

Universidade Federal de Pernambuco
PIMES - Programa de Pós-Graduação em Economia

Karl-Heinrich Schienbein

O Regime de Câmbio Flexível em Países em Desenvolvimento:
A Experiência do México e do Brasil

Recife

2002

O Regime de Câmbio Flexível em Países em Desenvolvimento:
A Experiência do México e do Brasil

Banca examinadora:

Professor Álvaro Barrantes Hidalgo

Professor Ecio de Farias Costa

Professor Charles Carmona

Universidade Federal de Pernambuco
PIMES - Programa de Pós-Graduação em Economia

Karl-Heinrich Schienbein

O Regime de Câmbio Flexível em Países em Desenvolvimento:
A Experiência do México e do Brasil

Dissertação apresentada em cumprimento às
exigências para obtenção do grau de Mestre em
Economia pela Universidade Federal de Pernam-
buco, Programa Integrado de Pós-Graduação em
Economia e Sociologia (PIMES)

Orientador: Professor Álvaro Barrantes Hidalgo

Recife

2002

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
PIMES – PÓS GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

PARECER DA COMISSÃO EXAMINADORA DE DEFESA DE DISSERTAÇÃO DE
MESTRE.

“O Regime de Câmbio Flexível em Países em Desenvolvimento: A Experiência do
México e do Brasil”.

Karl-Heinrich Schienbein

A comissão examinadora composta pelos professores abaixo, sob a presidência
do primeiro, considera o candidato Karl-Heinrich Schienbein **APROVADO**.

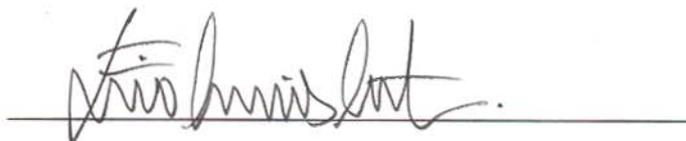
Área de concentração: Economia Internacional.

RECIFE, Março 2003

Orientador – Professor Álvaro Barrantes Hidalgo, DO, (USP-SP).



Professor Ecio de Farias Costa, Ph.D. (University of Georgia – USA).



Professor Charles Ulises de Montreuil Carmona, DO, (PUC-RJ).



Aos meus irmãos Freya, Philipp, Kristina e Celestino

Agradecimentos

Antes de tudo, agradeço ao meu orientador, Professor Álvaro Barrantes Hidalgo, que me incentivou a realizar esta pesquisa na área de finanças internacionais. As aulas, por ele administradas, de Microeconomia II e de Economia Internacional II foram fundamental para meu entendimento das teorias clássicas da área. Seu padrão de excelência e sua extrema competência foram decisivos para a elaboração e a finalização deste trabalho. A dívida é imensa. Não há como agradecer nos devidos termos. Expresso, então, apenas meus sinceros agradecimentos.

A Gabi Intemann e ao Professor Dr. Viorel Roman, pela iniciação científica.

A todos os professores do Departamento de Economia da UFPE, em primeiro lugar ao Professor Ricardo Chaves Lima, pelo apoio e pela torcida durante todos esses anos. Sobretudo pelo seu desempenho que fortalece as relações da UFPE com a Hochschule Bremen, onde eu me formei. A meu Professor de Matemática Alexandre Stamford, Professor Roberto Alves (Estatística), Professora Ana Katarina Campêlo (Microeconomia I), Professor André Matos Magalhães (Macroeconomia I), Professor Hermino Souza (Econometria). Ao Professor Augusto César Santos de Oliveira, Professor Ecio de Farias Costa, Professor João Policarpo Rodrigues Lima, Professor Yony de Sá Barreto Sampaio, Professor Zionan Euvécio Lins Rolin e ao Coordenador Professor José Lamartine Távoro Júnior, pela eficiência e rapidez com que resolveu as exigências burocráticas de uma instituição de ensino superior de renome internacional.

Aos alunos do mestrado e do doutorado do PIMES pela amizade e coleguismo: Emanuel de Souza Barros, Bruno Müller, Fernanda Mendes Bezerra, Jorge Albino Dantas Cordeiro,

Marcelo Virginio de Melo, Pablo Rolando Camacho Badani, Roberta Rocha, Rodrigo Rodrigues Silva, Adriano Firmino Araújo, Adriano Paixão, Alexandre Soares Ramos, Beatriz Mesquita J. Pedrosa, Cassius Rocha de Oliveira, Ceres Zenaide Barbosa, Cristiano Santos Lúcio de Melo, Davi Vieira de Freitas, Herbertes de Holanda Cordeiro Jr., Ignácio Tavares de Araújo Jr., Inez Castro, José Carlos Leite, Liedje Siqueira, Luciano Menezes Bezerra Sampaio, Luís Henrique Romani de Campos, Luís Roberto Coelho Nascimento, Márcia Batista Fonsêca, Marcos Roberto Gois de Oliveira, Maria de Fátima Souza Campos, Magno Silva, Paulo Aguiar do Monte, Paulo Ricardo Feistel, Regina Célia de Carvalho, Rodrigo Coutinho Pereira, Sylvan Martins dos Reis. Agradeço especialmente ao Everton Nunes da Silva e Anderson Issao Saito pela convivência durante o Mestrado, que fez a distinção entre amizade e família desaparecer.

Para Hans e Ulla Giessen vale o mesmo, além disso, agradeço pelo suporte logístico, que foi fundamental para a elaboração dessa dissertação.

Agradeço ao Professor Francisco Cribari-Neto pela excelência acadêmica e pelo acolhimento nos cursos ministrados no Departamento de Estatística da UFPE: Estatística Computacional/Simulações Estocásticas e Estatística Aplicada. O Professor Cribari ensinou o uso dos programas $\text{T}_{\text{E}}\text{X}$ e R que foram empregados para elaborar gráficos e editar o texto, e contribuiu assim para a elaboração desta dissertação. Dedico o índice remissivo ao Professor Cribari que tinha dito de nunca ter visto uma dissertação de mestrado com um índice remissivo e que sugeriu a sua inclusão. Aos alunos do Mestrado em Estatística, pelas horas que estudamos, pelos trabalhos que elaboramos juntos e as festas de aniversário: Amanda dos Santos Gomes, Antônio de Pádua Santos, Bartolomeu Zamprogno, Carla Ro-

drigues Costa, Felipe Chaves Inácio, Franklin Tupinambá Paes Andrade Vieira, Keila Mara Cassiano, Michelli Karinne Barros, Moisés Lima de Menezes, Patrícia Leone Espinheira, Raydonal Ospina Martinez e Tati Correia de Souza.

Gostaria, também, de agradecer a Giliene, Valéria, Patrícia e Patrícia da Secretaria do PIMES, do Mestrado em Estatística e da ANPEC, pelo apoio e pela profissionalismo.

Entre os Professores visitantes, agradeço em particular ao Professor Jean-Pierre Laffarge, de Paris 3, pelas discussões enriquecedoras sobre a relação da política monetária e do regime de câmbio em países em desenvolvimento e a sua história sobre o trabalho do Professor Jeffrey Frankel sobre a taxa de câmbio. Agradeço, também, ao Professor Werner Baer, de Illinois, pelo relato da sua carreira como especialista em crescimento.

Agradeço a Suzana Queiroz, responsável pelas Relações Internacionais da UFPE. Eu sou um dos beneficiários do excelente trabalho desenvolvido por ela. O mesmo vale para Frau Sigrid von Engelbrechten da Hochschule Bremen que encaminhou minha documentação ao DAAD. Contudo, agradeço ao Reitor Dr. Mozart Neves Ramos, pela recepção no início da minha estada na UFPE, em 2001, e pela torcida ao longo dos anos.

Agradeço, ainda, ao Reitor da Hochschule Bremen, Dr. Elmar Schreiber, pela visita à UFPE, em setembro de 2002 que certamente fortaleceu o laço entre Recife e Bremen.

As minhas dívidas junto a Hochschule Bremen são grandes. Em primeiro lugar, agradeço ao Professor Ulrich Rohr, que fundou o programa ISGM da Hochschule Bremen e orientou minha monografia de graduação. Agradeço à Professora Vania Kahrsch pela minha formação em Português. Aos meus professores do programa ISGM, Professora Rackebrandt, Professor Vogt-Hillmann, Professora Hundrieser, Professora Hecht-El Minshawi, Professor Dr. Dey,

Professor Volker Hannemann, Professora Kulesa, Professor Graf von Bernstorff, Professor Caldicott, Professor Azevedo, Professora Benoure, Professora Bartels, Professor Markus, Professor Rohdenburg, Professor Georg Nietfeld, Professor Stahn, Professor Policarpo e Professor Baker. Um agradecimento especial ao Professor Karlheinz Schwuchow pelo suporte do projeto de realizar o Mestrado de Economia no Brasil. Ao Dr. Karl Stahn, o coorientador da minha monografia, agradeço pelas dicas para o tempo do Mestrado.

Agradeço ao chefe do Departamento de Economia do Dresdner Bank Latein Amerika AG, Dr. Heinz Mewes, pelos ensinamentos sobre a devoção e pelo suporte.

Aos meus colegas da graduação e aos amigos do *Global Network ISGM*, da Hochschule Bremen, pela amizade ao longo desses anos: Abdul Muizz b. Abd. Aziz, Bianca Bagull, Heike Bähr, Laetitia Ballivián, Ezzamuddin Musbahuddin, Bruno Kehrle, Gabriele Köhn, Anabel Marten, Tino Deinhardt, Flor Nápoles, Rainer Pöhlig, Alexandra Rieger, Kathrin Sandrock, Daniela Scholz, Jan Sieveking, Susen Thieme, Vikas, Ana Isabel Morena, Igor Chernyavsky, Márcia Amaral, Giselle Tamer, Francis Felix Cherian, Ina Rovini, Linda Jakobson, Mark von Hauenschild, Rüdiger von Minckwitz, Helge Wennrich e Julita Zainal Abidin.

Agradeço aos meus amigos da Alemanha e do resto do mundo pelo suporte e pela correspondência ao longo dos últimos dois anos: Erivan Alves de Andrade, Johannes Beck, Familie Burkert, Manuel Balbach, Gustavo Sá Carneiro, Cristina Neagu, Denis Drechsler, Sahra J. Esser, Helga Etscheid, Eric Rackwitz, Elenar Lazar, Alexandra Endres, Julia Richter, Katharina Müller, Dario Friedeberg, Steve Friedeberg, Beatriz Friedeberg, Andreas Friedeberg, Urk Fritsche, Gene Boo, Tina Hopp, Thorsten Hölscher, Frederike Harre, Vanessa Stefan, Sebastian Hämmerle, Till Häseker, Valentina Herrero, Klaus Hering, Dr. Michael

Hofmann, Inga Jantunen-Rodek, Ion Manta, Kaisa Ivaninen, Jamshid Rozikov, Jivan, Frau Eggerding, Janusz Wieczorek, Alfred Jordache, Frank Küchelmann, Conny Kriete, Jens Knolle, Inga Kirchhoff, Henna Keskinen, Katrin Gülke, Karen Eng, Christian Tschubel, Flaviano Lima, Lourenço Alonso Martins, Gustav Mossakowski, Christoph Mütze, Maike Magnussen, Henning Möller, Pauline Meyer-Haie, Christine Gauthier, Marco Antônio de Lacerda S.J., Rafael Mamaril, Meiyi Qian, Manfred Bischofberger, Dr. José Carlos de Miranda Farias, Marc Neuschl, Anne Rehmet, Michael Cherny S.J., Werner Ohff, Terhi Ojala, Thorben Pastler, Philipp Pavsic, Henning Pauls, Iteberê Rodrigues, Bodo Reiss, Ole Rengstorf, Inga Rengstorf, Ernst-Theo Richter, Maria do Socorro Rosal, Jan Schierenbeck, Michael Senftleben, Christoph Sprute, Renate Eggert-Schwarten, Marit Schaal, Lasse Schwarten, Dr. Günther Scheuble, Tim-Jörn Stegemann, Professor William Sanders, Frei Serafim Prein O.F.M., Heike Triebel, Professor Dario Teixeira, Miriam Tresp, Markus Lubert S.J., Frau Neuaber, Kathrin Vellguth, Walter Wundersee, David Wedepohl, Stefan von der Wöste e Mareike Zwilling. Essa lista é incompleta e o permanecerá, pois sempre conhecemos (ou lembramos de) mais um amigo.

Agradeço aos meus pais e parentes, em especial aos meus parentes finlandeses: Liisi, Janne, Matti, Markku, Laila, Usko e Marketa.

Ao Consulado Geral da Alemanha em Recife. Ao Cônsul Geral Thomas Meister, Martin Mahn, Hannelore, Frau Dittrich, Cornelia, Herr Olbrich, Rainer Gleich e Herr Kummer.

Ao Centro Cultural Brasil-Alemanha, pela festa da eleição de 2002 e outros eventos culturais. Obrigado, Christoph.

Ao Convento de São Francisco, em Olinda, e à Ordem Franciscana do Brasil, pelo aco-

lhimento em seus conventos e casas. Ao Mestre Chico, Frei Roberto, Frei Robério e Frei Marcus. Um agradecimento especial ao mais perfeito exemplo de humildade, Frei Zezinho. De mesma forma agradeço a Ordem Jesuita, a Igreja Ortodoxa Russa na Finlândia e a *Reformierte Evangelische Kirche Bremen*.

Agradeço as pessoas que leram meus esboços desse trabalho: Anderson, Sonja, Jivanildo e Nascimento. À Georgia, que revisou o português e que mostrou um alto grau de competência e profissionalismo. Todos os erros restantes são atribuídos a minha pessoa.

Por fim, gostaria de agradecer ao DAAD pelo apoio financeiro recebido para a realização do Mestrado em Economia.

Resumo

No âmbito dos países desenvolvidos existem muitos trabalhos que analisam o desempenho das taxas de câmbio flutuante, porém no âmbito dos países em desenvolvimento existem poucos trabalhos a respeito. Assim, o presente trabalho tem por objetivo analisar a escolha e o desempenho do regime flexível de câmbio nos países em desenvolvimento, a partir das experiências recentes do México e do Brasil. Para tal propósito, discutem-se as teorias mais importantes sobre a taxa de câmbio e as teorias sobre a fragilidade financeira dos países em desenvolvimento. Durante muitas décadas, o regime de câmbio escolhido pelos dois países analisados foi a âncora cambial deslizante. Porém, dada a alta mobilidade de capital verificada após as reformas econômicas dos anos 90 na América Latina, esse sistema não parece mais ser adequado para os dois países analisados. Com taxas de câmbio flexíveis, a probabilidade de um ataque especulativo é, em teoria, zero. Neste trabalho mostramos, porém, que nesses países o regime de câmbio flexível não parece ter trazido a credibilidade esperada. A respeito do desempenho macroeconômico do regime de câmbio flexível em países em desenvolvimento surgem as seguintes regularidades: (i) a taxa de inflação tende a ser maior; (ii) a sobrevalorização da taxa real de câmbio é evitada; (iii) o crescimento econômico, parece ser maior. O último resultado, entretanto, é mais controverso. Além disso, o trabalho mostra que parecem existir duas opções para a América Latina: a dolarização ou a convivência com a fragilidade financeira até a consolidação dos mercados de capitais domésticos. Conclui-se que, até que uma dessas duas opções não seja viável, o regime de câmbio flexível parece representar a melhor alternativa, dada a abertura da conta de capital.

Palavras-chaves: âncora cambial; Brasil; crescimento econômico; escolha do regime de câmbio; fragilidade financeira; liberalização da conta de capital; México; reformas econômicas; regime de câmbio fixo e flexível; taxa de câmbio flexível.

Abstract

A lot of research has been conducted to analyze the flexible exchange rate system in the realm of developed countries, however, in the realm of developing countries little research exist about it. Thus, the present study has the objective of analyzing the choice and performance of the flexible exchange rate regime in developing countries starting from the recent experiences of Mexico and Brasil. For this very purpose, the most important theories regarding exchange rates and financial fragility in developing countries are discussed. During many decades developing countries chose the crawling peg exchange rate regime. However, this regime seems not to be adequate anymore for the countries under analysis, given the high capital mobility observed after the economic reforms of the 90's in Latin America. The present work shows that in these countries the flexible exchange rate does not seem to have brought along the expected credibility. With regard to the macroeconomic performance of the flexible exchange rate system in developing countries, the following regularities emerge: (i) inflation tends to be higher; (ii) supervalorization of the real exchange rate is avoided; (iii) the economic growth rate seems to be higher. The last result, however, is more controversial. Moreover, the present work shows the two options that seem to exist for Latin America: dolarization or the coexistence with financial fragility until the consolidation of domestic capital markets. Conclusion shows that, until none of these two options becomes feasible, the flexible exchange rate seems to represent the best alternative, given the liberalization of the capital account.

Key Words: exchange rate anchor; Brazil; economic growth; choice of the exchange rate system; financial fragility; liberalization of the capital account; Mexico; economic reforms; fixed and flexible exchange rate system; flexible exchange rate.

Índice

Agradecimentos	iv
Resumo	xi
Abstract	xii
Índice	xiii
Lista das Figuras	xv
Lista das Tabelas	xvi

Introdução	1
-------------------------	----------

Capítulo I: Crescimento, Reformas e Crises na América Latina	5
---	----------

1. Crescimento Econômico no Século XX	6
2. As Políticas de Substituição de Importações	7
a) A CEPAL e o Surgimento do Novo Pensamento Econômico	8
b) As Políticas de Substituição de Importações na Prática	9
3. A Crise da Dívida Externa da América Latina em 1982	14
a) Fluxos de Capitais para a América Latina	14
b) Fatores Internos e Externos da Crise da Dívida Externa	16
4. Os Anos 80, a Chamada Década Perdida	17
a) A Aceleração do Processo Inflacionário na América Latina	17
b) O Gerenciamento dos Fluxos de Capitais Internacionais	19
c) Programas Frustrados de Estabilização	20
d) O Plano Brady	20
5. As Reformas Econômicas na América Latina	21
a) O Consenso de Washington	22
b) A Liberalização da Conta de Capital	24
6. A Taxa de Câmbio como Âncora Nominal na América Latina	28
7. Conclusões	32

Capítulo II: Taxas Flexíveis de Câmbio - Aspectos Teóricos	35
---	-----------

1. Conceitos: Taxa de Câmbio e Paridade do Poder de Compra	36
2. Regimes de Câmbio: Um Modelo Microeconômico Simples	41
3. Taxas Fixas vs. Taxas Flexíveis	44
a) Nurkse e Friedman: Antes e Depois de Bretton Woods	45
b) Autonomia Monetária: Isolamento sob Taxas de Câmbio Flexíveis	47
c) A Volatilidade Excessiva de Taxas de Câmbio Flexíveis	49
d) A Teoria da Área Monetária Ótima	50
e) Credibilidade vs. Autonomia da Política Monetária	51
f) A Trindade Impossível	53
4. Taxas Flutuantes e Fragilidade Financeira	54
a) A Hipótese do Azar Moral	55
b) A Hipótese do Pecado Original	56
c) A Hipótese do Problema do Compromisso	57
5. Conclusões	58
Apêndice do Capítulo II: 10 Possíveis Regimes de Câmbio	60

Capítulo III: Taxas Flexíveis de Câmbio - Aspectos Empíricos	67
1. Regularidades Empíricas das Taxas de Câmbio Flutuantes	68
2. A Classificação de Regimes de Câmbio: <i>de jure</i> e <i>de facto</i>	69
a) A Classificação de Regimes de Câmbio do FMI	69
b) A Classificação de Regimes de Câmbio <i>de facto</i>	69
3. O Medo de Flutuar	71
a) O Medo de Flutuar e suas Conseqüências para Estudos Comparativos	71
b) Conceitos para Analisar as Taxas Flutuantes de Câmbio	72
c) Evidências Empíricas sobre Regimes de Câmbio	75
α) <i>Evidências sobre a Volatilidade da Taxa de Câmbio</i>	75
β) <i>Evidências Empíricas sobre a Volatilidade das Reservas</i>	78
γ) <i>Evidências Empíricas sobre a Volatilidade da Taxa Nominal de Juros</i>	79
ϵ) <i>Resumo sobre as Evidências Empíricas</i>	81
4. Regimes de Câmbio e Crescimento Econômico: Evidências Empíricas	82
a) Estudos Acerca do Efeito do Regime de Câmbio sobre o Crescimento	83
b) Estudos de Corte Transversal	83
c) Contágio e Desempenho Econômico: Perdas de Produção	87
5. Conclusões	89
Apêndice do Capítulo III: Crise e Perdas de Produção	91
Capítulo IV: Flexibilização do Câmbio no México e no Brasil	93
1. Flexibilização do Câmbio no México e no Brasil: Uma Visão Panorâmica	93
2. Flexibilização da Taxa de Câmbio no Caso do México	97
a) O Programa de Estabilização Econômica do México de 1988	97
b) A Política Cambial Mexicana, de Janeiro de 1988 a Dezembro de 1994	98
c) Desempenho Macroeconômico do México no período de 1988-94	99
d) A Crise Cambial do México de 1994	102
e) Após o Colapso do Sistema Cambial Mexicano em 1994	105
f) O Regime de Câmbio Flexível e as Crises Cambiais dos Anos 90	107
α) <i>A Crise da Ásia em 1997</i>	107
β) <i>A Moratória da Rússia em 1998</i>	108
γ) <i>Impactos da Crise Brasileira de 1999</i>	109
3. Flexibilização da Taxa de Câmbio no Brasil	111
a) O Plano Real	111
b) A Política Monetária e Cambial de 1994 até 1999	112
c) A Política Cambial após a Crise Cambial em 1999	116
d) Crescimento e Choques Externos com Câmbio Flutuante no Brasil	118
4. Crescimento, Inflação e Balanço de Pagamentos: Comparações	121
5. Conclusões	124
Conclusões	126
Bibliografia	132
Anexo: Dados sobre as Reformas Econômicas da América Latina	137
Índice Remissivo	138

Lista das Figuras

Figura 1.1: Reformas na América Latina.....	24
Figura 1.2: A Liberalização da Conta de Capital na América Latina.....	25
Figura 2.1: A Taxa de Câmbio sob Regime Flutuante e sob Regime Fixo.....	41
Figure 2.2: A Trindade Impossível.....	54
Figura 4.1: Flexibilização do Regime de Câmbio no Brasil e no México (1988-2002)....	94
Figura 4.2: Taxa de Câmbio, Reservas e Juros: Brasil, México e Argentina (1990-2002).....	96
Figura 4.3: Juros e Reservas Internacionais do México em 1994.....	103
Figura 4.4: Juros e Reservas Internacionais do Brasil em 1998.....	115
Figura 4.5: A Taxa de Câmbio Real/Dólar (1997-2002).....	117

Lista das Tabelas

Tabela 1.1: PIB/ <i>per capita</i> Real e HDI em 1913, 1950 e 1995.....	6
Tabela 1.2: Estrutura da Produção Industrial da América Latina.....	11
Tabela 1.3: Inflação e Senhoriagem, Médias Anuais 1971-82	18
Tabela 1.4: Inflação Antes e Depois de 1982	18
Tabela 2.1: Taxa de Câmbio Real, Brasil, 1994.....	39
Tabela 2.2: Taxa de Câmbio Efetiva Real, Brasil, 1998	40
Tabela 2.3: Vantagens e Desvantagens das Taxas Flexíveis	47
Tabela 3.1: Países em Desenvolvimento: Regimes de Câmbio <i>de jure</i>	70
Tabela 3.2: Volatilidade da Taxa de Câmbio sob Diferentes Regimes.....	76
Tabela 3.3: Volatilidade das Reservas Internacionais sob Diferentes Regimes de Câmbio	79
Tabela 3.4: Volatilidade da Taxa Nominal de Juros sob Diferentes Regimes de Câmbio	80
Tabela 3.5: Desempenho do Regime de Câmbio em Relação à Inflação	84
Tabela 3.6: Taxa e Crescimento do PIB Real <i>per capita</i> (em % e por ano).....	86
Tabela 3.7: Crescimento e a Repercussão sob Diferentes Regimes.....	88
Tabela 3.8: Crises Financeiras entre 1973 e 1997 em 56 Países.....	91
Tabela 3.9: Frequência de Crises e Perda de Produção em 56 Países no Período 1973-1997	92
Tabela 4.1: Tipos de Regimes de Câmbio.....	93
Tabela 4.2: Posições do Balanço de Pagamentos do México e do Brasil (1990-2001) ...	122
Tabela 4.3: Crescimento e Inflação no México e no Brasil (1990-2001)	123

Introdução

A crise da dívida externa de 1982 é um ponto chave na história econômica recente da América Latina. O impacto da crise é muitas vezes comparado com a grande depressão dos anos 30.¹ Além do impacto nas economias e nas relações internacionais da América Latina, a crise da dívida externa gerou mudanças no pensamento econômico. O colapso financeiro, em 1982, foi visto por muitos como sinal claro do esgotamento do modelo de substituição das importações e foi um dos fatores que impulsionaram as reformas nos anos 80 e 90. Por outro lado os economistas das Américas olhavam para os países da Ásia, que abriram as economias para o mercado internacional na década de 70, como a Coreia do Sul, e que apresentavam um crescimento econômico expressivo e constante.

As reformas feitas em alguns países nos anos 80 e 90 foram profundas. Muitos países na América Latina abriram as suas economias para a competição internacional, implementaram programas de estabilização macroeconômica e privatizaram um grande número de empresas governamentais. A liberalização da conta de capital merece destaque entre as medidas, pois a mobilidade de capital tem um efeito profundo sobre a taxa de câmbio, o objeto de análise deste estudo.

Em 1993, analistas e a mídia financeira internacional proclamaram o grande sucesso das reformas.² Os países da América Latina foram considerados os potenciais novos “tigres” entre os mercados emergentes. Como resultado, o ingresso de capital estrangeiro na América Latina foi significativo. Mas em 1994, quando o México sofreu um ataque especulativo e

¹ Por exemplo, Nolte (1997).

² Segundo Edwards (1995, p. 6).

abandonou o câmbio fixo em relação ao dólar, a crise contagiou outras economias emergentes e o chamado efeito “tequila” abalou a euforia.

O programa de estabilização macroeconômica do México baseou-se numa âncora nominal, na taxa de câmbio fixa com o dólar norte-americano. Esse regime de câmbio foi abandonado em decorrência da crise cambial, e um sistema de câmbio flexível foi implementado. O México opera deste 1994 com sucesso sob esse regime. O Brasil é outro exemplo de um país na América Latina que flexibilizou o seu regime de câmbio, e em 1999, adotou um regime de câmbio flexível em decorrência de uma crise de balanço de pagamentos.

É convencionalmente argumentado por alguns economistas que seria imprudente ou pouco prático para países em desenvolvimento adotarem taxas flexíveis de câmbio. Dois fatores dificultam a adoção do regime flexível em países em desenvolvimento. Primeiramente, o mercado de câmbio é pequeno e de baixa liquidez. Segundo, esses países não dispõem de mercados domésticos de capitais consolidados.³ Assim é um fato bastante surpreendente que, após a crise da Ásia em 1997, surgiram trabalhos que argumentaram que a flexibilização da taxa de câmbio poderia ser vantajoso para países em desenvolvimento.⁴

O presente trabalho tem por objetivo analisar a opção do regime flexível de câmbio para países em desenvolvimento a partir dos exemplos do México e do Brasil. A motivação deste trabalho é avaliar a experiência recente do Brasil com o regime flexível à luz da experiência mexicana. A experiência recente do México é citada na literatura como exemplo de um regime flexível de câmbio capaz, mesmo num país emergente, de insular a economia contra choques externos.

³ Segundo Williamson e Milner (1991, p. 270).

⁴ Entre esses trabalhos, destaca-se o de Larrain e Velasco (2001). Veja também Goldfajn e Olivares (2001), Chang e Velasco (2000) e Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002b).

Analisar-se-á o impacto do regime flexível de câmbio sobre o crescimento econômico, a inflação e o balanço de pagamentos, no caso do México e do Brasil. Examinam-se algumas hipóteses levantadas por alguns economistas relacionadas ao regime flexível de câmbio: (i) a competitividade da economia é preservada sob o regime flexível pois a supervalorização da taxa de câmbio real é evitada; (ii) a taxa de inflação é maior sob um regime de câmbio flexível; (iii) a economia fica menos exposta a ataques especulativos e à falta de credibilidade.

Nas últimas décadas, uma das características dos países emergentes é a sua fragilidade financeira. Inicialmente a discussão focalizava aspectos da regulamentação financeira, como, a supervisão bancária. Porém, após a crise da Ásia o enfoque da discussão sobre fragilidade financeira mudou e a política cambial passou a ocupar o centro das discussões. Assim, neste trabalho, a análise estará centrada no problema da taxa de câmbio nesses países.

O trabalho divide-se em cinco capítulos. No primeiro discutem-se os dois modelos de desenvolvimento mais influentes do século XX da América Latina: a substituição das importações e as reformas econômicas dos anos 90. A política cambial teve um papel fundamental nos programas de estabilização macroeconômica e que caracterizam a transição entre os dois modelos. No segundo capítulo, apresentam-se alguns conceitos teóricos importantes na análise, tais como a paridade do poder de compra e a taxa de câmbio real. Revisa-se, também, a discussão teórica sobre taxas flutuantes em geral e em países em desenvolvimento, caracterizados pela fragilidade financeira, em particular. Uma contribuição muito importante na discussão do câmbio flexível *versus* fixo é o modelo Mundell-Fleming, que mostra as vantagens e desvantagens dos diversos regimes de câmbio segundo diferentes graus de mobilidade de capital. Porém, os resultados do modelo Mundell-Fleming não se aplicam completamente

em países em desenvolvimento, devido à fragilidade financeira. O terceiro capítulo apresenta uma revisão dos fatos estilizados sobre regimes de câmbio nos países em desenvolvimento. As classificações de regimes de câmbio e resultados de estudos de corte transversal também são discutidos nesse capítulo. O quarto capítulo relata a flexibilização da taxa de câmbio no caso do México e do Brasil, e o quinto apresenta as conclusões do trabalho.

Capítulo I: Crescimento, Crises e Reformas na América Latina

Apesar de a história econômica da América Latina estar fartamente documentada, é preciso recapitular brevemente alguns dos principais antecedentes na experiência recente da região. Neste primeiro capítulo, descrevem-se os dois paradigmas mais influentes do pensamento econômico da América Latina do século XX: a substituição das importações e as reformas econômicas dos anos 90. A taxa de câmbio teve um papel fundamental na transição do modelo da substituição das importações para as reformas econômicas dos anos 90 na América Latina. Exemplos dessa transição são: México em 1988, Argentina em 1991 e Brasil em 1994. Esses três países usaram o regime de câmbio como âncora nominal. A taxa de câmbio foi fixada ao dólar norte-americano para combater o processo inflacionário. A paridade fixa com o dólar vigorou durante um certo tempo e foi abandonada em consequência de ataques especulativos. Na década de 90, mais precisamente em 1994, o México foi o primeiro país a sofrer ataque especulativo. O Brasil abandonou a âncora cambial em 1999, e a Argentina, em 2001. Seguiu-se ao período de crise cambial uma flexibilização gradual do regime de câmbio no Brasil e no México.⁵

Este capítulo trata primeiramente dos dois paradigmas do pensamento econômico e as suas consequências na economia latino-americana, depois, abordar-se-á o modelo geral de estabilização econômica aplicado no México e no Brasil. Inicia-se a discussão sobre a economia latino-americana com um olhar para os dados de crescimento econômico no século XX.

⁵ O processo de flexibilização da política cambial do Brasil e do México é descrito no *Capítulo IV*.

1. Crescimento Econômico no Século XX

Os dados das Nações Unidas revelam grandes avanços no campo econômico dos países latino-americanos no século XX. A Tabela 1.1 exibe o PIB/*per capita* e o HDI (*Human Development Indicator*) da Finlândia, dos EUA, do Brasil, da Argentina e do México, em 1913, 1950 e 1995.⁶

Tabela 1.1: PIB/*per capita* Real e HDI em 1913, 1950 e 1995.

País	1913		1950		1995	
	PIB/ <i>per cap.</i>	HDI	PIB/ <i>per cap.</i>	HDI	PIB/ <i>per cap.</i>	HDI
Finlândia	2050	0.389	4131	0.740	15864	0.942
EUA	5330	0.733	9617	0.866	23719	0.943
Brasil	839	0.159	1673	0.371	5346	0.809
Argentina	3797	0.521	4987	0.758	8271	0.888
México	1467	0.182	2085	0.418	4979	0.855

Observações: PIB em dólar norte-americano ajustado pela PPP; Fonte: Crafts (2000, p. 7).

Todos os países melhoraram ao longo do século XX em ambos índices. Brasil, México e Argentina parecem convergir para um mesmo nível de renda e bem-estar (medido pelo HDI). Existe, ainda, uma diferença entre esse grupo de países latino-americanos e os países desenvolvidos, como a Finlândia e os Estados Unidos. Os países desenvolvidos apresentam uma renda *per capita* muitas vezes maior. As diferenças entre as rendas *per capita* reais medidas em US\$ parecem continuar nas mesmas proporções. É preciso lembrar que essa comparação de bem-estar baseada na renda é imprecisa, porque os níveis de preços dos

⁶ O HDI é uma medida de desenvolvimento construída por três componentes: educação, renda, expectativa de vida. O índice assume teoricamente valores de 0 a 1, sendo 1 o máximo de desenvolvimento. Por definição do UNDP (*United Nations Development Program*), um HDI > 0.500 indica a transição bem-sucedida de um país de baixo desenvolvimento para médio desenvolvimento.

países, medidos em uma moeda comum (no caso, no dólar norte-americano), são normalmente diferentes. Os níveis de preços, em particular para os bens não-comercializáveis, são menores nos países em desenvolvimento.⁷ A diferença não é tão grande quando se compara o HDI desses países. Os avanços do México e do Brasil destacam-se, considerando o HDI em 1913 e 1995.⁸

Todavia, os dados revelam avanços grandes em termos de crescimento econômico e no bem-estar da população. Discutem-se, depois dessa sucinta apresentação do crescimento econômico no século XX, as políticas e os eventos que contribuíram para levar a esses resultados nos países da América Latina.

2. As Políticas de Substituição de Importações

Até a grande depressão em 1930, as economias da América Latina foram caracterizadas pelo modelo tradicional de desenvolvimento “para fora”. Tavares (1973) enuncia esse modelo de forma sucinta:

É comum acentuar-se o alto peso relativo do setor externo nas economias primário-exportadoras dando ênfase ao papel desempenhado por suas duas variáveis básicas: as exportações como variável exógena responsável pela geração de importante parcela da Renda Nacional e pelo crescimento da mesma e as importações como fonte flexível de suprimento dos vários tipos de bens e serviços necessários ao atendimento de parte

⁷ Existem várias teorias que tentam explicar esse fato, por exemplo, Balassa e Samuelson (diferenças na produtividade) e Bhagwati-Kravis-Lipse (diferentes dotações de capital e trabalho). Krugman e Obstfeld (2001, p. 426-8) expõem essas teorias de forma sucinta e intuitiva.

⁸ De acordo com Crafts (2000, p. 11): *It is clear, however, that any index of living standards that gives substantial weight to live expectancy will make present day developing countries look much better relative to either past or present OECD countries than do comparison based on real GDP/person.*

*apreciável da demanda interna.*⁹

De 1914 a 1945, as economias latino-americanas foram abaladas por crises sucessivas decorrentes de um total de 20 anos de guerra nos países centrais. A crise prolongada dos anos 30 pode ser encarada como o ponto crítico da ruptura do funcionamento do modelo primário-exportador. A violenta queda na receita de exportação diminuiu em cerca de 50% a capacidade de importar da maior parte dos países da América Latina.¹⁰ Assim, os governos começaram a estimular a produção interna para atender à demanda doméstica que não pôde ser mais atendida completamente pelas importações.

a) A CEPAL e o Surgimento do Novo Pensamento Econômico

A Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (CEPAL) teve um papel fundamental na gênese da economia política latino-americana.¹¹ A preocupação básica da CEPAL era de explicar o atraso da América Latina em relação aos centros desenvolvidos e encontrar formas de superá-lo. Nesse sentido, a análise da CEPAL enfocava as particularidades da estrutura socioeconômica dos países da “periferia” e, de outro lado, concentrava-se nas transações comerciais entre o Primeiro Mundo e os países em desenvolvimento.¹² A CEPAL concluiu que as economias ditas “periféricas”, se deixadas ao sabor das livres forças do mercado, nunca sairiam do atoleiro do subdesenvolvimento.¹³ Prebisch argumentava que os termos de troca eram altamente desfavoráveis aos países em desenvolvimento, como, os da América Latina. A saída para essa situação seria, segundo Prebisch, a implementação de

⁹ Segundo Tavares (1973, p. 29).

¹⁰ De acordo com Tavares (1973, p. 32-3).

¹¹ De acordo com Mantega (1987, p. 32).

¹² *ibidem.* (1987, p. 34).

¹³ *ibidem.* (1987, p. 38).

uma política deliberada de desenvolvimento industrial. Em terminologia da CEPAL:

Trata-se de reverter o eixo básico da economia, até então voltada “para fora”, para o mercado interno [“para dentro”].¹⁴

A CEPAL sugeriu a participação expressiva do Estado na economia como principal promotor do desenvolvimento e responsável pelo planejamento. O termo **substituição das importações** caracteriza um modelo de desenvolvimento interno sob o impulso de restrições externas e que se manifesta primordialmente através de uma ampliação e diversificação da capacidade produtiva industrial.¹⁵

b) A Política de Substituição de Importações na Prática

Depois da Segunda Guerra Mundial, a agricultura representava uma grande fatia do Produto Interno Bruto (PIB) da América Latina. O desenvolvimento econômico na região foi caracterizado por um papel importante do Estado no processo produtivo e, em particular, pelas políticas da substituição das importações que contribuíram para a mudança da estrutura industrial da América Latina. Na primeira fase desse processo expande-se a produção, no próprio país, de bens de consumo não-duráveis anteriormente importados. Nos anos 60, a produção industrial interna amplia-se na classe de bens intermediários e de capitais, de maneira que o aprofundamento desse processo constitui a segunda fase do modelo de

¹⁴ De acordo com Mantega (1987, p. 39).

¹⁵ Tavares (1973, p. 38-9) nota que o termo “substituição de importações” foi uma escolha pouco feliz para denominar um modelo de desenvolvimento : *O termo “substituição das importações” é empregado muitas vezes numa aceitação simples e literal significando a diminuição ou desaparecimento de certas importações que são substituídas pela produção interna. Mas na realidade o termo “substituição das importações” foi adotado para designar o novo modelo de desenvolvimento dos países em subdesenvolvimento. [...] Uma extensão deste critério simplista poderia levar a crer que o objetivo seria de eliminar “todas” as importações, isto é, alcançar a autarquia. Isto está longe da realidade, porque o processo de substituição das importações não visava diminuir a quantidade de importações. Trata-se de um modelo de desenvolvimento para “dentro”, onde bens anteriormente importados são produzidos pela indústria nacional. As capacidades de importar assim liberadas, as divisas, são usadas para importar outros tipos de bens, que talvez antigamente nem foram importados, por exemplo, bens de capitais.*

substituição das importações. Essa fase apresentou três características marcantes:¹⁶ (i) a capacidade industrial foi realocada do setor de bens de consumo para os setores de bens intermediários e de capital; (ii) a realocação ocorreu também por causa das empresas multinacionais que começaram a entrar no mercado latino-americano; (iii) países como México e Brasil começaram a procurar mercados externos para seus produtos industriais.

A Tabela 1.2 mostra a porcentagem da produção de bens de consumo, intermediários e de investimento, segundo grupos de países e para toda a América Latina. Nota-se uma tendência, sem exceção, no sentido de que a participação relativa no PIB da produção de bens de consumo diminuiu e que a participação relativa no PIB da produção de bens intermediários e de capital aumentou.

Na Tabela 1.2, os países da América Latina são classificados de acordo com o tamanho:

Países grandes: Argentina, Brasil e México;

Países médios: Chile, Colômbia e Peru;

Países pequenos: Países do MCCA, Panamá, Paraguai e Uruguai.

Pode-se dizer que a indústria foi o motor do crescimento da América Latina até os anos 80. A taxa média de crescimento da América Latina entre 1950 e 1979 foi 6.5% ao ano.¹⁷ O Brasil estava entre os países com as maiores taxas de crescimento naquela época. O crescimento do Brasil atingiu taxas acima de 10% por vários anos.¹⁸ A Argentina apresentou um crescimento menor do que a taxa média da região devido ao fato de que o processo de industrialização avançou cedo, e o desenvolvimento se estagnou depois. A taxa de industrialização

¹⁶ De acordo com Waldmann (1997, p. 41).

¹⁷ *ibidem* (1997, p. 40).

¹⁸ Os anos 1967-73 são chamados de “Milagre Econômico” do Brasil. Serra (1983, pp. 87-97) relata as principais características do crescimento nesse período e aponta algumas das principais condições *permissivas* que estiveram por trás desse desempenho.

Tabela 1.2: Estrutura da Produção Industrial da América Latina.

	1950	1960	1970
América Latina			
bens de consumo	65.5	54.1	40.3
bens intermediários	23.3	28.2	34.1
bens de investimento	11.2	17.7	25.6
Países grandes			
bens de consumo	63.8	51.5	36.2
bens intermediários	23.5	28.9	35.2
bens de investimento	12.7	19.6	28.6
Países médios			
bens de consumo	64.8	54.7	49.5
bens intermediários	28.3	30.2	33.0
bens de investimento	6.9	15.1	17.5
Países pequenos			
bens de consumo	79.3	76.8	68.1
bens intermediários	14.2	16.5	23.8
bens de investimento	6.5	6.7	8.1

Fonte: Waldmann, P. (1997, p. 39).

dos países grandes, como Brasil e México, foi devida ao significativo mercado interno, que permitiu o aproveitamento de rendimentos de escala crescentes em algumas indústrias. A conquista do mercado interno foi seguida pela exploração dos mercados externos. O caso da Argentina foi diferente. O processo da substituição das importações era mais adiantado do que no Brasil e no México, mas as empresas argentinas gozavam há muito tempo de barreiras tarifárias protecionistas e não estavam preparadas para competir em outros mercados. A industrialização na América Latina permitiu que países grandes, como Brasil e México, entrassem numa fase de desenvolvimento dinâmico. Os demais países permaneceram na posição

de fornecedores de matérias-primas e encontravam-se cada vez mais dependentes dos países centrais.

Na Europa, a industrialização representou a tomada do poder dos feudais pela burguesia. Essa classe iniciou o processo dinâmico da industrialização da Europa. Em contraste a esse processo de industrialização, o processo na América Latina não foi lançado por uma classe de empresários, mas apoiou-se nas classes altas e no governo. A aliança de empresas governamentais, multinacionais e de capital privado tinha diferentes pesos em diferentes países. Nas maiores economias da região, o capital das empresas governamentais e multinacionais teve relativamente maior peso na expansão da capacidade produtiva, enquanto nas economias menores o capital privado teve papel mais importante.

Devido à falta de iniciativa empresarial, o Estado investiu em indústrias intensivas em capital e em setores considerados estratégicos, como: minas, energia, telecomunicações e produção de aço. A motivação parece ter sido de não deixar setores estratégicos no controle de multinacionais. Um bom exemplo da iniciativa do Estado é o Brasil. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) foi fundado em 1952 e tinha em torno de 20% do capital do governo na sua carteira de investimento. O Estado conquistou, assim, a posição predominante, na produção do aço (Companhia Vale do Rio Doce), na produção de petróleo (Petrobras) e nas telecomunicações (Telebras).¹⁹

A outra coluna da industrialização foram as empresas multinacionais. Até os anos 80, nenhum outro continente tinha recebido tanto capital estrangeiro para instalar capacidade industrial quanto a América Latina. Na primeira metade do século, os investimentos eram direcionados para a exploração das minas e do petróleo. Na segunda parte do século, o peso

¹⁹ De acordo com Waldmann (1997, p. 41).

relativo se deslocou para a indústria e para o setor de serviços. Isso se verificou principalmente nas grandes economias, que se tornaram atraidoras de capitais estrangeiros devido à grandeza do mercado interno, e às possibilidades de exportação para outros países.

Os investimentos das multinacionais concentraram-se nos setores mais dinâmicos, especialmente na indústria química, eletrônica, farmacêutica e de veículos. Estas foram as indústrias que tiveram as maiores margens de lucro e representaram a tecnologia de ponta naquela época.

Em suma, a estrutura das exportações da América Latina mudou devido à industrialização. Antes de 1960, a pauta da exportação era composta basicamente de metais, minerais, produtos agrícolas e petróleo. Por volta de 1980, países, como Brasil, México, El Salvador, Costa Rica e Uruguai, conseguiram exportar bens industrializados em tal magnitude que chegaram a representar 25% da pauta de exportação. Contudo, um dos maiores impedimentos da expansão das exportações de bens industrializados foi o protecionismo do Japão, dos Estados Unidos da América e dos países da Comunidade Européia, que não concediam sistema de preferências aos países da América Latina parecido com a conversão de Lomé. Por essa razão, os maiores compradores de bens manufaturados da América Latina encontravam-se na própria América Latina, ou em outros países do Terceiro Mundo. O Brasil exportava, por exemplo, carros da marca VW para Nigéria, Chile e para as Filipinas. Muitos dos produtos exportados eram de qualidade e alta tecnologia, como máquinas, veículos e armamento. Somente os grande países tinham a capacidade de produzir esses bens.²⁰

²⁰ De acordo com Waldmann (1997, p. 41).

3. A Crise da Dívida Externa da América Latina em 1982

Apesar das receitas cambiais crescentes, o balanço de pagamentos e a balança do comércio em particular, ficaram deficitários nos anos 70. A crise do petróleo, em 1973, é um fator-chave para esse desequilíbrio da balança do comércio. O preço do petróleo quadruplicou por decisão da OPEP.²¹ Nota-se que muitos bens intermediários passaram a ser importados pelos países latino-americanos para manter o nível de produção. Esse crescimento das importações contribuiu para essa situação, e muitos países foram forçados a tomar empréstimos de curto prazo para financiar o déficit em conta corrente. Esse processo foi um dos fatores que causaram a crise da dívida externa da América Latina.

Além disso, o colapso financeiro em 1982 foi visto por muitos como sinal claro do esgotamento do modelo de substituição das importações.²² Uma das críticas mais comuns feitas ao processo de industrialização na América Latina destaca o problema dos altos custos dos bens produzidos, um fenômeno freqüentemente atribuído à falta de competição.²³

a) Fluxos de Capitais para a América Latina

O desenvolvimento do fluxo de capital internacional desde o fim da Segunda Guerra Mundial até os anos 80 pode ser dividido em três períodos. De 1945 até 1960, investimentos privados de empresas norte-americanas dominaram o fluxo. O capital do setor público tinha um papel secundário. Esse cenário mudou drasticamente com a crise de Cuba em 1962, que alertou os Estados Unidos da América (EUA). A estagnação no continente sul-americano

²¹ OPEP=Organização dos Países Exportadores de Petróleo.

²² Mewes (2000, p. 1) destaca o problema do planejamento estratégico das economias latino-americanas. Os recursos não foram alocados de forma eficiente. As indústrias que surgiram não foram, em muitos casos, capazes de operar sem a proteção de barreiras tarifárias.

²³ De acordo com Tavares (1973, p. 54).

podia levar a uma probabilidade maior de golpes social-revolucionários. Em seguida, um programa de apoio foi iniciado, o que levou a um fluxo significativo de capital dos Estados Unidos para os governos da região. Esse fluxo de capital cessou no final dos anos 60 e no início do anos 70.

O lugar do governo dos Estados Unidos e das grandes instituições financeiras de fomento foi tomado pelos bancos internacionais que procuravam oportunidades lucrativas para aplicar os petrodólares.²⁴ Os juros eram baixos, comparados com as taxas de inflação vigentes. Além disso, os créditos não eram condicionados à execução de políticas econômicas, como, por exemplo, os créditos do Fundo Monetário Internacional (FMI). Apesar disso, em poucos anos, os países da América Latina multiplicaram seus níveis de endividamento.

Os países latino-americanos não tinham recebido antes créditos em proporções iguais. Os investidores preferiam as economias com grande mercado interno, pois as perspectivas futuras desses países pareciam muito promissoras. Por isso, Argentina, México e Brasil concentravam quase 70% da dívida da América Latina. No começo, o endividamento não parecia problemático, a receita das exportações foi crescente e os juros sobre a dívida externa foram baixos. Mas o quadro internacional mudou com a emissão de títulos do governo norte-americano na gestão de Ronald Reagan. Os juros nos mercados internacionais de capital alcançaram um patamar relativamente elevado. A América Latina perdeu, com o início da recessão mundial, uma parte das receitas provindas das exportações. Além disso, os termos de troca começaram a se deteriorar. O resultado foi que, em 1986, em média 40% das receitas de exportação foram usadas para pagamentos de juros e amortizações. No caso da

²⁴ O termo *petrodólar* é usado para denotar o grande fluxo de dólares, primeiro para os países, produtores de petróleo, que se beneficiaram da quadruplicação do preço de petróleo no ano de 1973, e, depois, para os bancos comerciais na Europa e nos Estados Unidos, onde os Árabes aplicaram os fundos. A abundância dos recursos pressionou o nível das taxas de juros para baixo.

Argentina, esse número alcançava 80%.²⁵ Em 1984, a Bolívia cancelou todos os pagamentos para credores estrangeiros após ter usado mais de 60% das receitas de exportações para pagar juros.

b) Fatores Internos e Externos da Crise da Dívida Externa

Podemos, então, citar vários fatores externos e internos que contribuíram para a crise da dívida externa da América Latina em 1982. Os países centrais enfrentaram uma recessão, e os desenvolvimentos nesses centros financeiros afetaram o tamanho dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento.²⁶ O aumento significativo das taxas de juros internacionais dificultava a rolagem da dívida dos países emergentes. Um terceiro fator externo foi o choque dos termos de trocas nessa década. Entre os fatores internos, destacam-se falhas no gerenciamento da política cambial.²⁷ Muitos países entraram em dificuldades de pagamento por causa das supervalorizações da moeda doméstica.

A supervalorização foi, por sua vez, em muitos casos, o resultado de políticas fiscais inconsistentes, em combinação com um sistema de câmbio de desvalorizações nominais programadas. A supervalorização do câmbio em combinação com um déficit crescente da conta corrente afetou a credibilidade do país. A crise cambial do México, em fevereiro de 1982, foi um aviso claro da moratória do ano seguinte.²⁸ Como reação, os bancos comerciais dos países centrais reduziram drasticamente os fluxos para fundos em países em desenvolvimento, em particular para os da América Latina. Ainda assim, países que tentaram evitar os desequilíbrios econômicos, como a Colômbia, foram afetados pela redução drástica do fluxo de

²⁵ De acordo com Waldmann (1997, p. 41-42).

²⁶ De acordo com Calvo, Leiderman e Reinhart (1996, p. 124).

²⁷ Segundo Edwards (1995, p. 22).

²⁸ De acordo com Edwards (1995, p. 22).

capital. A tendência geral de fuga de capital devido à supervalorização do câmbio foi, talvez, o impacto mais negativo para as economias da América Latina.²⁹ Os anos anteriores à crise foram caracterizados por um aumento da dívida externa da América Latina de US\$ 45,2 bilhões para US\$ 176,4 bilhões entre 1975 e 1982.³⁰

No México, por exemplo, o governo populista de Luis Echeverría Alvarez e Josés López Portillo financiaram uma expansão de gastos do governo com empréstimos externos. A recente descoberta de petróleo tinha aumentado o otimismo a respeito da economia mexicana. Sem fluxos de capital, a única opção era usar todos os instrumentos disponíveis para inverter a posição na balança comercial e gerar o maior superávit possível.

4. Os Anos 80, a Chamada Década Perdida

De fato, os anos de 1982 até 1987 são caracterizados pelos programas de ajuste emergencial. O resultado foi um ajuste custoso e desorganizado, com uma diminuição drástica da renda real e aceleração do processo inflacionário. As políticas usadas para esse ajuste foram desenhadas para obter impactos significativos no curto prazo e não para promover a eficiência, distribuição de renda ou outras considerações de bem-estar.³¹

a) A Aceleração do Processo Inflacionário na América Latina

O aumento da inflação pode ser explicado pela necessidade de financiar déficits do setor público. O imposto de inflação enfrenta, reconhecidamente, a menor resistência política na implementação. Edwards (1995, p. 26) nota:

²⁹ De acordo com Edwards (1995, p. 22): *In country after country, the public speculated against the central bank by acquiring foreign exchange and moving it abroad.*

³⁰ De acordo com Edwards (1995, p. 17).

³¹ De acordo com Edwards (1995, p. 26).

...the debt crisis changed the sources of financing fiscal deficits. As foreign funds dried up, local governments turned to the inflation tax and issued additional domestic debt.

A Tabela 1.3 mostra que a senhoriagem constituiu uma grande parte da receita do governo antes de 1982. No período de 1971-82, a senhoriagem representa em torno de 20% da receita do governo. Na Tabela 1.3, a inflação é definida como a mudança do índice de preços ao consumidor, e senhoriagem, como a mudança na base monetária relativa à receita do governo.

Tabela 1.3: Inflação e Senhoriagem, Médias Anuais 1971-82.

	Bolívia	Brasil	Chile	México	Peru
Inflação	30.3	47.4	147.6	21.2	38.2
Senhoriagem	21.3	17.7	17.5	23.9	20.7

Fonte: Edwards e Tabellini (1991).

A Tabela 1.4 mostra o aumento da inflação que houve depois de 1982 com a reversão dos fluxos de capital.

Tabela 1.4: Inflação Antes e Depois de 1982.

Inflação nos anos	Bolívia	Brasil	Chile	México	Peru
1971-82	30.3	47.4	147.6	21.2	38.2
1982-86	776.5	157.9	21.2	73.2	102.7
1986-92	15.8	850.8	19.1	48.4	731.1

Fonte: Edwards e Tabellini (1991) e Edwards (1995, p. 83).

O período de 1982-86 é caracterizado por uma taxa de inflação anual muito maior do que antes de 1982. A única exceção nessa pequena amostra de países latino-americanos é o Chile. Depois de uma inflação em média de 147% ao ano, de 1971 a 1982, a taxa cai para

21.2% no período de 1982-86. Esse fenômeno é explicado pelas políticas implementadas com o surgimento de fluxos de capitais.

b) O Gerenciamento dos Fluxos de Capitais Internacionais

Os países com maior sucesso no gerenciamento de fluxos de capitais implementaram um conjunto de medidas em vez de confiar em uma só. Chile e Malásia, por exemplo, resistiram aos efeitos colaterais da crise de México de forma melhor que outras economias emergentes. No início, quando receberam fluxos grandes de capitais, trataram-nos mesmos como se fossem temporários, evitando a apreciação da taxa de câmbio nominal, intervindo no mercado de câmbio com operações esterilizadas.³² Com a persistência dos fluxos, a esterilização foi gradualmente diminuindo e a moeda doméstica começou a se apreciar gradativamente. Para moderar a apreciação da taxa real de câmbio e prevenir um aquecimento da economia, a política fiscal foi afrouxada. Para moderar o volume do fluxo de capital para a economia e para estender o prazo, a flexibilidade da taxa de câmbio foi aumentada.³³

Uma estratégia menos bem-sucedida consiste em intervenções esterilizadas (que mantêm a taxa de juros relativamente alta), intervenções significativas no mercado de câmbio (que resultam em pouca incerteza sobre a taxa de câmbio no curto prazo) e a falta de controle sobre capitais de curto prazo. Esse conjunto de políticas incentiva, em particular, fluxos de capitais de curto prazo e representa a política implementada pelo México na primeira metade

³² De acordo com Obstfeld e Rogoff (1996, p. 597-9): Uma intervenção não-esterilizada é uma compra ou venda de ativos pelo banco central para mudar a base monetária, ou seja, intervenções não-esterilizadas injetam ou tiram liquidez do mercado. Uma operação esterilizada é uma combinação de duas operações. Primeiro, o banco central compra títulos denominados em moeda estrangeira, emitindo moeda nacional (expansão da base monetária). Esse procedimento resulta num aumento de liquidez. Na segunda operação, o banco central esteriliza esse efeito sobre a base monetária vendendo uma quantidade equivalente de títulos domésticos. Esse procedimento é equivalente a um *swap* de títulos domésticos por títulos estrangeiros sem mudanças na base monetária.

³³ De acordo com Calvo, Leiderman, Reinhart (1996, p. 137).

dos anos 90.³⁴

c) Programas Frustrados de Estabilização

As altas taxas de inflação levaram vários países a implementar planos heterodoxos de estabilização. Esses planos deram ênfase ao congelamento de preços e controle da taxa de câmbio. O plano Austral, lançado em junho 1985, na Argentina, e o plano Cruzado, lançado pelo então presidente José Sarney, no Brasil, são exemplos dessas tentativas. Esses programas falharam após alguns meses e deram impulsos ao surgimento de um novo consenso sobre estratégias de desenvolvimento na América Latina.³⁵

d) O Plano de Brady

Mesmo com sinais de desequilíbrios extremamente sérios, muitos analistas argumentavam que a crise de 1982 seria somente um problema de liquidez de curto prazo. A solução seriam pequenas reestruturações de dívidas, novas moedas e algumas reformas. Depois de cinco anos, em 1987, credores e devedores admitiram a natureza estrutural do problema e a necessidade de mudanças profundas, incluindo reformas tributárias, perdões à dívidas e mudanças nas instituições para realçar o equilíbrio macroeconômico.³⁶

Em março de 1989, o secretário do Tesouro Nacional dos EUA, Nicholas Brady, propôs um plano para a redução da dívida. Antigas dívidas deveriam ser trocadas por novos títulos de longo prazo (30 anos), com uma taxa de juros menor. Os detalhes deveriam ser negociados entre os países credores e devedores. Para tornar essa nova negociação viável e atrativa para

³⁴ *ibidem.* (1996, p. 137).

³⁵ De acordo com Edwards (1995, p. 17).

³⁶ De acordo com Edwards (1995, p. 69).

os bancos credores, os países industrializados e as instituições multilaterais usariam recursos da ordem de US\$ 30 bilhões, a fim de garantir os novos títulos financeiros. Para qualificar as negociações do Plano Brady, os países tinham de mostrar uma atitude positiva em direção às reformas no sentido do consenso de Washington e apresentar algumas ações nessa direção.³⁷

Em 1989, México e Costa Rica foram os primeiros países a trocar títulos dentro do “Plano de Brady”. Venezuela e Uruguai seguiram em 1990 e 1991. Argentina e Brasil assinaram acordos em 1992, que foram efetuados em 1993. A reestruturação da dívida foi significativa, como mostram os valores dos acordos mencionados: México (US\$ 48 bi), Costa Rica (US\$ 1,6 bi), Venezuela (US\$ 19 bi), Uruguai (US\$ 1,6 bi), Argentina (US\$ 23 bi), Brasil (US\$ 44 bi).³⁸ O plano Brady trouxe um alívio muito grande para alguns países, como México; enquanto outros países, como Chile e Colômbia, não assinaram contratos. As autoridades argumentaram que não havia necessidade.

5. As Reformas Econômicas na América Latina

Entre as razões para o surgimento do novo consenso sobre o conjunto de políticas para garantir um crescimento sustentável na América Latina, chamado de *Consenso de Washington*, estava a falha dos programas heterodoxos para assegurar a inflação em um patamar mais baixo. Mas outros fatores também foram importantes. O desempenho macroeconômico dos países asiáticos e do Chile, que havia promovido reformas nos anos 70, foi pouco afetado pela crise de 1982. Ou seja, esses países se recuperaram mais rapidamente da crise de 1982 do que os demais países em desenvolvimento. Estudos comparativos entre economias asiáticas

³⁷ De acordo com Edwards (1995, p. 79).

³⁸ Os dados são citados por Edwards (1995, p. 80) e provêm de vários relatórios do Banco Mundial.

e economias latino-americanas foram realizados pela CEPAL. Um outro fator foi a pressão de instituições internacionais nessa direção. O Tesouro dos EUA, o FMI e o Banco Mundial condicionaram créditos à implementação de reformas.³⁹

a) O Consenso de Washington

O Consenso de Washington reuniu 10 medidas: disciplina fiscal, prioridade dos gastos nas áreas de educação e saúde, reforma tributária, taxas de juros de mercado, taxas de câmbio competitivas, políticas comerciais liberais, abertura ao investimento estrangeiro direto, privatização, desregulamentação e garantia dos direitos de propriedade.⁴⁰ Esse conjunto de medidas representava uma mudança significativa no pensamento econômico da América Latina. América Latina[pensamento econômico da] A visão antiga, baseada na intervenção forte do Estado, orientação para dentro e indiferença a respeito de desequilíbrio macroeconômico, foi dando espaço para um novo paradigma baseado na competição, no mercado e na abertura.⁴¹ Afirmações como: “A estabilidade macroeconômica é importante e é atingida pelo controle de déficits governamentais” ou “O gasto do governo deve corresponder às receitas, e a inflação deve ser controlada” tornaram-se amplamente aceitas. A abertura intra-regional passou a ser discutida e resultou na formulação de iniciativas como o Mercosul. A integração do comércio com o resto do mundo passou a ser vista como fundamental para o crescimento da América Latina. A privatização e a desregulamentação foram abraçadas como medidas para reduzir o papel do Estado na economia.⁴²

As mudanças concentraram-se em sete áreas: abertura comercial, reforma do mercado

³⁹ De acordo com Edwards (1995, p. 57).

⁴⁰ De acordo com Bandeira (2000, pp. 11-12).

⁴¹ De acordo com Edwards (1995, p. 41).

⁴² De acordo com Edwards (1995, p. 58).

financeiro, liberalização da conta de capital do balanço de pagamentos, privatização de empresas públicas, reforma tributária, reforma do sistema de previdência e reforma da legislação trabalhista.⁴³ As cinco primeiras foram chamadas de primeira geração de reformas. Uma análise preliminar do desempenho das economias latino-americanas no período de reforma revela que as taxas médias de crescimento foram, a partir do final da década de 80 e primeira metade dos anos 90, superiores às registradas nos anos 80, mas ainda inferiores às do período entre 1950 e 1980, em que prevalecia o “antigo” modelo de desenvolvimento.⁴⁴ Lora (1997) apresenta a primeira tentativa de qualificar as reformas latino-americanas. Morley, Machado e Pettinato (1999) retomaram o trabalho e aumentaram o período da amostra. Um índice geral de reformas para 17 países da América Latina é construído, composto por cinco outros índices: comercial, financeiro, tributário, liberalização da conta de capital e privatização. Os autores normalizaram os índices dentro do intervalo $[0,1]$, sendo que o valor 1 é atribuído a uma estrutura livre de qualquer distorção.

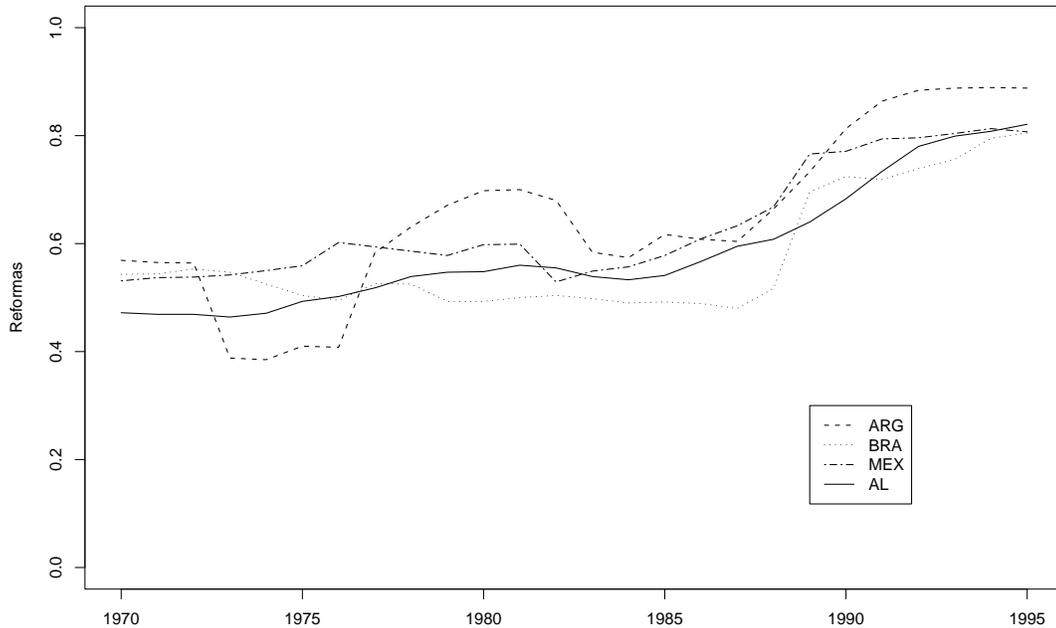
A Figura 1.1 representa as mudanças na América Latina a partir dos índices construídos por Morley, Machado e Pettinato (1999).⁴⁵ A linha sólida representa a média do índice de reforma em geral para 17 países latino-americanos. Três países são representados individualmente: Argentina (ARG), Brasil (BRA) e México (MEX). O índice de reformas para a Argentina apresenta o comportamento mais volátil. Depois do primeiro choque do petróleo, em 1973, o país deu um passo para trás. A partir de 1976, esse comportamento se inverte, e a Argentina fica sempre acima da média dos 17 países. Brasil e México apresentam um comportamento menos volátil e sempre perto da média dos 17 países. O México está quase

⁴³ De acordo com Bandeira (2000, p. 2).

⁴⁴ *ibidem.* (2000, p. 2).

⁴⁵ Os dados usados na apresentação gráfica estão reproduzidos em forma de tabela no anexo.

Figura 1.1: Reformas na América Latina



Fonte: Dados de Morley, Machado, Pettinato (1999).

sempre um pouco acima da média e o Brasil está na maior parte do tempo abaixo da média. Em geral, observa-se um aumento do índice de aproximadamente 0.5, para 0.8 ao longo do período examinado.

b) A Liberalização da Conta de Capital

No contexto da política cambial, a liberalização da conta de capital tem uma importância especial. Os movimentos de capitais internacionais têm um impacto significativo na taxa de câmbio. Na época do sistema Bretton Woods, os fluxos de capitais foram controlados pelos países para manter a taxa fixa de câmbio com o dólar norte-americano. O governo alemão, por exemplo, proibiu o pagamento de juros sobre grandes depósitos bancários de não-residentes,

Figura 1.2: A Liberalização da Conta de Capital na América Latina



Fonte: Dados de Morley, Machado, Pettinato (1999).

taxou os empréstimos de não-residentes a bancos alemães e proibiu-os de comprarem títulos alemães. Um primeiro motivo por trás desses controles era reduzir os fluxos de capitais dos Estados Unidos para a Alemanha, que estavam exercendo uma indesejada pressão em valorização do marco alemão. Outro motivo relacionado, subjacente às barreiras à entrada de capitais, era a preocupação com uma possível perda de controle sobre a oferta monetária: se um grande volume de divisas entrasse pelo balanço de pagamentos, os bancos centrais dos países poderiam não ser capazes de esterilizar seus efeitos sobre a oferta de moeda, com conseqüências inflacionárias. Ambos motivos foram razoavelmente eliminados após 1973, de tal sorte que os países não se preocuparam em impedir a flutuação de suas taxas de câmbio.

A maioria desses controles foi removida em 1974.⁴⁶

No contexto de países emergentes da América Latina, a abertura da conta de capital foi uma das medidas do consenso de Washington. Duas idéias constituem o núcleo da abordagem da liberalização financeira: a primeira é que finanças são relevantes para o desenvolvimento; a segunda é que o mercado é a melhor instituição para atingir um máximo na intermediação financeira.⁴⁷ As implicações da eliminação da repressão financeira são claras:⁴⁸ uma melhoria da alocação pela competição e um ganho de eficiência na intermediação de fundos. Em particular, espera-se depois de uma liberalização: (i) diminuição do spread bancário; (ii) aumento na eficiência de investimentos; (iii) aumento na taxa de poupança; (iv) uma tendência crescente da razão entre taxa de poupança e PIB.

A Figura 1.2 apresenta o índice da abertura da conta de capital. A linha sólida representa a média do índice para 17 países da América Latina. Observa-se uma volatilidade maior desse índice do que o índice das reformas em geral. Essa característica pouco surpreende, pois o índice das reformas em geral foi construído a partir do índice da abertura da conta de capital e de quatro outros mencionados acima. A Argentina implementou por duas vezes controles de capitais, em 1973, após o choque do petróleo, e, em 1982, em consequência da crise da dívida externa. Observa-se que a Argentina tinha uma estrutura livre de distorções em 1970, que equivale a um índice igual a 1, e voltou, no fim do período de amostragem, para esse

⁴⁶ De acordo com Caves *et al.* (2001, p. 432-3).

⁴⁷ De acordo com Fanelli (1998, p. 4).

⁴⁸ De acordo com Fanelli (1998, p. 17), os elementos mais citados da repressão financeira são:

- 1) taxas de juros controladas, que resultam muitas vezes em taxas reais negativas;
- 2) altas taxas de reservas compulsórias para os bancos comerciais;
- 3) alto imposto inflacionário pela monetização do déficit governamental;
- 4) uso de mecanismos não-mercado para alocação do crédito;
- 5) controle de capitais e de taxa de câmbio.

patamar. As mudanças nas políticas do México e do Brasil são mais suaves. O México mantém sempre uma conta de capital relativamente aberta em relação à média. O Brasil fica, a partir de 1975, abaixo da média dos países.

Uma conta de capital aberta permite uma alocação intertemporal de consumo e investimento entre países com diferentes preferências de consumo e oportunidades de investimento.⁴⁹ Teoricamente, o ótimo seria remover imediatamente todas as distorções, mas raramente essa estratégia é praticável. A seqüência errada de liberalização pode alocar ativos incorretamente e levar a um resultado insatisfatório, de terceira melhor. Caves *et al.* (2001) resumem:

*O consenso parece ser o de que a liberalização dos capitais internacionais deve vir por último. A justificativa é que se os controles internacionais forem removidos prematuramente podem ocorrer grandes fluxos de capitais em reação aos incentivos distorcidos.*⁵⁰

Fanelli (1998) fornece uma lista de fatos estilizados que surgiram das experiências com a implementação de pacotes de reformas:⁵¹ (i) em muitos países que promoveram a liberalização financeira, a taxa de poupança caiu em vez de aumentar, como esperado; (ii) em vários países, observou-se a tendência de gerar um déficit em conta corrente; (iii) o grau de intermediação financeira avançou pouco e foi muito dependente de desenvolvimentos macroeconômicos favoráveis. Além disso, um grande número de países enfrentou crises financeiras; (iv) alguns países aumentaram o grau de “dolarização”, um efeito contrário ao previsto;⁵² (v) o ganho de eficiência não é tão grande, nem se realizava tão rapidamente, como previsto; (vi)

⁴⁹ De acordo com Fanelli (1998, p. 4).

⁵⁰ De acordo com Caves *et al.* (2001, p. 439).

⁵¹ De acordo com Fanelli (1998, p. 4-7).

⁵² O termo “dolarização” é colocado em aspas, porque não indica o regime de câmbio (regime fixo), mas o grau do uso de uma moeda veículo na economia que não é o meio de pagamento do país.

os mercados internacionais de capitais têm imperfeições sérias. Por causa disso, países em desenvolvimento enfrentam dificuldades de obter benefícios do alisamento do consumo, da alocação de investimentos e diversificação do risco que foram esperados da abertura da conta de capital e integração na economia global; (vii) existem casos em que grandes desequilíbrios surgiram após a abertura da conta de capital e desregulação, que resultaram no abandono do processo.

Observou-se, em muitos momentos, e independentemente do regime de câmbio vigente, uma apreciação grande da moeda doméstica após da liberalização da conta de capital, seguida por um ataque especulativo. México é citado por Fanelli (1998) nesse aspecto:

*The most important recent example of perverse interaction between capital inflows, financial distress and economic policy making is undoubtedly Mexico.*⁵³

De fato, os efeitos positivos da liberalização não ocorrem de forma automática.⁵⁴ A liberalização representa somente uma medida empregada nas reformas econômicas. É necessário analisar essa medida em interação com as outras medidas dos programas de estabilização empregados na América Latina.

6. A Taxa de Câmbio como Âncora Nominal na América Latina

México em 1988, Argentina em 1991 e Brasil em 1994 implementaram programas que seguem um modelo geral de estabilização e integração internacional. O modelo geral constitui-se dos seguintes elementos centrais:⁵⁵

- 1) Uso da taxa de câmbio como instrumento de combate à inflação;

⁵³ Segundo Fanelli (1998, p. 7).

⁵⁴ De acordo com Fanelli (1998, p. 7).

⁵⁵ Essa enumeração segue Batista (1996, p. 160).

- 2) Abertura da economia às importações por meio da drástica redução das barreiras tarifárias e não-tarifárias;
- 3) Abertura financeira externa, com a adoção de políticas de estímulo à entrada de capitais externos e de curto prazo;
- 4) Medidas de desindexação da economia;
- 5) Ajuste fiscal e austeridade monetária;
- 6) Venda de empresas públicas.

O interesse principal na discussão seguinte é a articulação desses diversos elementos entre si. Observa-se primeiramente a importante conexão entre a âncora cambial (1) e a abertura comercial (2). Uma economia de inflação alta enfrenta uma queda abrupta na taxa de inflação com a adoção de uma âncora cambial. A desaceleração do processo inflacionário resulta numa expansão expressiva da demanda interna. Esse surto da demanda interna explica-se pela transferência de recursos para as classes mais pobres, que têm uma alta taxa de propensão marginal de consumo.⁵⁶ Esse aumento da demanda exerce uma pressão inflacionária. A âncora cambial, combinada com a abertura do mercado interno às importações, é um fator de repressão à alta dos preços. Os produtores dos bens comercializáveis, i.e., os importados, os exportáveis e aqueles produzidos com insumos importados ou exportáveis, enfrentam a concorrência internacional.⁵⁷ Com isso, não desaparece o problema do aumento da demanda. A política fiscal (5) tem um papel nesse contexto. A contração dos gastos do setor público deve compensar parte do aumento da demanda privada. À política fiscal cabe, no contexto

⁵⁶ A redistribuição de renda ocorre porque as classes mais pobres não dispõem de instrumentos financeiros que as protejam do imposto inflacionário. Com a estabilização, o governo deixa de cobrar grande parte do imposto inflacionário.

⁵⁷ De acordo com Batista (1996, p. 131).

do modelo geral de estabilização e integração internacional, primordialmente impedir que déficits fiscais, financiados com créditos de curto prazo, tornem o programa mais vulnerável a ataques especulativos.

É necessário chamar a atenção para o conflito entre duas opções que um país em desenvolvimento com alta inflação enfrenta no campo da política cambial: o país pode usar a taxa de câmbio para guiar a taxa de inflação para baixo (i.e., como âncora nominal), ou usar a taxa de câmbio para manter a taxa de câmbio real competitiva.⁵⁸ No contexto dos programas do México, Argentina e Brasil, optou-se pela primeira opção: usar a taxa de câmbio como âncora nominal, aceitando a perda de competitividade. A perda de competitividade expressa-se na deteriorização da conta corrente, resultando numa queda das exportações e num aumento das importações.

Na prática, o nível de preços domésticos não convergiu imediatamente para os níveis internacionais e, com isso, a estabilidade cambial tende a produzir perda de competitividade. Batista (1996) relata o impacto da inflação sobre a competitividade:

As perdas de competitividade acabaram sendo muito significativas, uma vez que a convergência da inflação foi bastante lenta. No caso da Argentina, a inflação só foi trazida para o nível registrado nos EUA em meados de 1994, cerca de três anos depois do lançamento do programa.⁵⁹ No caso do México, a inflação nunca chegou a convergir plenamente. Antes do colapso cambial em fins de 1994, a inflação mexicana ainda estava em torno de 7% a.a., mais do que o dobro da observada nos EUA. Nesse contexto de lenta convergência da inflação, a perda de competitividade internacional

⁵⁸ De acordo com Edwards (1995, p. 70).

⁵⁹ Nota-se que a Argentina adotou um regime de caixa de conversão que teoricamente fornece um alto grau de credibilidade.

*decorrente da forte valorização da taxa de câmbio bilateral com o dólar dificilmente poderia ser compensada com ganhos internos de produtividade ou desvalorização do dólar com relação a outras moedas relativas para os países em questão.*⁶⁰

Em suma, da combinação da âncora cambial com a abertura comercial decorre uma sobrevalorização da taxa de câmbio que conduz a uma perda de competitividade. O resultado da perda de competitividade é um desequilíbrio grande na conta corrente do balanço de pagamentos. O México registrou, entre 1988 e 1994, um déficit em conta corrente de nada menos do que US\$ 109,8 bilhões.⁶¹

A função das privatizações (6) só pode ser entendida no contexto macroeconômico já delineado. Essa medida é capaz de gerar um impacto considerável sobre as contas do governo. Primeiramente, as empresas governamentais produzem, em muitos casos, lucros negativos. A venda dessas empresas melhora o orçamento do governo. Segundo, a entrada de recursos internacionais permite o financiamento do déficit em conta corrente, porque melhora a conta de capital do balanço de pagamentos. Um argumento a favor das privatizações é o ganho de eficiência pela gestão privada. Esse ganho de produtividade deve conter, pelo menos em parte, a sobrevalorização da taxa de câmbio. Trata-se de um argumento controverso, quando se examina o impacto sobre a taxa de câmbio.

Os três países México, Argentina e Brasil empregaram a abertura financeira externa (3) e mostraram a disposição de adotar políticas monetárias, tributárias e cambiais compatíveis com a atração de capitais de curto prazo. O intuito era atrair capital externo de maior estabilidade e em condições mais favoráveis de prazo e custo. Isso depende, em grande

⁶⁰ De acordo com Batista (1996, p. 131).

⁶¹ De acordo com Batista (1996, p. 131).

medida, do restabelecimento da confiança e da credibilidade internacional do país.

O problema inerente a essa estratégia é que a credibilidade vai sendo conquistada aos poucos, e os desequilíbrios externos em conta corrente aparecem com grande rapidez, a dependência com relação a capitais de curto e médio prazos instala-se quase que inevitavelmente.⁶² Batista (1996) cita dois países da América Latina que adotaram outras políticas:

*Chile e Colômbia, por exemplo, adotaram nos últimos anos políticas bastante distintas das que prevaleceram no México, na Argentina e, mais recente, no Brasil, em especial no que se refere à política cambial, abertura financeira externa e dependência de capitais de curto prazo. No Chile e na Colômbia, por motivos que eu não discutirei aqui, as políticas cambiais foram mais flexíveis, voltadas em geral para a defesa da competitividade externa; além disso, em diversos períodos foram adotadas fortes restrições à entrada de capitais externos de curto prazo. Por isso mesmo, esses dois países escaparam basicamente incólumes às ondas de instabilidade desencadeadas pelo colapso do peso mexicano em fins de 1994.*⁶³

Não há dúvida de que a grande dependência de capitais de curto prazo, junto com grandes déficits em conta corrente, foram as principais causas das crises financeiras dos anos 90.

7. Conclusões

Discutiram-se ao longo deste capítulo aspectos dos modelos de desenvolvimento econômico empregados na América Latina ao longo do século XX. As políticas de substituição de importações contribuíram fundamentalmente para a industrialização da região. A crise da

⁶² De acordo com Batista (1996, p. 132).

⁶³ De acordo com Batista (1996, p. 133).

dívida externa em 1982 e a estagflação da “década perdida”, os anos 1980, marcaram o esgotamento do modelo de desenvolvimento nomeado Substituição das Importações. As reformas econômicas baseadas no Consenso de Washington previram uma redefinição do papel do Estado na economia e assinaram um papel importante ao mercado. A estabilização macroeconômica e, em particular, a redução da inflação, que tinha aumentado significativamente após 1982, fizeram parte do amplo pacote de reformas na América Latina.

A política cambial ocupou uma posição destacada entre as medidas empregadas. A âncora cambial e a liberalização da conta de capital tiveram um papel fundamental no ajuste macroeconômico. A moeda doméstica foi atrelada ao dólar norte-americano para guiar a inflação aos níveis internacionais. México em 1988, Argentina em 1991 e Brasil em 1994 usaram a âncora cambial para combater o processo inflacionário. A forte dependência de capitais de curto prazo, as crises em outros países e o déficit crescente em conta corrente levaram a ataques especulativos que são caracterizados por fugas de capitais.

México em 1994, Brasil em 1999 e Argentina em 2001 foram forçados a abandonar a âncora cambial e a adotar regimes de câmbio mais flexíveis. A experiência desses planos de estabilização fornece evidências de que um regime de câmbio fixo-mas-ajustável não é compatível com uma conta de capital aberta em países emergentes. Além disso, o grande déficit em conta corrente ilustra de forma drástica as duas opções que os países emergentes enfrentam na política cambial: a taxa de câmbio pode ser usada como âncora nominal, ou a taxa de câmbio é usada para garantir a competitividade da economia.

Este capítulo mostrou que a escolha da política cambial depende da situação histórica de um país. A discussão taxa fixa vs. flexível no capítulo seguinte é, primeiramente, teórica

e não se preocupa com a situação histórica de um país. Esse fato deve ser lembrado na hora de tirar conclusões sobre os países da América Latina a partir da teoria econômica.

A exposição dos casos do México e Brasil no Capítulo IV aborda as políticas cambiais e monetárias implementadas com mais detalhe. Os casos do México e Brasil serão discutidos diante do panorama histórico delineado no referido capítulo.

Capítulo II: Taxas Flexíveis de Câmbio - Aspectos Teóricos

Desde que os principais países industrializados adotaram taxas de câmbio flexíveis, em 1973, surgiu a questão da escolha da política cambial para os países em desenvolvimento. Antes, sob o sistema de Bretton Woods, a pergunta se reduzia à escolha do momento e do tamanho da desvalorização (ou valorização) em relação ao dólar.⁶⁴ Muitos países em desenvolvimento adotaram regimes de câmbio fixo com taxas de desvalorização predefinidas, nos anos 1980 e 1990. As crises financeiras provocadas por tais políticas cambiais, por exemplo, a crise do México, em 1994, levaram ao repensamento dos paradigmas da política econômica desses países. Antes da crise financeira da Ásia, em 1997, a discussão sobre a fragilidade financeira encontrou como soluções maior transparência e supervisão do mercado financeiro e reformas das instituições.⁶⁵ O enfoque da discussão sobre fragilidade financeira mudou depois da crise da Ásia, e a política cambial está de volta ao centro das discussões. Qual regime de câmbio, ou seja, qual arquitetura financeira internacional garante a estabilidade e evita crises financeiras?⁶⁶

Neste capítulo, serão analisadas as vantagens e desvantagens de um regime de câmbio flexível segundo a teoria. Revisam-se conceitos básicos, como a taxa de câmbio real e a paridade do poder de compra, e expõe-se um modelo microeconômico simples para o mercado de câmbio. A discussão sobre taxa de câmbio fixo vs. flexível é revisada, e os argumentos mais importantes são discutidos. Por último, são consideradas teorias sobre a fragilidade financeira de países emergentes e as implicações dessas teorias para a política cambial.

⁶⁴ Segundo Williamson e Milner (1991, p. 270).

⁶⁵ O enfoque que explica a fragilidade financeira dos países emergentes pela fraqueza das instituições é a chamada hipótese do problema do compromisso. Essa teoria é discutida mais adiante (B.II.4.c).

⁶⁶ Segundo Eichengreen e Hausmann (1999, p. 2).

1. Conceitos: Taxa de Câmbio e Paridade do Poder de Compra

Embora tenhamos uma noção intuitiva do que seja uma taxa de câmbio, convém apresentar uma definição mais formal. A taxa de câmbio nominal é definida com unidades monetárias domésticas em termos de unidades monetárias estrangeiras. Considere o exemplo da taxa de câmbio entre:

$$\text{Real/Dólar} = e_{\frac{\text{R\$}}{\text{US\$}}} = \frac{\text{R\$}}{1\text{US\$}}.$$

Uma taxa de câmbio Real/Dólar de 2,5 significa que 2.5 Reais são trocados por um dólar:

$$e_{\frac{\text{R\$}}{\text{US\$}}} = \frac{\text{R\$}}{1\text{US\$}} = \frac{2.5}{1}.$$

Um conceito de grande importância no contexto de teorias de taxas de câmbio é a paridade do poder de compra (PPC). O economista Gustav Cassel (1918) difundiu a PPC. Ele usou o conceito na análise de mudanças de taxas de câmbio durante a Primeira Guerra Mundial. Citado de acordo com Dornbusch (1988, p. 262):

The general inflation which has taken place during war has lowered this purchasing power in all countries, though in a different degree, and the rates of exchange should accordingly be expected to deviate from their old parities in proportion to the inflation of each country. At every moment the real parity is represented by this quotient between the purchasing power of money in the one country and the other. I propose to call this parity "purchasing power parity".

Uma equação simples representa a paridade de poder de compra:

$$P = E \times P^* \tag{2.1}$$

onde E é a taxa nominal de câmbio, e P e P^* são os níveis de preços domésticos e estrangeiros,

respectivamente.⁶⁷ A relação também poderia ser reescrita da seguinte forma:

$$E = P/P^*.$$

A taxa de câmbio é então a fração dos níveis dos preços domésticos e estrangeiros. Essa teoria é tão controversa quanto a teoria quantitativa da moeda, ambas são empiricamente difíceis de serem provadas, mas muito úteis na teoria. Dornbusch (1988, p. 266) aponta:

by different authors, and at different points in time, it has been considered an identity, a trueism, an empirical regularity, or a grossly misleading simplification.

O conceito PPC baseia-se na lei do preço único, segundo a qual, em um mercado integrado, qualquer mercadoria tem um só preço, ou seja, na ausência de barreiras ao fluxo de informações e mercadorias não é possível que um mesmo bem seja vendido a dois ou mais preços diferentes.⁶⁸ A PPC, na versão absoluta, não é verificada nos dados empíricos porque a lei do preço único falha.⁶⁹ Mesmo assim, a paridade do poder de compra é um conceito-chave para discutir a política cambial de um país. Cassel (1918) nota:⁷⁰

*without a concept of PPP (Purchasing Power Parity) a discussion about over or undervaluation can hardly begin.*⁷¹

O conceito-chave para discutir o valor da taxa de câmbio é a taxa real de câmbio, que se baseia no conceito da paridade do poder de compra. A taxa de câmbio real expressa o poder de compra da moeda nacional envolvida em transações externas. A paridade do poder de

⁶⁷ Segundo Caves *et al.* (2001, p. 363).

⁶⁸ Segundo Carvalho e Silva (2000, p. 153).

⁶⁹ Froot *et al.* (2001) apresentam uma série temporal de preços e taxas de câmbio que parcialmente datam de até 1273. O resultado do estudo é que a magnitude, persistência e volatilidade dos desvios da lei do preço único não diminuíram ao longo do tempo, como se esperaria. Apesar das tarifas mais favoráveis e dos custos de transporte muito menores há evidências fortes de que a arbitragem permanece imperfeita no setor de mercadorias.

⁷⁰ Segundo Dornbusch (1988, p. 270).

⁷¹ PPP=PPC.

compra pode ser apresentada mais rigorosamente como

$$P = \theta \times E \times P^*$$

onde θ é a taxa de paridade real que indica o grau de arbitragem. Se $\theta = 1$, então $P = E \times P^*$, constituindo a versão absoluta da paridade do poder de compra apresentada na equação 2.1. Essa versão não parece encontrar suporte nos dados empíricos. Em aplicações empíricas, usa-se a versão relativa ou fraca da PPC. A versão fraca da PPC leva em conta que a lei do preço único falha. Para observar o comportamento da taxa de câmbio real, é necessário definir a variação da taxa de câmbio:

$$e_{\text{real}} = \frac{1}{\theta} = E \frac{P^*}{P},$$

onde e_{real} é a taxa de câmbio real. A variação percentual da taxa de câmbio real pode ser obtida a partir da fórmula

$$\Delta e_{\text{real}} = \left[(1 + \Delta E) \times \frac{1 + \Delta P^*}{1 + \Delta P} \right] - 1. \quad (2.2)$$

Ou seja, a variação percentual da taxa de câmbio real é determinada por três fatores: pela variação da taxa de câmbio, pela inflação doméstica e pela inflação externa.

A Tabela 2.1 mostra os índices de preços ao consumidor no Brasil e nos EUA e a taxa de câmbio Real/Dólar durante os primeiros seis meses do ano 1994. Com base nesses dados, foram calculadas a taxa de câmbio real e sua variação, tendo por base o mês de janeiro. Qual terá sido a variação da taxa de câmbio real entre janeiro e julho de 1994? Nesse período, os índices de preços interno e externo apresentaram as seguintes variações

$$\begin{aligned} \Delta P &= \frac{P_f - P_i}{P_i} = \frac{97.46 - 11.58}{11.58} = 7.4162 \\ \Delta P^* &= \frac{P_f^* - P_i^*}{P_i^*} = \frac{113.00 - 111.30}{111.30} = 0.0153 \end{aligned}$$

A inflação brasileira entre janeiro e julho de 1994 foi de 741.62%, enquanto a norte-americana foi de 1.53%. No mesmo período, a taxa de câmbio nominal passou de R\$ 0.142/US\$ para R\$ 0.931/US\$. A variação nominal de câmbio foi:

$$\Delta E = \frac{E_f - E_i}{E_i} = \frac{0.931 - 0,142}{0,142} = 5.5563$$

Substituindo esses resultados na equação 2.2, temos

$$e_{\text{real}} \left[(1 + \Delta E) \times \frac{1 + \Delta P^*}{1 + \Delta P} \right] - 1 = \left[(1 + 5.5563) \times \left(\frac{1 + 0.0153}{1 + 7.4162} \right) \right] - 1 = -0.2091$$

A taxa de câmbio real diminuiu 20.91% entre janeiro e julho de 1994, isto é, uma valorização da moeda local de 20.91%. Ou, ainda, o poder de compra da moeda brasileira envolvida em transações internacionais aumentou em 20.91%.⁷²

Tabela 2.1: Taxa de Câmbio Real, Brasil, 1994

Mês	IPC		Taxa de Câmbio		
	Brasil	EUA	Nominal	Real(*)	Variação(*)
janeiro	11.58	113.00	0.142	0.142	0.00
fevereiro	16.44	111.60	0.202	0.143	0.47
março	23.58	111.90	0.262	0.129	-8.90
abril	34.33	112.10	0.401	0.136	-4.06
maio	49.35	112.30	0.578	0.137	-3.63
junho	73.59	112.70	0.828	0.132	-7.09
julho	97.46	113.00	0.931	0.112	-20.91

(*) *PPC de janeiro de 1994. Fonte: Carvalho e Silva (2000).*

Por último, considera-se o conceito da taxa efetiva real de câmbio. Cada país mantém relações comerciais multilaterais. A taxa efetiva real de câmbio leva em conta o peso relativo de cada parceiro no comércio, bem como a respectiva taxa de câmbio.⁷³ Sendo n o número

⁷² Esse exemplo é adaptado de Carvalho e Silva (2000, p. 158-9).

⁷³ Por fins práticos, os cálculos não incluem todos os países, mas sim os principais parceiros comerciais.

de parceiros comerciais do Brasil, w_i o peso relativo do i -ésimo país no comércio brasileiro e E_i a taxa de câmbio do i -ésimo parceiro, a seguinte expressão algébrica permite estimar a taxa efetiva real de câmbio:

$$e_{\text{efetiva/real}} = \sum_{i=1}^n \frac{E_i \times w_i \times P_i^*}{P}$$

Tabela 2.2: A Taxa de Câmbio Efetiva Real, Brasil, 1998

Mês	Taxa Real (R\$/US\$)	Taxas efetivas reais de Câmbio		
		R\$/ALADI	R\$/EUROPA	R\$/CESTA
janeiro	96.4	100.0	87.7	91.8
fevereiro	96.9	100.8	88.8	92.8
março	97.4	100.9	88.7	92.7
abril	98.2	101.5	90.1	93.4
maio	98.5	102.2	91.7	94.1
junho	99.0	101.9	91.6	93.8
julho	100.2	103.8	92.3	95.9
agosto	101.1	103.4	93.6	95.5

Base: Agosto de 1994; Fonte: Carvalho e Silva (2000).

Estimativas da taxa efetiva real de câmbio para o Brasil são elaboradas pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (FUNCEX). Na Tabela 2.2, observa-se a evolução das taxas de câmbio efetiva real do Brasil. A primeira coluna refere-se à taxa efetiva real de câmbio Brasil-Estados Unidos. As outras três referem-se, respectivamente, ao comércio com a ALADI, com a Europa e com um conjunto de 13 países importantes para o comércio brasileiro.⁷⁴

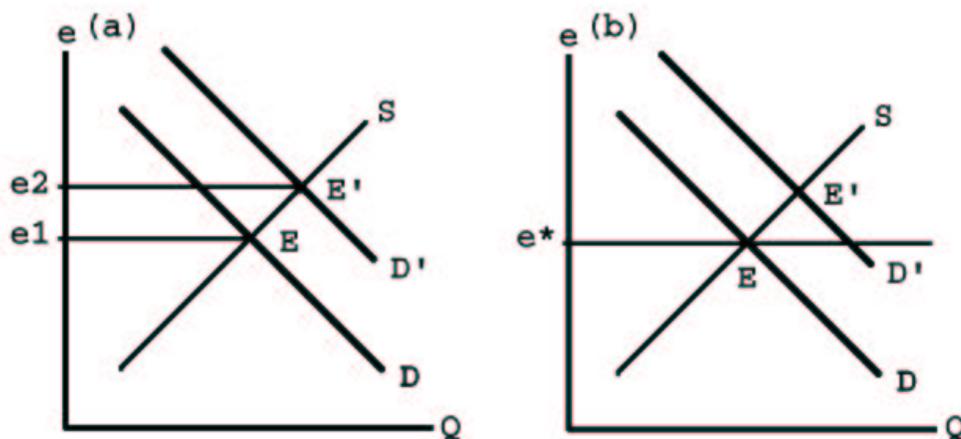
⁷⁴ ALADI = Argentina (54.8%), Uruguai (10.0%), Paraguai (9.9%), Chile (13.2%) e México (12.1%); EUROPA = Alemanha (31.4%), França (10.8%), Itália (18.8%), Holanda (21.2%), Reino Unido (12.4%) e Suíça (5.3%); CESTA = EUA (32.2%), Japão (9.1%), Alemanha (10.3%), França (3.5%), Itália (6.1%), Holanda (6.9%), Reino Unido (4.1%), Suíça (1.7%); Fonte: Suma Econômica n. 248, fev./1999, segundo Carvalho e Silva (2000, p. 160).

O conceito de paridade do poder de compra tem, além dessas aplicações práticas, um papel importante entre as teorias de determinação da taxa de câmbio, principalmente a longo prazo. O mecanismo da paridade do poder de compra é, na teoria, responsável pelo isolamento do país contra choques externos sob o regime flexível de câmbio.

2. Regimes de Câmbio: Um Modelo Microeconômico Simples

Usamos um modelo microeconômico simples para ilustrar a diferença entre o regime de câmbio flexível e o regime de câmbio fixo e para analisar as implicações desses dois regimes de câmbio para as reservas internacionais de um país.

Figura 2.1: Taxa de Câmbio sob Regime Flutuante e sob Regime Fixo.



Fonte: Caves *et al.* (1991, p. 362) com adaptações.

Na Figura 2.1, a taxa de câmbio e é indicada no eixo vertical, e a quantidade de moeda estrangeira Q é indicada no eixo horizontal. Nesse modelo, suponhamos que existam curvas de oferta (S) e demanda (D) por moeda estrangeira. Então, sob um regime de câmbio flexível, a taxa de câmbio e é determinada pela interseção das curvas de demanda D e oferta S . A

curva de demanda denotada D' representa um aumento na demanda por moeda estrangeira. O equilíbrio se desloca para o ponto E' , e a taxa de câmbio aumenta de e_1 para e_2 , ou seja, a moeda doméstica se depreciou.⁷⁵ Sob um regime de câmbio fixo, o resultado do deslocamento de D para D' é diferente, como mostra a Figura 2.1.b.

A linha horizontal e^* representa a taxa fixa de câmbio. Sob o regime fixo, a taxa de câmbio é definida pelo banco central. Quando a curva de demanda por moeda estrangeira D é deslocada para D' , observamos um excesso de demanda por moeda estrangeira.⁷⁶ Sob o regime fixo, o banco central está disposto a comprar e vender moeda estrangeira até o mercado ficar em equilíbrio. No caso exposto na Figura 2.1b, o banco central vende moeda estrangeira para eliminar o excesso de demanda, mas não vai poder sustentar esse fluxo de divisas indefinidamente porque o estoque de divisas internacionais esgotará em um determinado ponto no tempo.

Quando o nível de reservas internacionais do banco central estiver suficientemente baixo, um ataque especulativo pode ocorrer e forçá-lo a instalar um outro regime de câmbio. De fato, esse é um dos maiores problemas do regime de câmbio fixo, que pode gerar uma conjuntura de crenças que leve a um ataque especulativo. Uma definição de um Ataque Especulativo pode ser a seguinte:⁷⁷

Se o nível de reservas internacionais do banco central começar a ficar muito baixo, os especuladores perceberão o que irá ocorrer (uma desvalorização) e procurarão trocar moeda doméstica por moeda estrangeira a fim de se protegerem das perdas esperadas.

⁷⁵ Um aumento da taxa de câmbio sob o regime flexível é chamado de depreciação e uma diminuição é chamada de apreciação. Sob o regime fixo, usam-se os termos desvalorização e valorização.

⁷⁶ O excesso de demanda é dado pela distância entre a interseção de e^* com S e a interseção de e^* com D' na Figura 2.1b.

⁷⁷ Segundo Caves *et al.* (2001, p. 297).

Num episódio desses, o banco central pode perder, rapidamente, montantes muito grandes de suas reservas cambiais, o que é denominado um ataque especulativo.

Uma das características do regime de câmbio fixo é que inevitavelmente sofre o colapso e termina em um outro tipo de regime.⁷⁸ Taxas de câmbio fixas têm de ser analisadas em termos de um certo período de tempo, pois mais cedo ou mais tarde o ajuste acontecerá. Ou seja, pode ocorrer uma valorização, uma desvalorização ou o regime será abandonado em favor de um outro sistema, seja ele um regime com taxas flutuantes, um *currency board* ou de algum outro tipo.

Enfim, pode-se ver como a taxa de câmbio é determinada pelas forças do mercado sob um regime flutuante. Sob um regime de câmbio fixo, a taxa é definida pelo governo. Um ponto muito importante é a observação que, sob um regime de câmbio flexível, o nível de reservas internacionais fica no mesmo nível. Isso é resultado do fato de que o banco central nem compra nem vende divisas no mercado de câmbio. Por isso, um regime de câmbio flexível não está sujeito a um ataque especulativo.⁷⁹ No regime de câmbio fixo, as reservas internacionais são usadas para defender a paridade anteriormente definida pelo governo.

Na prática, existem vários tipos de regimes de câmbio entre as duas abstrações teóricas: regime fixo e regime flexível. O espectro de possibilidades engloba os seguintes regimes: flutuação livre (*free float*), flutuação suja (*dirty float*), flutuação com bandas ou zona alvo (*float with a band or target zone*), bandas cambiais ajustáveis (*sliding band*), bandas cambiais deslizantes (*crawling band*), âncora cambial deslizante (*crawling peg*), câmbio-fixo-mas-ajustável (*fixed-but-adjustable exchange rate*), caixa de conversão (*currency board*), dolar-

⁷⁸ Garber e Svensson (1995, p. 1891).

⁷⁹ De fato, o regime de câmbio flexível e a união monetária são os únicos regimes de câmbio que não estão sujeitos a um ataque especulativo.

ização ou eurorização e união monetária.⁸⁰ Após essa discussão sobre o uso de reservas internacionais no regime de câmbio fixo e no câmbio flexível usando um modelo microeconômico, percebe-se que esses regimes diferem basicamente na forma e na frequência da intervenção do banco central no mercado de câmbio.

Antes de entrar na discussão de taxas fixas vs. taxas flexíveis, é preciso lembrar que as comparações entre taxas de câmbio verdadeiramente fixas e verdadeiramente flutuantes, apesar de úteis para destacar seus benefícios e custos, na verdade não representam as opções enfrentadas pelos governos. Poucos países mantiveram taxas de câmbio totalmente fixas durante mais de uma década. A Inglaterra e a França desvalorizaram suas moedas duas vezes durante a vigência do sistema de Bretton Woods, tendo a Alemanha revalorizado o marco duas vezes. O Japão foi o único país desenvolvido a manter sua taxa de câmbio fixa desde o fim da Segunda Guerra Mundial, até o colapso do sistema de Bretton Woods.⁸¹

Uma lista de 10 possíveis regimes cambiais que expõe as principais características, as vantagens, as desvantagens, episódios-chaves e comentários encontra-se no apêndice deste capítulo: 10 regimes de Câmbio.

3. Taxas Fixas vs. Taxas Flexíveis

O debate sobre flexibilidade da taxa de câmbio foi lançado nos anos 50, na época das taxas fixas do sistema Bretton Woods. Um dos economistas que disseminou os argumentos a favor das taxas de câmbio flexíveis foi Milton Friedman (1953): a autonomia da política monetária e o ajuste automático da taxa pelo mercado.⁸² O regime de taxas flexíveis pro-

⁸⁰ Edwards e Savastano (1999) apresentam a maioria dos regimes aqui mencionados em forma de tabela, listando as características, vantagens, desvantagens, episódios importantes e comentários.

⁸¹ Segundo Kenen (1998, p. 556).

⁸² O ajuste automático da taxa de câmbio pelo mercado implica que o governo não define uma paridade longe dos

porciona a um país a liberdade de escolher sua política monetária, i.e., sua taxa de inflação, sem considerar o impacto sobre o balanço de pagamentos que eles teriam. Assim, qualquer inconsistência entre a política monetária doméstica e a política monetária do resto do mundo seria absorvida pela mudança da taxa de câmbio, em vez de resultar numa mudança nas reservas internacionais.⁸³ Ou seja, as taxas flexíveis permitem que cada país opte por sua própria taxa de inflação de longo prazo, em vez de possivelmente importar a taxa de inflação estabelecida internacionalmente.⁸⁴

a) Nurkse e Friedman: Antes e Depois de Bretton Woods

As principais desvantagens das taxas de câmbio flexíveis foram relatadas antes de Bretton Woods. A experiência dos anos 30 de altas volatilidades das taxas flexíveis e da instabilidade do sistema monetário internacional dessa época inspiraram o estudo *International Currency Experience* conduzida pela Liga das Nações. O estudo, cujo autor principal foi Ragnar Nurkse, apresentou fatos amplamente aceitos. Concluiu que as taxas de câmbio flutuantes tendem a ser voláteis demais, atrapalham o comércio e o investimento internacional, e o mercado de câmbio tende a criar bolhas especulativas que distorcem preços relativos:⁸⁵

Os vinte anos que se passaram entre as guerras forneceram evidência ampla no que se refere à questão das taxas de câmbio flutuantes vs. taxas de câmbio estáveis. Um sistema com taxas de câmbio totalmente livre é concebível e pode ter alguns pontos atraentes em teoria.[...] Entretanto, nada estaria mais longe das lições que aprendemos com o passado.

fundamentos reais que, por sua vez, podia levar a um desequilíbrio do balanço de pagamento.

⁸³ Segundo Williamson e Milner (1991, p. 266).

⁸⁴ Segundo Krugman e Obstfeld (1998, p. 579).

⁸⁵ Liga das Nações (1944, p. 210). Segundo Kenen (1998, p. 508-9).

As taxas de câmbio que flutuam livremente acarretam três desvantagens sérias. Em primeiro lugar, criam um elemento de risco, que tende a desencorajar o comércio internacional. O risco pode ser coberto por operações de “hedging”, onde existe um mercado de câmbio futuro; mas tal segurança, se é que ela pode ser atingida, pode ser obtida apenas a um preço e, por isso, em geral aumenta o custo do comércio.[...]

Em segundo lugar, como meio de ajustar o balanço de pagamentos, as flutuações das taxas de câmbio envolvem deslocamentos constantes de trabalho e outros recursos entre a produção nacional e a produção para exportação. Esses deslocamentos podem ser caros e problemáticos; eles tendem a criar o desemprego sazonal e são claramente desperdiçadores se as condições do mercado cambial que os exigirem forem temporárias.[...]

Em terceiro lugar, a experiência mostra que nem sempre se pode confiar nas taxas de câmbio flutuantes para promover o ajuste. Qualquer movimento considerável ou contínuo da taxa de câmbio tem probabilidades de gerar previsões de um movimento na mesma direção, dando origem a transferências de capital especuladoras de um tipo que causa desequilíbrios.

A Tabela 2.3 resume as principais vantagens e desvantagens do regime flexível de câmbio, que serão discutidas a seguir.

Com essa retrospectiva histórica, tem-se capturada a essência da discussão sobre taxas fixas e flexíveis. As experiências após o sistema de Bretton Woods mostram que as taxas flexíveis permitem uma organização monetária internacional efetiva.⁸⁶

⁸⁶ Segundo Richard et al. (1992, p. 204) 90% dos economistas concordaram com essa afirmação nos anos 1990.

Tabela 2.3: Vantagens e Desvantagens das Taxas Flexíveis

Taxas Flexíveis	
Vantagens	Desvantagens
Autonomia da Política Monetária	Desencoraja Comércio Internacional
Ajuste Automático da Taxa de Câmbio	Alta Volatilidade / Especulação

Fonte: Elaboração do Autor.

b) Autonomia Monetária: Isolamento sob Taxas de Câmbio Flexíveis

O argumento mais forte a favor das taxas flexíveis é a sua capacidade, em teoria, de efetuar automaticamente mudanças na taxa de câmbio que isolam as economias da inflação internacional. O mecanismo por trás desse isolamento da economia pela taxa flexível é a paridade do poder de compra.

Suponhamos que as mudanças na economia mundial são puramente monetárias e a expansão monetária dos Estados Unidos dobra o nível de preços de longo prazo, enquanto o nível de preços da União Européia permanece constante. A PPC prevê que o preço de longo prazo do Dólar em Euro será reduzido pela metade, ou seja, o Euro valoriza em relação ao Dólar. Essa mudança na taxa de câmbio mantém a taxa de câmbio real entre Dólar e Euro sem alteração e, portanto, mantém os equilíbrios interno e externo da União Européia. Em outras palavras, a mudança da taxa de câmbio nominal mantém a taxa de câmbio real constante, e isso isola a União Européia da inflação dos Estados Unidos.⁸⁷ Segundo Krugman e Obstfeld (1998, p. 579):

Os países que operavam sob as regras de Bretton Woods foram forçados a optar entre a

⁸⁷ Essa exposição do isolamento sob taxas fixas via PPC segue as linhas de Krugman e Obstfeld (1998, p. 579).

inflação dos Estados Unidos para manter a sua taxa de câmbio diante do Dólar fixa ou valorizar suas moedas em proporção ao aumento dos preços dos Estados Unidos. Sob taxas flutuantes, contudo, o mercado protege automaticamente os países da inflação dos Estados Unidos.

Esse mecanismo verifica-se apenas a longo prazo. Observa-se uma alta volatilidade das taxas nominais de câmbio sob o regime flexível de câmbio. Se as taxas fossem decorrentes da paridade do poder de compra, seria muito difícil justificar essas variações. As taxas nominais iriam variar de maneira suave e gradual em resposta à diferença dos índices nacionais de inflação. Entretanto, em um mundo com alta mobilidade de capital, as variações das taxas de câmbio refletem eventos e expectativas dos mercados de ativos financeiros, podendo essas expectativas serem muito voláteis. Segundo Michael Mussa, um defensor das taxas flutuantes:⁸⁸

Há muito venho compartilhando do ponto de vista de que o comportamento dos preços dos ativos , inclusive das taxas de câmbio, foi afetado por um certo grau de loucura. Muitos aspectos do comportamento humano me impressionaram por não serem totalmente sãos e não vejo por que o comportamento dos preços dos ativos deve ser virtualmente uma exceção única.

Mussa argumenta que as taxas de câmbio comportam-se como qualquer ativo financeiro, i.e., de forma imprevisível, pois são influenciados por expectativas dos agentes do mercado . Essas expectativas são altamente voláteis, o que explica a volatilidade das taxas de câmbio

⁸⁸ Segundo Kenen (1998, p. 563).

tão significativa que a próxima seção se dedica a esse assunto.^{89, 90}

c) A Volatilidade Excessiva de Taxas de Câmbio Flexíveis

Uma explicação para a existência dessa volatilidade são as bolhas especulativas no mercado de câmbio. É em geral aceito que bolhas especulativas existam no mercado de ações. Os preços das ações variam muito mais do que os fundamentos das empresas. Partindo da idéia de que as taxas de câmbio também são ativos, chegamos à explicação das bolhas especulativas no mercado de câmbio.⁹¹ Uma bolha especulativa é um movimento da taxa de câmbio que não está baseada em fundamentos macroeconômicos, mas em expectativas auto-realizáveis.⁹²

Friedman argumentava que a especulação garantiria a estabilidade no mercado de câmbio. Um especulador vende um ativo quando ele estiver supervalorizado, i.e., o preço do ativo está acima do preço de equilíbrio, e compra o ativo quando ele estiver subvalorizado. Os especuladores que não o fazem perdem dinheiro no longo prazo.⁹³

Esse argumento não apresenta tanto poder explicativo na prática como sugere a simplicidade dessa teoria. A volatilidade observada no mercado de câmbio levou pesquisadores ao estudo da microestrutura do mercado de câmbio. A teoria das bolhas especulativas endógenas parte da proposição de que as previsões dos agentes econômicos são obtidas a partir de

⁸⁹ Essa abordagem é chamada abordagem dos ativos. Aqui a abordagem dos ativos é usada para explicar a volatilidade da taxa de câmbio: a paridade dos juros representa a condição básica de equilíbrio. Ou seja, o mercado está em equilíbrio quando os depósitos de todas as moedas oferecem a mesma taxa de rendimento esperado. Se as expectativas mudam abruptamente, as taxas de câmbio também o farão.

⁹⁰ Frankel e Rose (1995, p. 1699) notam: *The volatility of foreign exchange rates is sufficiently high to be worth of study by applied researchers.*

⁹¹ Pesquisas comparando regimes de câmbio concluíram que existem diferenças substanciais nos movimentos das taxas nominal e real de câmbio, que só podem ser explicadas por choques macroeconômicos não-observáveis ou bolhas especulativas. Segundo Frankel e Rose (1995, p. 1707).

⁹² Se todos os agentes no mercado de câmbio estiverem convencidos de que o dólar valoriza-se em relação ao real, eles compram dólar e vendem real. Fazendo isso, a demanda por real cai e a demanda por dólar sobe com o resultado de que o Dólar se valoriza.

⁹³ Ver Williamson e Milner (1991) capítulo 14: Flexible Exchange Rates. Veja também a discussão sobre mudanças na taxa de câmbio em Friedman (1953, p. 161-4).

métodos diferentes. Os agentes do mercado são classificados como especulador ou investidor, de acordo com o método de previsão empregado. O especulador usa técnicas extrapolativas para prever a taxa de câmbio, e o investidor observa os fundamentos. A interação dos agentes heterogêneos no mercado de câmbio explica, segundo essa teoria, a volatilidade observada.⁹⁴

Um dos fenômenos mais famosos da volatilidade no mercado de câmbio é a ultrapassagem de câmbio analisada por Dornbusch (1976). Segundo a teoria de Dornbusch, são as expectativas racionais que pronunciam os movimentos da taxa de câmbio. Esse efeito é chamado de “overshooting” de Dornbusch.

A ultrapassagem de câmbio sustenta o argumento contra as taxas flexíveis de que a volatilidade cria incertezas e representa uma barreira para o comércio e o investimento internacional. Esse argumento não pode ser descartado facilmente, dado o fenômeno da ultrapassagem de câmbio. No caso da criação da União Européia, foram justamente considerações desse tipo que motivaram a criação da moeda única.⁹⁵

d) A Teoria da Área Monetária Ótima

Uma teoria relevante para a discussão das taxas fixas *versus* taxas flutuantes é a teoria das áreas monetárias ótimas. Uma taxa de câmbio fixa para sempre é equivalente, na teoria, a uma moeda única. Mundell apresenta, em 1961, uma teoria sobre áreas monetárias ótimas.⁹⁶ MacKinnon (1963) contribuiu discutindo a relevância da abertura da economia ao comércio internacional em relação aos equilíbrios interno (inflação) e externo (balanço de pagamentos).⁹⁷ MacKinnon definiu uma área monetária com taxas de câmbio internas fixas,

⁹⁴ Veja, por exemplo, De Long, J.b.; Schleifer, A.; Summers, L.; Waldmann, R. (1990).

⁹⁵ Confira Frankel (1999, p. 10).

⁹⁶ Veja a reprodução do artigo em Mundell (1968).

⁹⁷ A abertura de uma economia é dada pelas razões comercializáveis e não-comercializáveis.

taxas de câmbio externas flexíveis, sendo **ótima** se estes três objetivos fossem alcançados:⁹⁸

- 1) Emprego pleno;
- 2) Equilíbrio externo ($BP = 0$);
- 3) Equilíbrio interno (inflação = 0).⁹⁹

A observação-chave de MacKinnon é: Imagine um espectro de graus de abertura comercial de totalmente fechado até totalmente aberto. Se a economia se desloca no espectro de fechado em direção a aberto, a taxa de câmbio flexível torna-se, a cada passo, menos efetiva para alcançar o equilíbrio externo e, ao mesmo tempo, exerce mais pressão sobre a estabilidade dos preços internos.¹⁰⁰ Então, com uma maior abertura da economia, as taxas fixas de câmbio deveriam ser adotadas. Caso contrário, um regime de taxas flexíveis representa a melhor escolha.

e) Credibilidade vs. Autonomia da Política Monetária

Um outro assunto relacionado à discussão sobre as taxas fixas ou flexíveis é a credibilidade da política monetária. Obstfeld e Rogoff (1996) constataram que a credibilidade é um problema central da política monetária.¹⁰¹ A taxa de câmbio é usada como âncora nominal. A argumentação procede nas linhas da discussão *rules vs. discretion*. Discute-se o significado da credibilidade no contexto da política monetária usando um modelo simples. Suponha-se que os agentes privados negociam os salários nominais um período antes de os contratos

⁹⁸ O relatório de Pierre Werner fornece uma outra definição do que seja uma área monetária ótima: *São grupos de regiões ou países com economias fortemente relacionadas pelo comércio de produtos e serviços e pela mobilidade de fatores de produção.*

⁹⁹ A condição três da lista afirma que cada economia capitalista necessita de uma moeda líquida e de valor estável para assegurar alocação eficiente de recursos.

¹⁰⁰ Segundo MacKinnon (1963, p. 719).

¹⁰¹ Segundo Obstfeld e Rogoff (1996, p. 634).

serem efetuados. Como os agentes se interessam pelo salário real, e não pelo salário nominal, formam expectativas de inflação. Se essas expectativas forem erradas, o salário real não estará no seu nível de equilíbrio. Seguindo convenções keynesianas, assumindo que empresas sempre estão na sua curva de demanda, uma inflação maior do que a esperada aumenta o emprego, e uma inflação menor do que a esperada diminui o emprego. Se a autoridade monetária eleva a inflação, via expansão monetária, acima da inflação esperada, então a produção ficaria acima do nível natural, e os salários reais seriam menores. Como os agentes privados percebem a tentação da autoridade monetária, elevam, por sua vez, as expectativas que se refletem nos contratos nominais. O resultado é que a economia permanece no seu nível natural de produção, mas a taxa de inflação fica elevada. Uma âncora nominal pode quebrar essa espiral de expectativas. A taxa fixa de câmbio representa uma âncora nominal. Como já foi discutido, o país importará a taxa internacional de inflação e não tem um instrumento para criar uma surpresa inflacionária. Outras propostas para eliminar esse problema são de caráter institucional. Um banco central conservador poderia resolver o problema.¹⁰²

Chang e Velasco (2000) afirmam que o argumento da credibilidade acima desenvolvido não é muito convincente no contexto dos países emergentes, especialmente América Latina.¹⁰³

The key observation is that, in the developing world, the transition to floating has taken place at the same time as average inflation rates have fallen sharply. At the end of the 1980's, average yearly inflation in the Western Hemisphere was over 400 percent; ten years later, it is in the single digit.

Todavia, não foi somente a transição de um regime fixo para o regime flutuante, muitos

¹⁰² Segundo Obstfeld e Rogoff (1996, p. 641).

¹⁰³ Segundo Chang e Velasco (2000, p. 71).

países na América Latina liberalizaram suas contas de capital. A mobilidade de capital não foi examinada explicitamente na discussão sobre os regimes de câmbio. A trindade impossível resume os resultados do modelo Mundell-Fleming.

f) A Trindade Impossível

Uma contribuição muito importante na discussão do câmbio flexível *versus* fixo é o modelo Mundell-Fleming, que mostra as vantagens e desvantagens dos diversos regimes de câmbio, segundo diferentes graus de mobilidade de capital. O poder explicativo e de previsão do modelo Mundell-Fleming é limitado. Mesmo assim, o impacto sobre a literatura econômica foi tão significativo que nenhum texto sério de finanças internacionais deixa de mencioná-lo.¹⁰⁴ Uma das aplicações mais importantes do modelo é a escolha do regime de câmbio.¹⁰⁵

Os resultados desse modelo se refletem no princípio da trindade impossível. Esse princípio afirma que um país tem de abrir mão de um destes três: taxa de câmbio estável, autonomia monetária ou integração no mercado financeiro internacional.¹⁰⁶

A Figura 2.2 mostra as opções graficamente. Supondo que um país não está disposto a abrir mão da integração no mercado financeiro internacional, então esse país tem que ceder independência monetária ou a estabilidade da taxa de câmbio. Assim, esse país poderia tomar a decisão de aderir a uma União Monetária (ponto embaixo à direita no triângulo) e desfrutar da integração no mercado financeiro e de taxas de câmbio estáveis ou optar pelo câmbio flexível (ponto embaixo à esquerda no triângulo) e usar a independência monetária para reagir contra choques econômicos e, ao mesmo tempo, desfrutar da integração no mercado

¹⁰⁴ Segundo Obstfeld e Rogoff (1996, p. 609).

¹⁰⁵ Segundo Obstfeld e Rogoff (1996, p. 632).

¹⁰⁶ Segundo Frankel (1999, p. 7).

Figura 2.2: A Trindade Impossível



Fonte: Adaptado de Frankel (1999, p. 9).

financeiro internacional. Quando o país adota controles de capitais (ponto em cima), ele não precisa abrir mão da autonomia da política monetária nem da estabilidade da taxa de câmbio. Nada impede, na teoria, que o país escolha abrir mão da metade da autonomia da política monetária e da metade da estabilidade da taxa de câmbio. O país posicionaria-se na metade da linha entre flutuação livre e União Monetária na Figura 2.2. Nesse ponto, o país adotaria um dos regimes de câmbio intermediário, por exemplo, o crawling peg, apresentado na seção anterior. Esse tipo de regime de câmbio foi popular nos anos 80 e 90, mas hoje poucos países da América Latina adotam esse tipo de regime.¹⁰⁷

4. Taxas Flutuantes e Fragilidade Financeira

No caso dos países emergentes, temos um outro aspecto que parece ser o fator deter-

¹⁰⁷ Confira Rülle (1999, p. 1). A história parece fornecer evidências que suportam a afirmação de Friedman, em Friedman e Roosa (1968, p. 26): *Tal sistema, no qual é mudado o nível em que é fixada a taxa de câmbio, a intervalos substanciais de tempo, é o pior de todos. Uma fixação ajustável não dá nem a certeza de uma taxa realmente fixa nem a flexibilidade de uma taxa flutuante. Ela está seguramente sujeita a especulação desestabilizante.*

minante da política cambial: a fragilidade financeira. Eichengreen e Bordo (2002) contam 17 crises bancárias, 57 crises cambiais e 21 crises combinadas, somando 95 crises de 1973 até 1997 em países emergentes.¹⁰⁸ Eichengreen e Hausmann (1999) distinguem três abordagens teóricas que explicam a fragilidade financeira dos países emergentes: o azar moral, o pecado original e o problema do compromisso. Essas teorias sobre fragilidade financeira serão analisadas a respeito das implicações para a política cambial.

a) A Hipótese do Azar Moral

Essa abordagem da fragilidade financeira recebeu muita atenção na literatura econômica e argumenta que a existência de um prestador de último recurso leva a que os agentes econômicos assumam posições no mercado de câmbio que representam riscos excessivos. Em particular, sistemas como a âncora cambial deslizante são vistos como seguro implícito contra o risco cambial. Em outras palavras, os agentes esperam ser socorridos ou pelo banco central ou pela comunidade financeira internacional. Dada essa expectativa, é ótimo para os agentes assumir mais riscos. Ou seja, a arquitetura financeira tem uma falha, porque parte do risco dos agentes econômicos é assumida pelo governo.

Uma das implicações para a política cambial é que soluções de esquina (corner solutions) devem ser procuradas: dolarização ou câmbio flutuante. A âncora cambial deslizante não tem credibilidade no longo prazo, justamente pelo risco do azar moral. Pela falta de credibilidade, os fluxos financeiros se concentram em curto prazo. A taxa de câmbio flutuante corrige essa situação, pois limita os movimentos de capitais de curto prazo. Saídas de capitais provocam depreciação e, assim, desestimulam o fluxo de capitais para fora.

¹⁰⁸ Segundo Eichengreen e Bordo (2002, p. 41).

b) A Hipótese do Pecado Original

A hipótese do pecado original explica a fragilidade financeira dos países emergentes pelos mercados financeiros incompletos. A moeda não pode ser usada para emprestar no mercado internacional, e empréstimos denominados na moeda doméstica são somente de curto prazo. Para financiar projetos no longo prazo, empresas enfrentam duas opções:

- 1) Empréstimo no mercado internacional em dólar; isso resulta numa discordância de moedas, pois as receitas da empresa são em moeda doméstica. Uma desvalorização traz uma dificuldade de honrar os compromissos: mais unidades da moeda doméstica são necessárias para honrar o empréstimo em dólar. Chamamos isso de **o problema da discordância de moeda**;
- 2) A outra é o financiamento do projeto com empréstimo na moeda local de curto prazo, rolando regularmente a dívida. Com isso, o projeto depende das flutuações da taxa de juros de curto prazo. Se os juros sobem drasticamente, a empresa pode chegar à situação de inadimplência. Chamamos isso de **o problema da discordância do prazo**.

Suponha-se, agora, que um choque atinge a economia na qual as empresas financiam os seus projetos das duas maneiras. A autoridade monetária enfrenta a decisão de desvalorizar ou defender a paridade, que é equivalente a aumentar a taxa de juros. Se a autoridade desvaloriza a moeda, provavelmente empresas entram em inadimplência pelo problema da discordância da moeda. Se a autoridade aumenta a taxa de juros, as empresas entram em inadimplência pelo problema da discordância do prazo.

As implicações dessa teoria para política cambial são claras. Um regime intermediário, como a âncora cambial deslizante, cria o problema da discordância do prazo. Os agentes

não estão dispostos a emprestar à longo prazo, por falta de confiança de que a programação das desvalorizações será cumprida como planejado.¹⁰⁹ Para o caso dos países com taxas flutuantes, Calvo e Reinhart (1999) fizeram uma contribuição importante; eles cunharam o termo *fear of floating*. Um dos fatos encontrados é o medo de deixar a taxa de câmbio variar muito. A taxa de juros é em muitos casos utilizada para impedir movimentos na taxa de câmbio. A volatilidade dos juros impede a criação de um mercado de títulos de longo prazo. A solução, segundo a hipótese do pecado original, é a dolarização das economias emergentes. Com isso, eliminar-se-iam os problemas de discordância de moeda e de prazo ao mesmo tempo.

Uma das principais diferenças em relação à teoria do azar moral é que a fragilidade financeira é atribuída à falha do mercado. Os agentes não conseguem se proteger do risco cambial.

*The problem is that a country whose external liabilities are necessarily denominated in foreign exchange is by definition unable to hedge. Assuming that there will be someone on the other side of the market for foreign exchange is equivalent to assuming that the country can borrow abroad in its own currency.*¹¹⁰

Resumindo, mercados incompletos implicam fragilidade financeira, e a solução é o ingresso num mercado maior via dolarização.

c) A Hipótese do Problema do Compromisso

A terceira hipótese sobre a fragilidade financeira não vê o problema no azar moral ou no

¹⁰⁹ Eichengreen e Hausmann (1999, p. 13) afirmam: *This is the basis for the now-prevalent view that pegged exchange rates and open international capital markets are an accident waiting to happen in all but the most financially-robust emerging markets.*

¹¹⁰ Segundo Eichengreen e Hausmann (1999, p. 3).

pecado original, mas nas instituições fracas dos países emergentes.

*Transactions that are mutually desirable ex ante may not be mutually desirable ex post. The borrower might be better off, for example, if he did not have to repay.*¹¹¹

Num mundo onde os agentes econômicos têm incentivos para mudar o comportamento após terem fechado um contrato, faz-se necessário garantias. Essas garantias somente têm sentido se existe um sistema judicial para efetivar os direitos proprietários de forma eficiente.

A hipótese do problema do compromisso afirma que a fragilidade financeira é resultado direto da fragilidade das instituições pelo seguinte mecanismo: os emprestadores percebem que a probabilidade de calote da dívida é maior sem instituições fortes para efetuar direitos proprietários; por isso, um prêmio sobre o risco é cobrado. A cobrança desse prêmio, por sua vez, aumenta a probabilidade de calote da dívida. Contudo, essa teoria não fornece um guia claro para a escolha da política cambial.

5. Conclusões

A discussão da taxa flexível vs. taxa fixa de câmbio para um país emergente não chega a uma conclusão clara. A teoria do azar moral recomenda um regime flexível e a teoria do pecado original recomenda um regime fixo. Pelo menos a respeito dos regimes intermediários parece existir uma certeza: eles devem ser evitados. A solução parece ser uma solução de esquina, ou câmbio flutuante ou fixo. Na prática, são esses regimes de esquina que menos se observam em países em desenvolvimento. Os regimes intermediários prevalecem entre esses países.¹¹²

¹¹¹ Segundo Eichengreen e Hausmann (1999, p. 4).

¹¹² Calvo e Reinhard (2000) mostram que países emergentes, que adotaram o regime de câmbio flutuante, evitam grandes flutuações da taxa de câmbio usando a taxa de juros como instrumentário. Esse fenômeno foi chamado *the*

Krugman e Obstfeld (2001, p. 739) expressam a confusão na discussão da taxa flexível vs. fixo de câmbio para um país emergente da seguinte maneira:

Se esta rápida análise parece indicar um alto grau de confusão quanto à “arquitetura” financeira do futuro, você entendeu bem o espírito da coisa. Neste ponto, a única certeza é que, embora os grandes países avançados possam estar à vontade com taxas de câmbio flutuantes e mobilidade de capitais internacionais, os países em desenvolvimento não parecem ter qualquer alternativa satisfatória. Um bom palpite é que os próximos anos serão testemunhas de experimentações consideráveis.[...] Mas ninguém arrisca qualquer palpite sobre se ou quando surgirá uma arquitetura coerente a partir dessa arena livre para todos.

Encerra-se essa discussão sobre taxas fixas vs. taxas flexíveis com uma citação de Frankel (1999):¹¹³

The grass is always greener on the other side of the parity.

fear of floating (o medo de flutuar) por Calvo e Reinhart (2000) e será examinada em detalhe no Capítulo III: 3. O Medo de Flutuar.

¹¹³ Segundo Frankel, J.A. (1999, p. 11). No single currency is right for all countries or at all the times. *NBER Working Paper Series*. **7338**.

Apêndice do Capítulo II: 10 Regimes de Câmbio

Neste apêndice, expõem-se as principais características (α), as vantagens (β), as desvantagens (γ), episódios-chaves (δ) e comentários (ϵ) para 10 possíveis arranjos de regimes cambiais.

1) Flutuação Livre (Free Float)

α) Características: O valor da taxa de câmbio é determinado livremente no mercado de câmbio. Mudanças reais e esperadas na demanda e oferta por ativos e bens resultam em mudanças na taxa de câmbio.

β) Vantagens: Mudanças na taxa nominal de câmbio isolam a economia de choques externos. Não há necessidade de manter um estoque de reservas internacionais elevado.

γ) Desvantagens: A alta volatilidade da taxa de câmbio nominal (real) pode distorcer a alocação de recursos. A taxa de câmbio não pode ser usada como âncora nominal da política monetária; isso pode deixar um espaço grande para discricão e um viés inflacionário considerável.

δ) Episódios-chaves: Virtualmente, nenhum país tem um regime de câmbio flexível puro, os Estados Unidos, a Alemanha e a Suíça chegam perto desse ideal.

2) Flutuação Suja (Dirty Float)

α) Características: O banco central faz esporadicamente intervenções no mercado de câmbio. A natureza e a frequência das intervenções variam, assim como os objetivos que guiam as intervenções. Distinguem-se intervenções ativas e indiretas. Intervenções ativas (esterilizadas ou não) resultam em mudanças nas reservas internacionais. Intervenções indiretas (mudanças

na taxa de juros, liquidez e outros instrumentos financeiros) não resultam em mudanças nas reservas.

β) Vantagens: As mesmas do regime “free float”, com a diferença de que um nível maior de reservas internacionais é necessário. A volatilidade excessiva é amortecida pelas intervenções.

γ) Desvantagens: A falta de transparência do comportamento do banco central pode introduzir uma grande incerteza. Efeitos de intervenção são geralmente de curtíssima duração (mesmo quando intencionados como um sinal) e podem ser desestabilizadores.

δ) Episódios-chaves: Muitas economias avançadas adotaram esse regime; por exemplo, Canadá e Austrália.

ϵ) Comentários: O sistema de *dirty float* pode ser pensado como um regime flexível gerenciado com bandas amplas, não fixadas nem divulgadas e fornecedoras do critério para a intervenção.

3) Flutuação com Banda, ou Zona-Alvo (Floating with a band, or Target Zone)

α) Características: A taxa nominal de câmbio flutua entre um limite inferior e um limite superior. O centro da banda é uma taxa fixa em relação a uma moeda estrangeira, ou em relação a uma cesta de moedas estrangeiras. A amplitude da banda varia (no sistema da *serpente europeia* foi $\pm 2.5\%$). Alguns sistemas de bandas são resultado de arranjos cooperativos, outros são unilaterais.

β) Vantagens: Esse regime combina o benefício de alguma flexibilidade com credibilidade. Os parâmetros-chaves (banda, ponto no meio) ajudam o público na formação de expectativas. As mudanças na taxa de câmbio nominal ajudam a absorver choques reais do exterior.

γ) Desvantagens: Em alguns casos (especialmente quando a banda é estreita demais e quando as políticas macroeconômicas não são consistentes com a banda), o sistema pode ser deses-

tabilizador e exposto a ataques especulativos. Determinar o tamanho da banda não é uma tarefa trivial. Sistemas que permitem redefinição da banda e da paridade central enfraquecem a credibilidade do regime.

δ) Episódios-chaves: O mecanismo de câmbio da Comunidade Européia nos anos 80 é o exemplo mais conhecido desse regime de câmbio. O ataque especulativo em 1993 mostrou que esse tipo de sistema pode expor o país a pressões especulativas severas. Alguns países da Comunidade Européia foram forçados a aumentar a banda de $\pm 2.5\%$ para $\pm 15\%$.

4) Bandas Cambiais Ajustáveis (Sliding Band)

α) Características: Esse sistema é uma adaptação do regime zona-alvo para economias com taxa de inflação alta. A autoridade não garante que vai manter a paridade central. O público sabe que ocorrerão ajustes periódicos (por exemplo, para manter as exportações competitivas).

β) Vantagens: Esse sistema permite que países com taxas de inflação substancialmente maiores do que a inflação mundial implementem uma banda sem experimentar uma apreciação grande.

γ) Desvantagens: O fato de que o tempo e a magnitude dos reajustes não são conhecidos introduz incerteza, que, muitas vezes, implica taxas de juros altamente voláteis. Como no sistema zona-alvo, temos a dificuldade da escolha do tamanho da banda.

δ) Episódios-chaves: Israel teve um sistema como esse de 1989 até dezembro 1991.

ε) Comentários: O regime de bandas cambiais ajustáveis é associado à incerteza e à volatilidade. Por essas razões, ele se torna menos atrativo do que outras alternativas, como o regime de bandas cambiais deslizantes.

5) Bandas Cambiais Deslizantes (Crawling Band)

α) Características: Trata-se de um sistema de bandas no qual a paridade central muda com o decorrer do tempo. Regras diferentes podem ser usadas para determinar a velocidade de mudança da paridade central: *backward-looking crawl* (e.g., baseado na diferença da inflação passada), e o *forward-looking crawl* (e.g., baseado na previsão da diferença da inflação).

β) Vantagens: O sistema permite que países com alta inflação usem um sistema de bandas sem precisar de grandes ajustes da paridade central.

γ) Desvantagens: A escolha do critério para determinar a velocidade do ajuste da paridade central tem certos riscos. Uma regra *backward-looking* pode introduzir inflação inercial. Uma regra *forward looking* que especifique um alvo de inflação “errado” pode produzir uma supervalorização e, com isso, pressões especulativas.

δ) Episódios-chaves: Israel implementou esse sistema em dezembro 1991. O Chile teve um sistema com uma banda sempre mais larga de 1986 até meados de 1998.

6) Âncora Cambial Deslizante (Crawling Peg)

α) Características: A taxa de câmbio nominal é ajustada periodicamente usando um conjunto de indicadores. Muitas vezes usa-se somente um indicador, a diferença da inflação passada. Esse indicador pode flutuar dentro de uma banda estreita (e.g. $\pm 2\%$). Uma variação do sistema, conhecido como “regime tablita”, ajusta a taxa nominal de câmbio por uma taxa de inflação preanunciada que é muito menor do que a taxa de inflação vigente na economia (inflation targeting).

β) Vantagens: Permite que países com alta inflação evitem supervalorizações da taxa de câmbio real. A versão tablita ajuda a formar as expectativas do público e tem um certo grau

de credibilidade.

γ) Desvantagens: Um *backward-looking crawl* implica inflação inercial e pode causar que a política monetária perca seu papel de âncora nominal.

δ) Episódios-chaves: Esse sistema tornou-se popular entre 1960 e 1970. Chile, Colômbia e Brasil implementaram esse sistema por muitos anos.

7) Câmbio fixo-mas-ajustável (Fixed-but-adjustable exchange rates)

α) Características: O sistema é epitomado pelo sistema Bretton Woods. A taxa nominal é fixa, mas o banco central não é obrigado a manter a paridade escolhida para sempre. Não existem restrições para as autoridades da política monetária e da política fiscal, que podem, se eles assim decidem, prosseguir com a execução de políticas inconsistentes com a preservação da paridade. Ajustes da paridade (a desvalorização em particular) são instrumentos políticos poderosos.

β) Vantagens: Estabelece disciplina macroeconômica, pois mantém os preços dos bens comercializáveis no nível dos preços no mercado internacional, num contexto de baixa incerteza. A cláusula de saída (“escape clause”), que permite a desvalorização, fornece um certo grau de flexibilidade.

γ) Desvantagens: As desvalorizações sob esse sistema são tipicamente eventos grandes e abruptos, trazendo incerteza e pressões inflacionárias. Um banco central independente poderia aliviar o problema “time inconsistency”.

δ) Episódios-chaves: O sistema é o mais importante do século. Muitos dos países emergentes continuam usando esse sistema.

ε) Comentários: As Taxas fixas no senso estrito são dadas numa união monetária.

8) Caixa de Conversão (Currency Board)

α) Características: Sistema de câmbio fixo com restrições legais, às vezes até constitucionais, da política monetária e sem opções de ajuste da paridade. A autoridade pode emitir moeda doméstica com um lastro de 100% nas reservas internacionais.

β) Vantagens: Esse sistema tem muita credibilidade e reduz (elimina) o problema “time inconsistency”.

γ) Desvantagens: O sistema providencia credibilidade, mas tem uma falta de flexibilidade; choques grandes não podem ser compensados com mudanças na taxa de câmbio e afetam diretamente a atividade econômica do país. O banco central perde a sua função de prestador de último recurso.

δ) Episódios-chaves: Um número limitado de países implementou esse sistema. A Argentina fez uma experiência que foi elogiada por muito tempo, mas terminou em 2002 e resultou num processo muito doloroso de adaptação.

9) Dolarização

α) Características: Trata-se de uma forma extrema da caixa de conversão, na qual o país perde sua autoridade monetária e passa a usar a moeda de um outro país como meio de pagamento legal.

β) Vantagens: A credibilidade é muito alta. A autoridade monetária não tem, em teoria, instrumentos para surpreender o público com uma expansão da base monetária.

γ) Desvantagens: Como no caso da caixa de conversão, o sistema tem credibilidade, mas há falta de flexibilidade. Choques adversos externos serão transmitidos inteiramente para a economia real. O banco central perde a função de prestador de último recurso. Uma

dificuldade na implementação desse sistema é a resistência por razões políticas e considerações geopolíticas. Um outro problema é que esse sistema, mesmo fixado na Constituição, pode ser mudado em circunstâncias extremas.

δ) Episódios-chaves: São poucos os exemplos desse tipo de regime. Panamá é um exemplo bem-sucedido. O caso da Libéria mostrou o problema do sistema. Na guerra civil, uma moeda doméstica foi emitida.

10) União Monetária

α) Características: Uma coalizão de países transfere a autoridade monetária para uma instituição supranacional que formula a política monetária, na melhor das hipóteses, de forma independente.

β) Vantagens: A credibilidade é grande, pois a quebra de um contrato multilateral traz uma penalização grande. A moeda única elimina incertezas e facilita o comércio e investimentos entre os países. Há ganhos consideráveis para os consumidores.

γ) Desvantagens: Esse tipo de sistema tem várias exigências em relação aos membros para se tornar viável, tais como: união tarifária, disciplina fiscal e outros.

δ) Episódios-chaves: A União Européia implementou uma moeda única, o Euro, em 1.1.1999, como moeda escritural; e três anos depois, em 2002, lançou a moeda fiduciária.

Capítulo III: Taxas Flexíveis de Câmbio - Aspectos Empíricos

Este capítulo relata os resultados de estudos de corte transversal que analisam o efeito do regime de câmbio sobre o desempenho macroeconômico. Pode-se afirmar que um regime fixo está relacionado, por exemplo, a uma menor taxa de inflação? Vários estudos encontraram esse resultado. Porém, a respeito do crescimento econômico, veremos que não há evidências definitivas.

Este capítulo está dividido em três partes. Primeiramente, revisam-se brevemente as regularidades empíricas das taxas flutuantes de câmbio. Segundo, discute-se a questão da classificação de regimes de câmbio. Na análise de um número grande de países, surgem problemas que não existem na análise de um único país. Em geral, quando o número de países a serem analisados converge para um, mais detalhes serão capturados. Diversos estudos de corte transversal usaram estatísticas do FMI e foram criticados porque um país, por exemplo, pode declarar o câmbio flutuante ao FMI e praticar um regime fixo-mas-ajustável. A motivação do país em não declarar o regime fixo-mas-ajustável é em muitos casos de evitar um compromisso público de defender uma paridade. Se o país declarasse que defendia dada paridade e deixasse de fazer isso num curto tempo depois, sofreria uma perda de credibilidade. Classificações *de facto*, baseadas no comportamento da taxa de câmbio, das reservas internacionais e da taxa de juros domésticos, tentam capturar essa diferença entre o regime praticado (*de facto*) e o regime declarado (*de jure*). A metodologia usada por Calvo e Reinhart (2000) é explicada em detalhe. A terceira parte do capítulo consiste no relato dos resultados dos estudos de corte transversal que analisam o efeito de diferentes regimes de câmbio sobre o desempenho macroeconômico.

3.1. Regularidades Empíricas das Taxas de Câmbio Flutuantes

Frankel e Rose (1995) fornecem um resumo dos resultados de estudos empíricos sobre as taxas flexíveis de câmbio. A determinação da taxa de câmbio é uma das três áreas de finanças internacionais que receberam mais atenção nos últimos 10 anos.¹¹⁴ As outras duas áreas foram as taxas fixas administradas (Garber e Svensson, 1995, fornecem um tratamento compreensivo sobre o assunto) e a eficiência do mercado de câmbio.¹¹⁵ As regularidades mais importantes das taxas flexíveis de câmbio, que são o objeto deste estudo, foram relatadas por Mussa (1979) e permanecem válidas mais de 20 anos depois.¹¹⁶ Os trabalhos empíricos sobre a taxa de câmbio flutuante apontaram que:

- 1) O logaritmo da taxa de câmbio à vista é aproximadamente um caminho aleatório.¹¹⁷
- 2) A maioria das mudanças na taxa de câmbio não são esperadas.
- 3) As moedas de países com altas taxas de inflação tendem a se depreciar pela diferença da taxa de inflação no longo prazo. Suponha-se que o país x apresenta uma inflação 3% maior do que a taxa de inflação internacional, então espera-se que a taxa de câmbio do país x se deprecie em 3% também.¹¹⁸
- 4) Movimentos na taxa de câmbio parecem ultrapassar movimentos nas taxas reais de câmbio.¹¹⁹

¹¹⁴ De acordo com Frankel e Rose (1995, p. 1690).

¹¹⁵ A eficiência do mercado de câmbio foi objeto de “muitíssimos estudos”, segundo Caves, Frankel e Jones (2001, p. 584). Caves *et al.* (2001), capítulo 26 fornecem uma introdução ao assunto.

¹¹⁶ De acordo com Frankel e Rose (1995, p. 1691).

¹¹⁷ Meese e Rogoff (1983) concluíram que não existe um modelo estrutural da taxa de câmbio que apresentasse um desempenho melhor do que o caminho aleatório.

¹¹⁸ Nota-se a conexão desse fenômeno com a teoria da paridade do poder de compradiscutida no segundo capítulo.

¹¹⁹ Dornbusch (1976) apresentou uma teoria de movimentos da taxa de câmbio dada uma alta mobilidade de capital, ajuste relativamente devagar de mercados de bens relativo aos mercados de ativos e expectativas consistentes. A ultrapassagem da taxa de câmbio nominal é explicada pela diferença do tempo de ajuste dos mercados.

3.2. Classificação de Regimes de Câmbio: *de jure* e *de facto*

a) Classificação de Regimes de Câmbio do FMI

O FMI usa diferentes classificações para os regimes que um determinado país adota. A Tabela 3.1 mostra os regimes de câmbio que os países em desenvolvimento adotaram oficialmente entre 1976 e 1996. Nota-se a diminuição contínua do número de países que adotaram um regime fixo. Somente um país tinha adotado, em 1976, a flutuação livre; em 1996 esse número já tinha aumentado para 29. As estatísticas do FMI oferecem evidências de que existe um movimento pronunciado em direção aos regimes flutuantes.¹²⁰ A classificação do FMI é de certa forma limitada, pois parte do pressuposto de que os países realmente adotam as políticas declaradas. Um país pode declarar um sistema de câmbio flexível, mas conduzir políticas econômicas, de juros, por exemplo, para influenciar a taxa de câmbio. Ou seja, o país declara que vai adotar um sistema de câmbio, mas adota na prática um outro sistema, a flutuação administrada ou flexibilidade limitada.¹²¹ Reinhart (2000, p. 65) afirma que uma análise superficial de várias taxas de câmbio de países asiáticos antes de 1997 exhibe esse padrão de comportamento.

b) A Classificação de Regimes de Câmbio *de facto*

Várias pesquisas dedicaram-se ao desenvolvimento de uma classificação *de facto* que permita capturar o comportamento do governo. Essas classificações não podem substituir a oficial, pois também têm seus pontos fracos. Ghosh *et al.* (1997) resumem: Duas opções estão

¹²⁰ Esse fato é observado por muitos autores, por exemplo Reinhart (2000, p. 69) ou Chang e Velasco (2000, p. 71).

¹²¹ De acordo com Calvo e Reinhart (2000, p. 28). A teoria econômica oferece definições claras sobre os sistemas de taxas de câmbio flutuantes e fixos (veja **Capítulo II**), mas não existe uma distinção entre as classificações intermediárias usadas pelo FMI: flexibilidade limitada (*soft peg*) e flutuação administrada (*managed float*).

Tabela 3.1: Países em Desenvolvimento: Regimes de Câmbio *de jure*

Regimes de Câmbio/Ano	1976	1981	1986	1991	1996
Fixo	86	75	67	57	45
Dólar americano	42	32	25	19	15
Franco Francês	13	12	11	11	11
Outros	7	4	4	3	4
DES	12	13	8	5	2
Compostos	12	14	18	20	14
Flexibilidade Limitada	3	10	5	4	3
Mais Flexíveis	11	15	28	39	52
Conjunto de Indicadores	6	3	4	4	2
Flutuação Administrada	4	9	13	16	21
Flutuação Livre	1	4	11	19	29

Fonte: Edwards e Savastano (1999, p. 9).

disponíveis para classificar os regimes de câmbio, a classificação *de jure* baseada no anúncio público do banco central e a classificação *de facto* baseada no comportamento observado da taxa de câmbio. Nenhuma das duas opções é completamente satisfatória. A classificação *de facto* tem a vantagem de ser baseada no comportamento observado, mas não permite a distinção entre taxas nominais de câmbio estáveis, resultando de uma ausência de choques e estabilidade resultando de intervenções que contrabalançam os choques.¹²² É importante lembrar dessa fraqueza na hora da avaliação de resultados obtidos a partir do emprego da classificação *de facto*.

¹²² De acordo com Ghosh et al. (1997, p. 4). *Two options are available in classifying regimes: a "de jure" classification based on the publicly stated commitment of the central bank and a "de facto" classification based on the observed behavior of the exchange rate. Neither method is entirely satisfactory. The de facto classification has the obvious advantage of being based upon observable behavior, but it does not allow a distinction between stable nominal exchange rates resulting from an absence of shocks and stability that results from policy action offsetting shocks. As such, it fails to capture what is perhaps the very essence of an exchange rate regime, the commitment of the central bank to intervene in, and subordinate monetary policy to, the foreign exchange market. The de jure classification captures this formal commitment, leading, in the case of a pegged regime, either to the collapse or frequent changes of parity transforming a de jure peg into a de facto float.*

3.3 O Medo de Flutuar

Uma pesquisa muito importante no contexto do presente trabalho é a pesquisa seminal de Calvo e Reinhart (2000): *The Fear of Floating*. O fato de os países declararem o sistema flutuante, mas conduzirem políticas ativas para influenciar a taxa de câmbio, foi batizado pelos autores como o **medo de flutuar**. As intervenções ocorrem, em particular, para evitar grandes flutuações da taxa de câmbio nominal. A seguir, será feita uma discussão das características do medo de flutuar.

a) O Medo de Flutuar e suas Conseqüências para Estudos Comparativos

Comparando a variabilidade da taxa de câmbio dos países emergentes com regimes flutuantes com a de países de regimes realmente flutuantes, como os EUA, a União Européia e Japão, observa-se que a variabilidade da taxa de câmbio é muito baixa em países emergentes. Essa menor variabilidade da taxa de câmbio dos países emergentes não é devida à existência de menores choques para essas economias. De fato, países emergentes sofrem choques muito maiores do que os EUA, a União Européia ou Japão.^{123, 124} Observa-se, concomitantemente, uma variabilidade muito grande das reservas internacionais, uma característica do regime de taxas de câmbio fixo. Sob o regime de câmbio flutuante, a autoridade monetária não usa reservas internacionais para influenciar a taxa de câmbio. A volatilidade da taxa de juros também é muito alta, e as taxas de juros desses países são mais altas em geral. Temos duas explicações para esses fatos. Primeiramente, a taxa de juros é usada para influenciar a taxa de câmbio e, segundo, esses países têm problemas crônicos de credibilidade.

¹²³ De acordo com Reinhart (2000, p. 65).

¹²⁴ Isto é pouco surpreendente, dada a grande fatia de produtos primários na pauta de exportação em muitos casos.

Países emergentes classificados como flutuação livre nas estatísticas do FMI, na maioria das vezes, conduzem políticas que se aproximem de um sistema de câmbio fixo-mas-ajustável. As séries temporais da taxa de câmbio, das reservas internacionais e da taxa de juros sob o regime de flutuação livre exibem o mesmo comportamento que no regime fixo-mas-ajustável. Este último é um dos resultados principais da pesquisa de Calvo e Reinhart (2000). O movimento dos países para o regime realmente flexível não é verificado na prática. O regime de flutuação livre é somente declarado. A maioria dos países emergentes adota, na prática, um regime intermediário de câmbio. Com isso, o desaparecimento das taxas fixas-mas-ajustáveis é um mito.¹²⁵

Com esse resultado, a questão da influência do regime de câmbio no crescimento ganha uma nova dimensão. Os países emergentes praticam regimes de câmbio muito similares. Estudos que examinam a questão de um ponto de vista quantitativo, baseado nas estatísticas do FMI, não captam esse ponto importante. Calvo e Reinhart (2000) relatam:

*Our finding, that most of the episodes that come under the label of floating exchange rates look more like noncredible pegs, may help to explain why earlier studies, which relied on the official classifications of regimes, failed to detect important differences in GDP growth rates and inflation, across peg and the “floating” regimes.*¹²⁶

b) Conceitos para Analisar as Taxas Flutuantes de Câmbio

Vistas essas discordâncias entre a classificação oficial dos regimes de câmbio do FMI e as evidências encontradas por Calvo e Reinhart (2000), discutir-se-á neste trabalho, em detalhe,

¹²⁵ Reinhart (2000, p. 65-6): *The demise of fixed exchange rates is a myth.*

¹²⁶ De acordo com Calvo e Reinhart (2000, p. 11).

o método que permitiu chegar a tal conclusão. Para esse propósito, torna-se necessária uma discussão sobre o comportamento da volatilidade da taxa de câmbio, da taxa de juros e das reservas internacionais sob diferentes regimes de câmbio. A análise de casos, no Capítulo IV, faz uso dessas relações.

Denota-se a taxa de juros nominal doméstica e estrangeira com i e i^* , respectivamente. A taxa de câmbio nominal é representada por E , e as reservas internacionais por R . A taxa de depreciação e o prêmio de risco são denotados por ϵ e ρ , respectivamente, e $\text{Var}(x)$ significa a variância da variável x . Seguem-se cinco categorias ou classificações a partir das volatilidades das variáveis E , i e R : flutuação com regra de oferta monetária, flutuação sem regra monetária, câmbio fixo, medo de flutuar I e medo de flutuar II.

Considere primeiramente o caso de um regime de câmbio flutuante com uma regra de oferta monetária. A regra determina um crescimento da base monetária de acordo com a velocidade de circulação da moeda e do crescimento econômico. Assim, choques para a demanda por moeda, expectativas ou risco não são acomodados com aumentos da base monetária. Enquanto ocorrem choques para a demanda por moeda, espera-se o seguinte comportamento dos dados: $\text{Var}(E) > 0$; $\text{Var}(i) > 0$, e $\text{Var}(R) = 0$.

Suponha-se um choque positivo para a demanda por moeda doméstica. A taxa de câmbio ($\text{Var}(E) > 0$) deve variar, *ceteris paribus*, dado que a moeda doméstica se tornou mais atraente e mais procurada em comparação com a moeda estrangeira. A taxa de juros deve variar ($\text{Var}(i) > 0$), uma vez que a oferta monetária permaneceu constante, e a demanda por moeda doméstica se expandiu. As reservas internacionais não deveriam variar ($\text{Var}(R) = 0$) quando não tem intervenção do banco central no mercado de câmbio sob o regime de câmbio flutuante.

O segundo caso é um regime de câmbio flutuante sem uma regra de oferta monetária. A taxa de câmbio flutua, e choques da demanda por dinheiro são acomodados pelas operações no mercado aberto. As taxas de juros são suavizadas, mas choques nas expectativas ou risco não são. Nesse segundo caso, espera-se: $\text{Var}(E) > 0$; $\text{Var}(i) = 0$ e $\text{Var}(R) = 0$.¹²⁷ A única diferença entre o regime flutuante com e sem regra monetária (de curto prazo) reside na suavização da taxa de juros ($\text{Var}(i) = 0$).

Por outro lado, temos o caso de um país com taxa de câmbio fixa. Se a credibilidade é perfeita, ou seja, o risco é igual a zero, temos a condição de paridade de juros simples $i = i^*$. Espera-se $\text{Var}(E) = 0$, $\text{Var}(i) = \text{Var}(i^*)$, por causa da credibilidade perfeita, e $\text{Var}(R) > 0$, pois os choques de demanda por moeda são acomodados.

O caso mais importante para este estudo é o da taxa de câmbio fixa com baixa credibilidade (*noncredible peg*). A probabilidade de inadimplência não é mais zero. Com isso, a relação entre i e i^* toma uma forma diferente. Antes $\text{Var}(E) = 0$ e $\text{Var}(R) > 0$, mas agora a condição da paridade de juros é dada por

$$i = i^* + \epsilon + \rho$$

$$\text{Var}(i) = \text{Var}(i^*) + \text{Var}(\epsilon) + \text{Var}(\rho) + \text{termos de covariância} \quad (3.1)$$

Então, com a falta de credibilidade, temos $\text{Var}(i) > \text{Var}(i^*)$, que deriva imediatamente da equação (3.1), na qual $\text{Var}(\rho) \neq 0$ e $\text{Var}(\epsilon) \neq 0$. Taxas fixas ou quase fixas não são sempre explicitadas pelas autoridades. Uma forma cada vez mais comum é o regime fixo escondido, ou seja, não declarado, no qual a taxa de câmbio é estabilizada através de operações no

¹²⁷ Nesse segundo caso, o banco central intervem com operações esterilizadas para acomodar os choques para a oferta de moeda. Operações esterilizadas são equivalentes a *swaps* de dívidas internas por externas, ou externas por internas; com isso não ocorre nenhuma mudança na posição das reservas internacionais.

mercado aberto, em vez de compras e vendas definitivas no mercado de câmbio. Reinhart (2000, p. 66) cita o caso do Peru, desde agosto 1990, e México, desde dezembro 1994, como exemplos desse arranjo batizado de “o medo de flutuar”. As implicações do “medo de flutuar” são as mesmas do regime de câmbio fixo com baixa credibilidade [i.e., $\text{Var}(E)=0$, $\text{Var}(i) = \text{Var}(i^*) + \text{Var}(\epsilon) + \text{Var}(\rho) + \text{termos de covariância}$] com uma exceção $\text{Var}(R)=0$.

Um último caso é a tentativa de estabilizar a taxa de câmbio mesmo sendo anunciado um regime flexível de forma menos escondido. Temos as mesmas características do caso anterior, com a diferença que $\text{Var}(R)>0$ (medo de flutuar II).

c) Evidências Empíricas sobre Regimes de Câmbio

As tabelas seguintes resumem os resultados do estudo de Calvo e Reinhart (2000). A volatilidade da taxa de câmbio é mensurada a partir da distribuição de mudanças mensais da taxa de câmbio em relação ao dólar norte-americano.¹²⁸ Os EUA e o Japão servem de padrão de países com regime de câmbio de flutuação livre (*free float*).

α) Evidências sobre a Volatilidade da Taxa de Câmbio

A probabilidade, em pontos percentuais, de que a taxa de câmbio entre o dólar americano (US\$) e o marco alemão (DM) variou dentro de um intervalo de +/- 1% foi 26.8%, no período de fevereiro de 1973 a abril de 1999, e 58.7% para um intervalo de +/- 2.5%. Uma forma alternativa de expressar o mesmo fato é dizer que a taxa de câmbio US\$/DM varia com probabilidade de 73.2% (100-26.8) mais do que 1% para baixo ou para cima. O mesmo modo de expressar a volatilidade é usado na tabela referente à volatilidade dos juros nominais (Tabela 3.3) e na tabela referente à volatilidade das reservas (Tabela 3.4).

¹²⁸ O próprio dólar norte-americano é relacionado ao marco alemão. Veja a primeira linha da Tabela 3.2.

Tabela 3.2: Volatilidade da Taxa de Câmbio sob Diferentes Regimes.

País	Período	Probabilidade de que a taxa de câmbio varie dentro de um intervalo de	
		+/- 1.0%	+/- 2.5%
<i>Flutuação Livre</i>		+/- 1.0%	+/- 2.5%
US\$/DM	Fevereiro 1973 - Abril 1999	26.8	58.7
Japan	Fevereiro 1973 - Abril 1999	33.8	61.2
<i>Flutuação Livre</i>			
Bolívia	Setembro 1985 - Dezembro 1997	72.8	93.9
Índia	Março 1993 - Abril 1999	82.2	93.4
México	Dezembro 1994 - Abril 1999	34.6	63.5
<i>Flutuação Administrada</i>			
Bolívia	Janeiro 1998 - Abril 1999	100	100
Brasil	Julho 1994 - Dezembro 1998	83.1	94.3
Índia	Fevereiro 1979 - Fevereiro 1993	53.6	84.5
<i>Câmbio Fixo</i>			
Argentina	Março 1991 - Abril 1999	97.9	100

Comentário: Dados em pontos percentuais. Fonte: Calvo e Reinhart (2000) várias tabelas.

Para os dois países de flutuação “realmente” livre, temos uma probabilidade de aproximadamente 40% de que a taxa de câmbio varie mais do que +/- 2.5% de um mês para o outro. Países como a Bolívia ou a Índia apresentam uma probabilidade de aproximadamente 6% (100-93.9 no caso da Bolívia). A Tabela 3.2, assim como as Tabelas 3.3 e 3.4, apresenta apenas uma pequena parte da amostra analisada por Calvo e Reinhart (2000), mas mesmo assim México, usando somente esta medida, é o país que mais se aproxima de um regime flutuante entre os países em desenvolvimento.¹²⁹

¹²⁹ De acordo com Calvo e Reinhart (2000, p. 14): *By this metric, post-crises México approximates a float more closely than any of the others - including Canadá.*

Percebe-se que a taxa de câmbio dos países como os EUA, Alemanha e Japão varia muito mais do que a taxa de câmbio de países em desenvolvimento com regime flutuante. Comparando os países nos grupos de flutuação livre aos de flutuação administrada, chega-se a uma outra conclusão interessante. O Brasil, de julho 1994 até dezembro 1998, apresentava quase a mesma variabilidade da taxa de câmbio que a Índia, de março 1993 até abril 1999 (por volta de 83% e 94% das mudanças ficaram nas bandas de +/- 1% e +/- 2.5% respectivamente). Brasil e Índia foram classificados diferentemente, mas a variabilidade da taxa de câmbio não mostra diferenças. Porém, a classificação a partir da volatilidade da taxa de câmbio conta somente uma parte da preferência de políticas. Suponha-se que dois países emergentes apresentem a mesma volatilidade da taxa de câmbio em relação ao dólar norte-americano e sejam classificados como flutuação livre. Um dos países apresenta uma alta volatilidade das taxas de juros e das reservas internacionais e o outro não. Pode-se concluir que o primeiro país não implementou o regime de câmbio flutuante, que pela própria definição se caracteriza pela ausência da ação governamental na formação do preço da moeda estrangeira. O segundo país pode ser considerado de flutuação realmente livre. É possível que dois países, no caso acima, Brasil e Índia, apresentem o mesmo nível de volatilidade da taxa de câmbio e sejam classificados com regimes de câmbio diferentes. Esse exemplo mostra que as políticas praticadas podem ser avaliadas examinando as volatilidades das reservas e da taxa de juros. As próximas duas seções relatam os resultados dessa análise.

Em geral, as evidências empíricas confirmaram o que se esperava *ex ante*. Regimes mais flexíveis são associados à maior variabilidade da taxa de câmbio, e regimes fixos, à menor variabilidade. O que surpreende é a pequena diferença nas variações dos regimes (excluindo os

países de referência: EUA, Japão e Alemanha).¹³⁰ Nota-se, também, que não existe nenhuma diferença estatística significativa entre a classificação flutuação administrada e flexibilidade limitada.

β) Evidências Empíricas sobre a Volatilidade das Reservas

Para avaliar a intervenção do governo na taxa de câmbio, analisar-se-á a volatilidade das reservas. Em princípio, a variância das reservas deve ser zero sob o regime de câmbio flutuante. A prática não é tão simples assim. Linhas de crédito podem ser usadas para defender taxas de câmbio fixas. Ou, dando um segundo exemplo, países podem usar derivativos, como a Tailândia em 1997, que fez empréstimos em dólares no mercado de futuros para emitir títulos de dívida em moeda estrangeira.^{131, 132}

A Tabela 3.3 mostra a volatilidade das reservas internacionais e fornece algumas evidências sobre as intervenções do governo no mercado de câmbio. A volatilidade das reservas dos países com um *float* verdadeiro é muito menor do que nos demais países. No caso do Japão, a probabilidade de que as reservas fiquem no intervalo de +/- 2.5% é de 74%. No caso do México, a probabilidade é de apenas 28%. Esse fato fornece algumas evidências de que o governo mexicano fez mais uso da intervenção no mercado de câmbio, por meio das reservas internacionais, do que o Japão.

O resultado geral da análise da volatilidade das reservas internacionais está em con-

¹³⁰ De acordo com Calvo e Reinhart (2000, p. 15): *While the mean probability that the exchange rate is contained inside a two-and-a-half band is significantly different when comparing the fixed exchange rate regime with the “freely” floating, other differences are blurred.*

¹³¹ De acordo com Calvo e Reinhart (2000, p. 16).

¹³² O Banco Central do Brasil (BCB) usou derivativos na época da desvalorização do Real em 1999 e arrangou grande perdas. A partir de março 1999, o acordo do FMI com o governo brasileiro restringiu a atuação do BCB no mercado de derivativos. Mas para garantir a proteção cambial aos investidores, o BCB passou a oferecer contratos de swap cambial em meados de abril 2002. De acordo com a *Folha de São Paulo, O BCB e os Derivativos*, A2, 17 de outubro 2002.

Tabela 3.3: Volatilidade das Reservas Internacionais sob Diferentes Regimes de Câmbio.

País	Período	Probabilidade de que as reservas variem dentro de um intervalo de	
		+/- 1.0%	+/- 2.5%
<i>Flutuação Livre</i>		+/- 1.0%	+/- 2.5%
US\$/DM	Fevereiro 1973 - Abril 1999	28.6	62.2
Japão	Fevereiro 1973 - Abril 1999	44.8	74.3
<i>Flutuação Livre</i>			
Bolívia	Setembro 1985 - Dezembro 1997	8.1	19.6
Índia	Março 1993 - Abril 1999	21.6	50
México	Dezembro 1994 - Abril 1999	13.2	28.3
<i>Flutuação Adiministrada</i>			
Bolívia	Janeiro 1998 - Abril 1999	6.3	12.5
Brasil	Julho 1994 - Dezembro 1998	22.2	51.8
Índia	Fevereiro 1979 - Fevereiro 1993	13	36.7
<i>Câmbio Fixo</i>			
Argentina	Março 1991 - Abril 1999	15.3	36.7

Fonte: Calvo e Reinhart (2000) várias tabelas.

tradição com o que se esperava. De fato, para a banda de 2.5 pontos percentuais a variabilidade das reservas é maior para países com o regime “flutuante” e menor para países com o regime de flexibilidade limitada.¹³³

γ) Evidências Empíricas sobre a Volatilidade da Taxa Nominal de Juros

A política de taxas de juros é usada para influenciar variáveis econômicas domésticas, por exemplo, a taxa de investimento, mas também para ter efeito sobre a taxa de câmbio, uma variável da economia internacional. Enquanto países, como os EUA e Japão, manipulam o

¹³³ Segundo Calvo e Reinhart (2000, p. 17): ...we find that reserve variability is highest for the floaters and least for the limited flexibility arrangement.

Tabela 3.4: Volatilidade da Taxa Nominal de Juros sob Diferentes Regimes de Câmbio.

País	Período	Probabilidade que a taxa de juros varia dentro de um intervalo de	
		+/- 0.25%	+/- 0.5%
<i>Flutuação Livre</i>			
US\$/DM	Fevereiro 1973 - Abril 1999	59.7	80.7
Japan	Fevereiro 1973 - Abril 1999	67.9	86.4
<i>Flutuação Livre</i>			
Bolívia	Setembro 1985 - Dezembro 1997	16.3	25.9
Índia	Março 1993 - Abril 99	6.4	15.9
México	Dezembro 1994 - Abril 1999	5.7	9.4
<i>Flutuação Administrada</i>			
Bolívia	Janeiro 1998 - Abril 1999	31.1	43.8
Brasil	Julho 1994 - Dezembro 1998	11.1	20.4
Índia	Fevereiro 1979 - Fevereiro 1993	49.7	60.9
<i>Câmbio Fixo</i>			
Argentina	Março 1991 - Abril 1999	14.3	31.6

Fonte: Calvo e Reinhart (2000) várias tabelas.

nível de juros da economia pensando primeiramente nos efeitos domésticos e suas políticas, em muitos outros países um peso muito grande é atribuído às considerações de tais políticas sobre a taxa de câmbio. Para o Japão, a probabilidade é mais de 80% que a mudança da taxa de juros permaneça dentro de uma banda de +/- 0.5% (ver Tabela 3.4). O México, em contraste, apresenta uma probabilidade de apenas 9% para essa mesma banda. Essa variabilidade da taxa de juros é característica para países em desenvolvimento, mesmo para alguns com controles de capitais (como a Índia).

Nominal and real interest rates in India are about four times as variable as in the U.S.; for Mexico, interest rates are about twenty times as variable, but Peru holds

*the record.*¹³⁴

O México não é caso especial nesse aspecto. Outras economias emergentes comportam-se de forma similar: Brasil, Chile, Turquia, Uruguai, apenas para enumerar alguns países.¹³⁵

ε) *Resumo sobre as Evidências Empíricas*

Enfim, em relação aos resultados empíricos sobre regimes de câmbio, a literatura econômica recente culpou os regimes intermediários pelo surgimento de crises financeiras como a da Ásia em 1997. A hipótese do *Hollowing Out* não se verifica no caso dos países emergentes.¹³⁶ Países com regimes flutuantes evitam flutuações grandes das suas taxas de câmbio em troca de uma maior volatilidade nas reservas e juros. Esses países estão de fato praticando um regime de câmbio intermediário. Quase não existem países em desenvolvimento que realmente adotam regimes de “esquina”.

*Indeed, one of the hardest challenges that a researcher or policy maker that is trying to draw lessons from the experiences of countries that are at the corner face is that there are hardly any countries there to study.*¹³⁷

O mundo está longe de um sistema com uma regra clara que defina as taxas de câmbio, como o padrão ouro, que descreva a postura dos governos.¹³⁸ Ao lado desse resultado principal, existem evidências de que países em desenvolvimento substituem intervenções diretas

¹³⁴ De acordo com Calvo e Reinhart (2000, p. 18).

¹³⁵ No caso da Turquia e Uruguai, a explicação das altas taxas de juros reside nas altas taxas de inflação. Esse fato não vale para os outros países mencionados.

¹³⁶ A hipótese do *hollowing out* ou *bipolar view* afirma que os países tendem, ao longo do tempo, a adotar opções nos extremos do espectro dos regimes de câmbio possíveis. O regime de câmbio flutuante livre representa o extremo em direção ao regime de câmbio flexível. A união monetária representa o outro extremo, o regime realmente fixo. Veja também o apêndice do capítulo II: 10 possíveis regimes de câmbio.

¹³⁷ De acordo com Calvo e Reinhart (2000, p. 27).

¹³⁸ De acordo com Calvo e Reinhart (2000, p. 28). *All that we can say is that, when it comes to exchange rate policy, discretion rules the day.*

no mercado de câmbio gradualmente com o instrumento da taxa de juros.¹³⁹ Em casos como os do México e do Peru, isso é especialmente evidente.

É importante resaltar que esses resultados surgiram de um estudo de corte transversal. Brasil e México, que são os objetos deste estudo, não apresentam características do regime de flutuação livre, mas de fato implementaram um sistema de câmbio mais flexível. Que essa flexibilização do regime de câmbio realmente trouxe vantagens é mostrado na exposição dos casos do próximo capítulo.

Os resultados do estudo de Calvo e Reinhart (2000) tiveram um efeito profundo sobre a discussão de taxas flexíveis vs. flutuantes. Surgiram trabalhos que construíram classificações empíricas (*de facto*) para usar essas classificações junto com a classificação do FMI, baseada em afirmações oficiais dos governos (*de jure*).¹⁴⁰ Outras pesquisas construíram classificações *de facto* para serem usadas, ao invés da classificação do FMI.

4. Regimes de Câmbio e Crescimento Econômico: Evidências Empíricas

As implicações do regime de câmbio sobre o desempenho econômico de um país permanece uma questão muito discutida.¹⁴¹ Antecipando um fato principal dessa discussão: não há muito consenso, e os resultados empíricos deixam muito a desejar. No âmbito teórico, é difícil estabelecer uma relação sem ambigüidades porque existem vários canais pelos quais o regime de câmbio afeta variáveis macroeconômicas. Alguns desses canais se reforçam e alguns se compensam um ao outro. Um exemplo: o regime fixo-mas-ajustável poderia aumentar a produção e o crescimento do comércio eliminando incertezas a respeito da taxa de câmbio,

¹³⁹ Goldfajn e Olivares (2001, p. 19) argumentam que a mistura de políticas de intervenção via reservas e juros pode constituir a escolha ótima em alguns casos.

¹⁴⁰ Destaca-se Ghosh *et al.* (1997) entre os trabalhos nessa direção.

¹⁴¹ De acordo com Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002b, p. 2).

mas também reduziria o comércio e o crescimento econômico inibindo ajustes necessários nos preços relativos.¹⁴²

a) Estudos Acerca do Efeito do Regime de Câmbio sobre o Crescimento

Os primeiros estudos que tentaram avaliar a influência do regime de câmbio sobre o crescimento econômico concentraram-se em países individuais. Esses estudos chegaram à conclusão de que uma avaliação é muito difícil de ser feita, o que não surpreende muito. É muito difícil, se não impossível, prever como a economia ter-se-ia desenvolvido sob um regime de câmbio diferente, que seria a única maneira de comparar os efeitos. Passaram-se a estudar grupos de países para poder comparar os efeitos de diferentes regimes de câmbio. Já que isso não é possível no mesmo país ao mesmo tempo, pelo menos no mesmo tempo em países com certas características em comum. Os resultados desses estudos para uma região encontraram muitas vezes contra-exemplos em outros grupos de países estudados. Esses estudos comparativos realmente foram um avanço.¹⁴³ Porém somente um resultado robusto surgiu: a inflação tende a ser menor sob o regime de câmbio fixo. Esse resultado parece ser bem estabelecido.¹⁴⁴

b) Estudos de Cortes Transversais

Ghosh *et al.* (1997) conduziram o primeiro estudo de corte transversal extensivo. Uma amostra de 140 países foi considerada e analisada para o período 1960-1990. O estudo examina a ligação entre regime de câmbio, inflação e crescimento. Dois fatos estilizados sólidos foram

¹⁴² De acordo com Ghosh *et al.* (1997, p. 3).

¹⁴³ A discussão sobre os avanços nessa área de estudo é baseada em Edwards e Savastano (1999).

¹⁴⁴ De acordo com Edwards e Savastano (1999, p. 16). *Indeed, it appears that the differences in macroeconomic performance across nominal exchange regimes in developing countries continue to boil down to differences in the inflation performance of the countries in each group, and that those differences seem to be getting smaller over time.*

encontrados pelos autores: (i) a inflação é mais baixa e mais estável sob regimes fixos-mas-ajustáveis, refletindo um crescimento menor da base monetária; (ii) a volatilidade do lado real da economia é maior sob regimes fixos-mas-ajustáveis. A Tabela 3.5 exibe as médias da inflação (π) para os diferentes regimes de câmbio. A média da inflação da amostra como um todo foi de 10.7%.¹⁴⁵

Tabela 3.5: Desempenho do Regime de Câmbio em Relação à Inflação.

Regime	Médias					Obs.
	π	$\Delta \log m$	$\Delta \log y$	$\Delta \log i$	$1 + r$	
fixo-mas-ajustável	0.084	0.151	0.031	0.016	1.003	532
intermediário	0.116	0.194	0.028	0.078	1.018	217
flutuante	0.152	0.268	0.029	0.083	1.023	219

Fonte: Ghosh *et al.* (1997) Tabela 1.

As diferenças entre regimes são substanciais: a inflação média em países com regime fixo-mas-ajustável foi de 8.4%; em países com um regime intermediário, a inflação foi de 11.6% na média; e em países com regime flutuante, a inflação foi de 15.2% na média. Nem ajustes por causa de países com crises de hiperinflação nem a concentração de observações de regimes fixos na década 60 deram espaço para relativizar esse resultado. A coluna $\Delta \log m$ mostra que o melhor desempenho da inflação tem uma associação com o crescimento da base monetária. A terceira coluna não revela diferenças significativas na taxa de crescimento entre os diversos regimes. As demais colunas referem-se à taxa nominal (i) e real (r) de juros, assim como o número de observações (Obs.).

Resumindo os resultados de Ghosh *et al.* (1997), temos que o crescimento econômico varia

¹⁴⁵ De acordo com Ghosh *et al.* (1997, p. 6).

muito pouco entre os regimes e tende a ser um pouco menor sob taxas fixas-mas-ajustáveis. O investimento tende a ser maior sob regimes fixos-mas-ajustáveis, mas o crescimento do comércio tende a ser maior sob um regime mais flexível. Esses dois efeitos parecem que se compensam um ao outro. Esse resultado sugere que não há diferença no desempenho macroeconômico de diferentes regimes, mas aponta para um aparente *trade-off* entre volatilidade no lado financeiro da economia (inflação) e volatilidade no lado real da economia (produção).¹⁴⁶

O estudo de Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002b) examina a relação entre regime de câmbio e crescimento usando uma amostra de 183 países no período pós-Bretton Woods (1974-2000). A classificação dos regimes de câmbio *de facto* usada no estudo foi desenvolvida pelos autores Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002a). Os autores encontraram evidências fortes de que regimes de taxas fixas-mas-ajustáveis estão associadas com taxas menores de crescimento e maior volatilidade de produção em países em desenvolvimento. Para países industrializados, não parece existir diferença significativa entre regimes.

Os resultados do estudo de Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002b) podem ser ilustrados a partir da Tabela 3.6, que exhibe a taxa (% por ano) e a volatilidade do crescimento do PIB real *per capita*. As 2286 observações são agrupadas em três grupos de acordo com o regime de câmbio vigente: regime de câmbio flexível (FLX), regime de câmbio intermediário (INT) e regime de câmbio fixo (FIX). As primeiras 3 colunas contêm os dados ordenados a partir da classificação do FMI. As médias e medianas são calculadas para a taxa do crescimento real do PIB (Δ PIB) e a volatilidade associada (PIBV, mensurado pelo desvio padrão da taxa de crescimento sobre um período móvel e centrado de cinco anos).

¹⁴⁶ De acordo com Ghosh *et al.* (1997, p. 24). *While mean growth rates do not differ much, the lower average inflation rate under pegged rates is associated with a significant higher volatility on the real side, with both output growth and employment shares less variable under floating rates.*

Tabela 3.6: Taxa de Crescimento do PIB Real *per capita* (em % e por ano).

	FMI			LYS			IND			NÃO-IND		
	FLX	INT	FIX	FLX	INT	FIX	FLX	INT	FIX	FLX	INT	FIX
Obs.	503	843	940	661	598	1027	207	95	141	454	503	886
Δ PIB												
média	1.0	2.0	1.2	1.9	1.0	1.5	2.3	1.5	2.3	1.7	0.9	1.3
mediana	1.7	2.3	1.1	2.2	1.5	1.5	2.5	1.7	2.3	1.9	1.5	1.3
PIBV												
média	3.8	3.1	4.8	3.4	4.0	4.3	2.2	1.9	1.8	4.0	4.4	4.7
mediana	2.3	2.2	3.8	2.3	2.8	3.4	1.8	1.8	1.6	2.7	3.2	3.8

Fonte: Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002b) (LYS) Tabela 3.

As três colunas seguintes ordenam os dados de acordo com a classificação *de facto* (LYS, i.e., Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002a)). Essa classificação já foi usada, em versões preliminares, em estudos anteriores como o de Hausmann *et al.* (2000). As seis últimas colunas desagregam a classificação (LYS) para países industriais (IND) e não-industriais (NÃO-IND).¹⁴⁷ Os autores propõem o uso da mediana porque essa medida é menos influenciada por valores extremos e muitos dos países apresentam uma volatilidade de crescimento extraordinária, por exemplo, em caso de guerras ou em transições para economia de mercado.

Uma inspeção dos dados revela o resultado do paper de Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002a). O desempenho de regimes fixos-mas-ajustáveis é sempre pior se usar a classificação do FMI ou do LYS. Em particular no LYS, a mediana da taxa do crescimento anual *per capita* cai de 2.2% para observações durante o regime flutuante para 1.5% nos períodos do regime fixo-mas-ajustável; um hiato muito similar aparece na classificação do FMI. Nota-se que a diferença do crescimento *médio* tem o sinal invertido. Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002b, p. 10) levantam a hipótese de que estudos baseados na classificação *de jure* não

¹⁴⁷ Uma lista dos 183 encontra-se no anexo de Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002a) e (2002b). Dos 183 países, 23 foram classificados como industrializados. Argentina, Brasil e México não foram classificados como industrializados.

encontraram impactos significativos do regime de câmbio sobre o crescimento por essa razão. A desagregação da amostra revela que o resultado é puxado pelos países não-industrializados. A volatilidade da produção é monotonicamente decrescente com o grau de flexibilidade. Esse fato está presente na classificação *de facto*, mas não na classificação *de jure* do FMI. A desagregação mostra, do mesmo modo, que esse resultado é puxado pelos países não-industrializados. Para países industrializados, o regime de câmbio parecer ser irrelevante para o desempenho econômico.

Os autores chamam a atenção para o fato de que os resultados não devem ser lidos como recomendação de política cambial. Um país com uma dolarização financeira expressiva enfrentaria efeitos negativos com grandes flutuações na taxa de câmbio nominal. Por outro lado, os resultados não são incompatíveis com argumentações a favor do câmbio fixo (dolarização e união monetária).¹⁴⁸

c) Contágio e Desempenho Econômico: Perdas de Produção

O foco deste trabalho está no regime de câmbio flexível e seu impacto sobre o crescimento. Uma das vantagens teóricas mais fortes da taxa flexível de câmbio é a insulação contra choques externos, que não deveriam afetar o crescimento econômico do país. Chang e Velasco (2000, p. 72) mostram que a velha teoria de Friedman (1953) parece ser relevante no desempenho dos países afetados pela crise financeira dos anos 1997-98 da Ásia.

A Tabela 3.7 mostra dados de crescimento do PIB em % para alguns países da América Latina de 1996-2000. A crise da Ásia, em 1997, pode ser vista como um choque externo para

¹⁴⁸ Segundo Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002b, p. 29). *For example, for countries with widespread financial dollarization, a more flexible exchange rate regime may increase output volatility due to the balance sheet effect of fluctuations in the nominal exchange rate. Similarly, our findings are not incompatible with the advocacy of “hard pegs” or full dollarization.*

Tabela 3.7: Crescimento e Repercussão sob Diferentes Regimes.

País/Ano	1996	1997	1998	1999	2000	regime de câmbio
Argentina	4.1	6.6	2.5	-4.6	-1.8	<i>caixa de conversão</i>
Brasil	1.1	1.7	-1.0	-0.4	2.9	<i>câmbio flexível</i>
México	3.7	5.1	3.4	2.0	5.2	<i>câmbio flexível</i>
Peru	0.7	5.0	-2.2	-0.8	1.4	<i>câmbio flexível</i>

Comentário: Crescimento do PIB em %. Fonte: Dados da CEPAL (2002).

essas economias. Com base na Tabela 3.7, pode-se examinar a repercussão desse evento no crescimento econômico desses países.

A Argentina, que adotou uma caixa de conversão, não retornou rapidamente para o caminho do crescimento original. Depois de um ano espetacular (6.6%), o crescimento diminuiu para 2.5% no ano da moratória da Rússia, em 1998, e foi -4.6%, em 1999, e -1.8%, em 2000. Chang e Velasco (2000) citam Hong Kong como outro exemplo de uma recuperação fraca sob o regime de caixa de conversão.¹⁴⁹ O crescimento de Hong Kong inverteu de 5.3%, em 1997, para -5%, em 1998. Em contraste, países com taxas mais flexíveis tiveram uma diminuição menos pronunciada, e as perdas de produção após a crise foram menores.

É evidente que um regime de câmbio não pode receber todos os elogios nem todas as culpas em relação às diferenças no desempenho econômico desses países. Eles sofrem, supostamente, choques nos termos de trocas do mesmo tamanho. A diferença no desempenho pode, pelo menos em parte, ser atribuída à diferença no sistema cambial.¹⁵⁰

¹⁴⁹ Chang e Velasco (2000, p. 72).

¹⁵⁰ De acordo com Chang e Velasco (2000, p. 72). *Since term-of-trade effects for currency-board countries were not larger than for flexible-rate countries, at least some of the difference in performance plausibly reflects the fact that countries with more flexible exchange-rate regimes were better able to adjust their real exchange rates. With limited pass-through effects (especially in the case of Brazil), nominal devaluation was translated into change in the relative prices, which helped prevent further costs in terms of output.*

5. Conclusões

Neste capítulo, revisaram-se as regularidades das taxas de câmbio flutuante, em particular a intervenção dos governos no mercado de câmbio. Sob o regime de câmbio flutuante, o governo, por definição, não deveria intervir nem diretamente, com reservas, nem indiretamente, por meio da taxa de juros. Muitos países emergentes declaram seguir o sistema flutuante de câmbio, mas continuam intervindo fortemente no mercado.

Essa diferença entre o regime de câmbio oficialmente declarado (*de jure*) e o regime praticado (*de facto*) tem fortes implicações sobre estudos de corte transversal que tentam avaliar o desempenho econômico de diferentes sistemas de câmbio.

Calvo e Reinhart (2000) verificaram que os países emergentes adotam na prática regimes de câmbio intermediários. Muitos estudos usaram exclusivamente a classificação do FMI e não chegaram a diferenças significativas do impacto do regime de câmbio sobre o crescimento econômico. Ou seja, enquanto as estatísticas oficiais indicam um movimento dos países emergentes do regime de câmbio intermediário para o regime flutuante, as intervenções dos governos continuam do mesmo modo. Com isso, não é possível inferir uma diferença, pois a política permaneceu inalterada. Os estudos de Ghosh *et al.* (1997) e Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002b) usaram classificações *de facto*. Enquanto Ghosh *et al.* (1997) não identificam diferenças de crescimento econômico sob diferentes regimes, Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002b) encontram um resultado diferente e ainda controverso: regimes mais flexíveis estão relacionados a um crescimento de 2% maior em países emergentes. Chang e Velasco (2000) apresentam uma possível explicação desse resultado. Esses autores citam a insulação contra choques externos sob taxas mais flexíveis de câmbio.

Vistos os resultados dos estudos de corte transversal, prossegue-se com a análise de duas grandes economias latino-americanas. O capítulo seguinte analisa os casos do Brasil e do México. Relatam-se a política monetária e cambial implementada e o desempenho macroeconômico.

Apêndice do Capítulo III: Crise e Perdas de Produção

O assunto aqui apresentado não representa o fim da discussão da taxa de câmbio flexível vs. fixo, mas ilustra o problema das crises financeiras e a aludida perda de produção. Crises bancárias e de balanço de pagamentos ocorrem com tal frequência, em particular em países emergentes, que a discussão sobre crescimento deve levar em conta as probabilidades e os custos das crises sob diferentes regimes de câmbio. Para ilustrar a grande frequência, expõem-se dados sobre as probabilidades das crises financeiras e as perdas de produção a elas relacionadas. Eichengreen e Bordo (2002) contabilizam as crises para uma amostra de 56 países a partir de 1973, depois de Bretton Woods, até 1997, a crise da Ásia.

A Tabela 3.8 traz os números de crises ocorridas no período de 1973 até 1997, e a Tabela 3.9 calcula a probabilidade de ocorrências de uma crise financeira. O resultado do cálculo é expresso em %. A probabilidade de um país sofrer uma crise financeira é de 12.15%. Esta probabilidade foi calculada com uma amostra de 56 países composta de países desenvolvidos e emergentes. A perda de produção é expressa em % do PIB.

Tabela 3.8: Crises Financeiras entre 1973 e 1997 em 56 Países.

Países	Crises Bancárias	Crises Cambiais	Crises Gêmeas	Total
Desenvolvidos	9	29	6	44
Emergentes	17	57	21	95

Fonte: Eichengreen e Bordo (2002, p. 41).

Este resultado, junto com os dados da Tabela 3.8, permitem a inferência de que a probabilidade é acima de 12.15% ao ano para países emergentes. Essa probabilidade torna-se mais preocupante tendo em vista os efeitos de contágio que crises financeiras provocam em outros

Tabela 3.9: Frequência de Crises e Perda de Produção em 56 Países no Período 1973-1997

Período	Crises Bancárias	Crises Cambiais	Crises Gêmeas	Total
1973-1997	2.29%	7.48%	2.38%	12.15%
Perdas de Produção	5.91%	6.21%	18.61%	

Fonte: Eichengreen e Bordo (2002, p. 40).

países emergentes. O estudo de Eichengreen e Bordo (2002) examina as diferenças entre as crises antes e depois de 1973. Uma diferença é a maior frequência das crises depois de 1973; o número de crises duplicou.¹⁵¹ A perda de produção não mostrou grandes diferenças entre essas duas fases de globalização. O fator preocupante é a maior frequência de crises gêmeas depois de 1973, que levou os autores a defender regimes mais fixos ou mais flexíveis, ou seja, um afastamento dos regimes intermediários.

¹⁵¹ De acordo com Eichengreen e Bordo (2002, p. 30).

Capítulo IV: Flexibilização do Câmbio no México e no Brasil

Neste capítulo, descrevem-se as experiências da flexibilização da taxa de câmbio no Brasil e no México durante os anos 90. Após uma descrição panorâmica, procede-se a um relato mais detalhado da política cambial nos casos do México e do Brasil. No final do capítulo, discute-se o desempenho econômico ao longo da década 90 e os resultados das políticas implementadas.

1. Flexibilização do Câmbio no México e no Brasil: Uma Visão Panorâmica

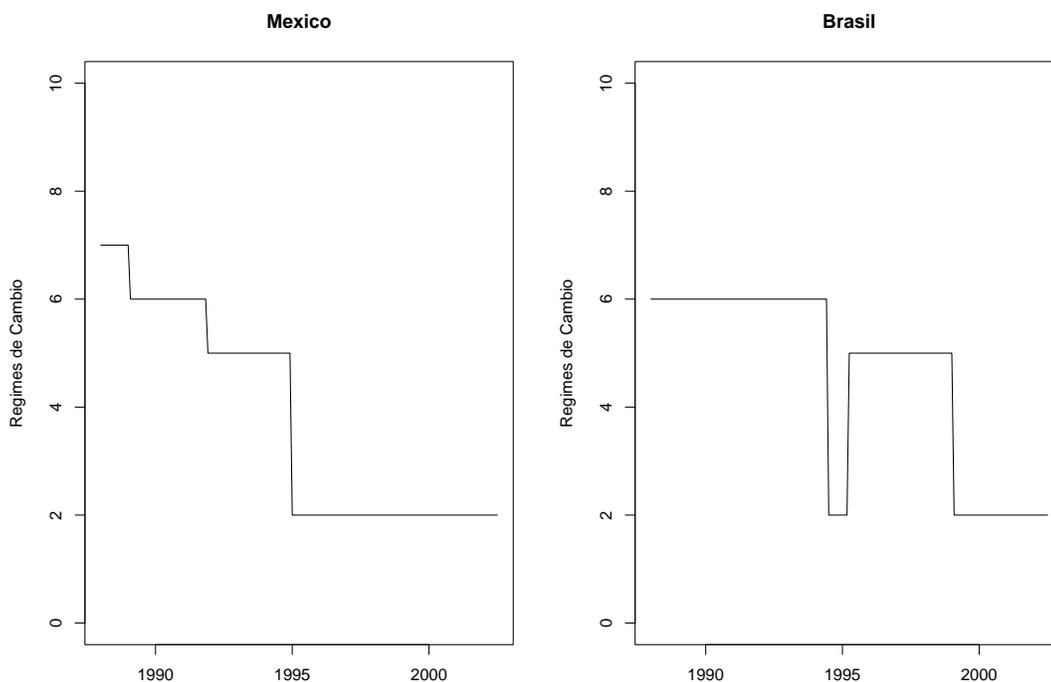
A Tabela 4.1 resume os diferentes tipos de regimes de câmbio existentes apresentados no Capítulo II. Essa classificação é usada para descrever o processo de flexibilização da taxa de câmbio no Brasil e no México.

Tabela 4.1: Tipos de Regimes de Câmbio

Tipo	Regime de Câmbio
1	Flutuação Livre
2	Flutuação Suja
3	Flutuação com Banda, ou Zona-Alvo
4	Bandas Cambiais Ajustáveis
5	Bandas Cambiais Deslizantes
6	Âncora Cambial Deslizante
7	Câmbio-fixo-mas-ajustável
8	Caixa de Conversão
9	Dolarização
10	União Monetária

Fonte: Edwards e Savastano (1999, p. 9), a união monetária foi incluída na lista pelo próprio autor.

Seguindo a Tabela 4.1, nota-se que um número próximo a 10 indica um regime de câmbio mais fixo, e um número próximo a 1 indica um regime de câmbio mais flexível. A Figura 4.1

Figura 4.1: Flexibilização do Regime de Câmbio no Brasil e no México (1988-2002)

Fonte: Elaboração do Autor.

mostra a flexibilização da taxa de câmbio de janeiro de 1988 até julho de 2002 no Brasil e no México. Essa representação resume de forma sucinta a política cambial dos dois países.

O México adotou o regime fixo-mas-ajustável (tipo 7) em 1988 para combater o processo inflacionário. Logo depois, a política cambial foi flexibilizada para evitar uma sobrevalorização da taxa de câmbio real. Em 1989, foi implementada a âncora cambial deslizante (tipo 6), e, em 1991, o regime de bandas cambiais deslizantes (tipo 5). Em 1994, o México sofreu um ataque especulativo e adotou o regime de flutuação (tipo 2).¹⁵²

O Brasil adotou até 1994 o regime de âncora cambial deslizante (tipo 6), que foi o mais

¹⁵² A flutuação livre seria o regime tipo 1. Como mencionado no apêndice do Capítulo II, somente países como os EUA, Japão e a União Européia aproximam-se da flexibilização livre de qualquer intervenção (tipo 1). Por isso, usa-se o regime 2 para os países emergentes, onde intervenções no mercado de câmbio acontecem com a maior frequência.

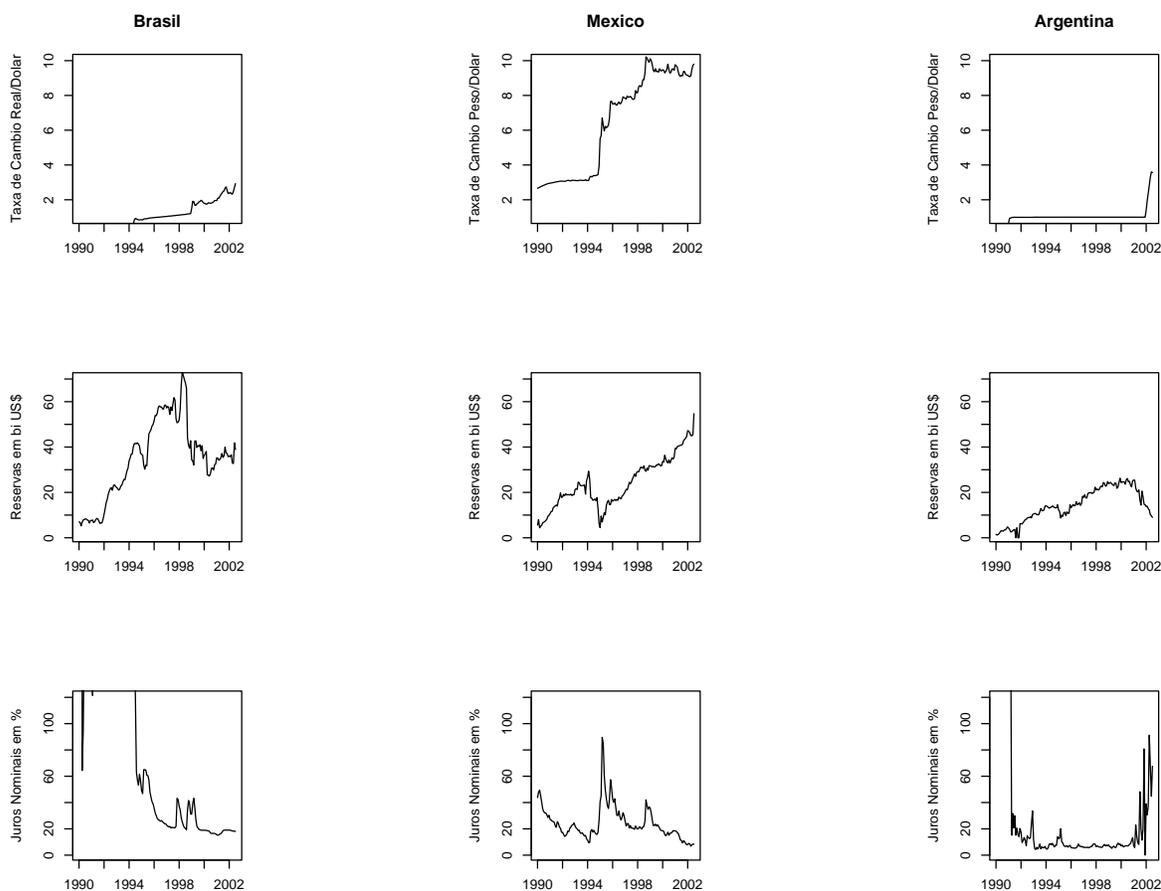
importante durante o século XX. O Brasil operava sob esse regime desde 1968.¹⁵³ O Plano Real foi introduzido em 1994 e representa uma mudança fundamental na política cambial do país. O Banco Central do Brasil não adotou um câmbio fixo-mas-ajustável (tipo 8), como é comum quando se usa a taxa de câmbio como âncora nominal. Ao contrário, o regime de flutuação suja foi adotado (tipo 2). Logo depois, em março de 1995, o regime de flutuação suja foi substituído pelo regime de bandas cambiais deslizantes (tipo 5). Esse regime foi abandonado em 1999, após ataque especulativo sofrido pelo real. A Figura 4.1 permite visualizar as diferenças principais entre as políticas cambiais adotadas pelo México e pelo Brasil.

Antes de descrever as políticas implementadas, examinar-se-ão os desenvolvimentos das variáveis taxas de câmbio, reservas internacionais e juros nominais no Brasil e no México. A Figura 4.2 apresenta 9 gráficos. Três referentes ao Brasil, México e Argentina, respectivamente. Os dados da Argentina são apresentados para ilustrar a diferença entre regimes flexíveis e regimes fixos. A Argentina adotou uma caixa de conversão em 1991 e foi forçada a abandonar o regime em 2002. Durante esse período, a taxa de câmbio entre o dólar e o peso argentino foi fixo, como mostra o gráfico na Figura 4.2.

A taxa de câmbio do Real é representada na Figura 4.2 a partir de 1994, quando essa moeda foi introduzida no Brasil. No caso do México, observa-se uma desvalorização lenta e gradual do peso mexicano até dezembro 1994 e uma desvalorização significativa causada pelo ataque especulativo. A taxa de câmbio parece se estabilizar por volta de 9 pesos mexicanos por um dólar norte-americano de 1999 até 2002. A taxa de câmbio do peso argentino com o dólar apresenta estabilidade de 1991 até 2002, quando entra em uma fase de crescimento.

¹⁵³ De acordo com Moura (2001, p. 40).

Figura 4.2: Taxa de Câmbio, Reservas e Juros: Brasil, México e Argentina (1990-2002)



Fonte: Dados de *International Financial Statistics* (FMI)

No que se refere às reservas, observam-se níveis maiores no México e no Brasil do que na Argentina. Os níveis de reservas diminuem durante os ataques especulativos e mesmo depois deles. As taxas de juros apresentam níveis muito elevados antes da estabilização no Brasil e na Argentina. Particularmente interessantes são os picos durante defesas, através de alta de juros, contra fugas de capitais. As relações entre o grau da flexibilidade do regime de câmbio e as variáveis macroeconômicas, taxa de juros, reservas internacionais e juros nominais, no caso dos países em desenvolvimento, foram discutidas no Capítulo III. Seguem-se os relatos

sobre o processo de flexibilização da taxa de câmbio nos casos do México e do Brasil.

2. Flexibilização da Taxa de Câmbio no Caso do México

A seguir descreveremos o plano de estabilização, o período antes da crise cambial (1988-1994), a fuga de capitais em 1994 e a adoção do regime flexível. A capacidade de um regime flexível de absorver choques externos é analisada no período após a crise cambial.¹⁵⁴

a) O Programa de Estabilização Econômica do México de 1988

Uma característica singular do plano mexicano de estabilização macroeconômica constituiu a criação de um pacto entre empresários, governo e os sindicatos dos trabalhadores. Nesse acordo, as partes envolvidas decidiam a trajetória futura dos salários, preços públicos e a taxa de câmbio.¹⁵⁵ A arquitetura do plano de estabilização do México promoveu a implementação de reformas estruturais. A privatização de empresas públicas e a abertura comercial constituíam elementos fundamentais para reestruturar a economia mexicana.¹⁵⁶ A venda de empresas públicas representava uma importante fonte de recursos para o governo. Essa medida deveria diminuir o déficit orçamentário do governo, que surgiu com a falta de recursos oriundos da senhoriagem após a estabilização. Com relação à abertura do México ao exterior, destacam-se alguns aspectos importantes. A expectativa do fechamento do acordo sobre o NAFTA contribuiu para a euforia em relação à economia mexicana, que induziu um ingresso maciço de capital estrangeiro no país.¹⁵⁷ Esse fluxo de capital estrangeiro que o México recebeu durante o período de 1988-94 foi devido à ampla aceitação que o programa teve no

¹⁵⁴ É necessário lembrar que a transmissão de choques não depende somente do regime de câmbio; outros fatores, como a credibilidade de um país, são relevantes nessa questão.

¹⁵⁵ De acordo com Rocha (2000, p. 43).

¹⁵⁶ As reformas econômicas são discutidas no Capítulo I do presente trabalho.

¹⁵⁷ De acordo com Rocha (2000, p. 40).

exterior. Porém, fatores externos também exerceram um papel importante na determinação dos fluxos de capitais, em particular, movimentos cíclicos de taxas de juros internacionais.¹⁵⁸

b) A Política Cambial Mexicana, de Janeiro de 1988 a Dezembro de 1994

Ao longo de 1988, o Banco Central do México manteve a taxa de câmbio fixa em relação ao dólar norte-americano (tipo 7). Antes de tomar essa medida, o banco central desvalorizou a taxa de câmbio em 38.9%.¹⁵⁹ Como freqüentemente se observa em países que adotam a âncora cambial, o México decidiu depois de algum tempo flexibilizar a taxa de câmbio com a intenção de impedir uma queda ainda maior da taxa de câmbio real. Assim, em janeiro de 1989, o Banco Central do México anunciou um regime de minidesvalorizações. A regra cambial consistia em reajustar a taxa de câmbio nominal em um ritmo inferior à taxa de inflação verificada no período anterior (tipo 6).¹⁶⁰

A taxa de câmbio passou a sofrer desvalorizações pré-anunciadas no valor de 1 peso ao dia. Um ano depois, em janeiro de 1990, a taxa de câmbio passou a aumentar apenas oitenta centavos. Em dezembro de 1990, o governo decidiu diminuir o ritmo de correção da taxa de câmbio para 40 centavos ao dia. Em suma, no período de janeiro de 1989 até novembro de 1991, o México seguiu uma política de minidesvalorizações pré-anunciadas e decrescentes da taxa de câmbio. Em novembro de 1991, o México instaurou o regime de bandas cambiais. Esse sistema tinha como característica o deslizamento da paridade central e apresentava um aspecto bastante singular. O limite inferior da banda deslizava ao longo do tempo, enquanto o limite superior era mantido fixo. Isso significa que, a amplitude da banda aumentou com

¹⁵⁸ De acordo com Calvo, Leiderman e Reinhart (1996, p. 124).

¹⁵⁹ De acordo com Rocha (2000, p. 46).

¹⁶⁰ Esse regime de câmbio corresponde ao regime do tipo 6, âncora cambial deslizante (*backward looking crawling peg*), no apêndice do Capítulo II.

o decorrer do tempo.¹⁶¹

Durante o período de novembro de 1991 a outubro de 1992, o valor referente ao limite superior da banda aumentou vinte centavos por dia, o que equivale a um reajuste da taxa de câmbio de aproximadamente 2.3% ao ano.¹⁶² Em novembro de 1992, o ritmo de desvalorização da taxa de câmbio aumentou para quarenta centavos de peso por dia. Essa mudança representou um aumento anual da taxa de câmbio nominal de 4.6%. O regime entrou em colapso em dezembro de 1994, quando o país sofreu um ataque especulativo.

c) Desempenho Macroeconômico do México no período de 1988-94

Uma característica marcante dos programas de estabilização com base na âncora cambial consiste na expansão do nível de produção nos estágios iniciais do programa. Essa expansão é atribuída ao aumento da demanda. Depois dessa primeira fase de expansão, reverte-se o ciclo econômico.

Podem-se extrair algumas conclusões interessantes no tocante à dinâmica da inflação no período em questão. A taxa de inflação caiu apenas para 13.4% ao longo do primeiro ano do programa de estabilização, apesar da estabilidade do câmbio em 1988. O fato de a inflação doméstica não ter convergido imediatamente para os padrões internacionais tem uma implicação sobre a taxa de câmbio. Pela teoria da paridade do poder de compra, uma moeda deve desvalorizar (ou valorizar) conforme a diferença da taxa doméstica e internacional de inflação. Dessa forma, a valorização da taxa de câmbio foi-se acumulando ao longo do tempo. Foram levantadas algumas hipóteses sobre os fatores que influíram na evolução do

¹⁶¹ Esse regime de câmbio se aproxima do regime do tipo 5, bandas cambiais deslizantes, no apêndice do Capítulo II.

¹⁶² De acordo com Rocha (2000, p. 46).

nível geral de preços no período em estudo e, como resultado, elevou a sobrevalorização da taxa de câmbio. A primeira hipótese trata da questão da credibilidade da política econômica como um elemento determinante da rigidez de preços verificada na economia mexicana. Os formuladores do programa esperavam um aumento de credibilidade ao longo do tempo, ou seja, uma convergência da taxa de inflação mexicana para níveis internacionais à medida que o programa de estabilização gerasse resultados positivos. Ocorreu o contrário. A confiança no programa diminuiu ao longo do tempo, supostamente pela supervalorização crescente do peso. Essa hipótese foi levantada por Edwards (1996):

*What is more important, however, is that these increases in the estimated degree of inertia suggest that as the Mexican program progressed through time its degree of credibility tended to decline rather than increase as the architects of the plan had expected. A likely explanation for this is that as time passed and the peso became more and more appreciated in real terms, the public sensed that it was more likely that the authorities would abandon the program, reverting to a more flexible system.*¹⁶³

Uma segunda hipótese que tenta elucidar a persistência da inflação na economia mexicana baseia-se na entrada de capitais. O ingresso maciço de capitais internacionais no México implicou um aumento da base monetária. O Banco Central do México emitiu títulos públicos com o intuito de contrair a base monetária e não neutralizou todos os ingressos de capitais. Houve uma expansão da base monetária do país. Dessa forma, o ingresso maciço de capitais externos constituiu um fator explicativo da persistência da taxa de inflação no México.¹⁶⁴

¹⁶³ De acordo com Edwards (1996, p. 26).

¹⁶⁴ De acordo com Rocha (2000, p. 45)

A abertura comercial da economia teve efeitos sobre a inflação e a conta corrente. Rocha (2000) afirma:

*Sem Dúvida, a penetração de bens e serviços importados com tarifas reduzidas na economia mexicana ampliou a concorrência no mercado interno e, por sua vez, favoreceu o declínio da inflação. Contudo, a queda da alíquota do imposto sobre as importações tem o efeito de estimular as importações de bens e serviços, colaborando, assim, para a geração de déficits em transações correntes.*¹⁶⁵

Com relação ao balanço de pagamentos da economia mexicana, observa-se um elemento marcante do programa de estabilização, um crescente desequilíbrio comercial com o resto do mundo. A valorização da taxa de câmbio nominal estimulou as importações e desestimulou as exportações.¹⁶⁶ O equilíbrio do balanço de pagamentos dependia da entrada de capitais autônomos, dada a magnitude dos déficits em conta corrente incorridos pelo México ao longo do período de 1988 até 1994. O crescente déficit em conta corrente foi um dos fatores principais que contribuiu para a crise financeira de 1994.

Um dos fatores externos que contribuiu para a crise mexicana foi a mudança nas taxas internacionais de juros. No início da década de 90, o banco central norte-americano reduziu acentuadamente suas taxas de juros, com a finalidade de estimular o nível de atividade econômica dos EUA. O Japão e a Inglaterra seguiram o exemplo e também baixaram os juros. A taxa de juros americana (*federal fund*) caiu de 8.1% ao ano em 1990 para 3.5% em 1992. No Japão, a taxa de *overnight* declinou de 7.2% ao ano em 1990 para 4.6% ao ano em 1992. E, finalmente, a taxa de juros de Inglaterra LIBOR recuou de 8.4% ao ano para

¹⁶⁵ De acordo com Rocha (2000, p. 43).

¹⁶⁶ Esse efeito é previsto pela abordagem teórica das elasticidades.

3.9% em 1992. Nessas circunstâncias, os investidores passaram a buscar taxas de juros mais atraentes nos mercados emergentes *vis-à-vis* as oferecidas nos países desenvolvidos.¹⁶⁷

d) A Crise Cambial do México em 1994

No primeiro dia do ano de 1994, rebeldes se apoderaram de 6 cidades do México. Um acontecimento que simbolizou o início dos conflitos políticos no país. No âmbito externo, destacou-se a política do banco central norte-americano de elevação dos juros, a taxa subiu 0.25 pontos percentuais no dia 4 de fevereiro de 1994. O Banco Central do México não reagiu nesse momento e deixou a taxa de juros domésticos inalterada.

Os eventos que levaram à desvalorização do peso mexicano, em dezembro 1994, fornecem um exemplo claro de como uma crise de balanço de pagamentos começa e se desenvolve.¹⁶⁸ Em março de 1994, a reversão do ciclo econômico, seguida do chocante assassinato do candidato à Presidência do partido político no poder levantou temores entre os investidores de que o governo poderia desvalorizar abruptamente o câmbio, contrariamente aos seus pedidos.^{169, 170}

A Figura 4.3 mostra o efeito desses acontecimentos em março e novembro sobre a taxa de juros nominal e as reservas internacionais do México. A demanda por peso mexicano caiu e, devido ao regime de bandas cambiais deslizantes (tipo 5) de câmbio o banco central teve de vender dólares para eliminar o excesso de demanda no mercado de câmbio.¹⁷¹

No mês de março 1994, os agentes econômicos começaram a ficar temerosos em relação à

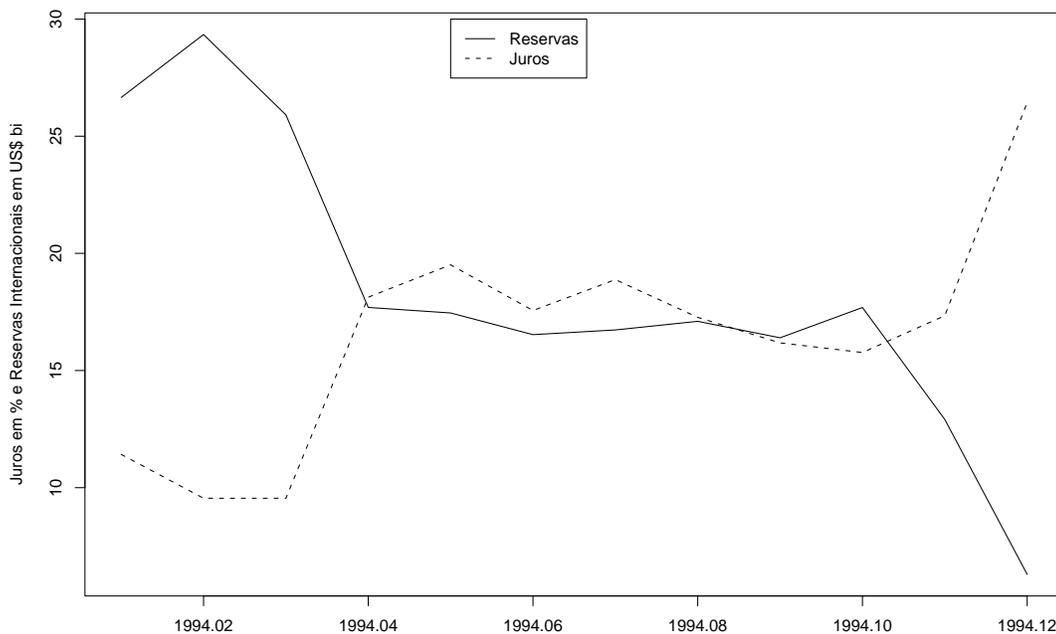
¹⁶⁷ De acordo com Rocha (2000, p. 45).

¹⁶⁸ De acordo com Krugman e Obstfeld (2001, p. 515).

¹⁶⁹ Krugman e Obstfeld (2001, p. 515).

¹⁷⁰ Os modelos de segunda geração explicam como mudanças nas expectativas possivelmente desencadeia um ataque especulativo.

¹⁷¹ Ver Capítulo II: 2. Regimes de Câmbio: Um Modelo Microeconômico Simples, para uma ilustração mais detalhada desse mecanismo.

Figura 4.3: Juros e Reservas Internacionais do México em 1994

Fonte: Dados do *International Financial Statistics (FMI)*.

conjuntura econômica do México. O país começou a perder reservas internacionais e elevou os juros naquele mês. Em abril, uma nova alta de 0.25 pontos percentuais na taxa de juros norte-americanos provocou uma reação mais forte dos investidores.¹⁷² Começou, então, uma diminuição mais acentuada das reservas internacionais, e o Banco Central do México decidiu elevar a taxa de juros doméstica para 15.59% ao ano, para conter a fuga de capitais. Em maio, novamente o banco central norte-americano elevou a taxa de juros em 0.5 ponto percentual. O Banco Central do México respondeu com um outro aumento da taxa interna de juros, que alcançou 16.35% ao ano.

No período de maio a agosto de 1994, o estoque de reservas internacionais e a taxa de juros

¹⁷² De acordo com Rocha (2000, p. 56).

mexicana permaneceram aproximadamente constantes, como se observa na Figura 4.3. Sendo assim, quando o novo governo ganhou as eleições em agosto de 1994, com Ernesto Zedillo como presidente da República, o Banco Central do México iniciou um processo de redução da taxa de juros doméstica.¹⁷³ Em setembro de 1994, surge outra agitação no âmbito da política interna. Dessa vez, o secretário geral do Partido do Governo, José Francisco Ruíz Massiu, é assassinado. Esse evento repercute intensamente sobre o ânimo dos investidores. Em novembro, o Banco Central norte-americano eleva a taxa de juros em 0.75 pontos percentuais. No dia 19 de dezembro, surge um novo conflito político na Província de Chiapas, que resultou em manifestações de violência.¹⁷⁴

Um outro ponto importante é a expansão do crédito interno pela autoridade monetária mexicana em 1994. O crédito interno cresceu 54.6% em 1994 em relação ao ano anterior. Os modelos de primeira geração de crise de balanço de pagamentos sugerem uma incompatibilidade entre a política monetária expansiva e o sistema de câmbio de taxas fixas. A autoridade monetária mexicana, o Banco Central do México, expandiu o crédito interno para compensar as perdas de reservas internacionais e, por conseguinte, manter a taxa de juros sem grandes flutuações.¹⁷⁵

No dia 20 de dezembro de 1994, o Banco Central do México anunciou uma alta de 15% na taxa de câmbio nominal. Isso gerou uma expectativa de novas desvalorizações da taxa de câmbio no futuro. Os investidores perceberam que a mudança na política cambial era uma medida paliativa que não restituiria a competitividade externa da economia mexicana. A crise que se instaurou, no final de dezembro daquele ano, ampliou-se devido à falta de informações

¹⁷³ De acordo com Rocha (2000, p. 57).

¹⁷⁴ *ibidem.* (2000, p. 57).

¹⁷⁵ *ibidem.* (2000, p. 58).

sobre o nível de reservas internacionais do México.¹⁷⁶ A mudança na percepção do investidor sobre o México, em face dos eventos ocorridos no país, detonou uma crise cambial. A única saída possível da autoridade monetária consistia em anunciar a livre flutuação da taxa de câmbio.

e) Após o Colapso do Sistema Cambial Mexicano em 1994

O colapso do regime cambial mexicano, em dezembro de 1994, teve sérias repercussões sobre a economia mexicana. A dívida externa dos setores público e privado do país concentrava-se no curto prazo e totalizaram 33.8% do PIB em 1994.¹⁷⁷ Diante desse quadro, os investidores tiveram dúvidas em relação à capacidade do México em honrar seus compromissos com o resto do mundo. O pacote de ajuda do governo norte-americano, do Banco Central do Canadá, do BIS e do FMI do tamanho de US\$ 50 bilhões de dólares não freou a saída de capitais.

A taxa de inflação disparou e alcançou 51.97% em 1995. Esse comportamento da taxa de inflação é explicado por um conjunto de fatores: (i) “overshooting” da taxa de câmbio; (ii) ajustes de preços públicos; (iii) aumento dos salários; (iv) alta dos impostos indiretos; (v) aumento dos preços internacionais de algumas matérias-primas.

A alta da inflação dos juros domésticos e a redução da demanda agregada produziram uma forte contração da atividade econômica do país. O PIB caiu 6.9% em termos reais em relação ao ano anterior. Essa contração teria sido muito maior sem o pacote de ajuda de US\$ 50 bi. A entrada desses recursos impediu uma alta mais acentuada no valor da taxa de

¹⁷⁶ De acordo com Edwards (1995, p. 298), os níveis de reservas internacionais do México não foram publicados pelo Banco Central do México para os meses de novembro e dezembro.

¹⁷⁷ De acordo com Rocha (2000, p. 60).

câmbio mexicana.¹⁷⁸

O México adotou um sistema, de metas de inflação (*Inflation Targeting*). Sob esse sistema, o governo anunciava uma meta para a inflação anual medida pelo índice de preços ao consumidor. O banco central escolheu a base monetária como meta intermediária para influenciar as variações no nível geral de preços. O principal elemento dessa estratégia consistia em estabelecer um teto para a taxa de crescimento do crédito doméstico líquido. A política cambial deixou o regime de câmbio flexível em vigor. Uma nova fixação traria o perigo de errar na estimação de taxa de câmbio de longo prazo. Além disso, o regime de taxas fixas não é compatível com o sistema de metas de inflação, pois com a atuação do banco central fica comprometida a manutenção da paridade. Sob um sistema de câmbio flexível, torna-se possível influenciar a taxa de inflação por meio da política monetária. Essas medidas das políticas monetária e cambial foram acompanhadas por uma política fiscal àustera a partir de 1995.¹⁷⁹

Entre abril e setembro de 1995, a economia mexicana começou a exibir alguns indicadores positivos. No mês de maio desse mesmo ano, o México conseguiu um grande êxito, pois o sistema financeiro internacional começou a conceder crédito ao país. As exportações cresceram em 30.6% em 1995 devido à taxa de câmbio mais competitiva. Contudo, o nível de produção começou a crescer no terceiro trimestre de 1995, quando o governo amortizou dívidas no valor de US\$ 29 bilhões, de curto prazo, contratadas com o exterior. O governo teve meios para cumprir suas obrigações, pois utilizou parte do recurso advindo do pacote de ajuda financeira já mencionado. Isso, sem dúvida, contribuiu para aumentar a credibilidade do país no

¹⁷⁸ De acordo com Rocha (2000, p. 60).

¹⁷⁹ De acordo com Rocha (2000, p. 61).

exterior.¹⁸⁰

Em 1996, nota-se uma inversão no quadro conjuntural do México. A economia mexicana exibiu uma taxa de crescimento de 5.1%, a preços correntes de 1993. A demanda agregada cresceu, impulsionada pela elevação da formação bruta de capital fixo, do aumento das exportações e do declínio da taxa de juros interna. A política monetária restritiva, o crescimento lento dos salários e o comportamento da taxa de câmbio nominal exerceram um importante papel na contenção do processo inflacionário no México. O nível geral de preços exibiu uma taxa de crescimento anual de 27.7%. Em 1996, as exportações mexicanas cresceram 20% em relação ao ano anterior. Esse resultado também derivou do aumento do valor das exportações em decorrência da alta do preço do petróleo no mercado internacional e do NAFTA.¹⁸¹

f) O Regime de Câmbio Flexível e as Crises Cambiais dos Anos 90

α) A Crise da Ásia em 1997

A crise da Ásia, em outubro 1997, afetou todos os países emergentes. As bolsas de valores no México caíram. No final do 1997 verificou-se um fluxo negativo na conta de capital na categoria de investimentos de portfólio. Entretanto, no primeiro trimestre de 1998, os investimentos de portfólio voltaram a apresentar um ingresso positivo no valor de US\$ 2.829.622 mil dólares norte-americanos.

Os títulos mexicanos transacionados no exterior, os chamados “Brady Bonds”, exibiram uma queda de 8.88% no seu de valor face em outubro de 1997 vis-à-vis o mês anterior. Em novembro de 1997, o valor desses títulos retornou ao nível prevalecente antes da crise da Ásia.

O sistema mais-flexível de câmbio permitiu uma depreciação de 3.62%, considerando a

¹⁸⁰ De acordo com Rocha (2000, p. 62).

¹⁸¹ De acordo com Rocha (2000, p. 63).

taxa de variação entre o final do mês de outubro e o final de setembro. O Banco Central do México elevou a taxa de juros básica da economia, com o intuito de impedir a fuga de capitais do país. A taxa de juros anual da Cetes com prazo de maturidade de 28 dias subiu de 17.92%, em outubro de 1997, para 20.16% em novembro do mesmo ano. Em dezembro, no entanto, ela inicia uma trajetória de queda, atingindo 17.95% em janeiro de 1998.¹⁸²

O governo mexicano usou a depreciação da taxa nominal de câmbio em combinação com um aumento da taxa de juros Cetes e intervenções no mercado de câmbio. O mercado financeiro mexicano sofreu apenas um choque temporário em decorrência da crise asiática. Parte da boa performance da economia mexicana pode ser explicada pelo conjunto de políticas adotadas, mas parte deve ser explicada pelos fundamentos da economia, parte pelo apoio dos EUA e o NAFTA. A dívida externa bruta em relação ao PIB caiu de 49.2%, em 1995, para 38.1%, em 1997. Outro aspecto bastante positivo apresentado pela economia mexicana constituiu a composição do fluxo de capital externo, representando empresas norte-americanas penetrando no mercado mexicano. Em 1997, o investimento direto representava aproximadamente 77% do investimento total.

Em suma, a conjunção de todos esses elementos positivos acima descritos reduziu a vulnerabilidade da economia mexicana a choques externos. A economia mexicana continuou o seu processo de retomada de crescimento econômico associado ao declínio da taxa de inflação, que atingiu 15.7% em 1997.¹⁸³

β) A Moratória da Rússia em 1998

Em agosto de 1998, ocorreu a crise cambial na Rússia. O receio dos investidores em

¹⁸² De acordo com Rocha (2000, p. 64); O Cetes é a taxa de juros básica na economia mexicana.

¹⁸³ De acordo com Rocha (2000, p. 65).

relação aos mercados emergentes provocou uma fuga de capitais do México. O México perdeu reservas internacionais, principalmente nos meses de agosto, quando as bolsas caíram acentuadamente, setembro e novembro de 1998. Os “Brady Bonds” exibiram um declínio de 12.8% no seu valor face, em agosto de 1998, em relação ao mês anterior.

O governo utilizou instrumentos da política monetária, cambial e fiscal perante o choque externo derivado da crise russa. O Banco Central do México elevou as taxas de juros da Cetes, com prazo de maturidade de 28 dias, de 22.6% ao ano no mês de agosto de 1998 para 40.8% ao ano no mês de setembro de 1998.¹⁸⁴ O governo adotou medidas de redução dos dispêndios, e o banco central interveio no mercado cambial. A política do governo adotada em 1998 parece ter surtido efeito, pois em outubro de 1998, o banco central inicia um processo de redução da taxa de juros. No final de outubro, a taxa de câmbio também caiu. Em 1998, a economia mexicana cresceu 5%, como mostra a Tabela 4.3.

Em face do exposto, a boa performance da economia mexicana em 1998, associada à adoção de políticas monetárias e fiscais restritivas, bem como a atuação do banco central no mercado de câmbio impediram que a crise causasse danos mais sérios ao México.¹⁸⁵

γ) Impactos da Crise Brasileira 1999

No começo de 1999, a crise cambial brasileira contagiou de forma limitada a economia mexicana, cuja economia era favorecida pelo comércio internacional daquele ano. Em março de 1999, o preço do petróleo no mercado internacional começou a se recuperar. O forte crescimento da economia norte-americana exerceu efeitos positivos sobre o fluxo de comércio entre o México e os EUA. As exportações de bens e serviços constituíram o elemento mais

¹⁸⁴ Discute-se no Capítulo III que países em desenvolvimento usam com grande frequência a taxa de juros doméstica para influenciar a taxa de câmbio.

¹⁸⁵ De acordo com Rocha (2000, p. 66).

dinâmico da demanda agregada no México. A taxa de inflação exibiu um crescimento de apenas 12.3% em 1999. Nesse mesmo ano, o declínio da inflação e da taxa de juros doméstica produziu um aumento no consumo e investimento agregado, o que, por sua vez, também estimulou o nível de atividade econômica. O déficit comercial do país diminuiu em relação ao ano de 1998. O déficit em conta corrente do México foi financiado por capitais de longo prazo, o que indica uma redução da vulnerabilidade do país a choques. O mercado acionário mexicano recebeu um volume de capitais externos de ordem de US\$ 3,769 bi. Em suma, podemos concluir que os fundamentos econômicos do México deixaram o país menos suscetível ao efeito-contágio.¹⁸⁶

A economia mexicana não foi muito afetada pelo colapso do regime cambial do Brasil. As bolsas de valores não apresentaram uma grande oscilação em média. O índice do mercado acionário, que utiliza o mês de outubro de 1978 como base, decresceu de 3960 pontos no final de dezembro de 1998 para 3958 pontos no final de janeiro de 1999. Os “Brady Bonds” exibiram um declínio de 2,57% no seu valor de face em janeiro de 1999 em relação ao mês anterior. Considerando a taxa de variação no final de cada período, em março de 1999 o valor dos “Brady Bonds” alcançou 78,4, o que, por sua vez, indica uma recuperação rápida, pois aproximou-se do valor observado em julho de 1998.

A taxa de câmbio nominal variou apenas 3,13%, considerando os valores do final do período de janeiro de 1999 e dezembro de 1998.¹⁸⁷

O banco central mexicano, apesar da crise cambial brasileira, não interrompeu a trajetória de queda da taxa de juros doméstica, que caiu de 33,7% em dezembro de 1998 para

¹⁸⁶ De acordo com Rocha (2000, p. 68).

¹⁸⁷ De acordo com Rocha (2000, p. 69).

32,1% em janeiro de 1999.¹⁸⁸ Uma pesquisa com os empresários do México conduzida pelo banco central, em fevereiro de 1999, já indicava o restabelecimento da confiança na economia mexicana, pois sugeria uma ampliação nos investimentos agregados.

3. Flexibilização da Taxa de Câmbio no Brasil

A experiência brasileira com o regime de câmbio flutuante é mais recente do que no caso do México. O relato é, devido a esse fato, mais curto do que no caso do México. A economia brasileira foi caracterizada por um processo de inflação alta e crônica no início dos anos 1990. Vários programas de estabilização econômica foram implementados nas décadas de 80 e 90. Entretanto, nenhum deles obteve êxito.¹⁸⁹

a) O Plano Real

Uma das causas do processo inflacionário brasileiro consistia na existência de mecanismos de indexação de preços. O Plano Real, lançado em 1994, trouxe o fim de mais de três décadas de alta inflação. O Plano Real inspirou-se no Plano Larida. Um indexador denominado Unidade Real de Valor (URV) foi usado para indexar os preços. Os salários, os aluguéis e as mensalidades escolares tiveram regras especiais de conversão.

O Brasil seguiu a tendência geral na América Latina de incorporar mudanças estruturais.¹⁹⁰ Dentro das medidas, convém destacar o processo de abertura do país com o exterior e a privatização de empresas governamentais.

A economia brasileira tinha-se recuperado da crise política do início dos anos 90. O

¹⁸⁸ O juro doméstico do México é Cetes, com prazo de maturidade de 28 dias.

¹⁸⁹ De acordo com Rocha (2000, p. 85).

¹⁹⁰ Veja a discussão no Capítulo I e, em particular, a Figura 1.1.

acordo de reestruturação da dívida externa brasileira (Brady Bonds) contribuiu também para a melhoria do quadro geral.

b) As Política Monetárias e Cambial de 1994 até 1999

Dois regimes cambiais distintos foram adotados no Brasil ao longo do Plano Real: o regime flutuante (tipo 2) e o regime de bandas cambiais (tipo 5). No dia 30 de julho de 1994, o banco central determinou que um dólar equivalia a um real. O dia 1 de julho de 1994 marcou a introdução do Plano Real, e o regime flutuante de câmbio foi adotado. O real se apreciou em relação ao dólar, o que não surpreendeu muito, visto que o Brasil, desde 1992, recebia um ingresso de capitais externos significativo.¹⁹¹ Quando a taxa de câmbio nominal atingiu $\frac{R\$}{US\$} = 0.889$, em 31 de agosto, o banco central estabeleceu algumas regras para estimular a demanda por moeda estrangeira.¹⁹² Ao mesmo tempo, introduziu várias medidas para arrefecer a oferta de dólares na economia.¹⁹³

Em dezembro de 1994, o cenário econômico mudou abruptamente em virtude da eclosão da crise cambial mexicana. O efeito “tequila” atingiu o Brasil, bem como a maioria dos países emergentes, e causou uma fuga de capitais. No mês de dezembro, o banco central interveio realizando venda líquida de dólares no valor de US\$ 2,4 bilhões, para evitar uma

¹⁹¹ De acordo com Rocha (2000, p. 86).

¹⁹² De acordo com os dados extraídos do Boletim do Banco Central (Separata - julho 1996, p. 54), citado por Rocha (2000, p. 86), em 31 de agosto de 1994 o banco central impôs as seguintes regras: i) a liquidação antecipada das obrigações decorrentes de empréstimos e financiamento; ii) a contratação de câmbio para liquidação futura também para as operações financeiras; iii) ampliação do pagamento à vista, acima do limite anterior de 20% do total, para as importações com prazo superior a 360 dias; e iv) dispensa de guia de importação para efeito da contratação do câmbio.

¹⁹³ Com base no Boletim do Banco Central do Brasil (Separata - julho de 1996, p. 55), mencionado por Rocha (2000, p. 86-7), citam-se as principais medidas: i) a elevação do IOF sobre o ingresso de recursos externos, na forma de empréstimos em valores mobiliários; ii) a elevação dos prazos mínimos para repasse interno de recursos captados na forma da Resolução no. 63; iii) os fundos de privatização ficariam impedidos de aplicar seus recursos em títulos da dívida pública federal; e iv) os investidores externos não poderiam investir no FAF. Esse conjunto de medidas foi implementado para reduzir os ingressos de capital externo.

alta da taxa de câmbio. A saída de capitais continuou em janeiro e fevereiro de 1995. O governo defrontava-se com a relutância do Congresso Brasileiro para aprovar as emendas que tratavam das privatizações nas áreas de telecomunicações, de energia elétrica e do petróleo, o que aumentou a incerteza no mercado de câmbio. A incerteza residia em como o governo iria assegurar o equilíbrio do balanço de pagamentos sem recorrer a uma desvalorização da taxa de câmbio, dada a redução dos fluxos de capitais externos. O banco central respondeu com a implementação do regime de bandas cambiais no dia 6 de março de 1995.¹⁹⁴

A taxa nominal de câmbio poderia flutuar em um intervalo de R\$ 0.86 e R\$ 0.90. A banda superior passaria a assumir o valor de R\$ 0.98 no dia 2 de maio de 1998. A mudança na política cambial desencadeou movimentos especulativos no mercado de câmbio. No dia 9 de março de 1995, houve o primeiro ataque especulativo contra o real. A autoridade monetária brasileira vendeu em torno de US\$ 6 bilhões para assegurar a estabilidade da banda cambial. Além disso foram tomadas várias medidas para estimular a entrada de capitais de curto prazo.

Um fator externo, a alta dos juros americanos reforçou a saída de capitais do Brasil. No dia 10 de março de 1995, uma nova banda cambial foi estabelecida, por um prazo indefinido, com limite inferior de R\$ 0.88 e limite superior de R\$ 0.93. No dia 21 de junho de 1995, os parâmetros da banda mudaram. A taxa de câmbio nominal passou a flutuar entre R\$ 0.91 e R\$ 0.99. Em julho de 1995, as reservas internacionais registraram um crescimento de 26,35% em relação ao mês precedente.¹⁹⁵ O efeito tequila dissipou-se rapidamente. No dia 10 de agosto de 1995, o banco central adotou medidas para reduzir o fluxo de capitais externos de

¹⁹⁴ O Banco Central do Brasil passou a atuar no mercado interbancário via leilões eletrônicos, para assegurar que a taxa de câmbio nominal permanecesse no intervalo da banda.

¹⁹⁵ De acordo com Rocha (2000, p. 91).

curto prazo para o país.¹⁹⁶

Em 1996, a política cambial brasileira caracterizou-se pelas minidesvalorizações da taxa de câmbio nominal. A autoridade monetária interveio de tal maneira no mercado de câmbio que a faixa de flutuação foi bem menor do que a banda anunciada. Dessa maneira, o regime cambial brasileiro se aproximou de um “crawling peg”, ou seja, um regime de minidesvalorizações. O governo adotou medidas para estimular exportações e para aumentar o ingresso de capital externo no país. O déficit em conta corrente cresceu, apesar das medidas tomadas. No dia 18 de fevereiro de 1997, os limites da banda foram mudados para R\$ 1.05 e R\$ 1.14.

Em outubro de 1997, a crise da Ásia contaminou a economia brasileira. O Banco Central do Brasil recorreu à defesa da taxa de câmbio por meio da alta da taxa de juros nominal. O ataque especulativo não produziu o colapso do regime cambial brasileiro. A fuga de capitais não se prolongou. Rocha (2000, p. 94) atribui esse fato à saúde do sistema financeiro brasileiro. As condições externas pioravam, e a instabilidade da economia mundial gerou uma retração dos fluxos de capitais externos para os países emergentes.

A deflagração da crise russa, no dia 17 de agosto de 1998, produziu uma forte saída de capitais do Brasil, como se observa na Figura 4.4.

O Brasil apresentava, no final de 1998, uma deterioração nos seus fundamentos econômicos, o que deixava o país vulnerável a choques externos. O país exibia os chamadas déficits gêmeos, i.e., déficit em conta corrente e déficit no orçamento do Governo. A situação se aproximava daquela verificada na Rússia antes da crise de 1998.¹⁹⁷

A moratória do Estado de Minas Gerais minou a credibilidade do Brasil. O governo

¹⁹⁶ De acordo com Rocha (2000, p. 91).

¹⁹⁷ De acordo com Rocha (2000, p. 96).

Figura 4.4: Juros e Reservas Internacionais do Brasil em 1998

Fonte: Dados de *International Financial Statistics (FMI)*.

brasileiro tentou acalmar o mercado por meio da troca do presidente do Banco Central. No dia 13 de janeiro de 1999, o economista Francisco Lopes tomou posse na Presidência do Banco Central e realizou uma mudança da banda cambial, os limites passaram para R\$ 1.20 e R\$ 1.32.¹⁹⁸ Essa mudança na política cambial representava uma desvalorização da taxa de câmbio em 8.9%.¹⁹⁹

No dia 15 de janeiro de 1999, a autoridade monetária anunciou que não iria mais realizar intervenções no mercado de câmbio.²⁰⁰ Nesse dia, a taxa de câmbio alcançou R\$ 1.5. No dia 18 de janeiro, o banco central apenas formalizou o novo regime cambial, o câmbio flutuante,

¹⁹⁸ Essa mudança foi anunciada pelo Comunicado do Banco Central do Brasil no. 6.560.

¹⁹⁹ De acordo com Rocha (2000, p. 97).

²⁰⁰ Segundo Comunicado no. 6.563 do Banco Central do Brasil.

e estabeleceu que a autoridade monetária devia intervir no mercado de câmbio apenas para evitar flutuações erráticas da taxa de câmbio.

c) A Política Cambial após a Crise Cambial em 1999

A taxa de câmbio nominal oscilou acentuadamente entre 15 de janeiro e 3 de março de 1999. Antes do colapso do regime de bandas, a expectativa dos agentes de mercado era de que o *overshooting* da taxa de câmbio levasse a uma volta da inflação. Entretanto, a taxa de inflação não aumentou muito. A percepção de risco da economia brasileira declinou gradualmente, à medida que a inflação foi perdendo seu ímpeto, e o governo exibiu uma forte disposição em manter uma política fiscal e monetária rígida.²⁰¹

O FMI e o Brasil fecharam um acordo em março de 1999. Mesmo assim, a taxa de câmbio flutuou ao redor de R\$ 1.65. No dia 25 de maio de 1999, iniciou-se um processo gradual de alta da taxa de câmbio nominal do Brasil. Rumores a respeito de uma possível desvalorização do câmbio na Argentina repercutiram negativamente no mercado brasileiro. A alta do câmbio nos meses anteriores poderia produzir um aumento no nível geral de preços, que, por sua vez, também conduziria a um novo aumento na taxa de câmbio.²⁰² Rocha (2000, p. 99) afirma:

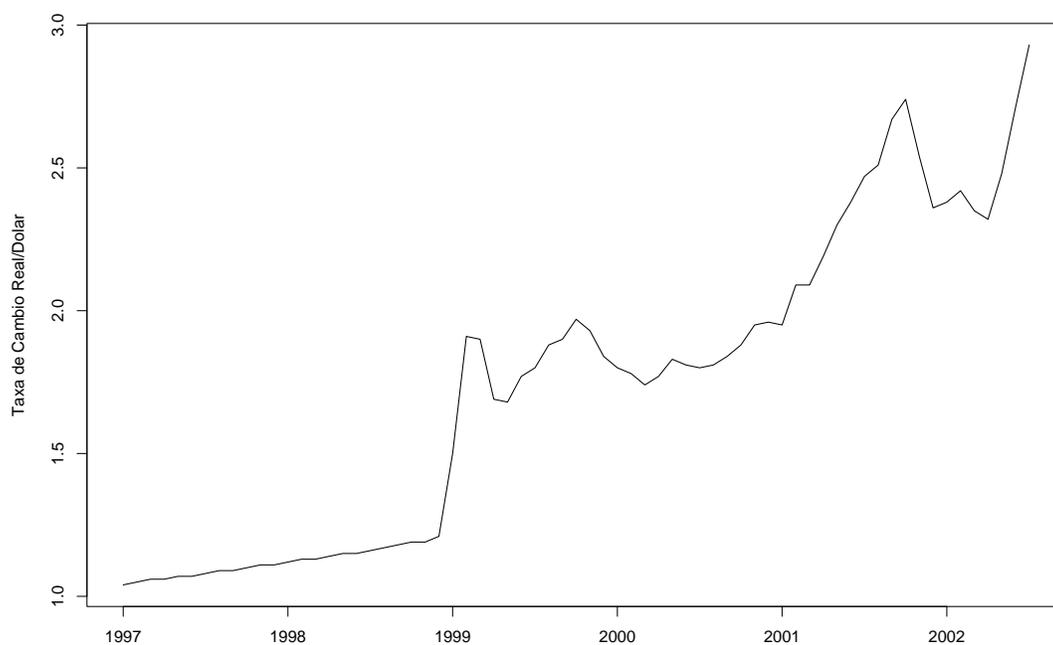
Ao que tudo indica, o Banco Central pareceu estar utilizando uma banda cambial informal, onde a taxa de câmbio flutuava no intervalo de R\$ 1.80 e R\$ 1.90.

Esse fato é conhecido sob o nome de medo de flutuar.²⁰³ O Brasil evitou um novo compromisso com uma paridade, mas interviu com frequência no mercado cambial para

²⁰¹ De acordo com Rocha (2000, p. 98).

²⁰² Veja as evidências empíricas sobre as taxas flutuantes de câmbio: Capítulo II.

²⁰³ Veja a discussão do medo de flutuar no Capítulo III.

Figura 4.5: A Taxa de Câmbio Real/Dólar (1997-2002)

Fonte: Dados de *International Financial Statistics (FMI)*.

evitar grandes flutuações na taxa nominal de câmbio.

A Figura 4.5 mostra o movimento da taxa de câmbio nominal a partir de dados mensais. Essa representação gráfica sugere que a taxa de câmbio não apresenta muitas flutuações e muda de forma suave. Essa impressão é errada. As flutuações são significativas, mesmo entre horas do mesmo dia, ainda assim, a Figura 4.5 apresenta informações importantes, e revela a transição de um sistema com minidesvalorizações para um sistema com movimentos menos uniformes e planejados.²⁰⁴

²⁰⁴ Dados diários omitem a volatilidade intradia e sofrem então do mesmo problema.

d) Crescimento e Choques Externos com Câmbio Flutuante no Brasil

A evolução dos fundamentos ao longo de 1999 não ratificou as expectativas pessimistas formuladas no início do ano, quando ocorreu o ataque especulativo.²⁰⁵ A inflação não voltou para patamares altos.²⁰⁶ O sistema de metas de inflação e o regime de câmbio flutuante mostravam-se capazes de reestabelecer a confiança rapidamente. A partir de abril, a taxa SELIC começou a recuar, o que indicava a volta da confiança dos investidores. Mesmo assim, a economia brasileira cresceu apenas 0.8% em 1999, em decorrência do ataque especulativo. Nota-se que a desvalorização melhorou a competitividade dos produtos brasileiros e melhorou, assim, a balança comercial.

No ano 2000, o Brasil apresentou o melhor desempenho macroeconômico com o regime flutuante. Segundo o Banco Central do Brasil (2001):

A consolidação do processo de retomada, de forma consistente, do crescimento econômico do país em 2000, reveste-se de importância acentuada se considerada a persistência da restritividade das condicionantes externas, iniciada a partir de meados de 1997. Os resultados favoráveis registrados no ano, evidenciados pela expansão de 4.5% do Produto Interno Bruto (PIB), ocorreram em cenário de taxas de inflação decrescentes, continuada elevação do nível de emprego formal e informal, evolução das operações de crédito, resultados fiscais favoráveis e melhora das contas externas. Assinale-se o cumprimento, pelo segundo ano consecutivo, da meta anual para a taxa de inflação [6% em 2000], apesar da elevação das cotações internacionais do petróleo, o que ratifica a eficácia do atual regime de política monetária em ambiente

²⁰⁵ De acordo com Banco Central do Brasil (2000, p. 9).

²⁰⁶ Ver Tabela 4.3.

*de flexibilização cambial.*²⁰⁷

No primeiro trimestre do ano 2000, o reestabelecimento da confiança dos agentes na recuperação econômica do Brasil e o equilíbrio da demanda e da oferta no mercado cambial, aliados à ausência de pressões significativas do setor externo, se refletiram na redução das taxas de câmbio.²⁰⁸ O movimento de capitais em 2000 caracterizou-se pelo aumento dos investimentos de risco no país, principalmente sob a forma de investimento estrangeiro direto, e pela inversão de fluxos líquidos de empréstimos de médio e longo prazos. Os investimentos estrangeiros líquidos no país alcançaram US\$ 30,6 bilhões, maior valor já registrado.²⁰⁹ A dívida externa total atingiu US\$ 236,2 bilhões em dezembro de 2000, queda de US\$ 5,3 bilhões em relação ao estoque de dezembro de 1999.²¹⁰

Dado o desempenho macroeconômico do Brasil em 2000, as expectativas relacionadas a economia brasileira mostravam-se bastante favoráveis no início de 2001. No decorrer do ano, entretanto, o quadro favorável se inverteu. Destacam-se, entre os choques externos de 2001, a intensificação da crise econômica na Argentina, o racionamento de energia e a expectativa de aprofundamento da recessão econômica registrada nos Estados Unidos, após os atentados de 11 de setembro de 2001.²¹¹ A economia cresceu apenas 1.5% em 2001. Apesar da desaceleração ocorrida na taxa de crescimento do PIB, o setor público apresentou superávit primário superior à meta estabelecida no acordo assinado com o FMI, que ilustra o forte compromisso com o ajuste fiscal.

No ano 2002 destacam-se a crise de confiança a respeito da dívida externa do Brasil. A

²⁰⁷ De acordo com o Banco Central do Brasil (2001, p. 11).

²⁰⁸ De acordo com Banco Central do Brasil (2001, p. 122).

²⁰⁹ Segundo Banco Central do Brasil (2001, p. 166-7).

²¹⁰ De acordo com Banco Central do Brasil (2001, p. 177).

²¹¹ De acordo com o Banco Central do Brasil (2001, p. 10).

alta do dólar durante o processo eletivo de 2002 elevou a relação dívida e PIB para 60%. Esse nível é observado em países como a Alemanha e França, porém esses países enfrentam outro nível de juros. É improvável, entretanto, que a depreciação da taxa de câmbio aponte para um ataque especulativo. Sob o regime flutuante, o banco central não pode ser forçado a abandonar uma paridade. Todavia, o mercado pode exercer pressões sobre o banco central. As intervenções do Banco Central do Brasil em meados de 2001 evidenciam esse fato. O banco central ficou nesse momento evitando uma maior alta do dólar para se esquivar das pressões inflacionárias e perda de credibilidade dos investidores. A alta do dólar parece ter origem na especulação com títulos do governo.

Quando esses títulos perdem valor, significa que os juros que os investidores externos exigem do país estão subindo: a alta desses juros é reflexo do risco-país. A alta do risco-país tende a elevar o preço do dólar. Investidores podem especular (fazer apostas) que os preços dos títulos da dívida brasileira vão cair, pressionando a sua baixa, o que eleva o risco-país e o preço do dólar.²¹²

No caso de um ataque especulativo supõe-se que a paridade será abandonada. Neste caso, temos a falta de credibilidade que o país esteja em condições de honrar suas dívidas. Cada depreciação da moeda aumenta essa probabilidade, pois eleva o nível da dívida externa medido em moeda doméstica. Ou seja, cada desvalorização reflete-se na relação dívida/PIB. A dívida em dólar permanece, mas, com a depreciação da moeda doméstica, o PIB em dólares diminui. Conclui-se que o regime flexível diminui a exposição a ataques especulativos, mas não elimina o problema da fragilidade financeira.

²¹² De acordo com *Folha de São Paulo*, 30 de julho de 2002, B1.

4. Crescimento, Inflação e Balanço de Pagamentos: Comparações

Viu-se que o México adotou, desde dezembro de 1994, um sistema de câmbio flexível; o Brasil também adotou o câmbio flutuante, desde janeiro de 1999. Nesta seção, analisa-se o desempenho macroeconômico desses dois países na década de 90 e no início de 2000, em particular, sob o efeito do regime flutuante.

A Tabela 4.2 mostra a conta corrente, as exportações, as importações e as reservas internacionais dos dois países. Observa-se o déficit crescente na conta corrente do México antes de 1994. O saldo negativo de US\$ 29,7 bilhões é explicado pela expansão das importações durante o plano de estabilização. Um ano após a crise, em 1995, as exportações (US\$ 89,3) superam em valor total as importações (US\$ 82,2). Com a adoção do regime flexível, o déficit em conta corrente começa a crescer de novo e apresenta uma magnitude por volta de US\$ 15 bilhões nos anos 1997-2001. As importações ultrapassam as exportações nesse período. As reservas internacionais do México apresentaram uma queda brusca com o ataque especulativo, mas tomaram uma trajetória crescente após de 1994.

No caso do Brasil, observa-se um superávit na conta corrente nos anos 1992 e 1993. Esse quadro se inverte com a introdução do Plano Real. O Brasil passa a apresentar déficits em conta corrente por volta de US\$ 25 bilhões. Uma diferença importante entre os dois casos consiste no impacto do ataque especulativo. O Brasil não apresenta uma diminuição drástica do déficit em conta corrente, como o México. Uma outra diferença é o nível de reservas internacionais dos países. O Brasil manteve durante todo o período analisado reservas maiores, considerando-se a relação com as importações.

O desempenho em termos de crescimento econômico do México foi muito bom na segunda

Tabela 4.2: Posições do Balanço de Pagamentos do México e do Brasil (1990-2001)

Ano	México				Brasil			
	C.C.	EX	IM	R	C.C.	EX	IM	R
1990	-7.5	48.8	51.9	9.9	-3.8	35.2	28.2	7.4
1991	-14.9	51.6	60.9	17.7	-1.5	34.9	28.3	8.0
1992	-24.4	55.5	74.1	18.9	6.1	39.9	28.0	22.5
1993	-23.4	61.4	77.4	25.1	0.02	43.6	34.9	30.6
1994	-29.7	71.2	92.4	6.3	-1.2	49.0	43.5	37.1
1995	-1.6	89.3	82.2	16.8	-18.1	52.6	63.3	49.7
1996	-2.5	106.7	100.3	19.4	-23.2	52.5	66.0	58.3
1997	-7.7	121.6	122.4	28.8	-30.5	59.2	75.1	50.8
1998	-16.0	129.1	138.4	31.8	-33.8	58.8	74.4	42.6
1999	-14.0	148.1	156.4	31.8	-25.4	55.2	63.4	34.8
2000	-17.8	180.2	191.8	35.5	-24.6	64.5	72.7	32.5
2001	-17.7	171.1	185.6	44.7	-23.2	67.5	72.7	35.7

Nota-se: C.C.=Conta Corrente; EX=Exportações; IM=Importações; R=Reservas Internacionais. **Fonte:** *International Financial Statistics (FMI)*

metade da década de 90. O México experimentou uma recessão em 1995, em decorrência da crise cambial. A taxa de crescimento real da economia foi -6.2% naquele ano, como mostra a Tabela 4.3.

A recessão seguiu um ciclo de crescimento expressivo, levando em conta a frequência de choques externos daqueles anos. A economia mexicana cresceu em média 5.4% nos anos 1996-2000, apesar da crise da Ásia, da moratória da Rússia e da crise cambial brasileira. Esse desempenho é em parte resultado do regime de câmbio flexível. Outros fatores, como a assinatura do acordo NAFTA, também influenciaram o crescimento. Mesmo assim, o México representa um país em desenvolvimento que implementou um sistema de câmbio mais flexível após as reformas econômicas e voltou a crescer.

Tabela 4.3: Crescimento e Inflação no México e no Brasil (1990-2001)

Ano	México		Brasil	
	Crescimento (% por ano)	Inflação (PAC) (base 1995=100)	Crescimento (% por ano)	Inflação (PAC) (base 1995=100)
1990	5.0	44.5	-4.3	0.0
1991	4.2	54.6	1.3	0.0
1992	3.6	63.1	-0.5	0.1
1993	1.9	69.3	4.9	2.8
1994	4.4	74.1	5.9	60.2
1995	-6.2	100	4.2	100
1996	5.1	134.4	2.7	115.8
1997	6.8	162.1	3.3	123.8
1998	5.0	187.9	0.2	127.7
1999	3.6	219.1	0.8	133.9
2000	6.6	239.9	4.5	143.4
2001	-0.3	255.1	1.5	153.2

Nota-se: PAC=Preços ao consumidor; **Fonte:** *World Economic Indicators* (BM).

A economia brasileira cresceu 5.9% no ano da introdução do Real, em 1994. Esse ciclo de crescimento entra em trajetória declinante nos dois anos seguintes. A economia cresceu 4.2%, em 1995, e 2.7%, em 1996. No ano da crise da Ásia, o crescimento aumentou para 3.3%. O ano antes da crise cambial do Brasil, 1998, é marcado por um crescimento econômico modesto de 0.2%. Nota-se que o Brasil não teve taxas de crescimento negativas em decorrência da crise cambial de 1999.²¹³ Em 2000, o crescimento econômico voltou a 4.5% ao ano.

A inflação dos dois países é comparada tomando-se o ano de 1995 como base. A taxa de inflação do México é maior na segunda metade da década de 90 do que a do Brasil. Esse fato

²¹³ Em crises financeiras severas, como a da Argentina em 1890, observam-se perdas de produção por volta de 20% do PIB. De acordo com Eichengreen e Bordo (2002, p. 21). Uma análise qualitativa da crise de 1890 é apresentada no mesmo artigo de Eichengreen e Bordo (2002).

não surpreende. A âncora cambial foi abandonada em 1994 no México, no mesmo ano em que o Brasil a implementou. Mesmo assim, a taxa de inflação não voltou para os patamares de antes do programa de estabilização.²¹⁴

5. Conclusões

Este capítulo fez uma discussão da política cambial do México e do Brasil durante a década de 90. É necessário destacar que o desempenho da economia depende também de outros fatores. O desempenho econômico explica-se pelo conjunto das medidas tomadas e pelos fatores exógenos. Mesmo assim, a flexibilização do regime de câmbio tem aparentemente uma certa capacidade de absorver choques externos no caso dos países em desenvolvimento.

Observa-se claramente que o regime de câmbio mais flexível (tipo 2) tem vantagens sobre os regimes mais-fixos (tipo 5-7) adotados nos programas de estabilização macroeconômica. A sobrevalorização da taxa real de câmbio sob o regime fixo diminuiu a competitividade das exportações e resultou em déficits ainda maiores em conta corrente. O regime flexível permite alinhar os preços externos e internos e evita, assim, perdas de competitividade.

O regime flexível foi, em ambos casos, adotado após ataques especulativos. As economias apresentavam grandes déficits em conta corrente financiados com ingressos de capitais estrangeiros. A inversão dos fluxos de capitais resultou na incapacidade dos bancos centrais de defenderem a paridade fixada.

Nota-se, porém, que o regime flexível também pode estar sujeito a ataque especulativo. Brasil e México contratam dívidas externas em moeda estrangeira. Assim, uma desval-

²¹⁴ Ver Capítulo I.

orização da moeda doméstica eleva o valor da dívida medida em moeda doméstica.²¹⁵

Conclui-se que o regime de câmbio flexível parece representar uma alternativa melhor, dada a abertura da conta de capital. Durante muitas décadas, o regime de câmbio preferido foi a âncora cambial deslizante (o famoso *crawling peg*). Esse sistema não parece ser adequado, dada a alta mobilidade de capitais verificada após as reformas. Movimentos de capitais de curto prazo recebem uma penalização sob o regime mais-flexível de câmbio.²¹⁶ Assim, a probabilidade de um ataque especulativo é, supostamente, menor com taxas flexíveisb.

²¹⁵ Veja a discussão sobre a fragilidade financeira no Capítulo II.

²¹⁶ Saídas maciças de capital provocam uma desvalorização da taxa de câmbio.

V. Conclusões

Discutiram-se ao longo deste trabalho os principais modelos de desenvolvimento econômico adotados na América Latina ao longo do século XX. O modelo de substituição das importações contribuiu fundamentalmente para a industrialização da região, porém a crise da dívida externa em 1982 e a estagflação da “década perdida” dos anos 80, marcaram o esgotamento desse modelo de desenvolvimento. As reformas econômicas baseadas no consenso de Washington levaram a uma redefinição do papel do Estado na economia e assinaram um papel importante ao mercado. A estabilização macroeconômica e, em particular, a redução da inflação que tinha aumentado significativamente após 1982 fizeram parte do amplo pacote de reformas na América Latina.

A política cambial ocupou uma posição destacada entre as medidas empregadas. A âncora cambial e a liberalização da conta de capital tiveram um papel fundamental no ajuste macroeconômico. A moeda doméstica foi atrelada ao dólar norte-americano para guiar a inflação doméstica para níveis internacionais. México, em 1988, Argentina, em 1991, e Brasil, em 1994 são exemplos de países que usaram a âncora cambial para combater o processo inflacionário. A forte dependência de capitais de curto prazo, as crises em outros países e o déficit crescente em conta corrente levaram esses países a ataques especulativos caracterizados pelas fugas de capitais.

México, em 1994, Brasil, em 1999, e Argentina, em 2001 foram forçados a abandonar a âncora cambial e a adotarem regimes de câmbio mais flexíveis. A experiência desses planos de estabilização mostrou que um regime de câmbio fixo-mas-ajustável parece não ser compatível com uma conta de capital aberta em países emergentes. Além disso, o grande déficit em conta

corrente, devido à supervalorização da taxa de câmbio real, ilustra de forma clara as duas opções que os países emergentes enfrentam na política cambial: a taxa de câmbio pode ser usada como âncora nominal, ou a taxa de câmbio é usada para garantir a competitividade da economia.

Em outras palavras, a taxa de câmbio fixa é usada para guiar a taxa de inflação doméstica a níveis internacionais. Tendo em vista que a taxa de inflação não converge imediatamente a níveis internacionais, a taxa de câmbio real se aprecia. A apreciação da taxa real de câmbio, por sua vez, compromete a competitividade dos produtos do país.²¹⁷ A perda de competitividade pode resultar, dada a abertura comercial, numa deterioração da conta corrente. Esse déficit em conta corrente foi financiado, no caso do Brasil e do México, pelo ingresso de capitais autônomos. A inversão desses fluxos de capitais levou ao colapso do regime fixo de câmbio. Por outro lado, a desvalorização mantém o país competitivo e poderá resultar num maior nível de inflação doméstica.

No Capítulo II, foi feita uma revisão e uma discussão teórica das taxas fixas vs. flexíveis. Um resultado muito importante é a isolação da economia diante de choques externos sob o regime flexível de câmbio.²¹⁸ Porém, resultados teóricos não podem ser usados imediatamente sem levar em conta as particularidades dos países emergentes que sofrem de fragilidade financeira. Existem três linhas de explicação da fragilidade financeira de um país emergente: a teoria do azar moral, a teoria do pecado original e o problema do compromisso. A discussão da escolha entre a taxa flexível vs. taxa fixa de câmbio para um país emergente não chega a uma conclusão clara. A teoria do azar moral recomenda um regime flexível, e a teoria

²¹⁷ As exportações do país tornam-se relativamente mais caras e as importações relativamente mais baratas.

²¹⁸ Friedman (1953) disseminou esse argumento a favor da taxa de câmbio flexível.

do pecado original recomenda um regime fixo.²¹⁹ Pelo menos a respeito dos regimes intermediários parece existir uma certeza: eles devem ser evitados. A melhor escolha parece ser uma solução de esquina: câmbio flutuante ou câmbio fixo. Na prática, porém, esses regimes de esquina são os que menos se observam em países em desenvolvimento. Os regimes intermediários prevalecem nesses países.²²⁰ Krugman e Obstfeld (2001) resumem a discussão da taxa flexível vs. fixa de câmbio para um país emergente da seguinte maneira:

*...a única certeza é que, embora os grandes países avançados possam estar à vontade com taxas de câmbio flutuantes e mobilidade de capitais internacionais, os países em desenvolvimento não parecem ter qualquer alternativa satisfatória. Um bom palpite é que os próximos anos serão testemunhas de experimentações consideráveis.[...] Mas ninguém arrisca qualquer palpite sobre se ou quando surgirá uma arquitetura coerente a partir dessa arena livre para todos.*²²¹

No curto prazo, a dolarização poderia fornecer credibilidade e acesso a mercados com liquidez. O problema dessa solução reside na relutância de transferir a autonomia monetária para um outro país, perdendo toda a senhoriagem. No longo prazo, alguns autores sugerem uma solução para resolver o problema da fragilidade financeira: seguir a experiência da Austrália que desenvolveu um mercado interno de capitais e depois liberalizou o mercado de capitais externos e estabeleceu o câmbio flutuante.

No Capítulo III, revisaram-se os fatos estilizados das taxas de câmbio flutuante, em

²¹⁹ A teoria do problema do compromisso não apresenta implicações claras sobre a política cambial.

²²⁰ Calvo e Reinhart (2000) mostram que países emergentes que adotaram o regime de câmbio flutuante evitam grandes flutuações da taxa de câmbio usando a taxa de juros como instrumentário. Esse fenômeno foi chamado *the fear of floating* (o medo de flutuar) por Calvo e Reinhart (2000) e foi examinado em detalhe no Capítulo III: O Medo de Flutuar.

²²¹ De acordo com Krugman e Obstfeld (2001, p. 739).

particular a intervenção do governo no mercado de câmbio. Sob o regime de câmbio flutuante, o governo, por definição, não deveria intervir diretamente, com reservas, nem indiretamente, por meio da taxa de juros. Muitos países emergentes declaram seguir o sistema flutuante de câmbio, mas continuam intervindo fortemente no mercado por meio de intervenções diretas e por meio da política de juros.

No Capítulo III discutiu-se o desempenho macroeconômico sob diferentes regimes de câmbio. Existem fortes evidências que um regime fixo-mas-ajustável é relacionado a taxas de inflação menor. Os resultados sobre o impacto direto no crescimento econômico são controversos. Alguns autores não notam diferenças na taxa de crescimento sob diferentes regimes de câmbio e outros encontram evidências que os regimes flexíveis resultam em taxas de crescimento econômico maior.²²²

O Capítulo IV relata e discute a política cambial do México e do Brasil durante a década de 90. É necessário destacar que o desempenho da economia depende, também, de outros fatores. O desempenho econômico explica-se não apenas pelo conjunto das medidas tomadas, mas também pelos fatores exógenos. Mesmo assim, a flexibilização do regime de câmbio aparentemente teve uma certa capacidade de absorver choques externos no caso dos países em desenvolvimento.

Observa-se claramente que o regime de câmbio flexível tem vantagens sobre os regimes fixos adotados nos programas de estabilização macroeconômica. A sobrevalorização da taxa real de câmbio sob o regime de câmbio fixo diminuiu a competitividade das exportações e resultou em déficits ainda maiores na conta corrente nos países analisados. O regime flexível

²²² Ghosh *et al.* (1997) não encontram evidências de que o regime de câmbio influencia a taxa de crescimento. Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002b) encontram um resultado diferente: regimes mais flexíveis de câmbio estão relacionados a um crescimento de 2% maior em países emergentes.

permitiu alinhar os preços externos e internos e evitou, assim, perdas de competitividade no mercado internacional.

O regime flexível foi, em ambos casos, adotado após ataques especulativos. As economias apresentavam grandes déficits em conta corrente financiados com ingressos de capitais estrangeiros. A inversão dos fluxos de capitais resultou na incapacidade dos bancos centrais de defenderem a paridade fixada tanto no México como no Brasil. Vimos, porém, que o regime flexível também pode estar sujeito a ataques especulativos. Países, como Brasil e México, contratam dívidas externas em moeda estrangeira. Assim uma desvalorização da moeda doméstica eleva o valor da dívida medida em moeda doméstica.²²³

Conclui-se que, apesar das limitações o regime de câmbio flexível parece representar uma alternativa melhor, dada a abertura da conta de capital. Durante muitas décadas, o regime de câmbio preferido nos dois países analisados foi a âncora cambial deslizante (o famoso *crawling peg*). Esse sistema não parece ser adequado, dada a alta mobilidade de capital verificada após as reformas. A probabilidade de um ataque especulativo é, supostamente, menor com taxas flexíveis, dado que saídas maciças de capital provocam uma desvalorização da taxa de câmbio.²²⁴ A desvalorização desestimula a saída de capitais sob o regime mais-flexível de câmbio, diminuindo assim a probabilidade de um ataque especulativo.

Porém, o regime de câmbio flexível não trouxe a credibilidade esperada. Segundo Stanley Fischer, a falta de credibilidade depois da adoção do regime flexível “espanta”.²²⁵ Segundo a

²²³ Veja a discussão sobre a fragilidade financeira no Capítulo II.

²²⁴ Este é um dos resultados do modelo Mundell-Flemming.

²²⁵ Segundo Stanley Fischer (2002): *A fragilidade do Brasil espanta porque a adoção do regime de câmbio flutuante deveria ter reduzido a exposição do país a crises de confiança externa. Mas o problema são as dúvidas sobre a capacidade de pagamento da dívida pública. Uma das conclusões de Fischer é que a saída para os países emergentes é reduzir fortemente o tamanho de seu endividamento em relação ao PIB. O economista defende que esses países não deveriam ter relação dívida/PIB superior a algo entre 30% e 40% (a do Brasil está hoje em 63%). De acordo com Folha de São Paulo, 10 de novembro 2002.*

análise do modelo Mundell-Flemming, a taxa flexível de câmbio isola a economia de choques externos. Em suma, parecem existir duas opções para a América Latina: a dolarização ou a convivência com a fragilidade financeira até a consolidação dos mercados de capitais domésticos.

Bibliografia

- Banco Central do Brasil. *vários relatórios anuais*.
- Banco Central do México. *vários relatórios anuais*.
- Bandeira, A.C. (2000). *Reformas Econômicas, Mudanças Institucionais e Crescimento na América Latina*. Dissertação de Mestrado. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo. Dezembro.
- Bandeira, A.C. e Garcia, F. (2002). Reformas y Crecimiento en América Latina. *Revista de la CEPAL*. vol. 77. (agosto). tradução do português.
- Batista, J.P.N. (1996). O plano Real à Luz da Experiência Mexicana e Argentina. *Estudos Avançados*. **10** (28). São Paulo.
- Belluzo, L.G.M. e Coutinho, R. (orgs. (1982/3). *Desenvolvimento Capitalista no Brasil, Ensaio sobre a Crise*. vol. 2. Editora Brasiliense: Brasília.
- Cassel, G. (1918). Abnormal Deviations in International Exchange. *Economic Journal*. Dezembro.
- Calvo, G. e Reinhart, C.M. (1999). When Capital Flows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options. Working Paper. University of Maryland, June 1999.
- Calvo, G. e Reinhart, C.M. (2000). Fear of Floating. *NBER Working Paper Series*. **7993**.
- Calvo, G.; Leiderman, L.; Reinhart, C.M. (1996). Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s. *Journal of Economic Perspectives*. volume 10. Primavera. No. 2. pp. 123-137.
- Carvalho de, M.A. e Silva, C.R.L. (2000). *Economia Internacional*. São Paulo: Editora Saraiva.
- Caves, R.E., Frankel, J.A., Jones, R.W. (1991). *World Trade and Payments: An Introduction*. quinta edição. Glenview, Illinois: Scott, Foresman and Company
- Caves, R.E., Frankel, J.A., Jones, R.W. (2001). *Economia Internacional: Comércio e Transações Globais*. tradição da oitava edição internacional. São Paulo: Editora Saraiva.
- CEPAL (2002). *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe - Statistical yearbook for Latin America and the Caribbean 2001*.

- Chang, R. e Velasco, A. (2000). Exchange Rate Policy for Developing Countries. *American Economic Review*. pp. 71-75.
- Crafts, N. (2000). Globalization and Growth in the Twentieth Century. *IMF Working Paper*. **44**. Washington, D.C.: IMF.
- De Long, J.b.; Schleifer, A.; Summers, L.; Waldmann, R. (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of Political Economy*, **98-4**: 703-738.
- Dornbusch, R. (1976). Expectations and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy*. vol. 84. no. 6. pp. 1161-1176.
- Dornbusch, R. (1988). *Exchange Rates and Inflation*. Cambridge: The MIT Press.
- Edwards, S. (1995). *Crisis and Reform in Latin America: From Hope to Despair*. A World Bank Book. New York: Oxford University Press.
- Edwards, S. (1996). A tale of two crises: Chile and México. *NBER Working Paper Series*. **5681**.
- Edwards, S. e Savastano, M.A. (1999). Exchange Rates in Emerging Economies: What do we know? What do we need to know? *NBER Working Paper Series*. **7228**.
- Edwards, E. e Tabelini, G. (1991). Explaining Fiscal Policies and Inflation in Developing Countries. *Journal of International Money and Finance*. **10**. suplemento de março. pp. 16-48.
- Eichengreen, B. e Bordo, M.D. (2002). Crisis Now and Then: What lessons from the last era of Financial Globalization? *NBER Working Paper Series*. **8716**.
- Eichengreen, B. e Hausmann, R. (1999). Exchange Rates and Financial Fragility. *NBER Working Paper Series*. **7418**.
- Fanelli, J.M. (1998). Financial Liberalization and Capital Account Regime: Notes on the Experience of Developing Countries. in *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*. Research papers for the Group of Twenty-Four. New York e Geneva: United Nations Conference on Trade and Development.
- Folha de São Paulo. *várias edições*.
- Frankel, J.A. e Rose, A.K. (1995). Empirical Research on Nominal Exchange Rates. em Grossman, G. e Rogoff, K. eds (1995) *Handbook of International Economics*, volume III. Amsterdam: Elsevier Science B.V. pp. 1689-1729.
- Frankel, J.A. (1999). No single currency regime is right for all countries or at all times. *NBER Working Paper Series*. **7338**.

- Friedman, Milton (1953). The case for flexible exchange rates. in *Essays in positive economics*. Chigaco: University of Chicago Press.
- Friedman, M. e V. Roosa, R. (1968). *Balança de Pagamentos*. tradução de: The Balance of Payments. traduzido por: N.R. Azevedo. Copyright: The American Enterprise Institute for Public Research. Rio de Janeiro: VIP.
- Froot, K.A.; Kim, M. ; Rogoff, K. (2001). *The law of one price over 700 years*. versão revisado e resumido do NBER Working Paper **5132**, 1995 maio.
- Garber, P.M.; Svensson, L.E.O. (1995). The operation and collapse of fixed exchange rate regimes. in Grossman, G. e Rogoff, K. (Eds.) (1995).
- Ghosh, A.R.; Gulde, A.-M.; Ostry, J.D.; Wolf, H.C. (1997). Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? *NBER Working Paper Series*. **5874**.
- Goldfajn, I. e Olivares, G. (2001). Can Flexible Exchange Rates still “Work” in Financially Open Economies? *G-24 Discussion Paper Series*. New York e Geneva: Nações Unidas.
- Grossman, G. e Rogoff, K. (Eds.) (1995). *Handbook of International Economics*. volume III, North Holland.
- Hausmann, Ricardo; Panizza, Udo; Stein, Ernesto (2000). Why do countries float the way they float? *Research Department Working Paper Series*. **418**. Inter-American Development Bank.
- Kenen, P.B. (1998). *Economia Internacional: Teoria e Política*. Rio de Janeiro: Editora Campus.
- Krugman, P. e Obstfeld, M. (1998). *Economia Internacional: Teoria e Política*. quarta edição. São Paulo: Makron Books do Brasil Editora Ltda.
- Krugman, P. e Obstfeld, M. (2001). *Economia Internacional: Teoria e Política*. quinta edição. São Paulo: Makron Books do Brasil Editora Ltda.
- Larrain, F.B. e Velasco, A. (2001). Exchange Rate Policy in Emerging-Market Economies: The Case for Floating. *Essays in International Economics*. no. 224. New Jersey: Princeton University.
- Levy-Yeyati, E. e Sturzenegger, F. (2002a). Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words. Working Paper. Universidad Torcuato Di Tella: Buenos Aires.
- Levy-Yeyati, E. e Sturzenegger, F. (2002b). To Float or to Trail: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes. Working Paper. Universidad Torcuato Di Tella: Buenos Aires.

- Liga das Nações (1944). *International Currency Experience: Lessons of the interwar period*. autor principal: Nurkse, R. New York: Columbia University Press for the League of Nations.
- Lora, E. (1997). A Decade of Structural Reform in Latin America: What has been reformed and how to measure it. *Office of the Chief Economist Working Paper Green Series*, No. 348. Washington, D. C.: Inter-American Development Bank.
- MacKinnon (1963). Optimum Currency Area. *American Economic Review*. volume 53. (set). pp. 717-725.
- Mantega, G. (1987). *A Economia Política Brasileira*. quarta edição. Polis/Vozes.
- Meese, R.A. e Rogoff, K. (1983). The out-of-the-sample failure of empirical exchange rate models, em J. Frankel, ed., *Exchange Rates and International Macroeconomics*. Chicago: University of Chicago Press.
- Mewes, H. (2000). Lateinamerika an der Schwelle zum neuen Jahrtausend. discurso para membros e convidados da Sociedade Brasil-Alemanha em Frankfurt, 20 de Junho.
- Morley, S.; Machado, R.; Pettinato, S. (1999). Indexes of Structural Reforms in Latin America. *Serie Reformas Econômicas*, No. 12. Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe.
- Moura, João Gonsalo de (2001). Ataques especulativos e mudanças cambiais: uma avaliação do caso brasileiro recente. Tese de doutorado. UFPE/PIMES: Recife.
- Mundell, R. (1968). *International Economics*. New York: Macmillan.
- Mussa, M. (1979). Empirical regularities in the behavior of exchange rates and theories of the foreign exchange market, em K. Brunner e A.H. Metzler, eds., *Policies for employment, prices, and exchange rates*. pp. 9-57, New York: North-Holland.
- Nolte, Detlef (1997). Neoliberale Revolution und wirtschaftliche Integration in den neunziger Jahren. *Informationen zur politischen Bildung: Lateinamerika I: Geschichte, Wirtschaft, Gesellschaft*. **226**.
- Obstfeld, M. e Rogoff, E.K. (1996). *Foundations of International Macroeconomics*. Cambridge: The MIT Press.
- Reinhart, C. (2000). The Mirage of Floating Exchange Rates *American Economic Review*. maio. pp. 65-69.
- Richard, M.A.; Kearl, J.R.; Vaughan, M.B. (1992). Is there a consensus among economists in the 1990's?. *The American Economic Review*. maio. pp. 202-209.

- Rocha, Angela de Miranda Coelho da (2000). *Vulnerabilidade externa e crise cambial: uma análise de três casos*. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre: Dissertação de Mestrado.
- Rülle, T. (1999). *Währungspolitik in Lateinamerika: bleibt am Ende nur der Dollar?* Agência Miami: Dresdner Bank Lateinamerika AG.
- Serra, J. (1983). *Ciclos e Mudanças Estruturais na Economia Brasileira do Pós-Guerra*. Em Belluzo e Coutinho (orgs.).
- Tavares, Maria da Conceição (1973). *Da Substituição das Importações ao Capitalismo Financeiro*. segunda edição. Zahar: Rio de Janeiro.
- Theisen, M.R. (2000). *Wissenschaftliches Arbeiten*, décima edição. München: Vahlen Verlag.
- Waldmann, Peter (1997). *Industrie und Außenwirtschaft bis Mitte der achziger Jahre*. em *Informationen zur politischen Bildung: Lateinamerika I: Geschichte, Wirtschaft, Gesellschaft*. **226**.
- Williamson, John e Milner, C. (1991). *The World Economy: a Textbook in International Economics*. New York: New York University Press.

Anexo

Tabela: Índice das Reforma econômicas, em particular da abertura da conta de capital para Argentina, Brasil, México e para a América Latina (AL), 1970-95.

Ano	Reformas em Geral				Abertura da Conta de Capital			
	ARG	BRA	MEX	AL	ARG	BRA	MEX	AL
1970	0.569	0.543	0.531	0.472	0.569	0.543	0.531	0.472
1971	0.565	0.544	0.537	0.469	0.565	0.544	0.537	0.469
1972	0.564	0.553	0.538	0.469	0.564	0.553	0.538	0.469
1973	0.388	0.547	0.542	0.464	0.388	0.547	0.542	0.464
1974	0.385	0.525	0.550	0.471	0.385	0.525	0.550	0.471
1975	0.410	0.504	0.559	0.493	0.410	0.504	0.559	0.493
1976	0.408	0.495	0.602	0.502	0.408	0.495	0.602	0.502
1977	0.583	0.526	0.594	0.518	0.583	0.526	0.594	0.518
1978	0.631	0.525	0.586	0.539	0.631	0.525	0.586	0.539
1979	0.671	0.493	0.578	0.547	0.671	0.493	0.578	0.547
1980	0.698	0.493	0.598	0.548	0.698	0.493	0.598	0.548
1981	0.700	0.500	0.599	0.560	0.700	0.500	0.599	0.560
1982	0.680	0.504	0.529	0.555	0.680	0.504	0.529	0.555
1983	0.584	0.498	0.549	0.539	0.584	0.498	0.549	0.539
1984	0.574	0.490	0.557	0.533	0.574	0.490	0.557	0.533
1985	0.617	0.492	0.578	0.541	0.617	0.492	0.578	0.541
1986	0.608	0.489	0.609	0.567	0.608	0.489	0.609	0.567
1987	0.604	0.480	0.633	0.595	0.604	0.480	0.633	0.595
1988	0.664	0.517	0.668	0.608	0.664	0.517	0.668	0.608
1989	0.733	0.696	0.766	0.640	0.733	0.696	0.766	0.640
1990	0.813	0.724	0.771	0.683	0.813	0.724	0.771	0.683
1991	0.864	0.719	0.794	0.734	0.864	0.719	0.794	0.734
1992	0.884	0.739	0.796	0.780	0.884	0.739	0.796	0.780
1993	0.888	0.756	0.804	0.799	0.888	0.756	0.804	0.799
1994	0.889	0.795	0.813	0.808	0.889	0.795	0.813	0.808
1995	0.888	0.805	0.807	0.821	0.888	0.805	0.807	0.821

Fonte: Morley, Machado, Pettinato (1999) de acordo com Badeira (2000).

A

- abertura, 22
 - ao investimento estrangeiro direto, 22
 - comercial, 22, 29, 31, 51, 97, 101, 127
 - da conta de capital, 28, 125, 130
 - da economia, 50
 - da economia às importações, 29
 - do mercado interno, 29
 - financeira, 31, 32
 - financeira externa, 29
 - intra-regional, 22
- abordagem dos ativos, 49
- abordagem teórica das elasticidades, 101
- ações
 - preço das, 49
- acordo, 119
 - assinado com o FMI, 119
- acordos, 21
- agentes econômicos, 49, 50, 52, 55–58, 102, 116, 119
- agentes heterogêneos, 50
- agricultura, 9
- ajuda financeira, 106
- ajuste, 17, 43, 83, 84
 - custoso e desorganizado, 17
 - da paridade central, 63
 - de preços públicos, 105
 - emergencial, 17
 - fiscal, 29, 119
 - macroeconômico, 126
 - tempo do, 68
- ALADI, 40
- Alemanha, 25, 40, 44, 60, 77, 78, 120
- aliança, 12
- alocação, 26
 - de consumo e investimento, 27
 - de investimentos, 28
 - de recursos, 60
 - do crédito, 26
 - eficiente de recursos, 51
 - intertemporal, 27
- alternativa, 130
- aluguéis, 111
- América Latina, 5, 7–17, 20–23, 26, 28, 32–34, 52–54, 87, 111, 126, 131
 - atraso da, 8
 - crescimento da, 22
 - dívida da, 15
- amortizações, 15
- amostra, 18, 23, 76, 84, 85, 87, 91
- análise, 23, 59, 69, 73, 77, 78, 90, 131
- analistas, 20
- âncora
 - cambial, 5, 29, 31, 33, 98, 99, 124, 126
 - cambial deslizante, 43, 55, 56, 63, 94, 125, 130
 - nominal, 5, 30, 33, 51, 52, 60, 64, 95, 127
- apostas, 120
- apreciação, 28, 62
- arbitragem, 37
 - grau de, 38
 - imperfeita, 37
- área monetária, 50
 - ótima, 51
- arena, 128
 - livre para todos, 59
- Argentina, 5, 6, 10, 11, 16, 20, 21, 23, 26, 28, 30–33, 40, 65, 86, 88, 95, 96, 116, 119, 126
- argumento a favor das privatizações, 31
- armamento, 13
- arquitetura financeira, 35, 55, 59, 128
 - falha da, 55
- arranjos
 - cooperativos, 61
 - unilaterais, 61
- Ásia, 81, 87
- assassinato, 102, 104
- ataque especulativo, 5, 28, 30, 42, 43, 62, 94–96, 99, 113, 114, 118, 120, 121, 124–126, 130
 - definição, 42
- atentados de 11 de setembro de 2001, 119
- atividade econômica, 65, 101, 105, 110
- ativo financeiro, 48
- ativos, 19, 27, 49, 60
- austeridade monetária, 29
- Austrália, 61, 128
 - experiência da, 128
- autarquia, 9
- autonomia da política monetária, 53, 54, 128
- autores, 129
- autoridade, 21, 56
- autoridade monetária, 52, 56, 65, 66, 71, 104, 105, 113–116
 - mexicana, 104
- avanços, 7
 - no campo econômico, 6
- azar moral, 55, 57, 58, 127

B

- balança comercial, 17, 118
 a posição na, 17
 balança do comércio, 14
 desequilíbrio da, 14
 balanço de pagamentos, 14, 23, 25, 31, 45, 46, 50, 101, 113
 Balassa, 7
 banco central, 19, 42, 43, 55, 60, 61, 64, 65, 70, 73, 98, 102, 106, 109–113, 115, 116, 120
 conservador, 52
 do Brasil, 95, 114, 118–120
 do Canadá, 105
 do México, 98, 100, 102–104, 108, 109
 frequência da intervenção do, 44
 independente, 64
 norte-americano, 101–104
 Banco Mundial, 22
 Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 12
 bancos
 alemães, 25
 centrais, 25, 124, 130
 comerciais, 15, 16, 26
 credores, 21
 internacionais, 15
 banda, 61–63, 77, 80, 99, 113, 114
 amplas, 61
 amplitude da, 98
 cambial, 113, 115
 cambial ajustável, 43, 62
 cambial deslizante, 43, 63
 cambial informal, 116
 escolha da, 62
 estreita, 63
 limite inferior, 98
 limite superior, 98
 redefinição da, 62
 tamanho da, 62
 Bandeira, 22, 23
 barreiras
 ausência de, 37
 tarifárias, 11
 base monetária, 18, 19, 73, 84, 100, 106
 expansão da, 19
 Batista, 28–32
 bem-estar, 6, 7, 17
 comparação de, 6
 bens, 7, 9, 13, 14, 60, 109
 comercializáveis, 29, 64
 de capital, 9, 10
 de consumo, 10
 de consumo não-duráveis, 9
 de intermediários, 10
 industrializados, 13
 intermediários, 9, 14
 não-comercializáveis, 7
 tipos de, 9
 Bhagwati-Kravis-Lipsey, 7
 BIS, 105
 BNDES, 12
 Bolívia, 76
 Boletim do Banco Central do Brasil, 112
 bolhas especulativas, 45, 49
 endógenas, 49
 bolsas de valores, 107, 109, 110
 Brady Bonds, 109, 110, 112
 Brady, Nicholas, 20
 Brasil, 5–7, 10–13, 15, 20, 21, 23, 24, 27, 28, 30–34, 38, 40, 64, 77, 81, 82, 86, 90, 93–97, 110–114, 116, 118, 119, 121, 123, 124, 126, 127, 129, 130
 Bretton Woods, 35, 45, 64, 91
 colapso do sistema de, 44
 regras de, 47
 sistema de, 44, 46
 burguesia, 12

C

- caixa de conversão, 43, 65, 88, 95
 cálculo, 91
 calote, 58
 Calvo e Reinhart, 57, 59, 67, 69, 71, 72, 75, 76, 78–82, 89, 128
 Calvo, Leiderman e Reinhart, 16, 19, 20, 98
 câmbio
 fixo, 58, 73, 104, 128
 fixo-mas-ajustável, 43, 64, 72
 flexível, 53
 flexível *versus* fixo, 53
 flutuante, 55, 58, 67, 115, 128
 mais flexível, 82, 122
 caminho aleatório, 68
 Canadá, 61
 capacidade, 13
 de importar, 8, 9
 industrial, 10, 12
 produtiva, 12
 produtiva industrial, 9

- capital, 7, 110, 130
 - atração de, 31
 - autônomo, 101, 127
 - das empresas governamentais, 12
 - das empresas multinacionais, 12
 - externo, 110, 112, 113
 - de curto e médio prazo, 32
 - do governo, 12
 - estrangeiro, 12, 13, 97
 - internacional, 27, 100
 - privado, 12
- carteira de investimento, 12
- Carvalho e Silva, 37, 39, 40
- Cassel, 36, 37
- Caves, Frankel e Jones, 26, 27, 37, 41, 42, 68
- cenário econômico, 112
- centros
 - desenvolvidos, 8
 - financeiros, 16
- CEPAL, 8, 9, 22, 88
 - análise da, 8
 - preocupação básica da, 8
- certeza, 58, 59
- cesta de moedas estrangeiras, 61
- ceteris paribus*, 73
- Cetes, 108, 109
- Chang e Velasco, 52, 69, 87–89
- Chile, 13, 18, 19, 21, 32, 40, 63, 64, 81
- choque
 - do petróleo, 23, 26
 - externo, 87, 109
 - temporário, 108
- choques, 56, 61, 65, 70, 71, 73, 74, 88, 110
 - ausência de, 70
 - econômicos, 53
 - externo, 60, 65, 97, 108, 114, 119, 122, 124, 127, 129, 131
 - isolamento do país contra, 41
 - macroeconômico não-observável, 49
- ciclo de crescimento, 122, 123
- ciclo econômico
 - reversão do, 99
- cláusula de saída, 64
- classe, 12
 - alta, 12
 - de empresários, 12
 - mais pobre, 29
- classificação, 77, 78, 85, 86
 - de facto*, 67, 69, 70, 86, 87
 - de jure*, 70, 86, 87
 - de regimes de câmbio, 69
 - do FMI, 69, 82, 86, 89
- cobrança, 58
- Colômbia, 16, 21, 32, 64
- colapso, 99
 - cambial, 30
 - do peso mexicano, 32
 - do regime cambial, 110, 114
 - do regime cambial mexicano, 105
 - do regime de bandas, 116
 - do regime fixo de câmbio, 127
 - financeiro, 14
- comércio, 45, 46, 50, 51, 66, 82, 83
 - brasileiro, 40
 - integração do, 22
 - internacional, 50, 109
- Companhia Vale do Rio Doce, 12
- competição, 22, 26
 - falta de, 14
- competitividade, 30, 33, 104, 118, 124, 127, 130
 - das exportações, 129
- comportamento
 - dos preços dos ativos, 48
 - humano, 48
- composição do fluxo de capital, 108
- compra, 19, 75
- compradores de bens manufaturados, 13
- compromisso público
 - de defender uma paridade, 67
- compromissos, 56, 105
- Comunidade Européia, 62
- comunidade financeira internacional, 55
- conceito
 - PPC, 37
 - taxa efetiva real de câmbio, 39
- concorrência internacional, 29
- condição de paridade de juros, 74
- confiança, 57, 100, 111, 118, 119
- conflito, 104
 - político, 102
- confusão, 59
 - alto grau de, 59
- Congresso Brasileiro, 113
- conjunto
 - das medidas, 129
 - de indicadores, 63
 - de medidas, 19, 22
- conjuntura econômica, 103
- consenso de Washington, 21, 22, 26, 33, 126
- considerações geopolíticas, 66
- consolidação, 118, 131
- Constituição, 66
- consumidores, 66

- consumo, 27, 110
 benefícios do alisamento do, 28
 contágio, 91
 conta corrente, 16, 27, 31–33, 101, 121, 124, 126, 129, 130
 déficit na, 127
 deterioração da, 30, 127
 conta de capital, 23, 26, 27, 107
 aberta, 27, 33, 126
 abertura da, 26
 do balanço de pagamentos, 31
 contas externas, 118
 contração dos gastos do setor público, 29
 contrato, 21, 51, 58
 multilateral, 66
 nominal, 52
 controle
 de capitais, 26, 54, 80
 de déficits governamentais, 22
 convenções keynesianas, 52
 convergência da taxa de inflação, 30, 100, 127
 conversão, 111
 convivência com a fragilidade financeira, 131
 corte transversal, 82
 Costa Rica, 13, 21
 covariância, 74, 75
 crédito, 15, 22, 30, 104, 106, 118
 expansão do, 104
 linhas de, 78
 Crafts, 7
 credibilidade, 16, 32, 51, 52, 55, 61, 62, 64–66, 71, 74, 100, 106, 114, 120, 128, 130
 alto grau de, 30
 baixa, 74, 75
 da política monetária, 51
 falta de, 74, 120
 internacional, 32
 perda de, 67
 perfeita, 74
 credores, 16, 20
 crenças
 conjetura de, 42
 crescimento, 7, 10, 22, 23, 72, 82–89, 95, 107–109, 113, 119, 122, 123
 caminho do, 88
 da base monetária, 73, 84
 do Brasil, 10
 do comércio, 85
 do crédito doméstico, 106
 do PIB, 87
 econômico, 5, 7, 67, 73, 83, 84, 87–89, 118, 121, 123, 129
 real da economia, 122
 sustentável, 21
 taxa de, 10, 85
 taxa média de, 10
 crise, 8, 17, 20, 21, 33, 55, 88, 91, 104, 109, 114, 121, 126
 bancária, 55, 91
 cambial, 5, 16, 55, 97, 105, 108, 109, 122, 123
 cambial brasileira, 110, 122
 cambial mexicana, 112
 combinada, 55
 custos da, 91
 da América Latina, 16
 da Ásia, 87, 91, 107, 108, 114, 122, 123
 da dívida externa, 14, 16, 26, 33, 126
 de balanço de pagamentos, 91, 102, 104
 de Cuba, 14
 de hiperinflação, 84
 de México, 19, 101
 do petróleo, 14
 financeira, 27, 32, 35, 81, 87, 91, 101
 frequência das, 92
 gêmeas, 92
 política, 111
 probabilidade da, 91
 russa, 109, 114
currency board, 43
 curto prazo, 17, 19, 29, 30, 32, 55, 56, 105, 106, 113, 114, 125, 128
 curva
 de demanda, 42, 52
 de oferta, 41
 custo, 14, 31, 37, 91
 de transporte, 37
 problema do alto, 14
- D**
- dados, 5–7, 21, 73, 85, 87, 91, 117
 empíricos, 37, 38
 década perdida, 33, 126
 defesa
 através de alta de juros, 96
 da competitividade, 32
 da taxa de câmbio, 114
 déficit, 27, 32, 101, 126, 129, 130
 comercial, 110
 em conta corrente, 14, 16, 27, 31, 33, 101, 110, 114, 121
 fiscal, 30
 gêmeo, 114
 no orçamento do Governo, 114

- definição, 51, 77, 89, 129
- demanda, 29, 73, 74, 99, 102, 112, 119
- agregada, 110
 - aumento da, 29
 - doméstica, 8
 - excesso de, 42, 102
 - interna, 8, 29
 - por moeda estrangeira, 42
- depósitos bancários, 24
- dependência, 32
- de capitais, 32
 - de capitais de curto prazo, 32, 33, 126
- depreciação, 73, 107, 108, 120
- derivativos, 78
- desaceleração do processo inflacionário, 29
- desagregação, 87
- desempenho, 10, 23, 68, 87, 88, 121, 122
- da inflação, 84
 - de regimes fixos-mas-ajustáveis, 86
 - econômico, 82, 87, 89, 93, 124, 129
 - macroeconômico, 21, 85, 90, 118, 119, 121, 129
- desemprego
- sazonal, 46
- desenvolvimento, 6, 9, 10, 20, 26
- baixo, 6
 - dinâmico, 11
 - econômico, 9
 - estratégicas de, 20
 - médio, 6
- desequilíbrio, 20, 28, 31, 46
- comercial, 101
 - econômico, 16
 - externo, 32
 - macroeconômico, 22
- desindexação da economia, 29
- deslocamentos, 46
- desperdiçadores, 46
- desregulação, 28
- desregulamentação, 22
- desvalorização, 31, 35, 42, 43, 56, 64, 78, 95, 99, 102, 104, 113, 115, 116, 118, 120, 125, 127, 130
- da moeda doméstica, 130
 - da taxa de câmbio, 130
 - pré-anunciada, 98
- desvantagens, 60–66
- teóricos da taxa flexível, 35
- desvio padrão, 85
- deterioração, 114
- devedores, 20
- diferenças no desempenho econômico, 88
- diferentes regimes de câmbio, 129
- dinheiro, 49, 74
- direitos proprietários, 58
- disciplina
- fiscal, 22, 66
 - macroeconômica, 64
- discordância de moedas, 56
- discrição, 60
- distorções, 27
- distribuição, 75
- de renda, 17
- diversificação do risco, 28
- dívida, 15, 20, 56, 106, 120, 125, 130
- brasileira, 120
 - em dólar, 120
 - externa, 15, 17, 105, 108, 119, 120, 124, 130
 - perdoar a, 20
 - pública, 130
 - reestruturação da, 21
 - rolagem da, 16
 - títulos de, 78
- divisas, 9, 25, 43
- compra de, 43
 - estoque de, 42
 - fluxo de, 42
 - venda de, 43
- dólar, 5, 7, 24, 31, 33, 35, 36, 47–49, 56, 75, 77, 78, 95, 98, 102, 105, 107, 112, 120, 126
- dolarização, 27, 44, 55, 57, 65, 87, 128, 131
- financeira, 87
- Dornbusch, 36, 37, 50, 68
- dotações, 7
- E**
- Echeverría Alvarez, Luis, 17
- economia, 8, 12, 15, 17, 19, 22, 23, 29, 33, 51, 52, 56, 63, 71, 80, 83, 84, 88, 90, 101, 108, 109, 112, 123, 124, 126, 127, 130
- asiática, 21
 - brasileira, 111, 114, 116, 118, 119, 123
 - da América Latina, 5, 7, 8, 14, 17, 22, 23
 - de mercado, 86
 - emergente, 19, 57, 81
 - grande, 13
 - isolamento da, 47
 - mexicana, 17, 97, 100, 101, 104–106, 108–111, 122
 - mundial, 47
 - norte-americana, 109
 - papel do Estado na, 22
 - participação expressiva do Estado na, 9
 - primário-exportadora, 7
 - real, 65

- volatilidade do lado real da, 84
- volatilidade no lado financeiro da, 85
- volatilidade no lado real da, 85
- economia política latino-americana
 - gênese da, 8
- economista, 44, 46, 115, 130
- educação, 6, 22
- Edwards, 16, 17, 20–22, 30, 100, 105
- Edwards e Savastano, 44, 70, 83, 93
- efeito “tequila”, 112
- efeito-contágio, 110
- eficácia, 118
- eficiência, 17, 26, 27
 - do mercado de câmbio, 68
 - ganho de, 27
- Eichengreen e Bordo, 55, 91, 92, 123
- Eichengreen e Hausmann, 35, 55, 57, 58
- El Salvador, 13
- eleições, 104
- empréstimos, 17, 25, 56, 78, 112
 - de curto prazo, 14
 - dólar, 56
- emprego, 52
 - formal, 118
 - informal, 118
 - pleno, 51
- empresários, 97, 111
- empresas, 31, 52, 56
 - argentinas, 11
 - fundamentos das, 49
 - governamentais, 12, 31
 - multinacionais, 10, 12
 - norte-americanas, 14
 - públicas, 23, 29, 97
- emprestador de último recurso, 55, 65
- emprestadores, 58
- endividamento, 15, 130
 - níveis de, 15
- energia, 12, 113
- entrada de capitais, 29, 113
 - barreiras à, 25
- episódio, 43
- equilíbrio, 42, 49, 101, 113, 119
 - condição básica de, 49
 - do balanço dos pagamentos, 101
 - externo, 47, 50, 51
 - interno, 47, 50, 51
 - macroeconômico, 20
- Ernesto Zedillo, 104
- escolha, 82
 - da política cambial, 33
- esgotamento, 126
- especulação, 49, 120
- especulador, 42, 49, 50
- estabilidade, 22, 35, 70, 95, 99, 113
 - cambial, 30
 - dos preços, 51
 - macroeconômica, 22
 - no mercado de câmbio, 49
- estabilização, 29, 96
 - macroeconômica, 33, 126
- Estado, 9, 12, 22, 126
 - redefinição do papel do, 33
- Estados Unidos da América (ver *EUA*), 6, 13–15, 25, 47, 48, 60, 119
- estagnação, 33, 126
- estagnação, 14
- estatística, 78
 - do FMI, 67, 69, 72
- estimação de taxa de câmbio, 106
- estratégia, 19, 20, 27, 32, 106
- estrutura industrial
 - mudança da, 9
 - socioeconômica, 8
- estudo, 82, 83, 89, 92, 100
 - comparativo, 21, 83
 - de corte transversal, 67, 83, 89, 90
 - sobre as taxas flexíveis de câmbio, 68
- EUA*, 6, 14, 30, 38, 40, 71, 75, 77–79, 94, 101, 109
- Euro, 47, 66
- Europa, 12, 15, 40
- eurorização, 44
- eventos, 7
- evidência, 45, 54, 67, 69, 72, 78, 81, 85, 129
- expansão
 - da base monetária, 65, 100
 - do nível de produção, 99
 - expressiva da demanda interna, 29
 - monetária, 52
- expectativa, 104, 116, 119
 - de vida, 6
- expectativas, 48, 49, 52, 63, 68, 73, 74, 119
 - alta volatilidade das, 48
 - auto-realizáveis, 49
 - de inflação, 52
 - espiral de, 52
 - formação das, 61
 - pessimistas, 118
 - racionais, 50
- experiência, 46

- exportações, 7, 15, 30, 62, 101, 106, 107, 109, 114, 121, 124, 127
 estrutura das, 13
 expansão das, 13
 receita das, 15, 16
 exterior, 61, 98, 106, 107, 111
- F**
- falta de informações, 104
 Fanelli, 26–28
 fatores, 38
 exógenos, 124, 129
 fatos estilizados, 27, 83, 128
 feudais, 12
 Filipinas, 13
 finanças, 26
 internacionais, 53, 68
 financiamento do déficit em conta corrente, 31
 Finlândia, 6
 Fischer, 130
 flexibilidade, 61, 87
 debate sobre, 44
 falta de, 65
 grau de, 64
 limitada, 69, 78
 flexibilização
 cambial, 119
 da taxa de câmbio, 93
 do regime de câmbio, 82, 124, 129
 livre, 94
 flutuação, 25
 administrada, 69, 77, 78
 com bandas, 43, 61
 da taxa de juros, 56
 errática, 116
 livre, 43, 54, 60, 69, 72, 75, 77, 94
 realmente livre, 77
 suja, 43, 60
 fluxo
 de capital, 14, 15, 19, 55, 97
 de comércio, 109
 desenvolvimento do, 14
 de informações, 37
 de mercadorias, 37
 fluxos de capitais, 17–19, 24, 25, 98, 113, 127
 controlados, 24
 inversão dos, 127
 reversão de, 18
 sucesso no gerenciamento de, 19
 tamanho dos, 16
- FMI, 22, 67, 69, 72, 78, 86, 105, 116, 119
 acordo com, 78
Folha de São Paulo, 78, 120, 130
 formação bruta de capital fixo, 107
 fornecedores de matérias-primas, 12
 fragilidade das instituições, 58
 fragilidade financeira, 35, 55–58, 120, 125, 127
 discussão sobre, 35
 França, 40, 44, 120
 Francisco Lopes, 115
 Frankel, 50, 53, 54, 59
 Frankel e Rose, 49, 68
 Friedman, 44, 45, 49, 54, 87, 127
 Friedman e Roosa, 54
 Froot *et al.*, 37
 fuga de capitais, 17, 33, 96, 97, 103, 108, 109, 112, 114, 126
 FUNCEX, 40
 fundamentos, 50, 118
 da economia, 108
 econômicos, 110, 114
 macroeconômicos, 49
 Fundo Monetário Internacional (veja FMI), 15
 crédito do, 15
 fundos, 15
 futuro, 59
- G**
- ganho, 66
 de eficiência, 31
 de produtividade, 31
 garantia dos direitos de propriedade, 22
 garantias, 58
 Garber e Svensson, 43, 68
 gasto do governo, 22
 gestão privada, 31
 Ghosh *et al.*, 69, 70, 82–85, 89, 129
 globalização, 92
 Goldfajn e Olivares, 82
 golpes social-revolucionários, 15
 governo, 8, 12, 15, 17, 29, 31, 43, 55, 69, 78, 82, 89, 97, 98, 102, 104, 106, 108, 109, 113, 114, 116, 129
 almão, 24
 brasileiro, 78, 115
 expansão de gastos do, 17
 mexicano, 78
 norte-americano, 15, 105
 opções do, 44
 postura do, 81
 receita do, 18

- grande depressão, 7
- guerra, 8, 45, 86
civil, 66
- Guerra Mundial
Primeira, 36
Segunda, 9, 14, 44
- H**
- Hausmann *et al.*, 86
- HDI, 6, 7
- hedging, 46
- hiato, 86
- hipótese, 3, 56–58, 81, 86, 99, 100
do *hollowing out*, 81
- história, 54
econômica, 5
- Holanda, 40
- Hong Kong, 88
- I**
- idéia, 49
- imperfeições, 28
- importações, 7–9, 29, 30, 101, 121
crescimento das, 14
quantidade de, 9
- imposto inflacionário, 26, 29
- impostos indiretos, 105
- inadimplência, 56, 74
- incentivos, 58
distorcidos, 27
- incerteza, 50, 61, 62, 64, 66, 82, 113
baixa, 64
- Índia, 76, 77, 80
- indústria, 9, 10–13
eletrônica, 13
farmacêutica, 13
intensivas de capitais, 12
química, 13
veículos, 13
- independência monetária, 53
- indexação de preços, 111
- indicador, 63
- índice, 6, 23, 24, 26, 48
comercial, 23
da abertura da conta de capital, 26
da liberalização da conta de capital, 23
das reformas em geral, 26
de reforma, 23
financeiro, 23
preços ao consumidor, 38, 106
privatizações, 23
tributário, 23
- industrialização, 10–13, 32, 126
processo de, 12, 14
processo dinâmico da, 12
- inferência, 91
- inflação, 15, 17, 18, 21, 22, 30, 33, 36, 47, 48, 50–52, 62, 63, 68, 83, 84, 98, 99, 101, 105, 106, 108, 110, 111, 116, 118, 123, 126, 127
altas taxas de, 20, 29, 30
alvo da, 63
aumento da, 17
brasileira, 39
dinâmica da, 99
doméstica, 38, 99
esperada, 52
externa, 38
imposto de, 17
inercial, 63, 64
persistência da, 100
preanunciada, 63
redução da, 126
taxa de, 18, 45
taxa internacional de, 52
vigente, 63
- Inglaterra, 44, 101
- ingressos de capitais, 100, 114, 124, 130
- iniciativa empresarial, 12
- instabilidade, 32
da economia mundial, 114
- instituições, 20, 26
financeiras de fomento, 15
fortes, 58
fracas, 58
internacionais, 22
multilaterais, 21
supranacionais, 66
- instrumentário, 128
- instrumento, 52, 65
de combate à inflação, 28
financeiros, 29
políticos, 64
- insulação contra choques externos, 87, 89
- insumos importados, 29

- integração, 53
 internacional, 28, 30
 na economia global, 28
 no mercado financeiro, 53
 intermediação
 de fundos, 26
 financeira, 26, 27
 intervenção, 22, 60, 61, 70, 71, 78, 82, 89, 94, 115, 129
 ativa, 60
 direta, 82
 do estado, 22
 esterilizada, 19
 indireta, 60
 não-esterilizada, 19
 inversão dos fluxos de capitais, 124, 130
 investidores, 15, 50, 78, 102–105, 108, 118, 120
 ânimo dos, 104
 investimento, 12, 27, 66, 85, 110, 111, 119
 direto, 108
 das multinacionais, 13
 estrangeiro direto, 119
 internacional, 45, 50
 oportunidades de, 27
 de portfólio, 107
 privado, 14
 taxa de, 79
 total, 108
 isolamento da economia, 127
 isolamento
 da economia sob taxas flexíveis, 131
 Israel, 62, 63
 Itália, 40
- J**
- Japão, 13, 44, 71, 75, 77–80, 94, 101
 José Francisco Ruíz Massiu, 104
 José Sarney, 20
 juros, 15, 16, 19, 20, 56, 69, 71, 72, 74, 75, 80, 82, 84, 89, 95, 96, 101–105, 108–110, 120, 128
 alta volatilidade das taxas de, 77
 americanos, 113
 da Inglaterra, 101
 nível das taxas de, 15
 nos mercados internacionais de capital, 15
 pagamento de, 15, 24
 reais negativos, 26
 suavização da taxa de, 74
 taxa de, 71
- K**
- Kenen, 44, 45, 48
 Krugman e Obstfeld, 7, 45, 47, 59, 102, 128
- L**
- López Portillo, Josés, 17
 lastro, 65
 lei do preço único, 37
 desvios da, 37
 falha da, 37, 38
 persistência dos desvios da, 37
 volatilidade dos desvios da, 37
 Levy-Yeyati e Sturzenegger, 82, 85–87, 89, 129
 lições, 45
 Libéria, 66
 liberalização, 23, 26–28
 da conta de capital, 23, 24, 28, 33, 53, 126
 financeira, 27
 seqüência da, 27
 liberalização financeira, 26
 núcleo da abordagem da, 26
 LIBOR, 101
 Liga das Nações, 45
 limite
 inferior, 61, 113
 superior, 61, 113
 liquidez, 19, 61
 lista, 27
 literatura econômica, 53, 55, 81
 livre flutuação, 105
 locura
 grau de, 48
 Lomé
 conversão de, 13
 Long; Schleifer; Summers; Waldmann, 50
 longo prazo, 47–49, 55–57, 68, 106, 110, 119, 128
 Lora, 23
 lucros negativos, 31

M

- máquinas, 13
 médio prazo, 119
 método, 50, 73
 México, 5–7, 10, 11, 13, 15–17, 19, 21, 23, 27, 28, 30–34, 40, 75, 76, 78, 80–82, 86, 90, 93–98, 100–103, 105–107, 109–111, 121–124, 126, 127, 129, 130
 crise de, 35
 MacKinnon, 50, 51
 Malásia, 19
 Mantega, 8
 marco alemão, 25, 44, 75
 margens de lucro, 13
 mecanismo, 58
 mecanismos não-mercado, 26
 medidas, 22
 medo, 57
 medo de flutuar, 71, 75, 128
 medo de flutuar I, 73
 medo de flutuar II, 73
 Meese e Rogoff, 68
 membros, 66
 mensalidades escolares, 111
 mercado, 22, 26, 33, 44, 48–50, 57, 64, 89, 107, 115, 116, 120, 126, 128, 129
 a conquista do, 11
 aberto, 74
 acionário, 110
 agentes do, 48
 cambial, 46, 109, 119
 com liquidez, 128
 de ações, 49
 de bens, 68
 de câmbio, 19, 35, 43–45, 49, 50, 55, 60, 68, 73, 75, 78, 82, 89, 94, 102, 108, 109, 113–115, 129
 de câmbio futuro, 46
 de capitais, 15, 28, 128
 de capitais domésticos, 131
 de derivativos, 78
 de futuros, 78
 de títulos, 57
 emergente, 102, 109
 em equilíbrio, 42
 externo, 10, 11
 falha do, 57
 financeiro, 48, 53, 108
 financeiro internacional, 53
 forças do, 43
 incompleto, 56, 57
 integrado, 37
 internacional, 56, 109, 130
 interno, 11, 13, 15
 latino-americano, 10
 livres forças do, 8
 microestrutura do, 49
 mercado financeiro
 reforma do, 23
 supervisão do, 35
 mercadoria, 37
 mercadorias
 setor de, 37
 Mercosul, 22
 meta, 106, 118, 119
 metais, 13
 metas de inflação, 106, 118
 metodologia, 67
 Michael Mussa, 48
 minas, 12
 minerais, 13
 minidesvalorizações, 114, 117
 mito, 72
 mobilidade de capital, 53, 59, 68, 128
 alta, 48, 125, 130
 diferentes graus de, 53
 mobilidade de fatores de produção, 51
 modelo, 7, 53, 68
 de desenvolvimento, 5, 9, 23
 de desenvolvimento econômico, 32, 126
 de primeira geração, 104
 estrutural, 68
 geral, 28
 geral de estabilização, 5, 28, 30
 microeconômico, 35, 41, 44
 Mundell-Fleming, 53, 131
 primário exportador, 8
 simples, 51
 tradicional de desenvolvimento, 7
 moeda, 20, 31, 44, 48, 56, 68, 73, 74, 95, 99, 120
 única, 50, 66
 comum, 7
 demanda por, 73
 doméstica, 16, 28, 33, 42, 56, 65, 66, 73, 120, 125, 126
 escritural, 66
 estrangeira, 19, 41, 42, 61, 73, 77, 78, 112, 124, 130
 fiduciária, 66
 líquida, 51
 nacional, 19
 velocidade de circulação da, 73
 monetização do déficit governamental, 26

moratória, 16
 da Rússia, 88, 122
 do Estado de Minas Gerais, 114
 Morley, Machado e Pettinato, 23
 Moura, 95
 movimentos de capitais, 119, 125
 de curto prazo, 55
 internacionais, 24
 especulativos, 113
 multinacionais, 12
 Mundell, 50
 mundo, 58, 81
 resto do, 22, 101, 105
 Mussa, 48, 68

N

Nações Unidas, 6
 NAFTA, 122
 negociação, 20, 21
 Nigéria, 13
 nível
 de equilíbrio, 52
 de preços, 30, 47
 natural, 52
 natural de produção, 52
 Nolte, 1
 Nurkse, 45

O

objetivos, 51
 obrigações, 106
 observações, 84, 85
 Obstfeld e Rogoff, 51–53
 oferta, 60, 112, 119
 monetária, 25, 73
 OPEP, 14
 operações
 de “hedging”, 46
 esterilizadas, 19
 no mercado aberto, 75
 oportunidades, 27
 lucrativas, 15
 orçamento do governo, 31
 organização monetária internacional, 46
 otimismo, 17
 overshooting, 50, 105

P

pós-Bretton Woods, 85
 público, 62, 63, 65
 países, 5, 7, 14–16, 19–21, 23–27, 30–34, 47, 48, 51, 53, 54, 57, 58, 62, 66–69, 71, 72, 76–81, 83–89, 94, 98, 110, 120, 121, 126, 128–130
 árabes, 15
 asiáticos, 21, 69
 avançados, 59, 128
 centrais, 8, 12, 16
 coalização, 66
 credores, 20
 da “periferia”, 8
 da América Latina, 13
 da Comunidade Européia, 13, 62
 de referência, 78
 desenvolvidos, 6, 91, 102
 devedores, 20
 do MCCA, 10
 em desenvolvimento, 7, 8, 16, 21, 28, 30, 35, 58, 59, 69, 76, 80, 85, 96, 124, 128, 129
 em subdesenvolvimento, 9
 emergentes, 16, 26, 33, 35, 52, 54–56, 58, 59, 64, 71, 72, 77, 81, 89, 91, 94, 107, 112, 114, 127–130
 grandes, 10, 11, 13
 grupos de, 83
 industrializados, 21, 35, 85–87
 latino-americanos, 6, 14, 15, 18, 23
 médios, 10
 não-industrializados, 86, 87
 pequenos, 10
 pacote
 de ajuda, 105
 de reforma, 27
 pacto, 97
 padrão ouro, 81
 pagamento, 15, 16
 palpite, 59
 Panamá, 10, 66
 panorama histórico, 34
 “para dentro”, 9
 “para fora”, 9
 paradigma, 22
 Paraguai, 10, 40
 parceiros comerciais
 do Brasil, 40

- paridade, 56, 64, 67, 106, 116, 120, 124
ajuste da, 64, 65
central, 62, 62, 98
defender a, 43
definida pelo governo, 43
fixa, 5
fixada, 130
dos juros, 49
- paridade do poder de compra, 35–37, 38, 47, 48, 68
conceito da, 37, 41
versão absoluta da, 38
versão fraca da, 38
versão relativa da, 38
- partido político, 102
- pauta de exportação, 13
- pecado original, 55–58, 127, 128
- penalização, 66, 125
- pensamento econômico, 22
paradigmas do, 5
- perda, 78
de competitividade internacional, 30, 31
de produção, 88, 91, 92
esperada, 42
- performance, 108, 109
- perspectivas futuras, 15
- Peru, 75, 82
- peso argentino, 95
- peso mexicano, 95, 102
- pesquisa, 69, 71, 72
- pesquisadores, 49
- petróleo, 12, 13, 15, 17, 107, 109, 113, 118
choque de, 23
descoberta de, 17
preço de, 14
produtores de, 15
- Petrobras, 12
- petrodólares, 15
- PIB, 9, 10, 26, 85, 87, 105, 108, 118–120, 130
- PIB/*per capita*, 6
- picos, 96
- planejamento, 9
estratégico, 14
- plano, 20
para a redução da dívida, 20
Austral, 20
Cruzado, 20
de Brady, 20, 21
de estabilização, 33, 97, 121, 126
heterodoxos de estabilização, 20
Larida, 111
Real, 95, 111, 112, 121
- poder, 12, 102
- poder de compra
da moeda brasileira, 39
da moeda nacional, 37
- política cambial, 24, 30–35, 37, 55, 56, 58, 87, 90, 93–95, 104, 106, 109, 113–115, 124, 126, 127, 129
escolha da, 35, 58
falhas no gerenciamento da, 16
- política de juros, 79, 129
- política econômica, 100
paradigmas da, 35
- política fiscal, 16, 29, 64, 109, 106, 116
inconsistentes, 16
- política monetária, 31, 34, 51, 60, 64–66, 90, 104, 106, 107, 109, 116,
autonomia da, 44
do resto do mundo, 45
inconsistência da, 45
liberdade da, 45
- políticas, 7, 17, 19, 21, 27, 32, 69, 71, 72, 77, 80, 82, 89, 95, 98, 109
comerciais liberais, 22
da substituição, 9
econômicas, 15, 69
inconsistentes, 64
macroeconômicas, 61
mais flexíveis, 32
tributárias, 31
- população, 7
- possibilidades de exportação, 13
- PPC, 37, 47
=PPP, 37
58
de risco, 73
sobre o risco, 58
- prazo, 31
- preço, 37, 46, 47, 49, 77, 107, 120
de petróleo, 15
do dólar, 120
- preços, 18, 29, 48, 64, 83, 100, 105–107, 111, 116, 124, 130
ao consumidor, 18
congelamento de, 20
domésticos, 37
estrangeiros, 37
evolução dos, 100
níveis de, 6, 7, 37
públicos, 97
relativos, 45, 83
dos títulos, 120
- Prebisch, 8
- preferências, 27

presidência do Banco Central, 115
 presidente da República, 104
 presidente do Banco Central, 115
 pressão em valorização, 25
 pressões inflacionárias, 29, 64, 120
 escivar das, 120
 especulativas, 63
 previsão, 46, 53
 método de, 50
 Primeiro Mundo, 8
 privatização, 22, 23, 97, 113
 de empresas governamentais, 111
 de empresas públicas, 23
 função das, 31
 probabilidade, 15, 46, 75, 76, 78, 80, 91, 120, 125, 130
 de calote da dívida, 58
 problema
 da discordância de moeda, 56, 57
 da discordância do prazo, 56, 57
 de liquidez de curto prazo, 20
 do compromisso, 55, 58, 127
 processo de abertura, 111
 processo inflacionário, 5, 33, 94, 107, 111, 126
 aceleração do, 17
 processo produtivo, 9
 produção, 8–10, 52, 82, 85, 87, 99, 106
 de aço, 12
 de bens de consumo, 10
 de bens de investimento, 10
 de bens intermediários, 10
 de petróleo, 12
 industrial, 9
 nacional, 46
 nível de, 14
 para a exportação, 46
 produtividade, 7, 31
 Produto Interno Bruto, 9
 produtores, 29
 produtos, 13, 118
 agrícolas, 13
 do país, 127
 industriais, 10
 programa, 30, 99
 de apoio, 15
 de estabilização, 28, 99–101, 111, 124, 129
 heterodoxos, 21
 programação das desvalorizações, 57
 projeto, 56
 propensão marginal de consumo
 alta taxa de, 29
 proteção cambial, 78

protecionismo, 13
 Província de Chiapas, 104

Q

quadro conjuntural, 107
 quadro internacional, 15
 quantitativa da moeda
 Teoria, 37

R

racionamento de energia, 119
 reajustes, 62
 real, 36, 49, 78, 95, 112
 introdução do, 123
 realocação, 10
 rebeldes, 102
 receita, 15, 22
 de exportação, 8
 cambial, 14
 recessão, 16, 122
 econômica, 119
 mundial, 15
 recuperação, 88, 110
 recursos, 14, 21, 46, 105, 106, 112
 abundância dos, 15
 internacionais, 31
 redistribuição de renda, 29
 redução
 da inflação, 33
 redução das barreiras tarifárias e não-tarifárias, 29
 reestruturação da dívida externa, 112
 reforma, 22, 23
 da legislação trabalhista, 23
 do mercado financeiro, 23
 do sistema de previdência, 23
 tributária, 20, 22, 23
 reformas, 20–23, 33, 125, 126, 130
 econômicas, 5, 28, 33, 122, 126
 estruturais, 97
 de primeira geração, 23
 implementação de, 22
 índice de, 23
 índice geral de, 23
 latino-americanas, 23
 região, 51, 83
 regime de bandas cambiais, 98, 112, 113
 ajustáveis, 62
 deslizantes, 62, 94, 95, 102

- regime de câmbio, 5, 28, 35, 43, 53, 54, 60, 62, 66, 69, 70, 72–75, 77, 78, 81–85, 87–89, 91, 93, 96, 112, 114, 115, 125, 126, 129, 130
- classificações empíricas, 67, 82
 - com taxas flutuantes, 43, 79
 - custos e benefícios, 44
 - de esquina, 58, 81, 128
 - de facto*, 67, 85, 89
 - de flexibilidade limitada, 79
 - de flutuação livre, 72, 82
 - de flutuação suja, 95
 - de jure*, 67
 - de minidesvalorizações, 98, 114
 - de taxas fixas, 106
 - de taxas fixas-mas-ajustáveis, 85
 - declarado, 67
 - desvantagens, 44, 53
 - efeito sobre o desempenho macroeconômico, 67
 - episódios-chaves, 44
 - fixo, 52, 58, 67, 77, 95, 124, 128, 129
 - fixo escondido, 74
 - fixo-mas-ajustável, 33, 67, 72, 82, 84–86, 94, 126, 129
 - flexibilização gradual do, 5
 - flexível, 41, 43, 44, 48, 58, 75, 95, 97, 120, 121, 124, 127, 129, 130
 - flutuante, 43, 52, 69, 71, 73, 74, 76, 77, 81, 84, 86, 89, 94, 111, 112, 118, 120, 121, 128, 129
 - grau de flexibilidade do, 96
 - instalação de um outro, 42
 - intermediário, 54, 56, 58, 72, 81, 84, 85, 89, 92, 128
 - lista de 10 possibilidades, 44
 - mais fixo, 92, 93, 124
 - mais flexível, 33, 77, 85, 89, 124, 125, 126, 130
 - praticado, 67
 - principais características, 44
 - principais vantagens e desvantagens do, 46
 - tablita, 63
 - tipos de, 93
 - vários tipos de, 43
 - vantagens, 44, 53
 - zona-alvo, 62
- regime de câmbio fixo, 35, 41–44, 75, 83, 85, 129
- abstração teórica, 43
 - características do, 43
 - colapso, 43
 - maior problema do, 42
- regime de câmbio flexível, 85, 87, 106, 122, 125, 129, 130
- abstração teórica, 43
 - vantagem, 129
- regime de caixa de conversão, 30
- regime de política monetária, 118
- regra
- backward-looking*, 63
 - cambial, 98
 - de oferta monetária, 73, 74
 - forward looking*, 63
- Reinhart, 69, 71, 72, 75
- Reino Unido, 40
- relação dívida/PIB, 120, 130
- relações comerciais multilaterais, 39
- relatório de Pierre Werner, 51
- renda, 6
- per capita*, 6
 - per capita* real, 6
- Renda Nacional, 7
- renda real, 17
- diminuição drástica da, 17
- rendimentos de escala, 11
- repercussão, 88
- repressão financeira, 26
- reservas, 61, 77–79, 82, 89, 95, 96, 129
- volatilidade das, 75, 78
 - compulsórias, 26
- reservas internacionais, 41, 43–45, 60, 61, 65, 67, 71–73, 77, 78, 96, 102–105, 109, 113, 121
- comportamento da volatilidade da, 73
 - estoque de, 103
 - nível de, 42, 43
 - variabilidade das, 71
 - volatilidade das, 78
- restabelecimento da confiança, 32
- restrições, 64, 65
- à entrada de capitais, 32
 - constitucionais, 65
 - externas, 9
 - legais, 65
- retração dos fluxos de capitais, 114
- retrospectiva histórica, 46
- reversão do ciclo econômico, 102
- Richard *et al.*, 46
- risco, 46, 55, 63, 73, 74, 116, 119
- cambial, 55, 57
 - excessivo, 55
 - país, 120
- Rocha, 97–116
- Ronald Reagan, 15
- rules vs. discretion*, 51
- Rülle, 54
- Rússia, 108, 114

S

saída de capitais, 55, 105, 113, 130
 salário, 51, 97, 105, 107, 111
 nominal, 52
 real, 52
 saldo, 121
 Samuelson, 7
 saúde, 22
 secretário
 do Tesouro Nacional dos EUA, 20
 geral do Partido, 104
 seguro implícito, 55
 SELIC, 118
 senhoriagem, 18, 128
 série temporal, 37, 72
 de preços, 37
 Serra, 10
 serviços, 7, 51, 109
 setor
 de bens de capital, 10
 de bens de consumo, 10
 de bens intermediários, 10
 de serviços, 13
 estratégico, 12
 externo, 7, 119
 público, 105, 119
 privado, 105
 setor público
 capital do, 14
 déficit do, 17
 sinal, 61
 sindicatos, 97
 sistema, 69
 de Bretton Woods, 24, 44
 de desvalorizações nominais programadas, 16
 de câmbio flexível, 69, 106, 121
 de preferências, 13
 financeiro, 106
 financeiro brasileiro, 114
 judicial, 58
 mais-flexível de câmbio, 107
 monetário internacional
 instabilidade do, 45
 situação histórica de um país, 33
 sobrevalorização, 94, 100
 da taxa de câmbio, 31
 da taxa real de câmbio, 124, 129
 solução de esquina, 55, 58, 128
 spread bancário, 26
 Stanley Fischer, 130
 Suíça, 40, 60

subdesenvolvimento, 8
 substituição das importações, 5, 9, 32, 126
 esgotamento do modelo de, 14, 33
 o termo, 9
 primeira fase, 9
 processo da, 9, 11
 segunda fase, 10
 subvalorização, 37
 superávit, 17
 na conta corrente, 121
 primário, 119
 supervalorização, 16, 17, 63, 100, 127
 surpresa inflacionária, 52
 swap, 19, 74, 78

T

Tailândia, 78
 tarifas, 37
 Tavares, 7–9, 14
 taxa de câmbio, 5, 19, 22, 24–26, 28, 30, 31, 33,
 36, 39, 41, 44, 47, 48–50, 51, 53, 54, 57, 60, 61,
 68–75, 77–82, 87, 94, 95, 97–101, 104–107, 109,
 110, 112–117, 119, 120, 127, 128
 estável, 45
 fixa, 71
 argumentos a favor das, 44
 à vista, 68
 apreciação da, 19
 competitiva, 22
 comportamento da, 67
 comportamento da volatilidade da, 73
 comportamento observado, 70
 controle da, 20
 defender, 78
 determinação da, 43, 68
 do *i*-ésimo parceiro, 40
 efetiva real, 39
 efetiva real (estimativas), 40
 escolha da, 127
 estabilidade da, 53
 externa flexível, 51
 fixa, 24, 42, 50, 52, 61, 74, 78, 127
 fixa-mas-ajustável, 72, 85
 fixas administradas, 68
 fixo vs. flexível, 33, 35, 44, 44, 58, 59, 91, 127,
 128
 flexibilidade da, 19
 flexível, 35, 45, 47, 51, 68, 125, 130
 flutuação da, 46
 flutuante, 48, 55, 57, 68
 grandes flutuações da, 71

- interna fixa, 50
- logaritmo da, 68
- movimentos da, 50, 57
- mudanças na, 45, 65
- nominal, 36, 39, 48, 63, 71, 108, 113, 116, 117
- nominal estável, 70
- o contínuo da, 46
- processo de flexibilização, 93
- real, 35, 37–39
- Real/Dólar, 36, 38
- série temporal de, 37
- sob regime fixo, 41
- sob regime flutuante, 41
- totalmente fixa, 44
- totalmente livre, 45
- valor da, 37
- variação, 38
- variabilidade da, 49, 71, 77
- volatilidade, 75
- taxa de câmbio real, 38, 47, 63, 68, 94, 98, 127
 - apreciação da, 127
 - competitiva, 30
 - comportamento da, 38
 - variação da, 38
 - variação percentual, 38
- taxa de crescimento, 84, 107, 129
- taxa de inflação, 29, 30, 67, 105, 106, 110, 116, 118, 123, 124, 127, 129
- taxa de juros, 22, 56, 57, 62, 73, 77, 102, 103, 107–110, 114, 129
 - comportamento da volatilidade da, 73
 - controlada, 26
 - de mercado, 22
 - domésticos, 67
 - instrumento da, 82
 - internacional, 101
 - movimentos cíclicos, 98
- taxa de *overnight*, 101
- taxa de paridade real, 38
- taxa de poupança, 26, 27
- taxa de variação, 108
- taxa efetiva real de câmbio, 40
 - estimar a, 40
- taxas de câmbio flexível, 46, 47, 87, 131
 - alta volatilidade das, 45
 - desencoraja comércio internacional, 46
 - desvantagens das, 46
 - principais desvantagens, 45
- taxas de câmbio flutuante, 59, 89, 128
 - promover o ajuste, 46
 - regularidades empíricas das, 68
 - tendem a ser voláteis demais, 45
 - vs. taxas de câmbio estáveis, 45
- técnicas extrapolativas, 50
- tecnologia
 - alta, 13
 - de ponta, 13
- Telebras, 12
- telecomunicações, 12, 113
- tempo, 83
- teoria, 7, 37, 45, 47, 49, 50, 54–58, 65, 68, 87, 127
 - da paridade do poder de compra, 68, 99
 - das áreas monetárias ótimas, 50
 - das bolhas especulativas, 49
 - de determinação da taxa de câmbio, 41
 - econômica, 34, 69
- Terceiro Mundo, 13
- termos de troca, 8, 15, 16, 88
- Tesouro dos EUA, 22
- títulos, 19–21, 107, 120
 - alemães, 25
 - de longo prazo, 20
 - do governo, 120
 - domésticos, 19
 - emissão de, 15
 - mexicanos, 107
 - públicos, 100
- trabalho, 7, 46
- trajetória, 121
 - dos salários, 97
- transações
 - comerciais, 8
 - externas, 37
 - internacionais, 39
- transferência de recursos, 29
- transição, 5, 6, 52, 86, 117
- transparência, 35, 61
- trinidade impossível, 53
 - princípio da, 53
- Turquia, 81

U

ultrapassagem, 50
da taxa de câmbio, 50, 68
UNDP, 6
União Européia, 47, 66, 71, 94
criação da, 50
união
monetária, 43, 44, 53, 54, 64, 66, 87
tarifária, 66
unidades monetárias
domésticas, 36
estrangeiras, 36
Uruguai, 10, 13, 21, 40, 81

V

valor, 51
face, 109
valorização, 39, 43, 99, 101
da taxa de câmbio, 31
vantagens, 60–66, 82, 129
teóricas, 87
teóricas da taxa flexível, 35

variáveis, 95
básicas, 7
da economia internacional, 79
econômicas, 79
exógenas, 7
macroeconômicas, 82, 96
variância, 73
variabilidade, 71, 77, 80
veículos, 13
venda, 19, 75, 112
Venezuela, 21
viés inflacionário, 60
violência, 104
volátil, 23
volatilidade, 26, 49, 50, 60–62, 71, 73, 75, 77, 78,
84–87
alta, 48
da produção, 87
das taxas de juros, 57, 71
observada, 49, 50
vulnerabilidade, 110
da economia mexicana, 108
VW, 13

W

Waldmann, 10, 12, 13, 16
Williamson e Milner, 2, 35, 45, 49