

## **Uma abordagem de economia política dos arranjos cambiais\***

Soraia Santos da Silva<sup>§</sup>  
Divanildo Triches<sup>⊠</sup>

### **RESUMO**

O presente trabalho faz uma abordagem da economia política e da evolução dos regimes cambiais. Claramente a escolha de um arranjo de taxa de câmbio depende de uma série de indicadores que expressam os fundamentos de uma economia em particular. As evidências mostram que um determinado sistema cambial apresenta uma inconsistência intertemporal, o que vale dizer que não pode ser único o tempo todo. Os resultados revelam que há uma nítida tendência de abandono, pelos países, de sistema cambiais do tipo intermediário para os bipolares, prevalecendo o de taxa de câmbio flexível.

**Palavras-chave:** economia política, regimes cambiais, mercado financeiro internacional.

### **ABSTRACT**

The purpose of this paper is to analyze the political economy and evolution of exchange arrangement. The choice of the exchange rate arrangement is dependable a set of economic framework indicators. The evidences show that a particular exchange rate arrangement is characterized by dynamic inconsistency, that is, it can not be the only one all the time. The results point out that the majority of countries is giving up the intermediary exchange rate regimes and moving to bipolar ones. Of course the flexible exchange rate is preferable.

**Keys words:** political economics, exchange arrangement, international finance market.

**JEL classification:** D72, F31, F33.

---

\* Os autores agradecem aos pareceristas anônimos pela contribuição e comentários valiosos os quais foram incorporados ao texto. Como é usual, quaisquer imprecisões remanescentes são de inteira responsabilidade dos autores.

§ Doutoranda em economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul, e.mail.: [soraia@ppge.ufrgs.br](mailto:soraia@ppge.ufrgs.br)

⊠ Doutor em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul e Professor Depto de Ciências Econômicas da Universidade de Caxias do Sul, e.mail.: [dtriches@ucs.br](mailto:dtriches@ucs.br).

## 1 Introdução

As crises vivenciadas por vários países ao longo da década de noventa foram fortemente relacionadas à atual dinâmica dos mercados financeiros internacionais. A livre mobilidade dos fluxos de capitais internacionais e a rapidez com que eles são movimentados exercem significativos impactos sobre as taxa de câmbio das economias. Isto significa dizer que a movimentação de capitais financeiros tem muito mais influência na determinação da taxa câmbio do que a circulação de bens e serviços, sobretudo no seu valor de curto prazo.<sup>1</sup>

Por conseqüência, há uma certa unanimidade, nos meios acadêmicos, de que a crise mexicana de 1994, a dos países asiáticos de 1997, a do Brasil no início de 1998 e, mais recentemente, a crise argentina têm importantes ligações com a adoção de regimes cambiais rígidos. Reciprocamente, os países que optaram por arranjos cambiais mais flexíveis, a exemplo da África do Sul, Israel, México e Turquia - mais para o final da década -, sofreram menores efeitos porque uma grande parte dos impactos externos foi amortecida via flutuação da taxa de câmbio.

Dentro desse contexto, uma das grandes preocupações, no campo de estudo da economia internacional, está relacionada com a escolha do melhor regime cambial. Assim, muitos trabalhos e esforços têm sido empregados neste sentido. Porém, ainda não existe um consenso sobre um regime cambial mais eficiente a ser implementado, isto é, arranjos cambiais extremamente rígidos, flexíveis ou ainda do tipo intermediário. Entretanto, Frankel (1999) argumenta que nenhum regime cambial é melhor para todos os países e no tempo todo. Em outras palavras, a opção por um determinado regime cambial deveria depender das circunstâncias individuais ou institucionais de cada país. Esses fatores, por sua vez, são altamente dinâmicos e exercem um papel fundamental no desempenho da economia. As mudanças institucionais, por exemplo, são caracterizadas como um processo bastante complexo porque tendem a ocorrer de forma marginal e contínua. Elas resultam de alterações de regras formais ou informais provocadas por pressões de grupos de interesse e por decisões políticas ou judiciais.

O objetivo desse estudo é discutir algumas questões recentes de economia política no que concerne à escolha do regime cambial pelos diferentes países. Analisa-se também tendência dos países pela opção de um determinado sistema cambial. A ênfase, dessa forma, recai sobre perfil atual da distribuição dos regimes adotados pelos países e suas implicações econômicas. Para tanto, o trabalho está organizado como segue. A seção 2 descreve resumidamente os

---

1 Para uma discussão mais detalhada sobre os condicionantes e modelos de determinação da taxa de câmbio, ver Obstfeld e Rogoff (1996) e Triches (1999, 2002).

principais arranjos cambiais e suas características. A seção 3 caracteriza os critérios indicados na literatura para a escolha do regime cambial. As questões relacionadas com a economia política e as mudanças institucionais são tratadas no item 4. Análise de como os arranjos cambiais estão distribuídos entre os países membros do Fundo Monetário Internacional bem como entre os países com contas de capital aberta está na seção 5. A última seção conclui o artigo.

## 2 Regimes cambiais

Um arranjo cambial é composto por um conjunto de regras, normas, práticas, instrumentos e organizações com a finalidade de promover os pagamentos entre os agentes econômicos tanto em nível doméstico como em nível externo. Os sistemas monetários internacionais podem ser definidos de acordo com a forma pela qual são especificados os ativos de reserva internacional, ou de acordo com o modo como a taxa de câmbio é determinada. Pela classificação dos ativos que compõem as reservas internacionais pode-se ter um padrão-ouro (ouro como único ativo de reserva), um padrão fiduciário puro (moeda internacional apenas) e uma combinação dos dois sistemas: padrão-ouro e moeda internacional.

Na prática, os regimes cambiais podem ser classificados em nove categorias, definidas a partir do sistema de paridade fixa mais rígida ao sistema de maior grau de flexibilidade.<sup>2</sup> Os arranjos cambiais híbridos ou intermediários combinam algumas das características dos regimes de taxas de câmbio fixas e flexíveis. A classificação desses arranjos e suas principais características são resumidas da seguinte forma:<sup>3</sup>

- i) **União monetária** é caracterizada pela implementação de uma moeda única que circula domesticamente e em todos os outros países membros. Pode ocorrer ainda a adoção da moeda do maior parceiro comercial para circulação interna ou de uma moeda dominante também designada de área monetária. A motivação é obter a maior credibilidade possível para a política monetária por adotar um compromisso mais forte. Exemplos atuais de união monetária, como salientam Frankel (1999) e Triches (2002), são a união monetária europeia com o Euro, o Panamá, o Equador e algumas ilhas do Caribe oriental que adotaram o dólar americano. Isto também está sendo proposto por diversos países latino-americanos.

---

2 Uma abordagem sobre esse tema pode ser visto em Edwards (1996), Eichengreen *et al.* (1999), Frankel (1999), Ghosh *et al.* (1997), Guitián (1992), Mundell (2000), Triches (2002), entre outros.

3 Na literatura, existe ainda a classificação de regime de taxa de câmbio *de jure*, baseado no compromisso tácito do Banco Central perante o público, e *de facto*, que é baseado nas observações empíricas sobre o comportamento da taxa de câmbio, ver Ghosh *et al.* (1997).

- ii) **Caixa de conversão ou *currency board*** é uma instituição monetária em que a taxa de câmbio é fixada por força de lei e não por política monetária.<sup>4</sup> A emissão de moeda é plenamente atrelada ao nível de ativos externos ou reservas internacionais, isto é, o estoque de moeda somente pode ser ampliado se ocorrer um superávit nas contas externas do país. Em outras palavras, é um mecanismo de ajustamento automático do balanço de pagamentos, no qual o déficit está associado a uma queda dos ativos externos que implica uma contração da oferta monetária e, portanto, uma redução dos dispêndios agregados domésticos. Caracteriza-se por um arranjo cambial e monetário que elimina completamente a autonomia das autoridades governamentais de elaborar e implementar políticas monetárias, ou ainda a opção de emitir moeda para financiar os déficits públicos internos. Os países que mais recentemente introduziram esse sistema foram Hong Kong, em 1983, a Argentina, em 1991, as ex-repúblicas soviéticas, Estônia e Lituânia, em 1992 e em 1994, respectivamente, a Bulgária, em 1997, e a Bósnia, em 1998.
- iii) **Taxa de câmbio fixa** é o arranjo cambial em que a moeda de um país é plenamente fixada a uma moeda dominante ou Direitos Especiais de Saques. Os bancos centrais estão sempre dispostos a intervir no mercado cambial para evitar excessos de demanda ou de oferta de divisas externas. Os países da África ocidental e a união monetária da África central atrelaram as suas moedas ao franco francês. Muitos outros fixaram suas moedas ao dólar americano.
- iv) **Taxa de câmbio fixa com paridade ajustável** é o sistema pelo qual o país declara que a taxa de câmbio é fixada, mas pode ser ajustada de forma unilateral ou realinhada periodicamente. Este regime foi amplamente utilizado durante a vigência do sistema Bretton Woods. É consistente com o compromisso de manter a taxa de câmbio estável.
- v) **Taxa de câmbio fixa com paridade deslizante** é um sistema em que a taxa de câmbio nominal sofre pequenas ou minidesvalorizações com certa frequência para manter a taxa de câmbio real constante. Este arranjo cambial é normalmente usado em países com elevados processos inflacionários, ou com pouca disciplina fiscal e monetária.
- vi) **Taxa de câmbio fixada a uma cesta de moedas** é um sistema pelo qual o país atrela a sua taxa de câmbio a uma ponderação de um conjunto de moedas pertencentes aos seus principais parceiros comerciais. Este arranjo é bastante adequado para países cujo padrão do comércio externo é altamente diversificado geograficamente. Essas ponderações normalmente são restritas ao conhecimento das autoridades monetárias.

---

4 O *currency board* foi implementado, inicialmente, pela Inglaterra, nas ilhas Maurício, em 1849. Após esse arranjo cambial foi largamente utilizado nas 70 colônias britânicas com o objetivo de propiciar estabilidade da moeda local sem a dificuldade associada à emissão de nota e moeda metálica de libra esterlina. Na década de 60, muitos países africanos que se tornaram independentes substituíram esse sistema por um Banco Central.

- vii) **Bandas cambiais ou meta de margem de flutuação**, também conhecido com *target zone*, é um arranjo híbrido no qual ocorre uma combinação de alguns atributos de taxa de câmbio fixa e flexível. Existe uma definição precisa de um limite máximo e mínimo de flutuação futura da taxa de câmbio em torno de paridade central previamente estabelecida. Assim, toda a vez que a taxa de câmbio alcançar a margem superior ou inferior de uma paridade central, o banco central intervém no mercado de câmbio. É o sistema implementado pelo mecanismo de taxa de câmbio do Sistema Monetário Europeu com margem de flutuação amplas de 4,5%, 6% e 30% e pelo sistema de Bretton Woods com margens mais estreitas de 1%.<sup>5</sup> Esse arranjo cambial permitiria uma menor volatilidade nominal da moeda doméstica relativamente à moeda internacional.<sup>6</sup>
- viii) **Taxa de câmbio com flutuação administrada** ou também conhecida como flutuação suja. É o sistema pelo qual o banco central intervém para amortecer a variabilidade da taxa de câmbio sem nenhuma finalidade de defender uma paridade específica.
- ix) **Taxa de câmbio com flutuação livre**, ou flutuação limpa, é o arranjo cambial em que ocorre uma ausência completa do banco central no mercado de câmbio. Portanto, a determinação da taxa de câmbio se dá diretamente pela interação da demanda e oferta de divisas internacionais. Os Estados Unidos se constituem num exemplo mais próximo dessa regra cambial.

Em síntese, os regimes cambiais atualmente em prática, como foi analisado, são bem variados. Em geral, sistemas cambiais podem ser definidos como aqueles que: a) as nações atrelam a sua moeda a uma moeda internacional dominante; b) a moeda doméstica é vinculada a uma composição de outras moedas; c) a moeda local é atrelada a uma série de indicadores; d) as moedas entre principais parceiros comerciais são fixadas de forma cooperativa e; e) as flutuações cambiais são administradas ou independentes.

### 3 Economia política e mudanças institucionais

#### 3.1 Critérios apontados para a escolha de regimes cambiais

A questão no que se refere à escolha do regime de taxa de câmbio mais apropriado é de fundamental importância na macroeconomia e finanças internacionais. Esse interesse também

---

5 Existe uma ampla literatura que trata desse tema. Ver Triches (2002, p. 103).

6 Esse regime foi adotado pelo Brasil no primeiro período do Plano Real (Jul/94-Fev/95), caracterizando-se como um regime de banda unilateral por existir apenas um limite superior na cotação. A partir de Maio/95, o Banco Central adotou o regime de limites bilaterais, fixando um teto máximo e mínimo de flutuação.

vem ganhando grande espaço nas recentes linhas de pesquisa localizadas no campo de atuação da Economia Política.<sup>7</sup> No entanto, a literatura sobre a identificação de um sistema cambial tem sido muito controvertida. Na realidade, o arranjo cambial ótimo pode variar de acordo com as circunstâncias específicas de cada país, como o grau de heterogeneidade dos grupos de interesse, além do período de tempo a ser considerado.<sup>8</sup> Os critérios comumente usados são aqueles que determinam uma área monetária ótima e mais recentemente são baseados na credibilidade das políticas governamentais, como argumenta Frankel (1999).

A Tabela 1 sintetiza as implicações de alguns critérios estabelecidos na literatura para a escolha de um arranjo cambial. Os regimes listados na parte superior da tabela são praticamente todos os que foram discutidos. Os critérios relacionados apresentam influência positiva (não necessariamente são pré-requisitos) para o sucesso do regime cambial e são mostrados por uma indicação. Já os critérios com espaço vazio são incompatíveis com o regime cambial escolhido. Apenas para exemplificar, uma taxa de inflação alta é somente factível com taxa de câmbio flutuante, margem de flutuação ampla e paridade deslizando, enquanto que se a inflação for baixa, é possível escolher a maioria dos regimes. Salienta-se que não importa o tipo de arranjo cambial escolhido se o país apresentar alto nível de reserva, baixa mobilidade de capital, alta mobilidade de trabalho e flexibilização nominal, alta flexibilidade e sustentabilidade fiscal e predominância de choques externos simétricos.

Além disso, existe um certo consenso de que para economias caracterizadas como grandes, no contexto internacional, o arranjo cambial ótimo é o de taxa puramente flexível. Já em países considerados pequenos ou com processos inflacionários históricos e, portanto, com dominância de pouca credibilidade na sua independência monetária, a taxa de câmbio fixa ou regimes mais extremados são recomendáveis, como, por exemplo, *currency board* ou até mesmo a dolarização.

Desse modo, outro argumento econômico importante a favor do sistema de taxa de câmbio fixa nominal é que reduz o custo de transações do comércio internacional. Por outro lado, esse sistema é muito vulnerável a ataques especulativos ou a efeitos de transmissão provocados por choques internacionais. Assim, a opção de defender ou não a taxa de câmbio é uma decisão de escolha de caráter político com objetivos conflitantes. Isso evidentemente depende da credibilidade que os agentes econômicos têm sobre o compromisso anunciado pelo país e da

---

7 Drazen (2000) e Persson e Tabellini (2000) apresentam uma abordagem bastante completa sobre os fundamentos da Economia Política.

8 Uma discussão detalhada e recente sobre a escolha do regime de taxa de câmbio pode ser encontrada em Edwards (1996), Eichengreen *et al.* (1999), Frankel (1999), Ghosh *et al.* (1997), Guitián (1992), Mundell (2000), Obstfeld e Rogoff (1995) e (1996), Rebelo e Végh (1995), Salvatore (2000), Williamson (2000) *inter alia*.

sua capacidade de manter a moeda doméstica atrelada a uma moeda de referência internacional. O contágio de um ataque especulativo também apresenta aspectos políticos relevantes, não porque a decisão de defender a moeda é puramente política, mas também porque ele pode ser originado por fatores políticos que ligam as moedas conjuntamente.

**Tabela 1**  
**CrITÉRIOS Gerais para Escolha de um Regime Cambial**

		Flutuante		Margem de flutuação		Paridade		Caixa de	União
		Pura	Administrada	Ampla	Estreita	Deslizante	Fixada	Conversão	Monetária
Taxa de Inflação	Alta	*****	*****	*****		*****			
	Baixa	*****	*****	*****	*****		*****	*****	*****
Nível de Reservas	Alta	*****	*****	*****	*****	*****	*****	*****	*****
	Baixa	*****	*****						*****
Mobilidade de Capital	Alta	*****	*****	*****				*****	*****
	Baixa	*****	*****	*****	*****	*****	*****	*****	*****
Mobilidade de Trabalho e Flexibilidade Nominal	Alta	*****	*****	*****	*****	*****	*****	*****	*****
	Baixa	*****	*****	*****	*****				
Diversificação na Produção e Exportações	Alta	*****	*****	*****	*****	*****	*****	*****	*****
	Baixa	*****	*****						
Sustentabilidade e Flexibilidade Fiscal	Alta	*****	*****	*****	*****	*****	*****	*****	*****
	Baixa	*****	*****						
Integração Comercial *	Alta			*****	*****	*****	*****	*****	*****
	Baixa	*****	*****						
Integração Política *#	Alta			*****	*****	*****	*****	*****	*****
	Baixa	*****	*****	*****	*****	*****	*****	*****	
Predominância dos Choques*	Simet.	*****	*****	*****	*****	*****	*****	*****	*****
	Assim.	*****	*****						
Tipo de Choques *	Reais	*****	*****						
	Nomin			*****	*****	*****	*****	*****	*****

Fonte: Eichengreen *et al.* (1999).

\* Relativo ao país parceiro.

# semelhanças nas preferências políticas.

Neste sentido, surgiram várias teorias ou modelos que procuram explicar e entender por que as crises financeiras internacionais ou ataques especulativos ocorrem.<sup>9</sup> Para Krugman (1998), existem principalmente três abordagens alternativas de crises econômicas, as quais são destacadas a seguir.

- i) **Modelo de crise canônica**, também conhecido por crise monetária de primeira geração. Essa crise ocorre porque os governos com persistentes déficits orçamentários fazem uso do mercado de reservas para assegurar a taxa de câmbio. Essa política se torna insustentável, pois os investidores antecipam um inevitável colapso e geram uma corrida contra a moeda quando as reservas caírem a um nível crítico. Desse modo, o investidor troca a moeda local, seja em forma de liquidez ou em ativos aplicados, no mercado de capitais. A fuga decorre, sobretudo, devido à formação de expectativa de que a moeda vai ser desvalorizada, isto é, o investidor passa a ter dúvidas sobre a credibilidade que a moeda possui em termos da função reserva de valor. Nesse momento eles agem no sentido de exaurir todo o estoque de reservas, obrigando as autoridades governamentais a abandonarem o regime de taxa de câmbio fixa. A corrida contra as reservas de uma nação pode ser analisada como um processo pelo qual o investidor muda a composição de sua carteira de ativos, reduzindo a proporção da moeda doméstica e aumentando a proporção de sua riqueza em moeda estrangeira.
- ii) **Modelo de crise de segunda geração** é uma abordagem mais sofisticada da crise econômica. As autoridades governamentais adotam políticas de defesa ou não da taxa de câmbio, fazendo uma escolha entre a flexibilização macroeconômica de curto prazo e credibilidade de longa duração. A crise surge do fato de que defender uma paridade fixa é mais doloroso para a economia porque requer taxas de juros domésticas mais elevadas. Contudo, se no decorrer do processo o mercado acreditar que essa política é insustentável, então o resultado será uma forte pressão sobre a demanda por divisas externas. Tal fato decorre de uma antecipação da futura deterioração nos fundamentos macroeconômicos. Em última análise, esse tipo de crise é essencialmente monetário devido a políticas econômicas inconsistentes na tentativa de manter um regime de taxa de câmbio fixa de longo prazo.
- iii) **Modelo de crise de terceira geração** é baseado no risco moral. Isto significa que a crise monetária é vista como parte de uma crise generalizada da economia. A entrada de capitais cresce e aumenta a capacidade de empréstimos do sistema bancário. As instituições financeiras, se não forem bem regulamentadas ou fiscalizadas, passam a se utilizar de

---

9 A abordagem de ataques especulativos e modelo de crise financeira de primeira e segunda geração foi desenvolvida inicialmente pelos trabalhos clássicos de Krugman (1979) e de Flood e Garber (1984).

práticas inadequadas de análise de risco de seus empréstimos. Com isto aumenta a exposição ao risco do sistema financeiro, reforçadas pelas posições tomadas em divisas internacionais, provocando uma fragilização do sistema como um todo, que segue a crise especulativa.

### 3.2 O sistema cambial e as mudanças institucionais

As alterações institucionais do regime cambial têm ocorrido, como aborda Edwards (1996) e (1997), com maior frequência em países com elevada instabilidade estrutural e política.<sup>10</sup> Este fato tende a explicar por que a maioria das desvalorizações das moedas domésticas ocorre durante os primeiros anos da administração quando o grau de popularidade política é alto. Dessa forma, o grau estrutural de instabilidade política desempenha um papel crucial na escolha do regime de taxa de câmbio: quanto mais estável, *ceteris paribus*, menor tende a ser a probabilidade de que um país venha a adotar um arranjo cambial mais rígido. Entretanto, nesse processo, existem forças antagônicas, ou seja, quanto maior for o grau de instabilidade política tanto maior também será o custo de abandonar um arranjo cambial fixo. Por outro lado, o desconto intertemporal assumido pelas autoridades governamentais aumenta com o grau dessa instabilidade. Este fato acaba tornando as decisões futuras menos importantes.

A escolha de um regime de taxa de câmbio passa, por conseqüência, pela questão da credibilidade e da inconsistência dinâmica dos governos eleitos. Assim, se um país tem mais incentivos em metas reais deve escolher um regime de taxa de câmbio com paridade fixa numa moeda ou numa cesta de moedas dominantes como forma de solucionar o problema de credibilidade, conforme apontaram as obras clássicas de Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1993). Para países com grande estabilidade política e econômica e com sofisticados e sólidos arranjos institucionais o regime cambial com taxa flexível *ad hoc* tende ser muito superior a qualquer outro.

Em síntese, os resultados empíricos e teóricos tendem a indicar que se a variância dos choques no mercado monetário e de ativos domina relativamente a variância dos choques verificados no setor real da economia, então a taxa de câmbio fixa é preferível à flutuante e

---

10 Silva (2001) analisa os problemas relacionados à volatilidade da taxa de câmbio e estima os seus impactos no comércio entre os países do Mercosul. Outro estudo importante que analisa a questão da taxa de câmbio sob o ponto de vista da estabilização econômica é de Rebelo e Végh (1995). Alves *et al.* (2000) e Frankel (1997) analisam as propostas recentes com relação à mudança do sistema monetário internacional. Ver também Alves Jr. *et al.* (2000).

vice-versa.<sup>11</sup> Em outras palavras, quando as perturbações são originadas no mercado de bens, uma política que mantém a oferta monetária constante geralmente domina a outra que tenta fixar a taxa de câmbio. Assim, o regime cambial flutuante é mais eficaz para ajustar o novo equilíbrio de pleno emprego, que requer apenas uma apreciação nominal da moeda doméstica. Com isso, elimina a necessidade de mudança nominal no nível de preço. Mas se nenhuma dessas perturbações dominar, a melhor política que poderia ser seguida é, nesse caso, a adoção de um arranjo cambial com taxa de câmbio administrada. Contudo, em países em desenvolvimento que enfrentam uma combinação de choques reais e nominais com diferentes taxas de inflação, então a melhor opção seria adotar uma taxa de câmbio deslizante *vis-à-vis* uma cesta de moeda dos seus principais parceiros comerciais. A regra cambial ótima, por conseqüência, depende do grau de complexidade e natureza dos choques e da estrutura das economias como o tamanho ou grau de abertura, diversificação da produção etc., como mostra a Tabela 1. Tais fatores podem, naturalmente, variar no decorrer do tempo.

Outro ponto também muito discutido nos meios acadêmicos é com relação à capacidade dos países, ou à possibilidade técnica de estes manterem a taxa de câmbio fixa. Primeiro, não é possível para um país perseguir simultaneamente uma estabilidade de taxa de câmbio, independência monetária e uma alta integração dos mercados de capitais. Segundo, é tecnicamente factível defender a taxa de câmbio, bastando apenas para isso que economia disponha de um volume de reservas internacionais suficientes para recomprar a base monetária.<sup>12</sup> Este fator permitiria repelir qualquer pressão por parte dos investidores sobre a moeda doméstica por meio de uma enorme elevação da taxa de juros. Entretanto, essa alternativa não se sustenta se houver falta de credibilidade, além de aumentar ainda mais a vulnerabilidade da taxa de câmbio. Os investidores antecipam suas expectativas de que as autoridades monetárias não implementarão tal política por impor altos custos à economia, principalmente sobre o nível investimento, emprego, déficit orçamentário do governo e sobre a distribuição de renda e por não ter suporte político. Mas mesmo se eles acreditarem que haja uma forte elevação taxa de juros, isso se dará por muito pouco tempo, e quando a taxa de juros voltar ao seu normal, a taxa de câmbio não se sustentará.<sup>13</sup>

---

11 Essa conclusão também é consistente com o resultado do modelo Mundell-Fleming-Dornbusch apresentado por Obstfeld e Rogoff (1996, cap. 9).

12 A discussão que trata da impossibilidade de se manter um regime de cambial fixo, alta mobilidade de capitais e autonomia da política monetária foi desenvolvida no trabalho pioneiro de Mundell (1963).

13 Uma discussão mais geral sobre ataques especulativos à moeda doméstica e a inviabilidade para muitos países manterem a taxa de câmbio fixa, ou até mesmo metas de margens de flutuação, pode ser encontrada em Eichegreen *et al.* (1999), Obstfeld e Rogoff (1995). Essas experiências foram presenciadas pela Suécia, quando esta atrelou a sua moeda ao Sistema Monetário Europeu em 1991, pelo Reino Unido e pela Itália em 1992 (todos os países abandonaram o sistema de taxa de câmbio fixa) e pela crise do México em 1994.

Por fim, as evidências também parecem confirmar que os regimes cambiais atrelados às moedas internacionais, ou a uma cesta de moedas, entre o dólar, o euro e o iene, e também uma taxa de câmbio com flutuações estreitas, são, portanto, muito questionáveis quanto a sua eficácia. Primeiro, porque o comprometimento institucional e a credibilidade dos governos dos países do bloco econômico em defender a paridade da taxa de câmbio têm se mostrado historicamente fracas. Segundo, porque a instabilidade verificada entre as três principais moedas mundiais, como discute Triches (2002), tende a criar dificuldades adicionais, especialmente para os países que usam uma dessas moedas como referência. Fischer (2001) cita, por exemplo, que a apreciação da moeda norte-americana registrada em 1995 teria provocado um efeito negativo substancial sobre as exportações da Ásia oriental e isso teria culminado em crises de balanço de pagamentos *a posteriori*.

Esse fato se repetiu nos anos 2000 e 2001, em que o dólar se apreciou fortemente em relação ao euro e ao iene. Essa valorização, corroborada pela significativa queda do euro, estaria impondo fortes dificuldades econômicas aos países como a Argentina e a Turquia, em particular, e aos demais países que possuem fluxos comerciais com os mercados europeus e japoneses.

Dentro desse contexto de instabilidade monetária internacional, ressurge a discussão, nos meios acadêmicos, acerca da necessidade de se estabelecer um arranjo monetário e cambial estritamente formal entre as três moedas, como o de metas de flutuação dentro de limites máximos e mínimos. Evidentemente para esse caso, a questão novamente rebate na necessidade de estabelecer um compromisso tácito entre as três principais potências econômicas para a adoção de uma política de cooperação e coordenação macroeconômica. Historicamente, quando a taxa de câmbio se desvia excessivamente dos fundamentos econômicos, as três grandes áreas econômicas concordam em intervir no mercado de câmbio. Esse fato foi constatado, em alguns períodos, como demonstra Fischer (2001), quando a moeda da União Européia foi significativamente depreciada relativamente ao seu valor de equilíbrio e também quando a moeda japonesa sofreu uma forte apreciação ante as demais moedas. Na prática, essas intervenções coordenadas têm se dado muito mais no mercado de câmbio do que em ações conjuntas de política monetária.

#### **4 Análise dos regimes cambiais atuais**

Os regimes cambiais atualmente em prática são bem variados, e de acordo com Salvatore (2000), dos 181 países membros do Fundo Monetário Internacional em 1996, 65 países - 35,5% do total - operavam sob o sistema de taxa de câmbio fixas de algum tipo; conforme

mostra a Tabela 2. Tratava-se principalmente de países pequenos e em desenvolvimento. Muitos atrelavam a sua moeda ao país que é o seu principal parceiro comercial. Isto advém do fato de que o país está disposto a limitar a flutuação do preço de suas contas de comércio para alcançar mais estabilidade econômica e do nível de emprego. Os países em desenvolvimento com mais de um parceiro comercial tendem a vincular a sua moeda a uma cesta de moedas ponderada por ordem de importância comercial. Dessa forma, dos 65 países com taxa de câmbio fixa, ou 35,9% do total, 20 vinculam a sua moeda ao dólar norte-americano, 14 atrelam as suas taxas de câmbio ao franco francês, 9 a alguma outra moeda, 2 países aos direitos especiais de saques (DES) e 20 nações, a uma cesta de moedas.

Dentre as nações que operam com alguma flexibilidade das taxas de câmbio, 4 possuem flexibilidade limitada em relação a uma única moeda, 10 dos 15 membros da União Européia flutuam em conjunto, ou de acordo com um regime cambial cooperativo, 2 ajustam a sua taxa de câmbio por meio de um conjunto de indicadores, 46, ou  $\frac{1}{4}$  dos países adotaram flutuação administrada, e os restantes 54, ou quase 30%, operam principalmente com taxas de câmbio com livre flutuação. Desse modo, quase  $\frac{2}{3}$  do total dos países membros do Fundo Monetário Internacional apresentavam alguma flexibilidade nas suas taxas de câmbio.

**Tabela 2**  
**Frequência dos Arranjos Cambiais das Nações Membros do FMI de 1985 a 1996**

Arranjo Cambial	1985	%	1990	%	1996	%
<b>Moeda Doméstica Atrelada:</b>						
Dólar	31	20,8	25	16,3	20	11,0
Franco Francês	14	9,4	14	9,1	14	7,7
Outras Moedas	6	4,0	6	3,9	9	5,0
DES	12	8,0	6	3,9	2	1,1
Outras Composições de Moeda	32	21,5	35	23,0	20	11,1
<b>Total Vinculado</b>	<b>95</b>	<b>63,7</b>	<b>86</b>	<b>56,2</b>	<b>65</b>	<b>35,5</b>
Flexibilidade Limitada Única Moeda	5	3,4	4	2,6	4	2,2
Arranjos Cooperativos	8	5,4	10	6,5	10	5,5
Atreladas de Acordo com Indicadores	5	3,4	5	3,3	2	1,1
Flutuação Administrada	21	14,1	23	15,0	46	25,5
Flutuação Independente	15	10,0	25	16,4	54	29,8
<b>Total com Alguma Flexibilidade</b>	<b>54</b>	<b>36,3</b>	<b>67</b>	<b>43,8</b>	<b>116</b>	<b>64,1</b>
<b>Total</b>	<b>149</b>	<b>100</b>	<b>154</b>	<b>100</b>	<b>181</b>	<b>100</b>

Fonte: IMF - International Financial Statistics, Jan. 1997, p. 8; ver também o anexo.

Vale destacar que a partir do colapso do sistema Bretton Woods e, principalmente, de 1985, presenciou-se, entre os países, uma forte tendência em favor de uma maior flexibilização de suas moedas. Os países abandonaram principalmente os sistemas cambiais rigidamente atrelados ao dólar americano e a outra composição de moeda. Em 1985, verificava-se que as proporções de países que atrelavam a moeda ao dólar e a outra composição monetária eram de 20,8% e 21,5%, respectivamente. Já em 1996 essas proporções caíram, na mesma ordem, para 11,0% e 11,1%. Isto resultou em uma redução de quase 1/3 do total de nações com taxa de câmbio vinculada ou fixa. Por outro lado, os regimes cambiais mais adotados pelos países foram o de flutuação independente, cuja participação relativa passou de 20% para 29,8% e flutuação administrada de 14,1% para 25%, comparando o ano de 1985 ao ano de 1996, respectivamente. Como consequência, a participação relativa de países com maior flexibilidade de suas moedas domésticas aumentou mais que 30% do total na comparação com esses dois períodos.<sup>14</sup>

Outra maneira de analisar a distribuição dos arranjos cambiais atualmente entre os países é assumindo a seguinte classificação: (i) Regimes cambiais extremamente rígidos, ou taxa de câmbio fixa, consistindo de países que adotaram sistema de câmbio do tipo *currency board*, união monetária e dolarização;<sup>15</sup> (ii) Regimes cambiais com algum grau de flexibilidade ou intermediários, enquadrando nessa lista os países que operam com paridade administrada ou ajustáveis, meta de flutuações máxima e mínima da taxa de câmbio etc. e; (iii) Regimes plenamente flexíveis.

A Figura 1 mostra uma mudança importante na distribuição dos arranjos cambiais entre os países membros do FMI, comparando os anos de 1991 e 1999. A proporção de países que adotavam, em 1991, algum tipo de regime híbrido, reduziu-se de 62% para 34% em 1999, enquanto que os regimes rigidamente fixos e os plenamente flutuantes apresentaram um comportamento contrário. A proporção de países classificados no primeiro grupo aumentou de 16% para 24% e, do segundo, de 22% para 42%, ou seja, quase o dobro, entre os anos de 1991 e 1999.

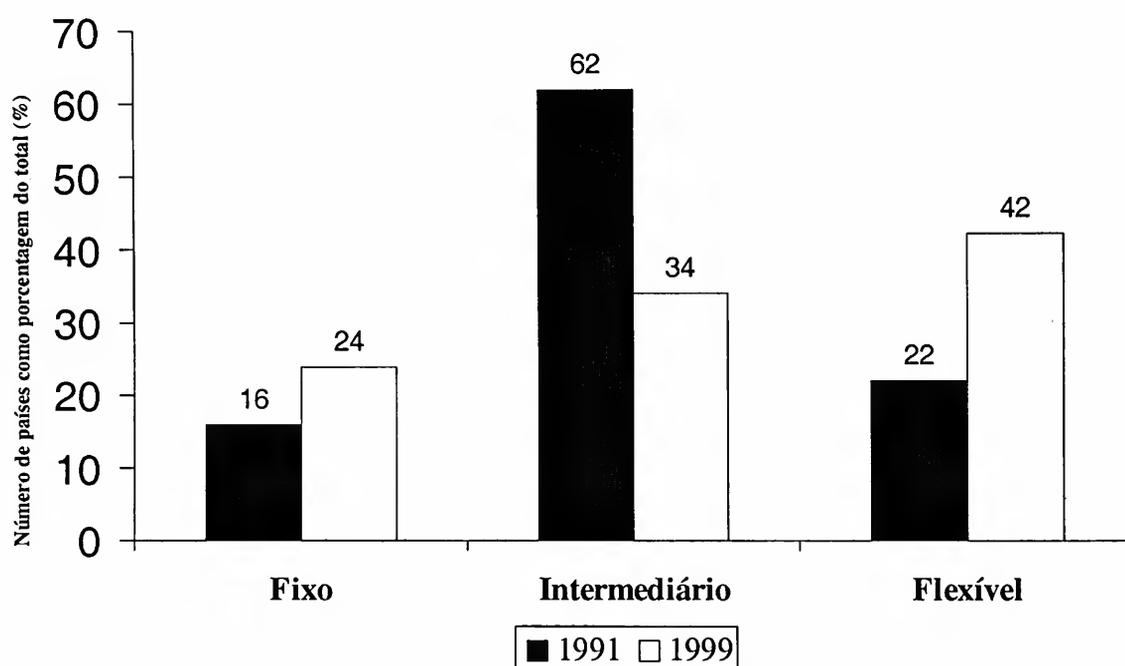
---

14 O trabalho de Eichengreen *et al.* (1999) também confirma essa tendência para os países em desenvolvimento. Segundo ele, e de acordo com a classificação oficial do Fundo Monetário Internacional, em 1975, 87% desses países operavam com algum tipo de paridade da taxa de câmbio fixa, enquanto que apenas 10% adotavam regime cambial flutuante e os restantes 3% ficavam numa situação intermediária. Dez anos mais tarde, essa proporção era de 71%, 25% e 4%, respectivamente; em 1996, mudou para 25%, 52% e 3%, na mesma ordem.

15 O termo dolarização é usado como um termo de sentido mais geral, para significar a adoção de uma moeda estrangeira como moeda corrente e, conseqüentemente, o abandono da moeda nacional.

Os países abertos aos fluxos de capitais internacionais - que adotavam regimes cambiais intermediários - apresentaram uma tendência à mudança no regime cambial em direção a uma variedade ampla de arranjos mais flexíveis ou com paridades rigidamente fixas, como afirma Fischer (2001). Essas economias tiveram dificuldade de comprometer a política monetária com o objetivo de manter o compromisso na defesa da paridade fixa ou uma margem estreita de flutuação para a taxa de câmbio. Fischer (2001) argumenta ainda que o sistema de paridade ajustável tem se mostrado inviável em países de mercado desenvolvido e emergente, no longo prazo.

**Figura 1**  
**Distribuição dos Regimes de Taxa de Câmbio entre Todos os Países Membros do FMI: 1991 e 1999**



Fonte: Dados do Annual Report 2000 e International Financial Statistics, FMI.

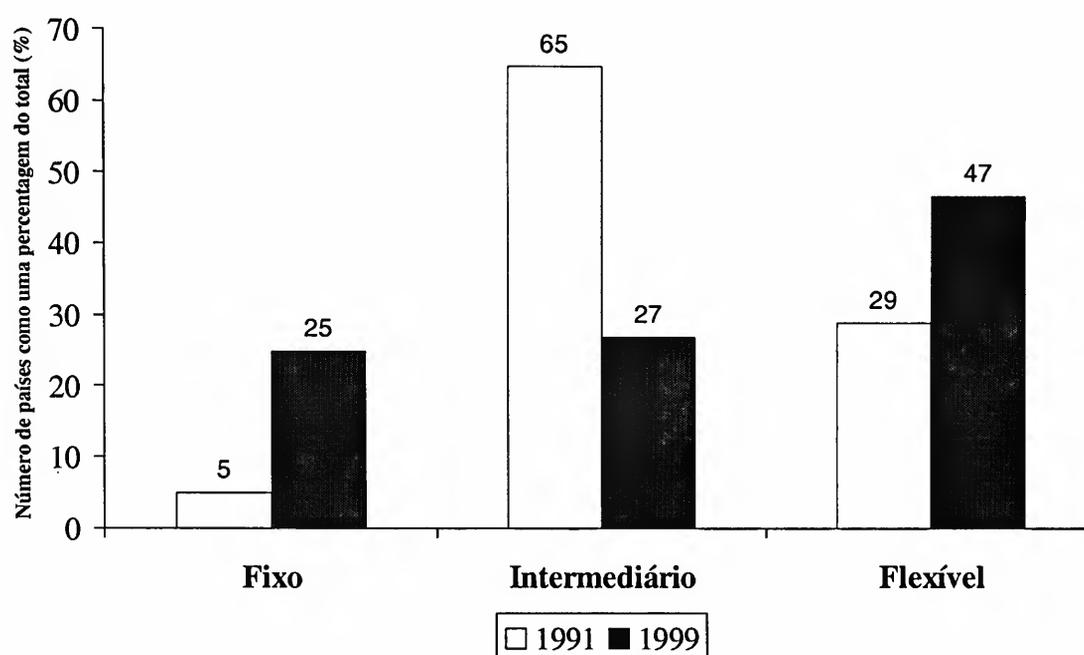
Nota: O total de países era 159 em 1991 e 185 em 1999.

Considerando os países integrados ao mercado de capital global ou que ainda está no processo de integração - ou seja, os países avançados e países de mercado emergentes -, pode-se observar que houve mudanças na distribuição dos arranjos de taxa de câmbio.<sup>16</sup> Das 22 economias desenvolvidas e 33 classificadas como emergentes, observa-se, por meio da Figura 2, que a preferência pelos arranjos cambiais fixos passou de 5% para ¼ do total dos países de 1991 para 1999, respectivamente. Este comportamento, embora em menor

<sup>16</sup> As definições de países desenvolvidos e emergentes decorrem de vários fatores, tais como: produto *per capita*, regulamentações de mercado com relação à propriedade estrangeira, controle de capital, risco de investimento percebido e a percepção geral da comunidade de investimento com relação a classificação.

proporção, também é verificado com relação ao sistema cambial plenamente flexível. Em outras palavras, ocorreu um claro abandono de algum tipo de sistema cambial intermediário - passando de 65% para 27% do total ao longo da década de 90 - em detrimento dos sistemas bipolares.

**Figura 2**  
**Distribuição dos Regimes de Taxa de Câmbio entre os Países Desenvolvidos e Emergentes: 1991 e 1999**



Fonte: Dados do Annual Report 2000 e International Financial Statistics, FMI.

Nota: O total de países desenvolvidos e considerados emergentes é 55.

O Quadro 1 mostra, de uma forma mais desagregada, os arranjos cambiais das 22 economias de mercados desenvolvidos com alta mobilidade de capital. Entre essas economias, quase a metade pertence à classificação de arranjo cambial definido como fixo. Nessa relação encontra-se a maioria dos países que integram a União Monetária Européia e Hong Kong, que operam no sistema de *currency board*. As outras 10 economias são classificadas no regime flutuante, distribuindo-se entre flexível administrado ou independente. Apenas a Dinamarca possuía, em 1999, o regime cambial de paridade fixa com bandas. Em resumo, os países se distribuem entre regimes rigidamente fixos e regimes com maior flexibilidade.

A mudança mais pronunciada dos sistemas cambiais entre os países em desenvolvimento, ao longo da década de 90, ocorreu nos regimes intermediário e flexível, conforme mostra a Figura 3. Em 1991, 60% do total desses países operavam com sistema de taxa de câmbio

intermediário. Essa proporção caiu praticamente à metade oito anos mais tarde. Na realidade, o que aconteceu foi uma preferência maior desses países pelos arranjos cambiais com maior flexibilidade.

**Quadro 1**  
**Distribuição dos Sistemas Cambiais entre a Economia**  
**dos Países Desenvolvidos em Dezembro de 1999**

Área do Euro		Demais	
País	Regime Cambial*	País	Regime Cambial
Áustria	MU	Austrália	FI
Bélgica	MU	Canadá	FI
Finlândia	MU	Cingapura	FA
França	MU	Dinamarca	BH
Alemanha	MU	Hong Kong	CB
Irlanda	MU	Japão	FI
Itália	MU	Nova Zelândia	FI
Holanda	MU	Noruega	FA
Portugal	MU	Suécia	FI
Espanha	MU	Suíça	FI
		Reino Unido	FI
		Estados Unidos	FI

Fonte: Fischer (2001). Dados do Annual Report 2000 e International Financial Statistics, FMI.

\* BH: taxa de câmbio com bandas horizontais; CB = *currency board*; FA = flutuação administrada, FI = flutuação independente e MU = arranjos com uma única moeda;

O Quadro 2 apresenta mais detalhadamente os regimes de taxa de câmbio que os países de mercado emergentes adotavam em 1991 e 1999. Vale notar que das 13 economias descritas como flutuação independente, 6 (Indonésia, Coréia, Tailândia, Rússia, Brasil e México) deixaram suas taxas de câmbio flutuarem após as crises da década de noventa. Levando-se em conta a classificação proposta pelo Quadro 2, a metade do conjunto de países emergente possui algum tipo de arranjo flexível. Apesar da possibilidade de gerar dúvidas na classificação se o regime flutuante é independente ou administrado, parece não haver questionamento sobre a classificação no grupo de sistemas de flutuação da taxa de câmbio.

Atualmente a Argentina está em processo de ajustamento para uma maior flexibilização do regime cambial depois das crises financeira e política que se desencadearam a partir do final de 2001. Em geral, o número de países com arranjos intermediários tem declinado, enquanto que as economias com arranjo flexível tem aumentado nos últimos anos. Portanto, é razoável dizer que as economias abertas aos fluxos de capital internacional têm crescentemente

abandonado os sistemas de taxa de câmbio intermediários para adotar regimes com um compromisso forte de taxa de câmbio fixa ou com uma maior flexibilidade para as suas flutuações.

**Quadro 2**  
**Distribuição dos Arranjos Cambiais entre a**  
**Economia de Mercados Emergentes: 1991 e 1999**

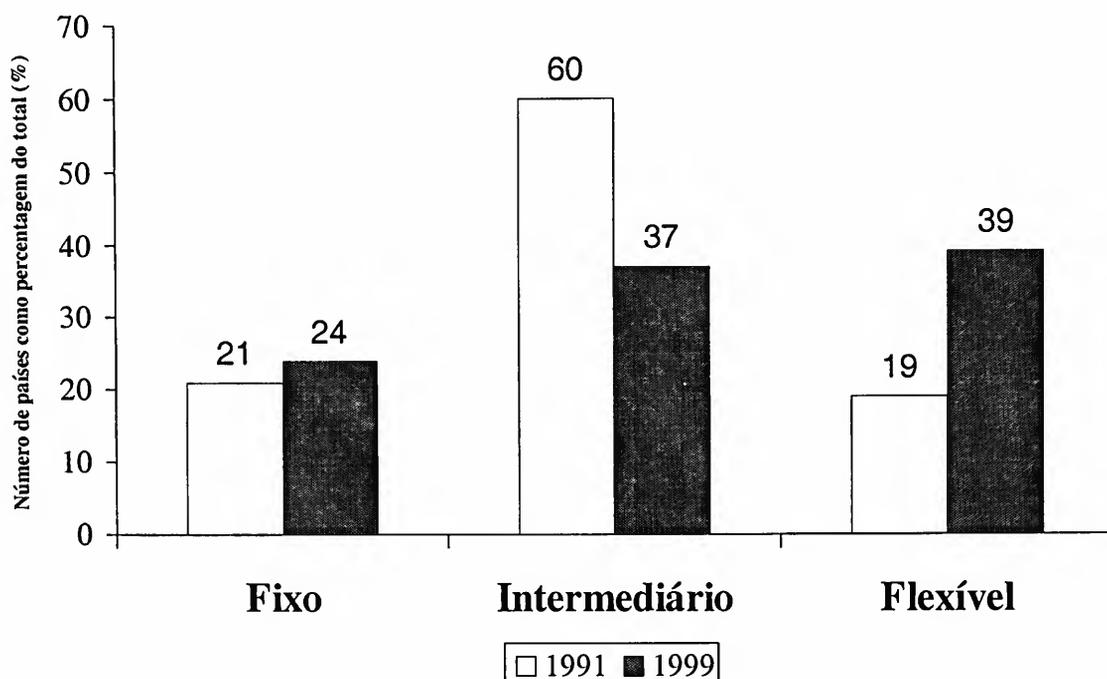
Regime Cambial	Países 1991	Países 1999
MU/CB	(2) Argentina, Panamá	(3) Argentina, Bulgária, Panamá
PF	(9) China, Egito, Hungria, Jordânia, Marrocos, Qatar, Rússia, Tailândia, Tchecoslováquia	(7) China, Egito, Jordânia, Malásia, Marrocos, Paquistão, Qatar
BH	(3) Índia, Israel, Malásia	(1) Grécia
FA	(6) Brasil, Equador, Grécia, Indonésia, Polônia, Sri Lanka	(1) Turquia
TBA	(3) Chile, Colômbia, México	(5) Hungria, Israel, Polônia, Sri Lanka, Venezuela
FA	(8) Coreia do Sul, Nigéria, Paquistão, Filipinas, África do Sul, Taiwan POC, Turquia, Venezuela	(3) República Tcheca, Nigéria, Taiwan POC
FI	(2) Bulgária, Peru	(13) Brasil, Chile, Colômbia, Equador, Índia, Indonésia, Coreia do Sul, México, Peru, Filipinas, Rússia, África do Sul, Tailândia

Fonte: Dados do Annual Report 2000 e International Financial Statistics, FMI.

\* BH: taxa de câmbio com bandas horizontais; CB = *currency board*; FA = flutuação administrada, FI = flutuação independente; PF = outros de paridade fixa convencional; MU = arranjos com uma única moeda; TBA = taxas fixas com bandas

Há várias tentativas de explicar e justificar a mudança da preferência, pelos países, na direção de um arranjo cambial com maior flexibilidade. Para Williamson (2000), essa mudança tende a ser devido à pressão do próprio Fundo Monetário Internacional. Eichengreen (1999) também sugere que o FMI deveria incentivar seus membros a abandonarem os sistemas de taxa de câmbio intermediário em favor dos regimes fixos ou flexíveis. Em geral, a explicação se baseia no fato - em economias com alto grau de integração ao mercado de capitais internacionais - de que os arranjos do tipo intermediários estão mais sujeitos aos ataques especulativos, tornando-os inviáveis no longo prazo. A evidência empírica que confirma, de certa forma, isto foi a crise do Sistema Monetário Europeu nos anos de 1992 e 1993 e as crises nos países de mercado emergentes a partir de 1994.

**Figura 3**  
**Distribuição dos Regimes de Taxa de Câmbio entre os**  
**Países em Desenvolvimento Integrantes ao FMI: 1991 e 1999**



Fonte: Dados do Annual Report 2000 e International Financial Statistics, FMI.

Nota: O total de países em desenvolvimento, membros do FMI, era de 104 em 1991 e passou para 130 em 1999.

Além disso, a inviabilidade dos sistemas cambiais do tipo intermediário torna-se mais nítida em países com conta de capital aberta. Um dos argumentos clássicos no que concerne a essa questão é a impossibilidade de estabelecer simultaneamente uma política monetária direcionada a objetivos domésticos, uma estabilidade da taxa de câmbio e uma perfeita ou alta mobilidade do fluxo de capitais. Como os mercados financeiros estão se tornando cada vez mais integrados, isso tende a reduzir o grau de escolha, ou seja, a estabilidade da taxa de câmbio ou de uma independência monetária. Entretanto, nada há que impeça que um determinado país persiga ao mesmo tempo ambos os objetivos, o que significaria seguir políticas de flutuação administrada de taxa de câmbio, acomodando parte dos choques externos, e outra parte seria refletida na taxa de câmbio.

Ainda sob a hipótese de estabelecer controles rígidos de capital para proteger a taxa de câmbio e das conseqüências econômicas pouco desejáveis dos grandes movimentos de capitais, Fischer (2001) argumenta que isso poderia ser possível mediante uma política doméstica consistente com a manutenção da taxa de câmbio. Todavia, como esses mecanismos de controle perdem sua eficiência ao longo do tempo, eles deveriam ser removidos gradualmente. O momento adequado para isso é quando a taxa de câmbio está livre de pressão interna e externa e quando há fundamentos econômicos sólidos e compatíveis, ou seja, mercados e instituições financeiras eficientemente organizados e com alto grau de reservas de moeda estrangeira.

Notadamente, como se mencionou, não existe uma resposta certa para a escolha de qual arranjo de taxa de câmbio é o mais adequado. Todavia, essa opção deverá depender das características econômicas e institucionais do país em questão, como discute Triches (2002). Há um certo consenso de que para economias caracterizadas como grande, no contexto internacional, o arranjo cambial ótimo é de taxa puramente flexível. Já em países considerados pequenos ou com processos inflacionários históricos e, portanto, com dominância de pouca credibilidade na sua independência monetária, a taxa de câmbio fixa ou regimes mais extremados tendem a ser mais recomendáveis, como, por exemplo, *currency board* ou até mesmo a dolarização.<sup>17</sup>

Por último, no que tange aos movimentos por preferências de sistemas cambiais bipolares, Frankel (1999) argumenta que soluções intermediárias podem ser mais apropriadas do que soluções de canto para alguns países. Este seria o caso para os países de mercado emergente intermediários em que não existe escolha óbvia de arranjo cambial ótimo. Em determinados momentos, algumas economias utilizaram um sistema cambial com meta de flutuações máximas e mínimas como base de programa de estabilização, e em momentos seguintes elas tiveram que abandoná-lo para que a crise não se desenvolvesse.

Em síntese, não há um regime cambial único factível que elimine todos os problemas decorrentes dos mercados financeiros cada vez mais globalizados. O próprio regime de flutuação livre está sujeito a grandes flutuações e a bolhas especulativas, enquanto que a área monetária ótima, como regime de paridade rigidamente fixa, também deve satisfazer a diversos critérios de caráter dinâmicos e endógeno.

## 5 Conclusões

A escolha do regime de taxa de câmbio mais adequado é de fundamental importância na macroeconomia e finanças internacionais e ainda não tem uma solução precisa, não obstante toda a preocupação levantada pela literatura. Na realidade, o arranjo cambial ótimo tende a variar de acordo com as circunstâncias específicas de cada país e do período de tempo a ser considerado. Os critérios comumente usados são aqueles que determinam uma área monetária ótima, e mais recentemente baseados na credibilidade das políticas governamentais. Por fim, os critérios relacionados com os fundamentos da economia, como, por exemplo, a estabilidade econômica, o nível de reservas, a mobilidade dos fatores produtivos de capital e trabalho, a

---

17 Ghosh *et al.* (1997) concluíram que o regime de taxa de câmbio adotado tem impactos relevantes sobre o desempenho econômico. Os países com taxas de câmbio fixa têm experimentado menor nível e menor variabilidade da taxa de inflação, mas com maior flutuação do produto e do emprego em relação ao sistema de taxas de câmbio flutuante.

flexibilidade nominal, a diversificação na produção e exportações, a sustentabilidade e flexibilidade fiscal, a integração comercial e política, e a predominância e tipos de choques.

Os resultados apontam para uma maior flexibilização na taxa de câmbio após o colapso do sistema de Bretton Woods em 1971. A preferência dos países vem se deslocando de sistemas cambiais do tipo intermediário para os bipolares, *i.e.*, para arranjos de taxa de câmbio estritamente rígidos, ou para flutuações plenamente livres, principalmente. Uma razão importante para explicar tais fatos é que para os países com conta de capital relativamente aberta, os regimes cambiais do tipo intermediário não são viáveis no longo prazo. Em geral, as economias que operam sob tais arranjos estão mais propensas, e vulneráveis, a fortes crises financeiras. Isto é, na realidade, uma consequência lógica da impossibilidade de estabelecer simultaneamente uma política monetária direcionada a objetivos domésticos, um regime de taxa de câmbio fixa e perfeita ou alta mobilidade do fluxo de capitais.

Por outro lado, é sabido que existe uma clara inconsistência dinâmica na manutenção de um sistema de taxa de câmbio fixa. Os argumentos são de que não é possível para um país perseguir, ao mesmo tempo, uma estabilidade econômica, independência monetária e defender a taxa de câmbio, mesmo quando a economia possui um volume de reservas internacionais suficiente para recomprar a base monetária. Isso possibilitaria amenizar as pressões sobre a moeda doméstica via aumentos altamente significativos na taxa de juros. Entretanto, essa alternativa torna-se menos eficaz quando não existe credibilidade política, ou quando há interesses políticos eleitorais que culminam em aumento da vulnerabilidade e volatilidade da taxa de câmbio a ataques especulativos.

## Referências bibliográficas

- Alesina, Alberto; Angeloni, Ignazio; Etro, Federico. *The political economy of international unions*. Cambridge: Massachusetts, National Bureau of Economic Research, Dec. 2001, 51p. (NBER Working Paper nº 8645), disponível <http://www.nber.org.com>.
- Barro, Robert J.; Gordon, David B. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, Amsterdam, North-Holland, v. 12, n. 3. p.101-121, 1993.
- Drazen, Allan. *Political economics in macroeconomics*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2000, 775p.
- De Grauwe, Paul. Exchange rate variability and the slowdown in growth of international trade. *IMF Staff Papers*, Washington, International Monetary Fund, v. 44, n. 1, p. 63-84, Mar. 1997.

Edwards, Sebastian. *The determinants of the choice between fixed and flexible exchange rate regimes*. Cambridge: Massachusetts, National Bureau of Economic Research, Set. 1996, 24 p. (NBER Working Paper n° 5756), disponível <http://www.nber.org.com>.

\_\_\_\_\_. Exchange-rate and the political economy of macroeconomic discipline. *American Economic Review*, Nashville, American Economic Association, v. 86, n. 2, p.159-163, May 1997. (papers and proceedings).

Eichengreen, Barry; Masson, Paul; Savastano, Miguel; Sharma, Sunil. *Transition strategies and nominal anchors on the road to greater exchange-rate flexibility*. New Jersey: International Finance Section, Princeton University, Apr. 1999, 50 p. (Essay in International Finance n° 213).

Fischer, Stanley. *Exchange rate regimes: is the bipolar view correct?* International Monetary Fund, Washington, DC. Jan. 2001, 26 p. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm>>. Acesso em: 06 ago. 2001.

Flood, Robert P.; Garber, Peter M. Collapsing exchange rate regimes: some linear examples. *Journal of International Economics*, North-Holland: Elsevier Science B.V., v. 17, p. 01-14, 1984.

Frankel, Jeffrey. Recent exchange-rate experience and proposals for reform. *American Economic Review*, Nashville, American Economic Association, v. 86, n. 2, p. 153-158, May 1997 (papers and proceedings).

\_\_\_\_\_. *No single currency regime is right for all countries or at all times*. Cambridge: Massachusetts, National Bureau of Economic Research, Jan. 1999, 41 p. (NBER Working Paper n° 7338), disponível <http://www.nber.org.com>.

Ghosh Atish R.; Ostry, Jonathan D.; Wolf, Holger C. *Does the nominal exchange rate regime matter?* Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, Jan. 1997, p. 36 (NBER Working Paper n° 5874), disponível <http://www.nber.org.com>.

Guitián, Manuel. *The choice of exchange rate regime*. (In mimeo). Washington DC.: Monetary and Exchange Affairs Department, International Monetary Fund, Dec. 1992, 30 p.

Krugman, Paul. A model of balance-of-payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, Columbus, Ohio State University Press, v. 11, n. 3, p. 311-325, Aug. 1979.

\_\_\_\_\_. O que aconteceu na Ásia. *Revista de Política Externa*, São Paulo: Universidade de São Paulo, v. 6, n. 4, p. 89-102, mar./maio 1998.

Kydland, Finn E.; Prescott Edward C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, Chicago: University of Chicago Press, v. 85, n. 3, p. 473-491, 1977.

- Mundell, Robert A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Oxford: Blackwell Publisher, n. 29, p. 475-485, Nov. 1963.
- \_\_\_\_\_. *Currency areas, exchange rate systems and international monetary reform*. Cordoba: Cema, Universidad del Cema,. Mayo 2000, 27 p. (Documentos de Trabajo n° 167), (Disponível em: <http://www.cema.edu.ar/publicaciones.doc.trabajo.html>). Acesso em: 18 ago. 2000).
- Milesi-Ferretti, Gian M. The disadvantage of tying their hands: on the political economy of policy commitments. *The Economic Journal*, Cambridge, Ma.: Royal Economic Society, v. 105, n. 433, p. 1381-1381, Nov. 1995.
- Obstfeld, Maurice; Rogoff, Kenneth. *The mirage of fixed exchange rates*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, Jul. 1995, 35 p. (NBER Working Paper n° 5191), disponível <http://www.nber.org.com>.
- \_\_\_\_\_. *Foundations of international macroeconomics*. Cambridge, Ma.: Massachusetts Institute of Technology Press, 1996, 804p.
- Persson, Torsten; Tabellini, Guido. *Political economics: explaining economic policy*. Cambridge, Ma.: Massachusetts Institute of Technology Press, 2000, 533p.
- Rebelo, Sérgio; Végh, Carlos A. *Real effects of exchange rate-based stabilization: an analysis of competing theories*. Cambridge: Massachusetts, National Bureau of Economic Research, Jul. 1995, 59 p. (NBER Working Paper n° 5197), disponível <http://www.nber.org.com>.
- Salvatore, Dominick. *Economia internacional*. 6ª ed. Rio de Janeiro: LTC Editores, 2000, 436p.
- Silva, Soraia S. da. *Volatilidade da taxa de câmbio e fluxo de comércio bilateral no Mercosul*. 2001. 113 f. Dissertação (Mestrado em Economia), Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS, Porto Alegre RS.
- Triches, Divanildo. A nova ordem internacional e a crise asiática. *Política Externa*, São Paulo, USP/Paz e Terra, v. 7. n. 4, p. 3-18, mar./maio 1999.
- \_\_\_\_\_. *Aspectos monetários, cambiais e de economia política do Mercosul*. 2002. 294 f. Tese (Doutorado em Economia) Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, UFRGS, Porto Alegre RS.
- Williamson, John. *Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option*. Washington, DC: Institute for International Economics, September 2000.

**Quadro 1**  
**Organização e Arranjos Cambiais Alternativos Atrrelados a uma Moeda Dominante em 1996<sup>1</sup>**

Dólar dos Estados Unidos	Franco Francês	Moedas Diversas	DES – Direitos Especiais de Saques	Outras composições <sup>2</sup>	Moeda única <sup>3</sup>
Antigua e Barbuda Argentina Bahamas Barbados Belize  Djibuti Dominica Granada Ilhas Marshall Iraque  Libéria Lituânia Micronésia, Estados Federativos da Nigéria Oman Panamá República Árabe da Síria St. Kitts Nevis St. Vincent e as Grenadines	Benin Burkina Faso Camarões Chade República África Central  Comoros Congo Costa do Marfim Gabão Guiné equatorial  Mali Níger Senegal Togo	Bhutan (rupia indiana) Bósnia e Herzegovina (marco alemão) Brunei Darussalam (dólar de Cingapura) Estônia (marco Alemão) Kiribati (dólar australiano)  Lesoto (Rande sul-africano) Namíbia (Rande sul-africano) San Marino (lira italiana) Suazilândia (Rande sul-africano)	Líbia Myanmar	Bangladesh Botswana Burundi Cabo Verde Chipre  Finge Islândia Ilhas Solomon Jordão Kuwait  República Tcheca Malta Marrocos Nepal República Eslovaca  Seychelles Samoa Ocidental Tailândia Tonga Vanuatu	Arábia Saudita Bahrain Emirados Árabes Unidos Qatar

1 Para membros de vários mercados cambiais, apresentou-se aquele relativo ao mercado principal.

2 Inclui moedas atrrelada a uma composição de várias moedas ou moeda escolhida pelos próprios membros, diferentes e independentes da composição das moedas na formação dos Direitos Especiais de Saques.

3 As taxas de câmbio de todas as moedas mostraram flexibilidade limitada comparativamente ao dólar.

Fonte: IMF – International Financial Statistics Jan. 1997, p. 8; ver também Triches (2002).

**Quadro 2**  
**Arranjos Cambiais Alternativos com Flexibilidade Ilimitada ou Limitada a um Grupo de Moeda em 1996<sup>1</sup>**

Arranjos cooperativos <sup>2</sup>	Ajuste de acordo com indicadores <sup>3</sup>	Outras flutuações administradas		Flutuações Independentes		
Alemanha Áustria Bélgica Dinamarca Espanha	Chile Nicarágua	Angola Argélia Belarus Brasil Camboja	Indonésia Israel Latvia Malásia Maldives	Tunísia Turquemenistão  Turquia Ucrânia	Índia Itália Jamaica Japão Líbano	República do Iêmen Rep. Do Tadjiquistão  R.P. D. do Laos
França Holanda Irlanda Luxemburgo Portugal		Cingapura Colômbia Coréia Costa Rica Croácia	Maurício Noruega Paquistão Polônia Rep. Dominicana	Uruguai Uzbequistão Venezuela  Vietnã	Madagascar Malawi Mauritânia México Moldávia	Romênia Ruanda São Tomé e Príncipe Serra Leoa
		Egito El Salvador Eritreia Equador Eslovênia	R. I. do Irã R. Kyrgyz R. da Macedônia R. P. da China Rússia	Estados Unidos Etiópia Filipinas Finlândia Gâmbia	Mongólia Moçambique Nova Guiné Papua Nova Zelândia Paraguai	Somália Suécia Suíça Tanzânia Trinidad e Tobago
		Geórgia Grécia Guiné Bissau Honduras Hungria	Sri Lanka Sudão Suriname	Gana Guatemala Guiana Guiné Haiti	Peru Quênia Reino Unido	Uganda Zaire Zâmbia Zimbábwe

1 Para membros de vários mercados cambiais, apresentou-se aquele relativo ao mercado principal.

2 Trata-se de acordo sob a forma cooperativa mantida sob o Sistema Monetário Europeu.

3 Inclui arranjos cambiais sob os quais a taxa de câmbio é ajustada com intervalo frequente, com base de indicadores definidos pelos respectivos países membros.

Fonte: IMF – International Financial Statistical Jan. 1997, p. 8; ver também Triches (2002)