de emprego e sobre a saúde financeira de empresas e de bancos. Motivadas por um conjunto de fatores externos e internos, estas crises evidenciaram a extrema dificuldade encontrada pelas autoridades econômicas destes países para conduzir a política econômica em um contexto de ampla integração a fluxos internacionais de capitais caracterizados por elevadas mobilidade e volatilidade.

Diante dessa percepção, tem havido uma reconsideração de várias das posições de organismos internacionais, governos e economistas em relação ao desenho, à implementação e à gerência de instituições, de regimes cambiais e de políticas que permitam a estes países tirar proveito de uma maior integração aos fluxos internacionais de capitais e, simultaneamente, enfrentar os desafios e os riscos a ela associados, superando ou minimizando as imperfeições de mercado existentes. No que se refere à escolha dos regimes cambiais, em particular, houve uma mudança importante. Até a eclosão destas crises, regimes intermediários que ancoravam a moeda nacional a uma moeda estrangeira de uma maneira não rígida, como no caso dos regimes de bandas cambiais, eram vistos com bons olhos por economistas, organismos financeiros internacionais e autoridades econômicas. Afinal, a ancoragem prometia combinar a credibilidade trazida por um regime de taxas de câmbio fixas e a flexibilidade associada a um regime de taxas de câmbio flutuantes, sendo amplamente adotada em países em desenvolvimento na Ásia e na América Latina, assim como na Rússia. Esta postura em relação aos regimes intermediários mudou drasticamente a partir da eclosão de crises nestes países. Todos haviam ancorado suas moedas ao dólar, de uma ou outra maneira, e suas experiências mostraram os sérios desafios e riscos trazidos pela adoção destes tipos de regimes de taxas de câmbio em um contexto de forte integração de suas economias aos fluxos internacionais de capitais, em condições de imperfeições nos mercados de capitais domésticos indutores de informações assimétricas. A partir daí reacendeu-se a discussão de qual o tipo de regime cambial que minimizaria os impactos e a propagação de choques externos sobre economias de países emergentes, pressupondo um ambiente de grande mobilidade e volatilidade dos fluxos internacionais de capitais, reduzindo, assim, a vulnerabilidade externa dessas economias e, por conseguinte, proporcionando maior estabilidade ao Sistema Monetário Internacional.

Assim, o debate convergiu para as soluções de “canto”, isto é, que vão em direção aos extremos do *continuum* de opções de regimes cambiais, descartando-se

regimes intermediários (Eichengreen, 1998). Polarizam-se os defensores do regime de flutuação (Velasco, 2000) e os proponentes de eliminação de moedas nacionais (Hanke, 1999; Hausmann *et al*, 1999; Calvo, 2000), seja pela formação de áreas monetárias comuns, seja pela substituição da moeda nacional por uma moeda estrangeira, em geral a “dolarização”.

3. Regimes de taxas de câmbio fixas

O consenso sobre qual é o regime cambial mais adequado está longe de ser alcançado, pois aspectos negativos e positivos são apontados em qualquer um dos regimes cambiais. Em geral, as discussões centram-se no *trade-off* entre estabilidade (credibilidade) e flexibilidade, com o primeiro aspecto pautando os argumentos tradicionais favoráveis à fixação da taxa de câmbio. Primeiro, por proporcionar horizontes mais estáveis à taxa de câmbio, incentivaria as transações interfronteiras, fazendo aumentar o comércio e o investimento internacionais (Engel & Hakkio, 1993). Segundo, em um contexto de alta inflação, um regime de taxas de câmbio fixas daria credibilidade à política antiinflacionária, ao “amarrar” as mãos das autoridades econômicas, pois as políticas monetária e fiscal ficariam subordinadas ao objetivo de manter a estabilidade cambial.

Com o desenvolvimento nos últimos anos de instrumentos para a proteção de riscos de flutuações inesperadas de taxa de câmbio (derivativos cambiais), o primeiro argumento tem perdido força. Acredita-se que atualmente os agentes envolvidos em operações transfronteiras consigam, a baixos custos, proteger-se das flutuações cambiais, o que torna a convivência com a volatilidade cambial menos problemática (Frankel, 1999). No entanto, ressalte-se que em muitos países em desenvolvimento não há ainda mercados organizados e bem regulamentados capazes de fornecer tais instrumentos a baixo custo, o que talvez ainda implicaria riscos adicionais nas operações internacionais e desestimularia, por conseguinte, os agentes, principalmente os de pequeno e de médio porte, a realizarem operações de comércio externo .

O segundo argumento em defesa de regimes de taxas de câmbio fixas é o de que ele traz consigo um elevado grau de credibilidade para a política monetária e a política econômica em geral, o que é especialmente útil no caso de países com histórico de elevadas taxas de inflação. Diante da impossibilidade de construir e/ou gerenciar internamente instituições e políticas que mostrem um compromisso crível

das autoridades em controlar as taxas de inflação, ancorando as decisões de preços dos agentes econômicos, estes países têm a opção de adotar uma âncora cambial, importando a credibilidade das autoridades do país a cuja moeda se está atrelando a moeda nacional. Uma vez fixada a paridade, cria-se uma fonte de disciplina monetária e fiscal capaz de reestabelecer a confiança dos agentes econômicos. De um lado, a política monetária perde a capacidade de buscar outros objetivos que não aquele relacionado à estabilidade cambial, pois a tentativa de alcançar outros objetivos, como maiores níveis de produção e de emprego, resultaria na redução das taxas de juros domésticas, com impactos negativos sobre os fluxos de capitais e as reservas cambiais, o que poderia levar, no limite, a uma incapacidade das autoridades continuarem a defender a paridade. De outro lado, dadas as limitações impostas à política monetária, a política fiscal também tem seu raio de manobra reduzido. Como os déficits públicos não podem mais ser financiados por emissão de moeda, resta a opção de emitir títulos, que também encontra limites, uma vez que também implica mudanças nas taxas de juros e, por conseguinte, nos fluxos de capitais e na capacidade das autoridades defenderem a paridade. Desta forma, as autoridades seriam obrigadas a manter as contas públicas equilibradas ou com pequenos déficits passíveis de financiamento sem gerar pressões no mercado. A disciplina criada pela necessidade de defesa da paridade cambial faz com que os agentes econômicos passem a ver como crível o compromisso das autoridades em manter estável o nível de preços, puxando para baixo as expectativas de inflação; assim, empresas e trabalhadores não teriam razões para reajustar preços e salários, o que resulta em uma redução efetiva das taxas de inflação.

Ao optar pela fixação da taxa de câmbio, portanto, as autoridades abdicam do poder de conduzir a política monetária, perdendo flexibilidade, o que se constitui na principal crítica a este tipo de regime. Ajustes a choques externos têm que ser feitos por meio da redução de salários, custos e preços, o que, por sua vez, exige uma redução dos níveis de produção e de emprego, tanto maior quanto maior for a rigidez para baixo de preços e salários. No outro extremo, como discutido na próxima seção, sob um regimes de taxas de câmbio flutuantes, as autoridades têm a capacidade de utilizar a política monetária para outros fins, relativos à busca de maiores níveis de produção e de emprego e de ajustes em balanços de pagamentos deficitários. Uma política expansionista, por exemplo, ao reduzir a taxa de juros, incentiva os gastos sensíveis a ela (investimento, construção civil, consumo de duráveis), estimulando a

produção e o emprego, assim como, se gerar uma depreciação da moeda nacional, estimula também uma alteração da balança comercial favorável à produção doméstica. A experiência de países europeus no início da década de 90 mostrou esta possibilidade: Inglaterra, Itália e Espanha puderam ajustar seus balanços de pagamentos via depreciação/desvalorização ao mesmo tempo em que reduziam suas taxas de juros, elevavam os níveis de produção e de emprego e conseguiam controlar a elevação das taxas de inflação.

No entanto, trabalhos recentes de economistas que defendem a adoção de regimes de taxas de câmbio fixas na América Latina têm relegado a segundo plano a vantagem da flexibilidade trazida por regimes de taxas de câmbio flutuantes. Seu argumento é o de que esta flexibilidade, observada na experiência europeia, não aparece quando se analisa a experiência latino-americana. Hausmann *et al.* (1999) e Eichengreen & Hausmann (1999) são dois trabalhos nesta linha de argumentação. Seus autores apontam que, em geral, autoridades têm demonstrado uma preferência por alterações nas taxas de juros domésticas ou no nível das reservas internacionais para ajustar-se a choques externos, ao invés de permitirem a plena depreciação nominal da moeda nacional. Isto ocorre em função, em primeiro lugar, da consciência de que a indexação salarial seria maior em regimes de taxas de câmbio flutuantes, criando uma forte relação entre mudanças nas taxas de câmbio nominais e taxas de inflação. Assim, o ajuste nominal nas taxas de câmbio geraria mudanças pequenas nas taxas de câmbios reais e, portanto, na competitividade externa. Em segundo lugar, a preferência das autoridades latino-americanas por mudanças nas taxas de juros domésticas ou no nível de reservas internacionais seria explicada pelo temor de que uma depreciação nominal da moeda nacional causasse um forte impacto sobre a estrutura financeira de empresas e bancos endividados em moeda estrangeira. O resultado destas considerações por parte das autoridades, segundo os autores, pode ser observado na prática: regimes de taxas de câmbio flutuantes nos países da região estão associados a um comportamento pró-cíclico das taxas de juros domésticas e a maior sensibilidade destas em relação às taxas de juros externas, ambas as constatações indicando que a política monetária não teria o grau de flexibilidade atribuída pela teoria a estes tipos de regime. Sem o uso da flexibilidade cambial, os impactos e custos de choques de oferta ou externos sobre a economia são maiores e, na impossibilidade de se usar a política monetária, grande peso do ajuste recai sobre a política fiscal, que nem sempre tem a flexibilidade temporal necessária para promover

rapidamente os ajustes na economia.

Regime de câmbio fixo e fragilidade financeira

Uma das questões principais do debate sobre a escolha de regimes de taxas de câmbio por países em desenvolvimento refere-se à solidez financeira do sistema bancário e das empresas por cada tipo de regime. Este elemento é crucial para se determinar, sob um regime de taxas de câmbio fixas, a capacidade das autoridades agirem na defesa de determinada paridade da taxa de câmbio, e, no caso de regimes de taxas de câmbio flutuantes, o espaço que elas têm para deixar a taxa de câmbio flutuar. A recente literatura sobre crises cambiais e bancárias tem discutido, portanto, a importância do regime de taxa de câmbio como elemento institucional a tornar os países mais ou menos frágeis diante de choques externos. Para alguns economistas – Goldstein (1998), Dooley (1997), Corsetti, Pesenti & Roubini (1998), Rogoff (1999) e Mishkin (1999), entre outros – um regime cambial administrado incitaria os agentes a assumirem posições patrimoniais que ampliariam a fragilidade externa do país, pois exagerariam na tomada de posições passivas em moeda externa ao subestimar os riscos cambiais envolvidas nessas operações. Verifica-se nesse caso um típico problema de *moral hazard*, dado que os agentes, ao acreditarem na disposição e na capacidade da autoridade econômica estabilizar a paridade cambial, tomariam posições de sobreendividamento (*overborrowing*) e de sobreempréstimo (*overlending*) capazes de tornar a economia mais vulnerável a movimentos de reversão de fluxos de crédito externo.

A possibilidade das autoridades conduzirem operações de empréstimos de última instância em situações de pânico bancário é um segundo aspecto a ser considerado. Sob um regime de taxas de câmbio fixas, a subordinação da política monetária ao objetivo de defender a paridade cambial limita a possibilidade das autoridades monetárias de emitir moeda para socorrer o sistema bancário em situações de dificuldades e de corridas dos depositantes para sacar seus recursos. Diante dessa perspectiva, os agentes ficariam mais suscetíveis a qualquer rumor sobre a saúde financeira de uma instituição bancária, ampliando a possibilidade de corridas bancárias e a possibilidade de crises bancárias estimuladas por expectativas auto-realizáveis. De fato, essa possibilidade é um dos principais argumentos utilizados pelos críticos deste tipo de regime de taxas de câmbio.

Defensores de regimes de taxas de câmbio fixas, no entanto, apresentam

elementos que, segundo eles, reduziriam a importância destes dois argumentos contrários. Em primeiro lugar, destacam que restariam ainda outras opções que poderiam ser desenvolvidas para a realização de operações de empréstimos de última instância, de forma a proporcionar uma maior segurança no sistema bancário.

Hausmann (1999) aponta duas possibilidades: o estabelecimento de linhas privadas internacionais de crédito, mediante o pagamento de um prêmio, que ficariam à disposição do país para utilização em operações de socorro ao sistema bancário, como se fez na Argentina; e, no caso de dolarização, a utilização de receitas compartilhadas de *seigniorage* para estes fins, uma vez que as reservas cambiais não mais seriam necessárias para defender a paridade.

Em segundo lugar, e mais importante, sistemas financeiros seriam em geral mais desenvolvidos e mais sólidos em regimes de taxas de câmbio fixas, desde que acompanhados de regulação e supervisão prudencial. O argumento é o de que, em regimes de taxas de câmbio flutuantes, os agentes econômicos, diante da possibilidade de depreciações nominais gerarem perdas em seus ativos denominados em moeda nacional, teriam estímulos para investir em ativos menos arriscados e mais líquidos no exterior (Cooper, 1999; Hausmann *et al.*, 1999; Eichengreen & Hausmann, 1999). Os sistemas financeiros domésticos, sob forte concorrência, ficariam impedidos de se desenvolver a ponto de oferecer ativos de igual risco e liquidez para os agentes e de realizar empréstimos com prazos mais longos, o que criaria um estímulo à captação de empréstimos externos e, portanto, ao acúmulo de dívida externa em países com regimes de taxas de câmbio flutuantes ou versões de *soft peg exchange rate*. Assim, a alternativa de regimes de taxas de câmbio fixas significaria sistemas financeiros mais desenvolvidos e sólidos, tornando a perda da função de prestador de última instância pelo banco central menos grave.

Em terceiro lugar, alguns autores relativizam a possibilidade do banco central realizar empréstimos de última instância em regimes de taxas de câmbio flutuantes. A ação do banco central seria limitada pelo fato de que ela pode ser interpretada como inflacionária e geradora de depreciações na moeda (Hausmann *et al.*, 1999).

Por fim, haveria ainda ganhos no caso de serem adotadas medidas de estímulo à entrada de bancos estrangeiros nos sistemas financeiros. Matrizes de bancos não apenas forneceriam uma fonte de liquidez em situações de deterioração da confiança dos agentes no sistema, contribuindo para arrefecer o ímpeto de corridas

bancárias, mas, também, garantiriam pela sua própria presença uma maior confiança dos agentes no sistema como um todo.

4. Regime de taxas de câmbio flutuantes

O argumento clássico em favor da adoção de um regime de taxas de câmbio flutuantes é o de que, sob este tipo de regime, a política monetária teria flexibilidade para ser adotada na busca de outros objetivos que não o de defender uma paridade cambial pré-estabelecida. Como mencionado anteriormente, políticas expansionistas, reduzindo as taxas de juros domésticas, teriam a dupla virtude de estimular gastos domésticos e promover na balança comercial uma mudança favorável à produção doméstica. Desta forma, as autoridades poderiam, simultaneamente, ajustar eventuais desequilíbrios do balanço de pagamentos e manter ou elevar os níveis de produção e de emprego. Os custosos ajustes recessivos necessários em regimes de taxas de câmbio fixas seriam evitados. Em tese, esta flexibilidade seria particularmente útil no caso de países submetidos a choques provenientes do exterior, tais como variações nos termos de troca e nas taxas de juros internacionais, que atingem com força países com pautas de exportação concentradas em produtos primários e com elevados níveis de endividamento externo.

Portanto, o regime de câmbio flexível teria a vantagem de proporcionar plena liberdade para a condução das políticas monetária e fiscal, movidas por objetivos domésticos. Pela possibilidade de mexer na taxa de câmbio, o país alcançaria melhores condições de se defender de choques externos. A contrapartida à flexibilidade atribuída a regimes de taxas de câmbio flutuantes seria a perda de credibilidade relativamente à existente em regimes de taxas de câmbio fixas, uma vez que a inexistência de uma paridade cambial a ser defendida pelas autoridades libertaria as políticas monetária e fiscal para serem utilizadas com discreção e irresponsabilidade. No entanto, defensores da adoção de regimes de taxas de câmbio flutuantes fazem algumas qualificações a esta idéia. Tornell & Velasco (1998, 2000) argumentam que políticas fiscais mal conduzidas também são punidas em regimes de taxas de câmbio flutuantes e de maneira mais rápida que em regimes de taxas de câmbio fixas. Nestes últimos, políticas fiscais inadequadas refletem-se em perdas de reservas e em maiores níveis de endividamento externo, levando-se certo tempo para criar um quadro insustentável que puna as autoridades. Adicionalmente, se a atuação do Banco Central não for muito transparente, a deterioração deste quadro poderia ser

difícil de ser monitorada pelos agentes (FMI, 1997). Sob regimes de taxas de câmbio flutuantes, por outro lado, políticas insustentáveis têm reflexos imediatos nos níveis de preços e da taxa de câmbio, gerando pressões sobre as autoridades. Assim, aceito o argumento dos autores, regimes de taxas de câmbio flutuantes, ao contrário do pensamento tradicional, trariam maior disciplina fiscal do que regimes de taxas de câmbio fixas.

Velasco (2000) argumenta que é possível adicionar credibilidade a um regime de taxas de câmbio flutuantes, desde que este seja acompanhado pela adoção de políticas e de instituições adequadas. Aceita sua idéia, a flexibilidade atribuída a este tipo de regime seria alcançada em países em desenvolvimento, paradoxalmente, por meio da busca de credibilidade, justamente o traço característico de regimes de taxas de câmbio fixas. Seu argumento é o de que Hausmann *et al.* (1999) e Eichengreen & Hausmann (1999) desconsideram alguns aspectos quando concluem que esta flexibilidade não existe na América Latina. Primeiro, a experiência latino-americana com regimes de taxas de câmbio flutuantes não só é muito recente, como, também, está associada a respostas emergenciais a crises cambiais, como nos casos mexicano e brasileiro na década de 90. Segundo, essa experiência ocorre sem que tenham sido construídas instituições e políticas adequadas ao funcionamento de um regime de taxas de câmbio flutuantes. Conclui ele que as críticas dirigidas à falta de flexibilidade deste regime estariam viesadas pela não consideração destes elementos.

No que se refere às instituições e políticas necessárias ao funcionamento adequado de um regimes de taxas de câmbio flutuantes, Velasco aponta quatro requisitos a serem atendidos: primeiro, identificar e implementar uma âncora nominal alternativa à âncora propiciada por um regime de taxas de câmbio fixas; segundo, definir o grau de intervenção das autoridades no mercado cambial, que pode ser zero, inclusive; terceiro, escolher os instrumentos e regras para implementação da política monetária; e, quarto, implementar políticas complementares. Cabe detalhar cada um destes pontos.

Um primeiro requisito a ser atendido é a identificação e a implementação de uma âncora nominal para os preços, havendo duas alternativas: as tradicionais âncoras monetárias e o mecanismo de *inflation targeting*. Este é em geral indicado para países onde a demanda de moeda é instável, impossibilitando a identificação de agregados monetários a serem utilizados como âncoras monetárias. Adicionalmente, o *inflation targeting* teria a vantagem de trazer alguns atributos de uma âncora cambial,

notadamente a de ser transparente e a de poder ser acompanhado pelos agentes (Velasco, 2000), e a de proporcionar algum grau de discreção e flexibilidade à política monetária, uma vez que são estabelecidas bandas reajustáveis e não metas pontuais fixas para as taxas de inflação (Mussa *et al.*, 2000).

O segundo requisito é o de definir o grau de intervenção das autoridades no mercado cambial. Como argumentam Mussa *et al.* (2000), flutuações excessivas das taxas de câmbio devem ser evitadas pelas autoridades, haja vista algumas particularidades que podem fazer com que estas flutuações sejam extremamente prejudiciais: a) histórico de quadros macroeconômicos não muito sólidos, que impede a ancoragem de expectativas sobre as políticas monetária e cambial; b) mercados pouco desenvolvidos, dificultando, tornando caras ou mesmo impossibilitando a utilização de instrumentos de *hedge*; e c) sistemas financeiros submetidos a fracas regulação e supervisão bancárias, abrindo espaço para que bancos e empresas exponham-se ao risco cambial de forma excessiva. Adicionalmente, Velasco (2000) aponta o fato de que, em países que adotam o *inflation targeting*, mudanças nas taxas de câmbio reais afetam o nível de demanda doméstica e as taxas de inflação.

No entanto, há fortes evidências empíricas de que em regime de câmbio flutuante a taxa de câmbio está sujeita a períodos de desalinhamento e volatilidade não explicáveis pelo comportamento dos fundamentos macroeconômicos. Como argumenta Williamson (1999), e indica-se na seção 6 abaixo, isso pode ser decorrência da existência da ação de especulação desestabilizante, alimentada por agentes com comportamentos miméticos atuantes nos mercados de divisas. Ademais, Harvey e Quinn (1997:616) lembram que os preços determinados nos mercados de moedas não são independentes das expectativas dos agentes que neles transacionam. Portanto, inexistente *a priori* acordo entre os agentes sobre os verdadeiros valores *fundamentais* das paridades cambiais (Islam, 1988). Muitos investidores formariam suas expectativas e, por conseguinte, suas posições cambiais sem seguir apenas as informações concernentes aos *fundamentos* cambiais, e de que mesmo estes podem ser reunidos de várias formas, resultando em cenários futuros divergentes entre os diversos agentes. De fato, os agentes atuantes em mercados cambiais parecem mais comportar-se como *agentes grafistas* ou “caçadores de tendência” ou ainda, em termos mais amplos, de “negociadores de rumores” (*noise traders*). Diante desse quadro, faz-se necessário a presença da autoridade econômica para se evitar a exacerbação dos movimentos cambiais.

Mas um sério problema na definição do grau de intervenção das autoridades no mercado cambial é justamente a identificação dos fatores responsáveis por determinados movimentos nas taxas de câmbio, que podem ser apenas de curto prazo ou, por outro lado, podem estar refletindo mudanças de longo prazo. Se possível, a adoção de bandas cambiais com seu centro identificando uma taxa compatível com um balanço de pagamentos equilibrado seria uma solução; no entanto, a experiência com este tipo de regime de taxas de câmbio mostrou a extrema dificuldade de se mantê-los em um contexto de forte integração das economias de países em desenvolvimento aos fluxos internacionais de capitais (Velasco, 2000). Outra opção seria a adoção de bandas monitoradas (*monitoring bands*), proposta por Williamson (1999), em que a intervenção das autoridades para defender teto e piso da banda não é obrigatória.

Regimes de taxas de câmbio flutuantes e fragilidade financeira

Como mencionado, a discussão da relação entre um tipo particular de regime de taxa de câmbio e a solidez financeira do sistema bancário e das empresas é um elemento muito importante. Em regimes de taxas de câmbio flutuantes, quanto maior o grau de fragilidade financeira, maior o risco de que uma depreciação da moeda nacional traga sérias complicações para bancos, empresas e governos endividados em moeda estrangeira e com receitas em moeda nacional; no limite, ela poderia levar a crises financeiras em larga escala (Calvo, 1999). Por isso, na presença de empresas e de sistemas bancários pouco robustos, as autoridades teriam pouco espaço para deixar a taxa de câmbio flutuar, o que negaria a flexibilidade trazida no papel por estes tipos de regime.

Defensores de regimes de taxas de câmbio flutuantes argumentam, no entanto, que há algumas qualificações a serem feitas (Velasco, 2000). A primeira qualificação é a de que há a possibilidade de se fazer *hedge*, que seriam incentivados em virtude do maior risco cambial existente em regimes de taxas de câmbio flutuantes. Uma segunda qualificação é a de que, se um choque externo pressiona a taxa de câmbio em um país submetido a um regime de taxas de câmbio flutuantes, ele também pressiona países sob um regime de taxas de câmbio fixas. Em ambos os casos, o ajuste exige uma depreciação/desvalorização da moeda nacional em termos reais, com a única diferença residindo na forma de ajuste: de um lado, sob um regime de taxas de câmbio flutuantes, o ajuste é rápido, obtido por meio de uma depreciação

nominal da moeda nacional; de outro lado, sob um regime de taxas de câmbio fixas, a desvalorização real ocorre lentamente, por meio de reduções nos preços internos nominais. Bancos, empresas e governos também não estariam imunes neste último caso, uma vez que a antecipação pelos agentes da desvalorização real levaria a um aumento nas taxas de juros domésticas, que poderia ser ainda maior se houvesse dúvidas em relação à capacidade das autoridades defenderem a paridade. O efeito sobre os passivos poderia ser tão forte quanto no caso de uma depreciação nominal em um regime de taxas de câmbio flutuantes, dependendo de uma série de elementos estruturais, como a solidez do sistema bancário, a denominação monetária e a maturidade dos ativos e passivos e o grau de *hedge* (Velasco, 2000). O autor argumenta que, ainda mais importante que apontar os fatores que afetam o *trade-off*, é a constatação de que todos eles não são dados, mas resultados do desenho das políticas por parte das autoridades, como, por exemplo, a liberalização financeira e da conta de capitais. Por fim, o tradicional argumento de que operações de empréstimos de última instância teriam seu escopo limitado em regimes de taxas de câmbio fixas também é utilizado para argumentar que, em um regimes de taxas de câmbio flutuantes, o sistema bancário teria uma maior solidez.

5. Opção de dolarização

A dolarização vem ganhando destaque no debate sobre a escolha dos regimes de taxas de câmbio em países em desenvolvimento. Defensores da adoção de regimes de taxas de câmbio fixas argumentam que, se o valor da moeda nacional deve ser fixado, não haveria motivos para que um país de pequeno porte econômico emitisse sua própria moeda (Hausmann *et al.*, 1999). Além daqueles benefícios tradicionalmente considerados do regime de câmbio fixo, a dolarização acrescentaria outros. Em primeiro lugar, ela eliminaria uma desvantagem advinda da existência de uma paridade cambial: a existência de uma possibilidade, ainda que mínima, de desvalorização (problema do peso) e, portanto, a necessidade de pagar um prêmio pelo risco-moeda. Eliminando-se a moeda nacional, desaparece esse risco, proporcionando aos agentes domésticos a possibilidade de captar empréstimos externos e internos a taxas de juros menores e reduzindo os custos e riscos envolvidos em transações inter-fronteiras (Berg & Borensztein, 2000). Diante da perspectiva de estabilidade e do fim do risco cambial, reestabelecer-se-ia a confiança na economia, tanto por parte de agentes domésticos quanto de agentes internacionais, ampliando a

sua integração com o resto do mundo. Com o passar do tempo e a solidificação das instituições econômicas domésticas, o próprio risco-país iria também diminuir, permitindo o melhor aproveitamento das oportunidades de investimento.

Ademais, haveria a possibilidade de ocorrer um aprofundamento do sistema financeiro doméstico, tanto bancário quanto de capitais, capacitando-o a fornecer crédito a longo prazo (Hausmann *et al.*, 1999; Eichengreen & Hausmann, 1999). Isso proporcionaria um aprofundamento da alavancagem financeira da economia. Ocorreria pela eliminação do risco de descasamentos de moeda e de prazos nos passivos das instituições financeiras. As empresas não-financeiras também teriam esse benefício e ampliariam o potencial mercado para suas emissões de títulos de dívida e ações, reduzindo o custo de financiamento de dívidas, em especial, para o governo.

Diante destas vantagens advindas da dolarização, seria relativizada, para seus defensores, uma primeira crítica à sua adoção (e de regimes de taxas de câmbio fixas em geral), qual seja, a redução do raio de manobra para a realização de operações de empréstimos de última instância. É preciso lembrar que sistemas financeiros mais desenvolvidos, e que sejam submetidos a aparatos de regulação e de supervisão bancárias adequados, teriam menor possibilidade de serem atingidos por fortes crises e, portanto, de serem socorridos pelo banco central. Além disso, como apontando anteriormente, na discussão sobre regimes de taxas de câmbio fixas, haveria outras opções para a realização de tais operações, assim como estímulos à entrada de bancos estrangeiros também exerceriam papel importante no fortalecimento do sistema financeiro.

Outra crítica à dolarização refere-se à perda que os países que adotassem o dólar como moeda nacional teriam de receita de *seigniorage*. Seus defensores, no entanto, fazem duas qualificações e esta crítica. De um lado, esta receita não é tão grande para justificar o abandono da proposta (Hausmann, 1999). De outro lado, aponta-se que já tramita no senado norte-americano uma proposta (do senador Connie Mack) que garante o compartilhamento da receita de *seigniorage* com os países que vierem a adotar o dólar como moeda nacional.

No que se refere aos requisitos para a implementação e funcionamento adequado de uma dolarização, a maior parte deles é idêntica aqueles presentes no caso de regimes de taxas de câmbio fixas. No caso destes, a literatura aponta, em primeiro lugar, que devem ser respeitados os critérios para uma área monetária ótima.

Isto significa que: a) as economias devem ser pequenas; b) as flutuações econômicas da economia que adota este regime e da economia a cuja moeda se está ancorando a moeda nacional devem estar correlacionadas, caso contrário, corre-se o risco de se importar uma política monetária com sinal inverso ao desejado; c) ambas as economias devem estar sujeitas a choques simétricos; e d) a maior parcela do comércio externo do país que está fixando a taxa de câmbio deve ser feita com o país a cuja moeda se ancorou a moeda nacional. Em segundo lugar, a redução do raio de manobra do banco central para conduzir operações de empréstimos de última instância reforça a necessidade de fortalecer o sistema financeiro doméstico e o aparato de regulação e de supervisão bancárias, como já discutido. Em terceiro lugar, dada a impossibilidade de promover ajustes a choques via mudanças na taxa de câmbio, a flexibilidade de salários e de preços adquire papel central. Reformas trabalhistas que apontem na direção de uma maior flexibilidade dos primeiros são consideradas essenciais para que regimes de taxas de câmbio fixas possam funcionar de maneira adequada. Por fim, dada a importância de políticas anti-inflacionárias como mecanismo principal de ajuste em economias com regimes de taxas de câmbio fixas, um forte consenso social e político emerge como um fator fundamental. Sem este consenso, reformas que buscam a flexibilidade de salários e de preços correm o risco de ser comprometidas.

No caso da dolarização, especificamente, exigências adicionais seriam postas. Primeiro, as autoridades teriam que ter recursos suficientes em moeda estrangeira para adquirir a moeda em circulação, transformando-a em dólares. Segundo, fragilidades fiscais e financeiras teriam que ser eliminadas: ainda que a dolarização implique a eliminação do risco-moeda, ainda restaria o risco-país, que, na presença de tais fragilidades, resultaria em elevação das taxas de juros cobradas dos agentes domésticos, anulando os ganhos trazidos pela dolarização (Hausmann, 1999; Berg & Borensztein, 2000). Terceiro, as autoridades teriam que estar preparadas para enfrentar o provável *boom* que se seguiria à implementação da dolarização: a melhoria das expectativas dos agentes resultaria em uma aceleração do crescimento, como ocorreu na Europa, o que criaria pressões inflacionárias. Quarto, as autoridades também devem estar preparadas para explorar o que Hausmann (1999) chama de círculo virtuoso, observado na experiência européia. Nesta, vários dos requisitos postos para a dolarização, como a existência de ciclos semelhantes nos países que a adotarem e de um sistema financeiro sólido, foram atendidos após implementado o

processo: reformas estruturais seriam premiadas pelo mercado via menores taxas de juros e menores pressões sobre a taxa de câmbio no período anterior à dolarização, facilitando sua continuidade e seu fortalecimento.

6. Desempenhos dos regimes cambiais

Ao contrário do previsto por Friedman (1953), a experiência posterior à 1973 em diferentes países mostra que sob regime de câmbio flutuante a taxa de câmbio possui um comportamento mais volátil do que o apresentado sob o regime de câmbio administrado e que tal diferença não pode ser creditada à maior volatilidade dos fundamentos cambiais (Flood & Rose, 1999). Como diversos trabalhos inferiram, a volatilidade da taxa de câmbio é recorrente e significativamente mais alta em regime de câmbio flutuante do que em regime de câmbio administrado, ao passo que os fundamentos cambiais não apresentam substanciais diferenças de volatilidade entre um regime e outro. A relação entre taxa de câmbio e fundamentos cambiais mostra-se permeada pelo regime cambial vigente.

Para Jeanne & Rose (1999), a diferença de comportamento da taxa de câmbio seria resultado da micro-estrutura do mercado de divisas formada sob a égide de cada um dos regimes cambiais, pois a implementação de uma política cambial ativa interfere na definição do comportamento dos negociadores de divisas que irá prevalecer no mercado cambial. Em regime de câmbio administrado, o governo agiria como orientador das expectativas cambiais dos agentes privados, diminuindo os espaços para amplas divergências expectativas e, também, os espaços para ganhos com ações puramente especulativas. Sua orientação funcionaria como uma força gravitacional sobre as expectativas privadas, protegendo o mercado cambial de movimentos não ligados aos fundamentos cambiais, pelo menos enquanto o governo mantiver a credibilidade na gestão cambial. Assim, os negociadores de divisas atentariam mais para os fundamentos cambiais e para os rumos da política econômica.

Já em regime de câmbio flutuante, não há essa “força gravitacional”, isto é, um agente que coordene e/ou antepare as expectativas. Com isso, os agentes privados teriam ampliado o seu horizonte expectacional referente às flutuações cambiais, tornando a taxa de câmbio suscetível a movimentos de maior amplitude e duração. A mera percepção dessa possibilidade estimularia um número crescente de agentes a comportarem-se como *noise traders* (caçadores de tendências e usuários de técnicas grafistas), delineando o predomínio de comportamento imitativo no mercado cambial,

sendo, portanto, seguidores de manias, tendências e ondas muitas vezes não ancoradas em alterações efetivas dos fundamentos cambiais, mas apenas em percepções. Isso geraria movimentos erráticos da taxa de câmbio, pois esta ficaria à mercê de avaliações eminentemente subjetivas dos negociadores e especuladores de divisas, imputando ruídos (*noises*) à sua trajetória.

O risco de um sistema de câmbio administrado é o de impulsionar um trajetória econômica que conduza a uma crise cambial, seja via uma excessiva valorização cambial que impulsione o déficit em conta corrente (Sachs *et al.*, 1996), seja via configuração de um mecanismo de *hedge* cambial que faça os agentes privados subestimarem os riscos de suas operações internacionais, criando um problema de *moral hazard* (Obstfeld, 1998). Portanto, a taxa de câmbio deve ser cautelosamente administrada para evitar que ela se torne um combustível para a formação de bolhas financeiras.

Em relação ao impacto do regime cambial sobre a evolução de variáveis macroeconômicas, há várias posições. Avaliando a performance histórica dos arranjos cambiais, Mundell (1995) concluiu que o de câmbio administrado rende taxas mais altas de crescimento econômico e maior estabilidade econômica que o regime de câmbio flutuante. Todavia, avaliando uma amostra de 116 países de 1975 a 1996, Ghosh *et al.* (1996) não encontraram diferenças significativas de taxas de crescimento econômicos e de inflação entre um regime e outro.

Autores como Frankel (1999) mostram ser equivocada a procura de um regime cambial que seja o melhor para todos os países e para todas as épocas. Cada momento histórico e cada economia apresentariam traços que fariam com que um regime cambial fosse mais apropriado, muitas vezes, inclusive, forçando a sua adoção. Essa questão tem importantes implicações para a decisão de se abandonar a emissão da moeda nacional em troca da adoção da moeda de outro país. Em virtude das incertezas quanto aos custos e à possibilidade de reversão do estado de “dolarização” de uma economia, ao se ponderar os custos e benefícios advindos da opção de dolarização, deve-se considerar também os custos de saída dessa opção. Pela inexistência de experiências empíricas nesse sentido, deve-se ter claro que a dolarização é uma experiência de alto risco.

7. Arranjos cambiais na América Latina

Há um amplo leque de arranjos cambiais utilizados na América Latina.

Alguns países adotam sistemas de flutuação pura (Bolívia, Guiana, Uruguai, etc.) ou “suja” (Brasil, Chile, Colômbia, México, Nicarágua, Peru, por exemplo), outros sistemas de câmbio fixo (Bahamas, Suriname e outras pequenas economias antilhanas); existem também aqueles que usam sistemas de *currency board* (Argentina) e os que estão já “dolarizados” (Panamá) ou em processo de “dolarização” (Equador). Nos últimos anos, sistemas de bandas cambiais foram sendo abandonados por países da região (Brasil, 1999; Chile, 2000). A tendência prevalente parece ser a de regimes cambiais mais flexíveis (Hausmann *et al.*, 1999). No outro extremo, as propostas de formação de uma moeda única envolvendo alguns países da região ainda são muito incipientes, mas as de dolarização cada dia ganham força.

O crescente uso de sistemas de câmbio flexível mostra que alguns países da região já desenvolveram internamente instituições monetárias capazes de garantirem baixas taxas de inflação, o que, teoricamente, reduziria a possibilidade de choques monetários domésticos (variações abruptas na demanda por moeda) e, portanto, as motivações para se adotar câmbio fixo. Pode significar também melhora futura no perfil dos influxos de capital, pois câmbio flexível desestimula o ingresso de capitais de curto prazo (Bachetta & van Wincoop, 1998). Ademais, o câmbio flutuante é recomendado para países com propensão a sofrer choques externos, reais (nos termos de troca, por exemplo) ou financeiros (como uma alta das taxas de juros internacionais), o que é o caso da maioria dos países latino-americanos, cada dia mais integrados aos mercados financeiros internacionais.

A dúvida refere-se ao funcionamento da livre flutuação cambial em momentos de elevada entrada ou saída de capitais. No primeiro caso, a apreciação cambial seria danosa à inserção do país nos fluxos de comércio internacional, com impactos negativos sobre a estrutura produtiva doméstica (Vasconcelos & Strachman, 1998). No segundo, embora a depreciação da taxa de câmbio possa ter um efeito contra-cíclico quando a economia tenha sido atingida por um choque de oferta, ela pode também trazer a ameaça de retorno da inflação, assim como fragilizar a economia, caso empresas e bancos terem elevados passivos em moeda estrangeira (Hausmann *et al.*, 1999). Essa parece ser a grande indagação feita ao atual regime cambial brasileiro.

Mas a opção de “dolarização” vem sido discutida com mais vigor entre os gestores de política econômica latino-americanos. Na Argentina, tal opção tem

defensores nos mais meios acadêmico e político. No México já existem estudos e consultas nessa direção sendo conduzidas pelo governo. O Equador representa, atualmente, o campo de testes para os demais países da região.

Argumenta-se que uma pré-condição para o sucesso de um processo de dolarização é a internacionalização do sistema bancário doméstico, de forma a compensar a perda de um agente doméstico capaz de agir como emprestador de última instância. Mas os principais países da região já atingiram tal pré-condição (Freitas & Prates, 1998; e Calderón & Cacilda, 2000). Por outro lado, as evidências são de que ainda persiste um desalinhamento entre os ciclos econômicos dos EUA e os dos países da América Latina, o que amplia o risco e os custos da opção de dolarização (Ahmed, 1999).

Um dos mais fortes argumentos favoráveis à dolarização das economias da região é que elas ainda pagam um prêmio de risco-moeda (*peso problem*) quando captam recursos externos, encarecendo o custo de crédito e significando o não aproveitamento de algumas oportunidades de investimento na região (Hausmann *et al.*, 1999). O próprio risco-país seria contaminado pela existência do risco-moeda em virtude de muitos agentes manterem balanços patrimoniais desajustados em termos de divisas: assumem passivos em divisas externas enquanto a maior parte de seus ativos gera receitas em moeda doméstica. Ademais, o fato de quase todos os países da região não disporem de um sistema financeiro capaz de ofertar crédito de longo prazo (exceto o Panamá, cuja economia já está “dolarizada” desde 1904) é muitas vezes explicado pela presença de alto risco cambial, dado o histórico de instabilidade cambial. Assim, a eliminação da moeda nacional, teoricamente, reduziria o custo do capital externo e proporcionaria condições para a construção de um sistema local de fornecimento de *funding*.

8. Comentários finais

Pelo exposto, tem-se claro que está ainda aberta a discussão sobre o tipo de regime cambial mais apropriado aos países latino-americanos. A crescente integração de suas economias aos fluxos internacionais de capitais, submetendo-as à volatilidade presente nestes fluxos de capitais, e as mudanças institucionais pelas quais muitas delas passaram nos últimos anos alteraram os termos do debate, que passou a apontar para as soluções de canto.

Além daqueles já ressaltados ao longo do texto, três pontos podem ainda ser

destacados. Primeiro, elementos estruturais presentes em cada país, assim como a possibilidade de se implementar controles de capitais, inserem novas questões a serem consideradas na escolha do melhor tipo de regime de taxa de câmbio, não consideradas em todas as suas repercussões no atual debate. Segundo, a possibilidade de se fazer a política macroeconômica não se define apenas pelo regime cambial, mas por uma série de outras considerações relativas aqueles elementos estruturais, tais como aparatos de regulação e de supervisão bancárias adequados, sistemas financeiros fortes e diversificados, diversificação e desenvolvimento industrial, competitividade externa da economia, entre outros elementos. Terceiro, quando se analisa atentamente o conjunto de instituições e de políticas a serem desenhadas, implementadas e gerenciadas para permitir um adequado funcionamento dos regimes de taxas de câmbio fixas e flexíveis, nota-se que a maior parte delas é comum a ambos os regimes, incluindo a condução de políticas monetária e fiscal consistentes, o fortalecimento do sistema bancário, a melhoria dos sistemas de regulação e de supervisão bancárias e, eventualmente, a adoção de controles de capitais que permitam, por exemplo, limitar o endividamento externo de curto prazo. Isto indica que a escolha de um ou de outro regime de taxas de câmbio não é a panacéia para países em desenvolvimento na América Latina como parecem crer alguns autores. Esta é apenas uma, e talvez secundária, entre várias escolhas a serem feitas.

Referências Bibliográficas

- AHMED, Shaghil (1999). "Sources of economics fluctuations in Latin América and implications for choice of exchange rate regimes". *International Finance Discussion Papers*, nº 656. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C..
- ALIBER, Robert (1976). "The firm under pegged and floating exchange rates". *Scandinavian Journal of Economics*, 79, p. 309-322.
- ALLEN, Helen & TAYLOR, Mark P. (1990). "Charts, noise and fundamentals in the London foreign exchange market". *The Economic Journal*, v. 100, n. 400 (suplemento), pp.49-59.
- ARIYOSHI, Akira *et al.* (2000) "Capital controls: Country experiences with their use and liberalization", *FMI Occasional Paper*, n. 190. Washington: International Monetary Fund.
- BACHETTA, Philippe & van WINCOOP, Eric (1998). "Does exchange rate stability increase trade and capital flows?". *NBER Working Paper* nº 6704, Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research.
- BAXTER, Marianne & STOCKMAN, Alan C. (1989). "Business cycles and the exchange-rate system". *Journal of Monetary Economics*, 23, p. 377-400.
- BERG, Andrew & BORENSTEIN, Eduardo (2000). "The pros and cons of full dollarization". *IMF Working Papers* n. 50, Washington D.C.: International Monetary Fund.
- BRUNO, Michael (1995). "Currency crises and collapses: comment". *Brookings Papers on Economic Activity*, nº 2.
- CALDERÓN, Álvaro & CACILDA, Ramón (2000) "La estrategia de los bancos españoles en América Latina". *Revista de la Cepal* n. 70, p. 70-89.
- CALVO, Guillermo ^a (2000). "Capital markets and the exchange the exchange rate: with special reference to the dollarization debate in Latin America". Mimeo. <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm>.
- CARAMAZZA, Francesco e AZIZ, Jahangir (1998) "Fixed or flexible?: Getting the exchange rate

- right in the 1990s", *FMI Economic Issues*, n. 13. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- CARSTENS, Agustín e WERNER, Alejandro M. (1999) "Mexico's monetary policy framework under a floating exchange rate regime", *Banco de México Documento de Investigación*, Cidade do México: Banco de México, nº 9905, maio.
- COOPER, Richard N. (1999) "Exchange rate choices". *Conference Papers*. Boston: Federal Reserve Bank of Boston.
- CORSETTI, Giancarlo; PESENTI, Paolo & ROUBINI, Nouriel (1998). "Paper tigers? A model of the Asian crisis". Paper presented at the NBER-Bank Portugal, International Seminar on Macroeconomics, Lisboa.
- DORNBUSCH, Rudiger (1997). "The folly, the crash, and beyond: economic policies and the crisis. In: EDWARDS, S. & NAIM, N. (eds.), *Mexico 1994*. Washington, D.C.: Carnegie Endowment.
- EDWARDS, Sebastian (1999). "On crisis prevention: lessons from México and East Asia". *NBER Working Paper*, n. 7233. Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research.
- ____ & SAVASTANO, Miguel A. (1998) "The morning after: The Mexican peso in the aftermath of the 1994 currency crisis", *NBER Working Paper*, nº 6516. Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research.
- ____ & ____ (1999) "Exchange rates in emerging economies: What do we know? What do we need to know?", *NBER Working Paper*, nº 7228. Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research.
- EICHENGREEN, Barry (1998). "The only game in town". <http://emlab.Berkeley.EDU/users/eichengr/worldtod.pdf>
- ____ & HAUSMANN, Ricardo (1999) "Exchange rates and financial fragility", *NBER Working Paper*, nº 7418. Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research.
- ____ & ROSE, Andrew (1998). "Staying afloat when the wind shifts: external factors and emerging market banking crises". *NBER Working Paper*, n. 6370. Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research.
- ____, ____ & WYPLOSZ, Charles (1995). "Exchange market mayhem: the antecedents and aftermath of speculative attacks". *Economic Policy*, n. 21, p. 249-312.
- ____, ____ & ____ (1996). "Contagious currency crises". *Scandinavian Economic Review*, v. 98, n. 4, p. 463-484.
- ENGEL, Charles & KAKKIO, Craig S. (1993). "Exchange rate regimes and volatility". *Economic Review*, vol. 78, n. 3, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 43-59.
- FELDSTEIN, Martin (1999). "A self-help guide for emerging markets". *Foreign Affairs*, n. 83, mar./abr..
- ____ (1998). "Refocusing the IMF". *Foreign Affairs*, n. 77, mar./abr..
- FLOOD, Robert P. & ROSE, Andrew K. (1995). "Fixing exchange rates: a virtual quest for fundamentals". *Journal of Monetary Economics*, 36, p. 3-37.
- ____ & ____ (1999). "Understanding exchange rate volatility without the contrivance of macroeconomics". Mimeo. <http://haas.berkeley.edu/~rose>.
- FMI (1997) *World Economic Outlook*, outubro. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- FRANKEL, Jeffrey A. (1999) "No single currency regime is right for all countries or at all times", *NBER Working Paper*, nº 7338. Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research.
- ____ & ROSE, Andrew (1996). "Currency crashes in emerging markets: an empirical treatment". *Journal of International Economics*, n. 41, p. 351-366.
- ____, SCHMUKLER, Sergio e SERVÉN, Luis (2000) "Verifiability and the vanishing intermediate exchange rate regime", *NBER Working Paper*, nº 7901. Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research.
- FRIEDMAN, Milton (1953). "The case for flexible exchange rates". In: *Essays in Positive Economics*. Chicago: Chicago University Press.
- FREITAS, Maria C. P. de & PRATES, Daniela M. (1998). "Abertura financeira na América Latina: as experiências da Argentina, Brasil e México". *Economia e Sociedade*, nº 11, dez., p. 173-198.
- GARBER, Peter M. (1998). "Should the IMF pursue capital-account convertibility?". *Princeton Essays in International Finance*, n. 207. Princeton University.
- GAVIN, Michael; HAUSMANN, Ricardo & LEIDERMAN, Leonardo (1996). "The macroeconomics of capital flows to Latin America: experience and policy issues". In: HAUSMANN, R. & ROJAS-SUAREZ, L. (eds.), *Volatile capital flows*. Washington D.C.: Inter-American Development Bank.
- GHOSH, Atish R. et. al. (1996). "Does the exchange rate regime matter for inflation and growth?". *Economic Issues*, nº 2. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- GOLDSTEIN, Morris (1998). "The Asian financial crisis: causes, curses and systematic implications". *Policy Analyses in International Economics*, n. 55. Washington D.C.: Institute for International

Economics.

- HANKE, S. (1999). "Three cheers for dolarization". *Euromoney*, mar..
- HARVEY, John T. & QUINN, Stephen F. (1997). "Expectations and rational expectations in the foreign exchange market". *Journal of Economic Issues*, v.31, n. 2, p. 615-622.
- HAUSMANN, Ricardo (1999) *Currencies: Should there be five or one hundred and five?*, New York: BID, mimeo.
- ____ & POWELL, Andrew (1999) "Dollarization: Issues of implementation", *BID Seminar: Alternative Exchange Rate Regimes for the Region*, Cidade do Panamá: BID, julho.
- ____ et al. (1999) *Financial turmoil and the choice of exchange rate regime*, *BID Working Paper*, nº 400, New York: BID.
- ISLAM, Shafiqul (1988). The Dollar and the Policy-Performance-Confidence Mix. *Essays in International Finance*, nº 170. Departamento de Economia, Universidade de Princeton.
- JEANNE, Olivier & ROSE, Andrew K. (1999). "Noise trading and exchange rate regimes". *NBER Working Paper* n. 7104. Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research.
- KAMINSKY, Graciela & REINHART, Carmem M. (1997). "The twin crises: the causes of banking and balance-of-payment problems". Mimeo. Federal Reserve Board.
- ____, LIZONDO, Saul & REINHART, Carmen M. (1997). "Leading indicators of currency crises". *IMF Working Papers*, n. 5600, International Monetary Fund, Washington D.C.
- KEYNES, John Maynard (1930). *A Treatise on Money*. Vol. 2. Londres: Macmillan.
- ____ (1923). *A Tract on Monetary Reform*. Londres: Macmillan.
- KRUGMAN, Paul (1999). "Balance sheets, the transfer problem and financial crises". Paper prepared for the festchrift volume in honor of Robert Flood, jan.
- ____ & MILLER, Marcus (1993). "Why have target zone?". *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, 38, p. 279-314.
- MCKINNON, R. I. (1962) "Optimum currency areas", *American Economic Review*, vol;. 53, setembro, pp. 717-725.
- MISHKIN, Frederic S. (1999) "Lessons from the Asian crisis", *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, nº 4, pp. 709-723.
- MIRANDA, José Carlos (1998). "Dinâmica financeira e política macroeconômica". In: FIORI, J. & TAVARES, Maria da C. (orgs), *Poder e Dinheiro*. Rio de Janeiro: Vozes.
- MUNDELL, Robert A. (1961) "A theory of optimum currency areas", *American Economic Review*, vol. 51, nº 4, setembro, p. 657-664.
- ____ (1995). "Exchange rate systems and economic growth". *Rivista di Politica Economica*, p. 3-36.
- MUSSA, Michael M. (1986). "Nominal exchange rate regimes and the behavior of the real exchange rate". *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, p. 117-213.
- ____ et al. (2000) "Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy", *FMI Occasional Paper*, nº 193. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- NURKSE, Ragnar (1944) . *International currency experience*. Genebra: Liga das Nações.
- OBSTFELD, Maurice (1998). "The global capital market: benefactor or menace?". *Journal of Economic Perspective*, nº 12, p. 9-30.
- ____ & ROGOFF, K. (1995) "The mirage of fixed exchange rates", *Journal of Economic Perspectives*, nº 9, p. 73-96.
- RODRIG, Dani (1998). "Who needs capital account convertibility?". *Essays in International Finance*, n. 207, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, mai.
- ____ (2000) "Exchange rate regimes and institutional arrangements in the shadow of capital flows", *Conference: Central Banking and Sustainable Development*, Kuala Lumpur, mimeo, setembro.
- ____ & VELASCO, Andrés (1999). "Short-term capital flows". *NBER Working Papers*, n. 7364. Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research.
- SACHS, Jeffrey, TORNELL, Aaron & VELASCO, Andres (1996). "Financial crises in emerging markets: the lessons from 1995". *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 1.
- ____; ____ & ____ (1995). "Lessons from Mexico". Mimeo, Harvard University.
- SVENSSON, Lars E. O. (1994). "Fixed exchange rates as a means to price stability: what have we learned?". *European Economic Review*, nº 38, p. 447-468.
- TAYLOR, Mark P. & ALLEN, Helen (1992). "The use of technical analysis in the foreign exchange market". *Journal of International Money and Finance*, v. 11, n. 3, p. 304-314.
- TORNELL, Aaron e VELASCO, Andres (1995) "Fixed versus flexible exchange rates: Which provides more fiscal discipline", *NBER Working Paper*, nº 5108. Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research.
- VASCONCELOS, Marcos R. & STRACHMAN, Eduardo (1998). "Determinantes da taxa de câmbio e

impactos desta sobre a estrutura e a competitividade industrial dos países”. *Leituras de Economia Política*, nº 6, p. 67-99.

VELASCO, Andrés (2000) “Exchange-rate policies for developing countries: What have we learned? What do we still not know?”, *G-24 Discussion Paper*, New York: UNCTAD/Harvard University, nº 5, junho.

WILLIAMSON, John 1985). *The exchange rate system*. Washington: Institute for International Economics.

_____ (1999). “Crawling bands or monitoring bands: how to manage exchange rates in a world of capital mobility”. *International Economics Policy Briefs*, n. 3, Washington, D. C.: Institute for International Economics.