

UMA ABORDAGEM DE ECONOMIA POLÍTICA DOS ARRANJOS CAMBIAIS

SORAIA SANTOS DA SILVA* E DIVANILDO TRICHES**

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

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

Classificação JEL: D72, F31, F33.

1. Introdução

As crises vivenciadas por vários países ao longo da década de 1990 foram fortemente relacionadas à atual dinâmica dos mercados financeiros internacionais. A livre mobilidade dos fluxos de capitais internacionais e a rapidez com que são movimentados exercem significativos impactos sobre a taxa de câmbio das economias. Isso significa dizer que a movimentação de capitais financeiros tem muito

* Doutoranda em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul, e-mail: soraia@ppge.ufrgs.br.

** Doutor em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul e professor do departamento de Ciências Econômicas da Universidade de Caxias do Sul, e-mail.: dtriches@ucs.br.

mais influência na determinação da taxa câmbio do que a circulação de bens e serviços, sobretudo, no seu valor de curto prazo¹.

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

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

O objetivo deste estudo é discutir algumas questões recentes de economia política no que concerne à escolha do regime cambial pelos diferentes países. Analisa-se também a tendência dos países pela opção de determinado sistema cambial. A ênfase, dessa forma, recai

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

sobre o perfil atual da distribuição dos regimes adotados pelos países e suas implicações econômicas. Para tanto o trabalho está organizado como segue. A seção 2 descreve resumidamente os principais arranjos cambiais e suas características. A seção 3 caracteriza os critérios indicados na literatura para escolha do regime cambial. As questões relacionadas a economia política e mudanças institucionais são tratadas no item 4. A análise de como os arranjos cambiais estão distribuídos entre os países membros do Fundo Monetário Internacional, bem como entre os países com contas de capital aberto, está na seção 5. Por fim, a última seção conclui.

2. Regimes cambiais

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

Na prática, os regimes cambiais podem ser classificados em nove categorias, definidas a partir do sistema de paridade fixa mais rígida ao sistema de maior grau de flexibilidade². Os arranjos cambiais híbridos ou intermediários combinam algumas das características dos regimes de taxas de câmbio fixas e flexíveis. A classificação desses arranjos e suas principais características são resumidas da seguinte forma: ³

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

³ Na literatura, existe ainda a classificação de regime de taxa de câmbio *de jure*, baseado no compromisso tácito do Banco Central perante o público,

1. União monetária é caracterizada pela implementação de uma moeda única que circula domesticamente e em todos os outros países membros. Pode ocorrer ainda a adoção da moeda do maior parceiro comercial para circulação interna ou de uma moeda dominante também designada de área monetária. A motivação é obter a maior credibilidade possível para a política monetária por adotar um compromisso mais forte. Exemplos atuais de união monetária, como salienta Frankel (1999) e Triches (2002), são a união monetária europeia com o euro, o Panamá, o Equador e algumas ilhas do Caribe Oriental que adotaram o dólar americano. Isso também está sendo proposto por diversos países latino-americanos.
2. Caixa de conversão ou *currency board* é uma instituição monetária em que a taxa de câmbio é fixada por força de lei, e não por política monetária.⁴ A emissão de moeda é plenamente atrelada ao nível de ativos externos ou reservas internacionais, isto é, o estoque de moeda somente pode ser ampliado se ocorrer superávit nas contas externas do país. Em outras palavras, é um mecanismo de ajustamento automático do balanço de pagamentos, em que o déficit está associado a uma queda dos ativos externos, que implica contração da oferta monetária e, portanto, dos dispêndios agregados domésticos. Caracteriza-se por um arranjo cambial e monetário que elimina completamente a autonomia das autoridades governamentais de elaborar e implementar políticas monetárias ou ainda a opção de emitir moeda para financiar os déficits públicos internos. Os países

e *de facto*, com base nas observações empíricas sobre o comportamento da taxa de câmbio. Ver Ghosh et al. (1997).

⁴ O *currency board* foi implementado, inicialmente, pela Inglaterra nas Ilhas Maurício em 1849. Depois esse arranjo cambial foi largamente utilizado nas setenta colônias britânicas com o objetivo de propiciar estabilidade da moeda local sem a dificuldade associada à emissão de nota e moeda metálica de libra esterlina. Na década de 1960, muitos países africanos que se tornaram independentes substituíram esse sistema por um banco central.

- que recentemente introduziram esse sistema foram Hong Kong, em 1983, Argentina, em 1991, as ex-repúblicas soviéticas Estônia e Lituânia, em 1992 e em 1994 respectivamente, Bulgária, em 1997, e Bósnia, em 1998.
3. Taxa de câmbio fixa é o arranjo cambial em que a moeda de um país é plenamente fixada a uma moeda dominante ou direitos especiais de saques. Os bancos centrais estão sempre dispostos a intervir no mercado cambial para evitar excessos de demanda ou de oferta de divisas externas. Os países da África Ocidental e a união monetária da África Central atrelaram suas moedas ao franco francês. Muitos outros fixaram-nas ao dólar americano.
 4. Taxa de câmbio fixa com paridade ajustável é o sistema pelo qual o país declara que a taxa de câmbio é fixada, mas pode ser ajustada de forma unilateral ou realinhada periodicamente. Esse regime foi amplamente utilizado durante a vigência do sistema Bretton Woods. É consistente com o compromisso de manter a taxa de câmbio estável.
 5. Taxa de câmbio fixa com paridade deslizante é um sistema em que a taxa de câmbio nominal sofre pequenas ou minidesvalorizações com certa frequência para manter a taxa de câmbio real constante. Esse arranjo cambial é normalmente empregado em países com elevados processos inflacionários ou com pouca disciplina fiscal e monetária.
 6. Taxa de câmbio fixada a uma cesta de moedas é um sistema pelo qual o país atrela sua taxa de câmbio a uma ponderação de um conjunto de moedas pertencentes a seus principais parceiros comerciais. Esse arranjo é bastante adequado a países cujo padrão do comércio externo é altamente diversificado geograficamente. Essas ponderações normalmente são restritas ao conhecimento das autoridades monetárias.
 7. Bandas cambiais ou meta de margem de flutuação, sistema também conhecido como *target zone*, é um arranjo híbrido no qual ocorre uma combinação de alguns atributos de taxa de câmbio fixa e flexível. Existe uma definição precisa de um limite máximo e mínimo de flutuação futura da taxa de

câmbio em torno de paridade central previamente estabelecida. Assim, toda vez que a taxa de câmbio alcançar a margem superior ou inferior de uma paridade central, o banco central intervém no mercado de câmbio. É o sistema implementado pelo mecanismo de taxa de câmbio do sistema monetário europeu, com margens de flutuação amplas de 4,5%, 6% e 30%, e pelo sistema de Bretton Woods, com margens mais estreitas de 1%.⁵ Esse arranjo cambial permitiria menor volatilidade nominal da moeda doméstica relativa à moeda internacional⁶.

8. Taxa de câmbio com flutuação administrada, também conhecida como flutuação suja. É o sistema pelo qual o banco central intervém para amortecer a variabilidade da taxa de câmbio sem nenhuma finalidade de defender uma paridade específica.
9. Taxa de câmbio com flutuação livre, ou flutuação limpa, é o arranjo cambial em que ocorre uma ausência completa do banco central no mercado de câmbio. Portanto, a determinação da taxa de câmbio se dá diretamente pela interação da demanda e oferta de divisas internacionais. Os Estados Unidos constituem um exemplo mais próximo dessa regra cambial.

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

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

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

3. Economia política e mudanças institucionais

3.1 Critérios apontados para a escolha de regimes cambiais

A questão, no que se refere à escolha do regime de taxa de câmbio mais apropriado, é de fundamental importância na macroeconomia e nas finanças internacionais. Esse interesse também vem ganhando grande espaço nas recentes linhas de pesquisa localizadas no campo de atuação da economia política⁷. No entanto, a literatura sobre a identificação de um sistema cambial tem sido muito controversa. Na realidade, o arranjo cambial ótimo pode variar de acordo com as circunstâncias específicas de cada país, como o grau de heterogeneidade dos grupos de interesse, além do período de tempo a ser considerado⁸. Os critérios comumente usados são aqueles que determinam uma área monetária ótima e mais recentemente são baseados na credibilidade das políticas governamentais como argumenta Frankel (1999).

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

⁷ Drazen (2000) e Persson & Tabellini (2000) apresentam uma abordagem bastante completa sobre os fundamentos de economia política.

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

Tabela 1. Critérios gerais para escolha de um regime cambial

	Flutuante		Margem de flutuação		Paridade		Caixa de conversão monetária	União
	Pura	Administ.	Ampla	Estreita	Deslizante	Fixada		
Taxa de inflação	Alta	•	•		•			
	Baixa	•	•	•		•	•	•
Nível de reservas	Alta	•	•	•	•		•	•
	Baixa	•	•				•	•
Mobilidade de Capital	Alta	•	•				•	•
	Baixa	•	•	•		•	•	•
Mobilidade de trabalho e flexibilidade nominal	Alta	•	•	•	•		•	•
	Baixa	•	•	•			•	•
Diversificação na produção e exportações	Alta	•	•	•	•		•	•
	Baixa	•	•				•	•
Sustentabilidade e flexibilidade fiscal	Alta	•	•	•	•		•	•
	Baixa	•	•				•	•
Integração comercial★	Alta		•		•		•	•
	Baixa	•					•	•
Integração política★	Alta	•	•	•	•		•	•
	Baixa	•	•	•	•		•	•
Predominância dos choques♦	Simet.	•	•	•	•		•	•
	Assim.	•	•				•	•
Tipo de Choques ♦	Reais	•					•	•
	Nomin		•	•	•		•	•

Fonte: Eichengreen et al (1999). ♦ Relativo ao país parceiro; ★ Semelhanças nas preferências políticas.

mobilidade de capital, alta mobilidade de trabalho e flexibilização nominal, alta flexibilidade e sustentabilidade fiscal, alta integração comercial e política com relação ao país parceiro e predominância de choques externos simétricos.

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

Desse modo, outro argumento econômico importante a favor do sistema de taxa de câmbio fixa nominal é o fato de reduzir o custo de transações do comércio internacional. Por outro lado esse sistema é muito vulnerável a ataques especulativos ou a efeitos de transmissão provocados por choques internacionais. Assim, a opção de defender ou não a taxa de câmbio é uma decisão de caráter político com objetivos conflitantes. Isso, evidentemente, depende da credibilidade que os agentes econômicos têm sobre o compromisso anunciado pelo país e da sua capacidade de manter a moeda doméstica atrelada a uma moeda de referência internacional. O contágio de um ataque especulativo também apresenta aspectos políticos relevantes, não porque a decisão de defender a moeda seja puramente política, mas também porque ele pode ser originado por fatores políticos que ligam as moedas conjuntamente.

3.2. O sistema cambial e as mudanças institucionais

As alterações institucionais do regime cambial têm ocorrido, como aborda Edwards (1996) e (1997), com maior frequência em países com elevada instabilidade estrutural e política⁹. Esse fato

⁹ Silva (2001) analisa os problemas relacionados à volatilidade da taxa de câmbio e estima seus impactos no comércio entre os países do Mercosul. Outro estudo importante que analisa a questão da taxa de câmbio sob o ponto de vista da estabilização econômica é de Rebelo & Végh (1995). Alves

tende a explicar por que a maioria das desvalorizações das moedas domésticas ocorre durante os primeiros anos da administração, quando o grau de popularidade política é alto. Dessa forma, o grau estrutural de instabilidade política desempenha papel crucial na escolha do regime de taxa de câmbio: quanto mais estável, *ceteris paribus*, menor tende a ser a probabilidade de que um país venha a adotar um arranjo cambial mais rígido. Entretanto, nesse processo existem forças antagônicas, ou seja, quanto maior for o grau de instabilidade política, tanto maior também será o custo de abandonar um arranjo cambial fixo. Por outro lado, o desconto intertemporal assumido pelas autoridades governamentais aumenta com o grau dessa instabilidade. Esse fato acaba tornando as decisões futuras menos importantes. A escolha de um regime de taxa de câmbio, por conseqüência, passa pela questão da credibilidade e da inconsistência dinâmica dos governos eleitos. Assim, se um país tem mais incentivos em metas reais, deve escolher um regime de taxa de câmbio com paridade fixa numa moeda ou numa cesta de moedas dominantes como forma de solucionar o problema de credibilidade, conforme apontaram as obras clássicas de Kydland & Prescott (1977) e Barro & Gordon (1993). Para países com grande estabilidade política e econômica e com sofisticados e sólidos arranjos institucionais, o regime cambial com taxa flexível *ad hoc* tende ser muito superior a qualquer outro.

Em síntese, os resultados empíricos e teóricos tendem a indicar que, se a variância dos choques no mercado monetário e de ativos domina relativamente a variância dos choques verificados no setor real da economia, então a taxa de câmbio fixa é preferível à flutuante e vice-versa¹⁰. Em outras palavras, quando as perturbações são originadas no mercado de bens, uma política que mantém a oferta monetária constante geralmente domina a outra que tenta fixar a taxa de câmbio. Assim, o regime cambial flutuante é mais eficaz

et al. (2000) e Frankel (1997) analisam as propostas recentes com relação à mudança do sistema monetário internacional. Ver também Alves Jr. et al (2000) e Ferrari Filho (2001).

¹⁰ Essa conclusão também é consistente com o resultado do modelo Mundell-Fleming-Dornbusch apresentado por Obstfeld & Rogoff (1996, cap.9).

para ajustar o novo equilíbrio de pleno emprego que requer apenas uma apreciação nominal da moeda doméstica. Com isso, elimina-se a necessidade de mudança nominal no nível de preço. Mas, se nenhuma dessas perturbações dominar, nesse caso a melhor política que se poderia seguir é a adoção de um arranjo cambial com taxa de câmbio administrada. Contudo, em países em desenvolvimento que enfrentam uma combinação de choques reais e nominais com diferentes taxas de inflação, então a melhor opção seria adotar uma taxa de câmbio deslizante *vis-à-vis* uma cesta de moedas de seus principais parceiros comerciais. A regra cambial ótima, por conseqüência, depende do grau de complexidade e da natureza dos choques e da estrutura das economias, como tamanho ou grau de abertura, diversificação da produção etc., conforme mostra a Tabela 1. Tais fatores, naturalmente, podem variar no decorrer do tempo.

Outro ponto também muito discutido nos meios acadêmicos é a capacidade dos países, ou sua possibilidade técnica, de manter a taxa de câmbio fixa. Primeiro, não é possível para um país perseguir simultaneamente estabilidade de taxa de câmbio, independência monetária e alta integração dos mercados de capitais. Segundo, é tecnicamente factível defender a taxa de câmbio, bastando apenas para isso que a economia disponha de um volume de reservas internacionais suficientes para recomprar a base monetária. Esse fator permitiria repelir qualquer pressão dos investidores sobre a moeda doméstica através de enorme elevação da taxa de juros. Entretanto, essa alternativa não se sustentará se houver falta de credibilidade, além de aumentar ainda mais a vulnerabilidade da taxa de câmbio. Os investidores antecipam suas expectativas de que as autoridades monetárias não implementarão tal política porque impõe altos custos à economia, principalmente sobre o nível de investimento, emprego, déficit orçamentário do governo e sobre a distribuição de renda, e porque não tem suporte político. Mas mesmo que eles acreditem haver forte elevação da taxa de juros, isso ocorrerá por muito pouco tempo e, quando a taxa de juros voltar a seu normal, a taxa de câmbio não se sustentará.¹¹

¹¹ Uma discussão mais geral sobre ataques especulativos à moeda doméstica e a inviabilidade para que muitos países mantenham a taxa de câmbio fixa,

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

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

Dentro desse contexto de instabilidade monetária internacional, ressurgem a discussão nos meios acadêmicos sobre a necessidade de estabelecer um arranjo monetário e cambial estritamente formal entre as três moedas, como o de metas de flutuação dentro de limites máximos e mínimos. Evidentemente para esse caso a questão, de novo, rebate na necessidade de estabelecer um compromisso tácito entre as três principais potências econômicas para a adoção de uma política de cooperação e coordenação macroeconômica. Historicamente, quando a taxa de câmbio se desvia excessivamente

ou até mesmo metas de margens de flutuação, pode ser encontrada em Eichengreen et al. (1999), Obstfeld & Rogoff (1995). Essas experiências foram presenciadas pela Suécia quando atrelou sua moeda ao sistema monetário europeu em 1991, pelo Reino Unido e pela Itália em 1992 (todos os países abandonaram o sistema de taxa de câmbio fixa) e pela crise do México em 1994.

dos fundamentos econômicos, as três grandes áreas econômicas concordam em intervir no mercado de câmbio. Esse fato foi constatado em alguns períodos, como demonstra Fischer (2001), quando a moeda da União Européia foi significativamente depreciada em relação a seu valor de equilíbrio e também quando a moeda japonesa sofreu forte apreciação diante das demais moedas. Na prática, essas intervenções coordenadas têm ocorrido muito mais no mercado de câmbio do que em ações conjuntas de política monetária.

4. Análise dos regimes cambiais atuais

Os regimes cambiais atualmente em prática são bem variados. De acordo com Salvatore (2000), dos 181 países membros do Fundo Monetário Internacional em 1996, 65 deles – 35,5% do total – operavam sob o sistema de taxas de câmbio fixas de algum tipo, conforme mostra a Tabela 2. Tratava-se principalmente de países pequenos e em desenvolvimento. Muitos atrelavam sua moeda ao país que constitui seu principal parceiro comercial. Isso advém do fato de que a nação está disposta a limitar a flutuação do preço de suas contas de comércio para alcançar mais estabilidade econômica e do nível de emprego. Os países em desenvolvimento com mais de um parceiro comercial tendem a vincular sua moeda a uma cesta de moedas ponderada por ordem de importância comercial. Dessa forma, dos 65 países com taxa de câmbio fixa, ou 35,9% do total, vinte vinculam a moeda ao dólar norte-americano, catorze atrelam suas taxas de câmbio ao franco francês, nove a alguma outra moeda, dois deles aos direitos especiais de saques (DES) e vinte nações a uma cesta de moedas.

Dentre as nações que operam com alguma flexibilidade as taxas de câmbio, quatro possuem flexibilidade limitada em relação a uma única moeda, dez dos quinze membros da União Européia flutuam em conjunto ou de acordo com um regime cambial cooperativo, dois países ajustam sua taxa de câmbio por meio de um conjunto de indicadores, 46, ou um quarto deles, adotaram flutuação administrada e os 54 restantes, ou quase 30%, operam principalmente com taxas de câmbio com livre flutuação. Desse

Tabela 2. Frequência dos arranjos cambiais das nações membros do FMI de 1985 a 1996

Arranjo cambial	1985	%	1990	%	1996	%
Moeda doméstica atrelada:						
Dólar	31	20,8	25	16,3	20	11,0
Franco francês	14	9,4	14	9,1	14	7,7
Outras moedas	6	4,0	6	3,9	9	5,0
DES	12	8,0	6	3,9	2	1,1
Outras composições de moeda	32	21,5	35	23,0	20	11,1
Total vinculado	95	63,7	86	56,2	65	35,5
Flexibilidade limitada						
única moeda	5	3,4	4	2,6	4	2,2
Arranjos cooperativos	8	5,4	10	6,5	10	5,5
Atreladas de acordo com indicadores	5	3,4	5	3,3	2	1,1
Flutuação administrada	21	14,1	23	15,0	46	25,5
Flutuação independente	15	10,0	25	16,4	54	29,8
Total com alguma flexibilidade	54	36,3	67	43,8	116	64,1
Total	149	100	154	100	181	100

Fonte: IMF – International Financial Statistical, Jan. 1997, p.8. Ver também Salvatore (2000) e Sachs & Larrain (1998).

modo, quase dois terços do total dos países membros do Fundo Monetário Internacional apresentavam alguma flexibilidade nas taxas de câmbio.

Todavia, cabe destacar que, a partir do colapso do sistema Bretton Woods, e principalmente em 1985, presenciou-se entre os países forte tendência em favor da maior flexibilização de suas

moedas. Os países abandonaram principalmente os sistemas cambiais rigidamente atrelados ao dólar americano e a outra composição de moeda. Em 1985, verificava-se que as proporções de países que atrelavam a moeda ao dólar e a outra composição monetária eram de 20,8% e 21,5%, respectivamente. Já em 1996 essas proporções caíram, na mesma ordem, para 11,0% e 11,1%. Com isso, houve redução de quase um terço do total de nações com taxa de câmbio vinculada ou fixa. Por outro lado, os regimes cambiais mais adotadas pelos países foram o de flutuação independente, cuja participação relativa passou de 20% para 29,8%, e o de flutuação administrada, de 14,1% para 25%, comparando-se o ano de 1985 ao de 1996, respectivamente. Como consequência, a participação relativa de países com maior flexibilidade de suas moedas domésticas aumentou em mais de 30% do total, em comparação a esses dois períodos¹².

Outra maneira de analisar a distribuição dos arranjos cambiais atualmente entre os países é assumir a seguinte classificação: (i) regimes cambiais extremamente rígidos, ou taxa de câmbio fixa, consistindo de países que adotaram sistema de câmbio do tipo *currency board*, união monetária e dolarização¹³; (ii) regimes cambiais com algum grau de flexibilidade ou intermediários, enquadrando-se nessa lista os países que operam com paridades administradas ou ajustáveis, meta de flutuação máxima e mínima da taxa de câmbio etc.; e (iii) regimes plenamente flexíveis.

A Figura 1 mostra uma mudança importante na distribuição dos arranjos cambiais entre os países membros do FMI, comparando

¹² O trabalho de Eichengreen et al. (1999) também confirma essa tendência dos países em desenvolvimento. Segundo ele e de acordo com a classificação oficial do Fundo Monetário Internacional, em 1975, 87% desses países operavam com algum tipo de paridade da taxa de câmbio fixa, enquanto apenas 10% adotavam regime cambial flutuante e os restantes 3% ficavam numa situação intermediária. Dez anos mais tarde, essa proporção era de 71%, 25% e 4%, respectivamente; em 1996, mudou para 25%, 52% e 3%, na mesma ordem.

¹³ O termo dolarização é usado em sentido mais geral para significar a adoção de uma moeda estrangeira como moeda corrente e, conseqüentemente, o abandono da moeda nacional.

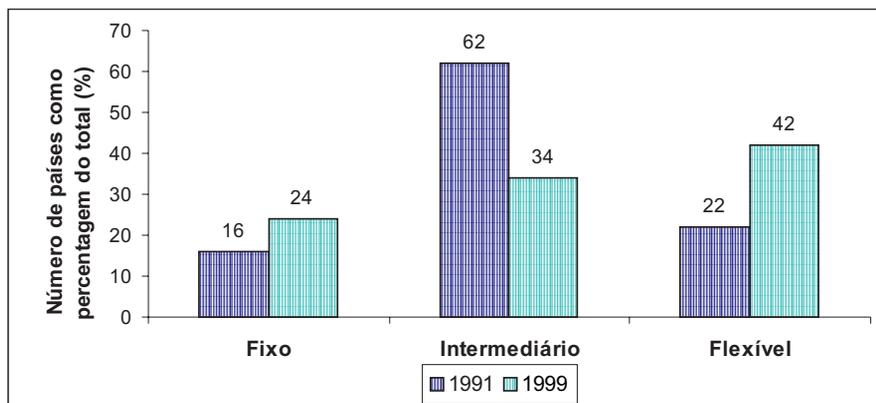


Figura 1. Distribuição dos regimes de taxa de câmbio entre todos os países membros do FMI: 1991 e 1999.

Fonte: Fischer (2001). Dados do *Annual Report 2000* e *International Financial Statistical*, FMI.
Nota: o total de países era de 159 em 1991 e 185 em 1999.

os anos de 1991 e 1999. A proporção de países que em 1991 adotavam algum tipo de regime híbrido reduziu-se de 62% para 34% em 1999, enquanto os regimes rigidamente fixos e os plenamente flutuantes apresentaram comportamento contrário. A proporção de países classificados no primeiro grupo aumentou de 16% para 24% e, no segundo, de 22% para 42%, ou seja, quase o dobro, entre os anos de 1991 e 1999.

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

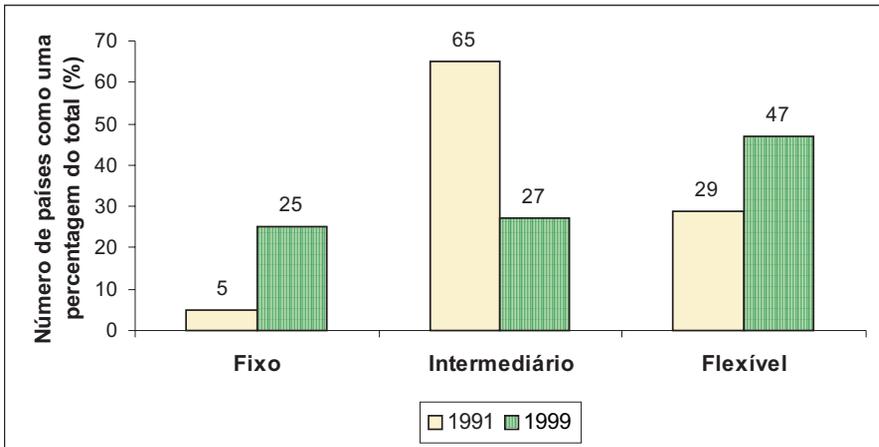


Figura 2. Distribuição dos regimes de taxa de câmbio entre os países desenvolvidos e emergentes: 1991 e 1999

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

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

Considerando-se os países integrados ao mercado de capital global ou que ainda estão no processo de integração – ou seja, os países avançados e os de mercados emergentes –, pode-se observar que houve mudanças na distribuição dos arranjos de taxa de câmbio.¹⁴ Das 22 economias desenvolvidas e 33 classificadas como emergentes, observa-se na Figura 2 que a preferência pelos arranjos cambiais fixos passou de 5% para um quarto do total dos países de 1991 para 1999, respectivamente. Esse comportamento, embora em menor proporção, também é verificado com relação ao sistema cambial plenamente flexível. Em outras palavras, ocorreu um claro abandono de algum tipo de sistema cambial intermediário –

¹⁴ As definições de países desenvolvidos e emergentes surgem de vários fatores como: produto per capita, regulamentações de mercado com relação à propriedade estrangeira, controle de capital, risco de investimento percebido e percepção geral da comunidade de investimento com relação à classificação.

passando de 67% para 27% do total ao longo da década de 1990 – em detrimento dos sistemas bipolares.

A Tabela 2 mostra de forma mais desagregada os arranjos cambiais das 22 economias de mercados desenvolvidos com alta mobilidade de capital. Entre essas economias, quase a metade pertence à classificação de arranjo cambial definido como fixo. Nessa relação, encontra-se a maioria dos países que integram a União Monetária Européia e Hong Kong, que operam no sistema de *currency board*. As outras dez economias são classificadas no regime flutuante, distribuindo-se entre flexível administrado ou independente. Apenas a Dinamarca possuía o regime cambial de paridade fixa com bandas. Em resumo, os países se distribuem entre regimes rigidamente fixos e regimes com maior flexibilidade.

A mudança mais pronunciável dos sistemas cambiais entre os países em desenvolvimento ao longo da década de 1990 ocorreu nos regimes intermediários e flexíveis. Em 1991, 60% desses países operavam com sistema de taxa de câmbio intermediário. Essa proporção caiu praticamente à metade oito anos mais tarde. Na realidade houve uma preferência maior desses países pelos arranjos cambiais com maior flexibilidade.

A Tabela 4 apresenta mais detalhadamente os regimes de taxa de câmbio que os países de mercado emergentes adotavam em 1991 e 1999. Uma observação é que das treze economias descritas como flutuação independente, seis (Indonésia, Coréia, Tailândia, Rússia, Brasil e México) deixaram suas taxas de câmbio flutuar após as crises da década de 1990. Levando-se em conta a classificação proposta pela Tabela 4, a metade do conjunto de países emergentes possui algum tipo de arranjo flexível. Apesar da possibilidade de gerar dúvidas na classificação quanto ao fato de o regime flutuante ser independente ou administrado, parece não haver questões sobre a classificação no grupo de sistemas de flutuação da taxa de câmbio.

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

Tabela 3. Distribuição dos sistemas cambiais entre a economia dos países desenvolvidos em dezembro de 1999

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

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

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

capital internacional têm crescentemente abandonado os sistemas de taxa de câmbio intermediário para adotar regimes com um compromisso forte de taxa de câmbio fixa ou com maior flexibilidade para as suas flutuações.

Há várias tentativas para explicar e justificar a mudança da preferência pelos países na direção de um arranjo cambial com maior flexibilidade. Para Williamson (2000), essa mudança se deve à pressão do próprio Fundo Monetário Internacional. Eichengreen (1999) também sugere que o FMI deveria incentivar seus membros a abandonar os sistemas de taxa de câmbio intermediário, em favor

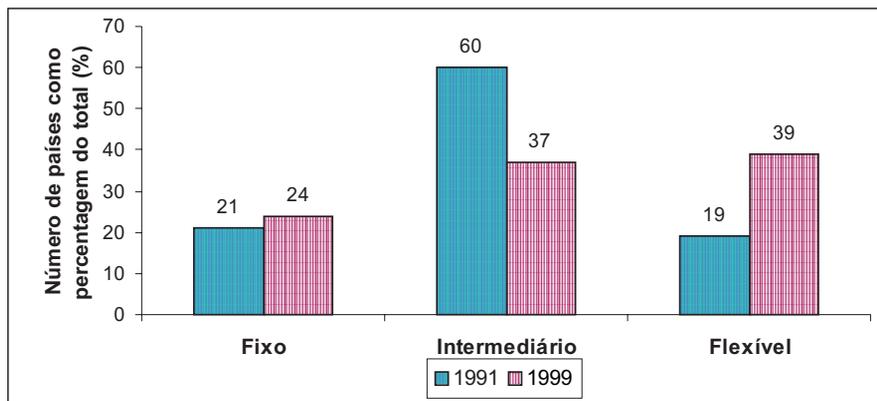


Figura 3. Distribuição dos regimes de taxa de câmbio entre os países em desenvolvimento integrantes do FMI: 1991 e 1999

Fonte: Fischer (2001). Dados do *Annual Report 2000* e *International Financial Statistical*, FMI.
Nota: o total de países em desenvolvimento, membros do FMI, era de 104 em 1991 e passou para 130 em 1999.

dos regimes fixos ou flexíveis. Em geral, a explicação se baseia no fato de que, em economias com alto grau de integração ao mercado de capitais internacionais, os arranjos intermediários estão mais sujeitos aos ataques especulativos, tornando-se inviáveis no longo prazo. As evidências empíricas que confirmam de certa forma isso foram a crise do sistema monetário europeu nos anos de 1992 e 1993 e as crises nos países de mercados emergentes a partir de 1994.

Além disso, a inviabilidade dos sistemas cambiais do tipo intermediário torna-se mais nítida em países com conta de capital aberta. Um dos argumentos clássicos no que concerne a essa questão refere-se à impossibilidade de estabelecer simultaneamente uma política monetária direcionada a objetivos domésticos, estabilidade da taxa de câmbio e perfeita ou alta mobilidade do fluxo de capitais. Como os mercados financeiros estão se tornando cada vez mais integrados, isso tende a reduzir o grau de escolha,

Tabela 4. Distribuição dos arranjos cambiais entre a economia de mercados emergentes: 1991 e 1999

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

Fonte: Fischer (2001). Dados do *Annual Report 2000 e International Financial Statistical*, FMI.
 * BH = taxa de câmbio com bandas horizontais; CB = *currency board*; FA = flutuação administrada; FI = flutuação independente; FP = outros de paridade fixa convencional; MU = arranjos com uma única moeda; TBA = taxas fixas com bandas

ou seja, de estabilidade da taxa de câmbio ou de independência monetária. Entretanto, nada impede que determinado país persiga ao mesmo tempo ambos os objetivos, o que significaria seguir políticas de flutuação administrada de taxa de câmbio, acomodando

parte dos choques externos enquanto outra parte seria refletida na taxa de câmbio.

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

Notadamente, como se mencionou, não existe uma resposta certa para a escolha de qual arranjo de taxa de câmbio é mais adequado. Todavia, essa opção deverá depender das características econômicas e institucionais do país em questão, como discute Triches (2002). Há certo consenso de que para economias caracterizadas como grandes, no contexto internacional, o arranjo cambial ótimo é de taxa puramente flexível. Já em países considerados pequenos ou com processos inflacionários históricos e, portanto, com dominância de pouca credibilidade na sua independência monetária, a taxa de câmbio fixa ou regimes mais extremados tendem a ser mais recomendáveis, como, por exemplo, *currency board* ou até mesmo a dolarização.¹⁵

Por último, no que tange aos movimentos por preferência de sistemas cambiais bipolares, Frankel (1999) argumenta que soluções intermediárias podem ser mais apropriadas do que as de canto para alguns países. Isso seria o caso de países de mercado emergente

¹⁵ Ghosh et al (1997) concluíram que o regime de taxa de câmbio adotado tem impactos relevantes sobre o desempenho econômico. Os países com taxa de câmbio fixas têm experimentado menor nível e menor variabilidade da taxa de inflação, mas com maior flutuação do produto e do emprego em relação ao sistema de taxas de câmbio flutuante.

intermediários em que não existe escolha óbvia de arranjo cambial ótimo. Em determinados momentos, algumas economias utilizaram um sistema cambial com metas de flutuações máximas e mínimas como base de programa de estabilização e, em momentos seguintes, elas tiveram que abandoná-lo para que a crise não se desenvolvesse.

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

5. Conclusões

A escolha do regime de taxa de câmbio mais adequado é de fundamental importância na macroeconomia e nas finanças internacionais. Essa questão, embora com toda a preocupação dada pela literatura, ainda não tem solução precisa. Na realidade, o arranjo cambial ótimo tende a variar de acordo com as circunstâncias específicas de cada país e do período de tempo a ser considerado. Os critérios comumente usados são aqueles que determinam uma área monetária ótima e mais recentemente baseados na credibilidade das políticas governamentais e, por fim, os relacionados com os fundamentos da economia, como estabilidade econômica, nível de reservas, mobilidade dos fatores produtivos capital e trabalho, flexibilidade nominal, diversificação na produção e exportações, sustentabilidade e flexibilidade fiscal, integração comercial e política, predominância e tipos de choques.

Os resultados apontam para a maior flexibilização na taxa de câmbio após o colapso do sistema de Bretton Woods em 1971. A preferência dos países vem se deslocando de sistemas cambiais do tipo intermediário para os bipolares, *i.e.*, para arranjos de taxa de câmbio estritamente rígidos ou para flutuações plenamente livres principalmente. Uma razão importante para tais fenômenos consiste no fato de que para os países com conta de capital relativamente aberta os regimes cambiais do tipo intermediário não são viáveis no longo prazo. Em geral, as economias que operam sob tais arranjos

estão mais propensas, e vulneráveis, a fortes crises financeiras. Isso é, na realidade, uma conseqüência lógica da impossibilidade de estabelecer simultaneamente uma política monetária direcionada a objetivos domésticos, um regime de taxa de câmbio fixa e perfeita ou alta mobilidade do fluxo de capitais.

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

TITLE

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

Key words: political economics; exchange arrangement; international finance market.

JEL classification: D72, F31, F33.

Referências bibliográficas

- ALESINA, Alberto; ANGELONI, Ignazio; ETRO, Federico. *The political economy of international unions*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, Dec. 2001, 51p. (NBER Working Paper n° 8645), disponível em <http://www.nber.org.com>.
- ALVES Jr., A.; FERRARI F.F.; DE PAULA, L.F.R. "The post keynesian critique of conventional currency crises models and Davidson's proposal to reform the international monetary system". *Journal of Post Keynesian Economics*. v.22, n.2, 2000, Winter, p. 207-25.
- BARRO, Robert J.; GORDON, David B. "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy". *Journal of Monetary Economics*, Amsterdam, North-Holland, v. 12, n. 3, 1993 p.101-121.
- DRAZEN, Allan. *Political economics in macroeconomics*. Princenton, New Jersey: Princenton University Press, 2000, 775p.
- DE GRAUWE, Paul. "Exchange rate variability and the slowdown in growth of international trade". IMF Staff Papers, Washington, International Monetary Fund, v. 44, n. 1, Mar. 1997, p. 63-84.
- EDWARDS, Sebastian. *The determinants of the choice between fixed and flexible exchange rate regimes*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, Set. 1996, 24 p. (NBER Working Paper n° 5756), disponível em <http://www.nber.org.com>.
- EDWARDS, Sebastian. "Exchange-rate and the political economy of macroeconomic discipline". *American Economic Review*, Nashville, American Economic Association, v. 86, n. 2, May 1997, p.159-63 (papers and proceedings).
- EICHENGREEN, Barry; MASSON, Paul; SAVASTANO, Miguel; SHARMA, Sunil. *Transition strategies and nominal anchors on the road to greater exchange-rate flexibility*. New Jersey: International Finance Section, Princeton University, Apr. 1999, 50 p. (Essay in International Finance n° 213).
- FERRARI FILHO, F. "Monetary union in Mercosur? A keynesian alternative proposal". Working Paper Series, University of Oxford Centre for Brazilian Studies, April/June 2001.
- FISCHER, Stanley. *Exchange rate regimes: is the bipolar view correct?* Washington, DC: International Monetary Fund, Jan. 2001, 26 p., disponível em <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm>>. Acesso em: 6 ago. 2001.
- FRANKEL, Jeffrey. "Recent exchange-rate experience and proposals for reform". *American Economic Review*, Nashville, American Economic Association, v. 86, n. 2, May 1997, p.153-158 (papers and proceedings).

- FRANKEL, Jeffrey A. *No single currency regime is right for all countries or at all times*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, Jan. 1999, 41 p. (NBER Working Paper n° 7338), disponível em <http://www.nber.org.com>.
- GHOSH Atish. R.; OSTRY, Jonathan D.; WOLF, Holger C. *Does the nominal exchange rate regime matter?* Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, Jan. 1997, p. 36 (NBER Working Paper n° 5874), disponível em <http://www.nber.org.com>.
- GUITIÁN, Manuel. *The choice of exchange rate regime*. (In mimeo). Washington, DC: Monetary and Exchange Affairs Department, International Monetary Fund, Dec. 1992, 30 p.
- KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT Edward C. "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans". *Journal of Political Economy*, Chicago, University of Chicago Press, v. 85, n. 3, 1977, p. 473-491.
- MUNDELL, Robert A. *Currency areas, exchange rate systems and international monetary reform*. Cordoba: Cema, Universidad del Cema, Mayo 2000, 27 p. (Documentos de Trabajo n° 167), disponível em: <http://www.cema.edu.ar/publicaciones.doc.trabajo.html>>. Acesso em 18 ago. 2000).
- MILESI-FERRETTI, Gian M. "The disadvantage of tying their hands: on the political economy of policy commitments". *The Economic Journal*, Cambridge, Ma., Royal Economic Society, v. 105, n. 433, Nov. 1995, p.1381-1402. (Reinaldo, favor verificar a paginação, pois está errada.)
- OBSTFELD, Maurice; ROGOFF, Kenneth. *The mirage of fixed exchange rates*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, Jul. 1995, 35 p. (NBER Working Paper n° 5191), disponível em <http://www.nber.org.com>.
- . *Foundations of international macroeconomics*. Cambridge, Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology Press, 1996, 804 p.
- PERSSON, Torsten; TABELLINI, Guido. *Political economics: explaining economic policy*. Cambridge, Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology Press, 2000, 533 p.
- REBELO, Sérgio; VÉGH, Carlos A. *Real effects of exchange rate-based stabilization: an analysis of competing theories*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, Jul. 1995, 59 p. (NBER Working Paper n° 5197), disponível em <http://www.nber.org.com>.
- SALVATORE, Dominick. *Economia internacional*. Rio de Janeiro: LTC Editores, 2000, 6ª ed., 436 p.
- SILVA, Soraia S. da. *Volatilidade da taxa de câmbio e fluxo de comércio bilateral no Mercosul*. 113 f. Dissertação (Mestrado em Economia). Porto Alegre, RS:

Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, 2001.

TRICHES, Divanildo. “A nova ordem internacional e a crise asiática”. *Políticas Externas*, São Paulo, USP/Paz e Terra, v. 7, n. 4, mar./maio 1999, p. 3-18.

. *Aspectos monetários, cambiais e de economia política do Mercosul*. 294 f. Tese (Doutorado em Economia) Porto Alegre, RS: Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, 2002.

WILLIAMSON, John. *Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option*. Washington, DC: Institute for International Economics, September 2000.