

Amaury Patrick Gremaud
Márcio Bobik Braga

Regimes cambiais e a recente experiência na América Latina

Introdução

Ao longo da década de noventa várias experiências com políticas cambiais foram observadas em diversos países da América Latina. Tais experiências, além de servirem como referência para estudos sobre o comportamento da taxa de câmbio, colocaram em destaque, nas discussões sobre opções de políticas de estabilização, as chamadas "ânceras cambiais". Tais "ânceras" foram adotadas em alguns países latino-americanos, particularmente na Argentina e no Brasil, como forma de superação de problemas inflacionários crônicos. Um dos grandes desafios desta política foi a construção da credibilidade da política cambial. Para alguns países, esteve presente o debate em torno do que pode-se definir de "âncora extrema": a dolarização. O objetivo desta medida seria eliminar de forma radical as restrições impostas pelo desempenho das contas externas, restrições estas que se manifestam por elevadas taxas de juros e instabilidade cambial.

O debate sobre a experiência cambial na América Latina reacende a discussão sobre as dificuldades em se manter regimes de câmbio fixo num ambiente de grande instabilidade financeira internacional. Mas não apenas isto. Recentemente, têm crescido as discussões em torno da criação de uma união monetária, especialmente entre os países do Mercosul, como forma de superar parte dos problemas cambiais destes países e aprofundar a união econômica entre eles.

O presente artigo tem como objetivo sintetizar as principais características e implicações das diferentes formas de tratamento cambial que foram adotadas na América Latina no período recente, como forma de superação do atual quadro de instabilidade econômica enfrentada por seus países.

Os Regimes cambiais: as várias opções

Entende-se por regime cambial o conjunto de regras e instituições que regulam o funcionamento do mercado cambial. Dentre estas regras, um conjunto delas define a possibilidade de acesso de residentes de um país às moedas, títulos e ações de outros países. Neste sentido a total abertura do mercado cambial e a livre transação entre moedas se contrapõem a um sistema que impõe fortes limites às transações de residentes com a moeda de outros países.

Em vários países latino-americanos (mas não apenas nestes) as restrições ao funcionamento do mercado cambial foram muito usadas a ponto de forçar o aparecimento de mercados cambiais paralelos (mercado negro). Em alguns casos, as restrições se manifestam a partir da existência dos denominados mercados múltiplos de câmbio: a existência de diferentes taxas em diferentes mercados¹.

¹ No Brasil o exemplo clássico é o das taxas múltiplas instituídas por Getúlio Vargas em 1953.

No período recente, especialmente na década de 90, a maior parte dos países latino-americanos, dentro dos programas de reformas implementados, promoveu "aberturas financeiras", diminuindo em muito as restrições de acesso ao mercado cambial, acabando inclusive em alguns casos com os mercados paralelos de câmbio. Por outro lado esta mesma abertura expôs estes países à volatilidade dos mercados financeiros internacionais, que se expandiram sobremaneira em termos internacionais, com conseqüências positivas e negativas amplamente discutidas².

Do ponto de vista da formação de preços no mercado cambial, há dois grandes grupos de regimes cambiais que diferem quanto à formação do preço (ou seja, da taxa de câmbio) no mercado de câmbio: o de taxas fixas e o de taxas flexíveis. Entretanto, diante das experiências "de facto" no mundo contemporâneo, há, na verdade, uma grande variedade de opções de política³.

Associado a modelos de câmbio fixo pode-se ter:

1. uma regra cambial que implica a determinação do governo em intervir no mercado de modo a deixar o câmbio estável por um prazo indefinido;
2. o *currency board*, que institucionaliza tal regra e associa formalmente a política monetária ao regime cambial; e
3. uma política de fixação de câmbio mas com reajustes sistemáticos, os quais podem ser feitos com regras previamente definidas ou de maneira discricionária.

Dentro de um regime de câmbio flexível é possível ainda:

4. um mercado totalmente livre de intervenções do governo; e
5. um mercado parcialmente administrado – com a chamada flutuação suja (*dirty floating*) – em que o governo interfere de forma não antecipada neste mercado quando os níveis da taxa de câmbio passam a comprometer determinadas metas de política econômica⁴.
6. um mercado de câmbio, com forte intervenção governamental, porém esta intervenção pode seguir uma lógica anunciada, por exemplo em um regime de meta de inflação, onde, teoricamente, o governo intervém apenas com o fim de manter uma taxa de câmbio compatível com determinadas metas inflacionárias

Ainda são possíveis esquemas intermediários tais como:

7. um sistema de bandas simétricas, em que dentro de determinados limites a taxa se comporta como num mercado livre; e
8. bandas assimétricas, onde só existe um dos limites, ou o máximo ou o mínimo.

Estas bandas podem ser fixas ou móveis ao longo do tempo. Esta mobilidade, por sua vez, também pode ser pré-anunciada ou feita a partir de regras conhecidas ou totalmente discricionárias.

Finalmente, restam as opções de simplesmente se abrir mão da própria política cambial. De certo modo esta opção representa um aprofundamento das próprias conseqüências de um regime de câmbio fixo. Neste caso temos:

² Ver, por exemplo, French-Davis & Griffith-Jones (1995).

³ Uma importante discussão sobre os diversos regimes "de facto" pode ser encontrada em FMI (2003).

⁴ Se o governo aplica alguma regra de intervenção, isto é, se a intervenção é antecipada, não se pode falar em câmbio flexível.

9. a adoção de uma outra moeda como moeda local (a dolarização da economia, por exemplo); e
10. a união monetária com outros países, promovendo uma administração monetária e cambial conjunta.

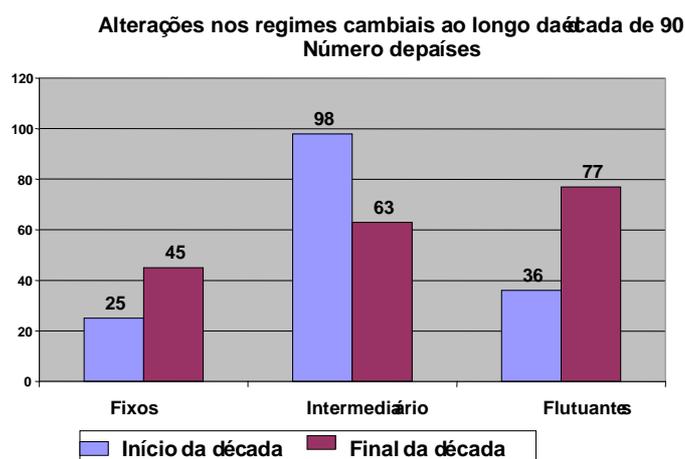
No caso do regime de taxas de câmbio fixas, como o próprio nome sugere, o valor da taxa de câmbio do país é determinada pela autoridade monetária. O que se ajusta no mercado cambial é apenas a quantidade demandada e ofertada àquele valor. Na verdade, neste regime, o governo intervém de modo a equilibrar a oferta e a demanda de divisas no nível da taxa de câmbio estabelecida. Deste modo, as oscilações nas demanda e oferta de divisas não repercutem sobre a taxa de câmbio, mas apenas sobre o volume de reservas internacionais do país, com implicações sobre a oferta de moeda primária. Este sistema, grosso modo, prevaleceu entre os países desenvolvidos na virada do século XIX para o XX e no pós-Segunda Guerra Mundial.

Depois do fim do chamado sistema monetário internacional de Bretton Woods ocorrido no início dos anos 70, sistema este que prevaleceu no pós-2ª Guerra Mundial baseado em um regime de câmbio relativamente fixo, houve grande instabilidade nos mercados cambiais internacionais e muitas oscilações nos regimes cambiais. Neste contexto, uma boa parte dos países desenvolvidos adotaram regimes de câmbio flutuante, com menor intervenção do governo. De um modo geral, no sistema de taxas de câmbio flutuante há liberdade no mercado cambial. Neste caso, o governo intervém apenas como ofertante e demandante de divisas em função de suas necessidades, do mesmo modo que o setor privado. Desta forma, as alterações na oferta e na demanda de divisas têm efeito sobre a taxa de câmbio, que deverá valorizar-se ou desvalorizar-se em função de tais alterações.

Um sistema muito utilizado a partir de meados da década de 70 foi o de flutuação suja. Este sistema difere do anterior por estar sujeito a intervenções pontuais não antecipadas do governo com o objetivo de diminuir a volatilidade associada a um mercado cambial livre. Neste sentido, se o mercado estiver estável, este funciona como flutuante. Por outro lado, se o comportamento do mercado for instável ou se o patamar da taxa de câmbio estiver atrapalhando o desempenho econômico, ocorre então intervenção para estabilizar ou direcionar a taxa para um patamar desejável.

No final da década de 70, com a emergência do Sistema Monetário Europeu, ganhou força um outro regime cambial denominado sistema de bandas. Este sistema possui a seguinte lógica: define-se valores limites que a taxa de câmbio pode assumir e, dentro destes limites, o sistema funciona como se fosse o de câmbio flutuante. Assim, fica estabelecida uma taxa central e um intervalo de variação, por exemplo, de mais ou menos x%. Quando existe uma pressão pela desvalorização da moeda nacional levando o sistema ao limite inferior, o Banco Central intervém vendendo moeda estrangeira e comprando moeda nacional. No caso oposto, quando o mercado é pressionado no sentido de uma valorização cambial, o Banco Central age em sentido oposto. Em muitos casos os Bancos Centrais intervêm nos mercados antes que se alcance os limites, evitando inclusive possíveis ataques especulativos. Estas são chamadas intervenções intramargem. As dificuldades associadas a este

regime são: a definição da taxa central (dificuldade semelhante a se definir qual a taxa de câmbio em um regime de câmbio fixo) e a definição da amplitude das margens. Estes sistemas intermediários foram muito utilizados na década de 80, porém nos anos 90, como vemos na figura abaixo, existiu uma forte tendência de ampliação dos regimes flutuantes⁵.



Fonte: FMI

As implicações econômicas sobre a adoção deste ou daquele regime cambial, particularmente sobre o desempenho do balanço de pagamentos e sobre a capacidade da autoridade econômica em executar políticas monetária e fiscal são bastante conhecidas na literatura. Entretanto, a partir das recentes experiências cambiais na América Latina, é possível explorar outras importantes questões em torno das opções cambiais num contexto de instabilidade macroeconômica, particularmente no que diz respeito a processos inflacionários crônicos, problemas de endividamento externo, e a ocorrência de crises no sistema financeiro internacional. Neste contexto, surge, por exemplo, o conceito de "ancoragem cambial". Por outro lado, a utilização da taxa de câmbio como variável chave em políticas de ajuste macroeconômicas depende da capacidade da autoridade econômica em manter crível sua intenção no controle desta variável, cuja instabilidade inerente é uma característica marcante num mundo de livre mobilidade de capitais financeiros.

Ancoragem cambial e credibilidade

Nos países em desenvolvimento, especialmente na América Latina, a taxa de câmbio foi utilizada como um instrumento de política econômica, tendo ocorrido uma

⁵ A ampliação do sistema de taxas fixas se deve em parte a países que adotaram regimes cambiais mais rígidos com objetivo de estabilização econômica e, especialmente, a criação da zona do euro.

tendência de forte influência do governo no mercado cambial. Utilizava-se muitas vezes o câmbio (ou sua desvalorização) com intuito de resolver problemas de balanço de pagamentos, promovendo ganhos de competitividade da economia e evitando que os ajustes nas contas externas se fizessem de maneira recessiva.

No final da década de 70 e, especialmente, ao longo da década de 80, a fixação da taxa de câmbio em diversos países em desenvolvimento passou a fazer parte de um conjunto mais amplo de medidas visando o controle da inflação. A transição de uma situação de inflação crônica para a estabilidade de preços requeria, pelo menos num primeiro momento, algum tipo de âncora nominal, isto é, a fixação do valor de uma ou mais variáveis econômicas, tendo como objetivo conter o avanço das demais variáveis nominais. Isto porque, em tais processos, preços, salários e taxa de câmbio passam a subir de forma autônoma: os preços sobem porque os salários subiram; e estes sobem porque os preços subiram; e assim por diante. Neste processo, não basta suprimir as causas básicas da inflação, geralmente descontroles monetários dada a necessidade de se financiar elevados déficits fiscais, mas também a denominada inércia inflacionária.

Neste conjunto de medidas, preços e salários foram as variáveis escolhidas como âncoras nominais prioritárias em inúmeros planos econômicos adotados em vários países, a exemplo do Plano Austral, adotado na Argentina em 1985, e o Plano Cruzado, adotado no Brasil em 1986. Tais planos, denominados como heterodoxos, por utilizar instrumentos outros que não o controle monetário, tinham como pressuposto básico o congelamento de preços e salários da economia, buscando o fim da inércia inflacionária. O fracasso desses planos acabou por tirar de cena as propostas heterodoxas de combate à inflação, trazendo à tona proposições ortodoxas tais como abertura comercial, combate aos déficits fiscais e controle monetário rígido. Entretanto, a necessidade de uma âncora não deveria ser descartada, cabendo à taxa de câmbio este papel no novo contexto de políticas, por trazer vantagens no processo de abertura comercial e/ou contribuir para um maior controle monetário e fiscal.

Um problema enfrentado pelos planos de estabilização que utilizavam algum tipo de ancoragem na taxa de câmbio é o da credibilidade. O problema de credibilidade da ancoragem cambial assume diversas formas. Por um lado existe a dúvida tradicional frente aos regimes de câmbio fixo, qual seja: a capacidade do governo em manter a taxa de câmbio no curto prazo dado o comportamento do balanço de pagamentos e das reservas internacionais. Por outro lado, existe uma forte expectativa dos agentes de que o governo, apesar de anunciar uma política de câmbio fixo, adote políticas que acabam sendo incompatíveis com a rigidez da taxa de câmbio. Este problema é conhecido na literatura como de "inconsistência temporal da política econômica". Assim, por exemplo a manutenção de déficits fiscais sistemáticos e sua monetização pressionam contra a manutenção da taxa fixa de câmbio⁶.

⁶ Temos aqui os chamados modelos canônicos ou de primeira geração para crises cambiais ou ataques especulativos contra políticas de manutenção de taxas de câmbio; ver, por exemplo, Krugmann (1979).

No entanto, deve-se considerar que, se o câmbio fixo tem vantagens associadas ao controle inflacionário, por outro lado a desvalorização da taxa de câmbio implica por exemplo em ganhos de competitividade, pelo menos no curto prazo. Apesar das perdas no ponto de vista inflacionário, os ganhos nas exportações e possivelmente no emprego e na renda no curto prazo podem ser os motivos que levariam o governo a romper com a âncora, dado que o governo pode possuir objetivos múltiplos e a cada momento faz-se uma avaliação custo-benefício da manutenção da taxa de câmbio. É interessante observar que estes possíveis ganhos podem ser ainda maiores (e as perdas menores) se a desvalorização for feita de modo inesperado pelo governo⁷.

Deste modo, além de existir uma tradição relativamente arraigada do governo em se valer da política cambial para obter ganhos de competitividade, existem fortes incentivos, percebidos pelos agentes, para que, em determinadas circunstâncias, o governo acabe por renegar a política anunciada.⁸ Isto, pelo menos em parte, explica as dificuldades de alguns planos de estabilização com ancoragem cambial: a sua falta de credibilidade induz um comportamento não cooperativo por parte dos agentes econômicos, dificultando a adoção de âncoras cambiais mesmo em países onde esta opção de política pretendia ser levada à frente com todos os custos a ela associados, dada a sua vantagem em termos de combate aos processos inflacionários crônicos.

Frente a este problema, algumas opções se fizeram valer para os diferentes países latino-americanos que optaram pela ancoragem cambial como estratégia estabilizadora:

- a) a persistência na política buscando obter esta credibilidade por meio de reputação e/ou sinalização, usando políticas correlatas (como a elevação das taxas de juros) de maneira intensa; ou seja, os governos entram na guerra das expectativas de modo firme, mantendo políticas mesmo quando estas não são necessárias, ou aprofundando a utilização de alguns instrumentos além da necessidade, de modo a mostrar ao mercado sua determinação na utilização de políticas de câmbio fixo;
- b) a construção de instituições que diminuam a capacidade dos próprios governos em promover alterações na política cambial, de modo a não propriamente convencer os agentes quanto à estabilidade cambial, mas dar-lhes uma maior segurança quanto à disposição do governo em relação à política e sua possibilidade de alterá-la. Dentro deste contexto o principal exemplo é a instituição do *currency board* e, no limite, a dolarização.

O Regime de *Currency board*⁹: ascensão e queda na Argentina

Em última instância, o *currency board* tem como objetivo trazer maior disciplina às políticas monetária e fiscal nas economias que a adotam. Nesse regime, a taxa de câmbio é fixa em relação a um padrão internacionalmente aceito (em geral

⁷ Neste caso situam-se os chamados modelos de segunda geração de crise cambial, onde ataques especulativos contra moeda podem surgir quando existe uma antecipação por parte dos agentes de alterações nestas relações custo-benefício; ver Obstfeld (1994).

⁸ Este ponto é discutido por Agenor (1996).

⁹ Sobre as experiências de *currency board* ver Baliño, T. & Enoch (1997).

o dólar), ficando garantida a conversibilidade entre as moedas e a emissão monetária vinculada ao estoque de reservas internacionais. Num modelo de *currency board*, a Autoridade Monetária perde o seu poder discricionário sobre a oferta monetária e o governo passa a experimentar forte restrição aos seus gastos, já que não pode emitir moeda para financiar déficits. Outro aspecto interessante associado à adoção de uma âncora cambial crível é a potencial redução das taxas de juros em função da diminuição do risco de desvalorização cambial. Estes aspectos, juntamente com a fixação de um importante preço da economia (a taxa de câmbio), acabam por estabilizar os preços dos chamados bens *tradeables*, trazendo assim ganhos adicionais no controle da inflação. Ou seja, elimina-se, ao mesmo tempo, as causas e parte dos componentes autônomos da inflação. Isto é tanto mais verdadeiro quanto maior for a abertura desta economia, ou se ela estiver sendo promovida.

Este regime cambial, porém, apresenta alguns inconvenientes. O primeiro a ser destacado é a diminuição dos instrumentos de política econômica: a política monetária, que fica condicionada ao comportamento das contas externas do país e, principalmente, a política cambial. Dependendo da estrutura institucional do *currency board*, pode-se comprometer as operações diárias de controle de liquidez e a capacidade de intervenção das autoridades monetárias frente a possíveis crises bancárias.

Outra grande dificuldade deste tipo de regime reside na avaliação do mercado, nacional e internacional, quanto à capacidade do governo em garantir a conversibilidade da moeda. Para tanto é necessário possuir reservas cambiais e/ou um fluxo de entrada de moeda estrangeira razoável. Este fluxo, por sua vez, depende do estado de confiança que os investidores estrangeiros depositam no país. Num mundo de incertezas e de grandes movimentos especulativos, tal fluxo está longe de ser estável. Por outro lado, se o país passar a apresentar sucessivos déficits na balança de transações correntes, sem perspectiva de reversão desse déficit no futuro (um quadro de inconsistência intertemporal), o mercado pode entender que a paridade escolhida não é a de equilíbrio, antecipando, por meio de uma forte fuga de divisas, a desvalorização cambial.

Esta possibilidade é reforçada se levarmos em conta dois aspectos. Primeiramente todos os processos de estabilização com base em âncoras cambiais têm apresentado um aquecimento da economia no imediato pós-plano, o que pressiona negativamente a balança comercial. Acresce-se a isto uma tendência à valorização real da taxa de câmbio em função de uma inflação residual que normalmente é superior à inflação internacional, reforçando a deterioração da balança comercial. No curto prazo, o equilíbrio é obtido por meio de conta de capitais. Esta normalmente tem uma tendência francamente positiva devido à melhoria das condições de risco da economia e da manutenção de juros elevados, combinados, normalmente, com uma abertura financeira. No caso dos anos 90, este processo é ainda reforçado por uma situação favorável de liquidez no mercado internacional de capitais.

O fluxo de capitais pode ser, portanto, mais do que suficiente para resolver o problema da balança comercial. Porém, colocam-se novos problemas. Por um lado, a lógica da política monetária induziria a uma elevação da oferta de moeda no país,

o que poderia comprometer as metas de controle inflacionário. Tal possibilidade, entretanto, tende a não ocorrer pois as autoridades geralmente ativam operações de esterilização¹⁰. Estas operações, por sua vez, podem significar a deterioração das condições fiscais do governo em função da elevação da dívida pública. Por outro lado existe o problema temporal relativo ao ingresso de capital externo. Tanto estes fluxos são, como vimos, extremamente voláteis, como no longo prazo eles exigem a geração de uma maior capacidade de atrair recursos de forma a fazer frente aos serviços decorrentes.

Todos estes elementos – deterioração da balança comercial, das contas públicas e incertezas em relação à estabilidade da balança de capitais e as condições futuras de fazer frente aos serviços da dívida – recolocam o problema do risco e das expectativas no cenário da ancoragem cambial. Deste modo, para a manutenção da credibilidade no regime, a política econômica passa a ter contornos recessivos claros¹¹, ao mesmo tempo em que reforça a necessidade de se fazer ajustes estruturais nesta economia. Tais ajustes visam a obter ganhos de competitividade e reforçar a possibilidade de gerar superávits futuros¹².

Pode-se afirmar também que a provável situação recessiva decorrente da adoção de um regime de *currency board* é de difícil sustentação política. Neste sentido passam a ser pensadas alternativas para tal situação. A mais evidente é o abandono da âncora, desvalorizando o câmbio e aliviando, assim, as pressões recessivas. O pressuposto para tal medida é a solução do problema que teria justificado a ancoragem: a inflação. Assim, apesar de se correr riscos de volta do processo inflacionário, assume-se que os anos de ancoragem foram suficientes para debelar tal problema. Esta é uma questão que assume uma complexidade maior quando o país adota com muita frequência a âncora - o dólar - como unidade de conta.

A passagem para um sistema de câmbio flutuante, porém, não envolve apenas a questão inflacionária. Neste contexto, os riscos de crise cambial e fuga de capital não são pequenos. De fato, a disposição do governo argentino em manter o regime de câmbio fixo foi levada às últimas conseqüências, buscando-se a todo custo manter o regime de *currency board*. Este, na Argentina, se diferenciou de uma simples ancoragem cambial pelo fato de ter sido implementada a partir de determinação constitucional que, se não garante totalmente a credibilidade do sistema, pelo menos reforça esta credibilidade ao criar dificuldades legais e políticas para o governo no caso de sua disposição em alterar o regime. Neste sentido o caso argentino é sintomático, já que a ancoragem cambial, junto com o *currency board*, foi determinada em lei e esta contemplava também a política monetária que passava a estar condicionada ao desempenho do balanço de pagamentos. A emissão de

¹⁰ Operações de esterilização são as colocações de títulos públicos no mercado procurando enxugar a moeda colocada em circulação.

¹¹ O principal sinal desta política é a elevação dos juros, que também sustenta o fluxo de capitais.

¹² O grande dilema neste ponto é até que ponto é possível obter tais ganhos sem um volume expressivo de investimentos nacionais, já que estes estão contidos pela taxa de juros.

moeda tornou-se uma função do volume de reservas desta economia. A moeda nacional passou a estar lastreada nas reservas internacionais do país.

O regime do *currency board* argentino foi inicialmente bem sucedido, pelo menos no que diz respeito ao fim do processo hiperinflacionário naquele país. Também foi crível pois se sustentou por quase uma década de crises financeiras internacionais. Porém, se os problemas potenciais não foram suficientes para intimidar as autoridades econômicas e políticas na adoção do regime, vários deles passaram a assombrar a economia Argentina.

Podemos citar pelo menos dois fatores que contribuíram, por assim dizer, para o trágico fim do *currency board* na Argentina. Em primeiro lugar, pode-se apontar as dificuldades em se sustentar um regime de câmbio fixo num mundo que apresenta grande liberdade nos fluxos de capitais de curto prazo. Se o mundo apresenta-se estável sob o ponto de vista financeiro, os capitais de curto prazo podem perfeitamente sustentar eventuais déficits em transações correntes e servir como estabilidade cambial no país que os atrai. Entretanto, as crises cambiais e financeiras ocorridas em várias economias emergentes na década de 90 demonstram que a estabilidade do sistema financeiro internacional constitui-se não numa regra, mas em exceção. A crise do México em 1995 pode ser considerada como o primeiro fator de desestabilização do sistema argentino que somente não se concretizou em crise naquele momento tendo em vista os números favoráveis do intercâmbio comercial da Argentina com o Brasil, beneficiados pelo Mercosul e pela valorização da moeda brasileira. Posteriormente, a Argentina viria a sofrer com as crises na Ásia em 1997 e da Rússia em 1998. A crise cambial brasileira em 1999 parece ter dado o "golpe de misericórdia" na situação já deteriorada. É interessante notar que, enquanto as crises de México, Ásia e Rússia atingiram o país através do sistema financeiro, o grande veículo de transmissão da crise brasileira foi pelo lado real da economia, uma vez que o Brasil apresentava-se como o principal parceiro comercial da Argentina¹³.

Em segundo lugar, uma vez que o país adote um regime de câmbio fixo, é importante que ele mantenha a competitividade de suas empresas comparativamente ao resto do mundo. Isto parece não ter ocorrido na Argentina, que tornou-se um país "caro". Apesar do sucesso do plano de estabilização, a inflação Argentina manteve-se acima da dos Estados Unidos durante o período de 1991 a 1994¹⁴. Uma alternativa para se recuperar a competitividade das empresas argentinas seria aprofundar os ajustes no mercado de trabalho. Isso, obviamente, não ocorreu, tendo em vista que este mercado está longe de apresentar flexibilidade salarial. Do mesmo modo a manutenção do câmbio fixo exigia aprofundamentos ainda maiores nos ajustes no governo argentino (incluindo as províncias). Os sucessivos e crescentes déficits nas transações correntes da Argentina, junto com os problemas estruturais destacados anteriormente, evidenciaram a situação insustentável do regime de *currency board* na Argentina. A crise cambial naquele país seria apenas uma questão de tempo, particularmente após a crise brasileira em 1999. E de fato acabou

¹³ Sobre este ponto, ver Wise (2001).

¹⁴ Sobre este ponto, ver Wise (2001^a).

por acontecer no início de 2002, levando o país a uma profunda recessão e grave crise política e institucional.

Mas, então, por que a Argentina não se desfez do *currency board* antes da deterioração das condições que pudessem sustentar o regime? Para se ter uma possível resposta a esta questão, deve-se considerar a questão patrimonial. No caso da Argentina, observou-se, durante o período do *currency board*, um elevadíssimo endividamento em moeda estrangeira; ou seja, o passivo de sua economia estava praticamente todo dolarizado. Uma desvalorização cambial significaria um prejuízo de grandes dimensões sobre a economia argentina, que colocava em risco todo o setor privado e o próprio setor público. Pode-se destacar também o que Corden (2001) chamou de "síndrome do ajuste relutante da taxa de câmbio". Esta "síndrome" é explicada pela perda de credibilidade política de um governo que construiu todo um plano de estabilização baseada na ancoragem cambial¹⁵. No caso Argentino, isso é traumático, tendo em vista o processo hiperinflacionário experimentado pelo país antes do plano de conversibilidade. O risco de retorno da inflação decorrente da desvalorização cambial poderia ser o fim político do governo de Carlos Menem. Por ironia do destino, o fim político deste governo acabou sendo detonado não pelo retorno da inflação, mas pela insistência em manter um regime que cada vez mais tornou-se insustentável a partir das crises financeiras iniciadas com a crise mexicana. Os ajustes patrimoniais na economia Argentina decorrentes da desvalorização do peso, por sua vez, explicam boa parte da forte recessão que esteve associada a esta desvalorização.

O caso extremo: a dolarização

A dolarização é o regime mais radical de ancoragem cambial. O exemplo mais recente de dolarização pode ser creditado ao Equador¹⁶.

No início dos anos 90 o Equador promoveu uma série de reformas liberais (inclusive financeira) e utilizou um plano de estabilização baseado em ancoragem cambial, com um regime inicialmente de flutuação suja e com tendência a valorização do *sucre*. Este regime foi substituído em 1994 por um sistema de bandas, com mudanças preanunciadas que buscava conduzir as expectativas no sentido de auxiliar na redução das taxas de inflação. A princípio a estratégia foi positiva, já que a inflação atingiu em 1995 seu nível anual mais baixo da década (22%)¹⁷. Este mesmo ano, porém, marcou o início da desestabilização com alguns "choques externos"¹⁸. Estes choques e a perda de controle fiscal se associaram a uma

¹⁵ Aqui podemos ter uma aparente contradição com os argumentos colocados na seção acerca da credibilidade: os governos são tentados a desvalorizar suas moedas para obter melhoras na balança comercial e no desempenho do PIB. Aqui, entretanto, a situação é bem diferente. Trata-se de uma situação posterior a uma hiperinflação. O fim deste processo tem, sem dúvida, um ganho político para o governo que sustentou o plano de estabilização.

¹⁶ Um outro exemplo na América Latina é o caso do Panamá; a adoção neste caso segue questões diferentes das situações em análise.

¹⁷ Ver Jacome (2004).

¹⁸ Conflito com Peru, crises políticas internas e especialmente o chamado "efeito tequila", ou seja, os reflexos da crise mexicana.

reversão dos até então positivos fluxos de capital. Neste momento o regime cambial também se deteriora e os parâmetros das bandas cambiais passam a ser constantemente ajustadas, acarretando a perda de credibilidade da capacidade de controle das expectativas.

Associada a esta crise, iniciam-se também os problemas no setor financeiro da economia equatoriana, com, por exemplo, a quebra do *Banco Continental* em 1996. Estas dificuldades estão associadas tanto aos efeitos causados pela reação do Banco Central equatoriano à crise (elevação da taxa de juros e aumento da inadimplência) como aos descasamentos (prazos e ativos) do sistema financeiro equatoriano que passara por um amplo processo de liberalização, mas cujas regras de *sound finance* não haviam sido incorporadas nem institucionalmente nem na prática bancária cotidiana.

Depois de um período mais difícil, a economia equatoriana se equilibra de modo precário até 1998. Neste período verifica-se, na prática, uma intensa dolarização de ativos e passivos e, mesmo que esta não atinja de maneira mais forte todos os bens da economia, muitos deles passam a ter seus preços fortemente atrelados ao dólar. A partir de 1998 uma nova onda de choques externos atinge o Equador¹⁹ e aprofundam-se os descontroles fiscal e financeiro, surgindo uma expressiva crise bancária e cambial. No contexto do enfrentamento de tais crises, além de uma forte recessão e altas taxas inflacionárias (uma das maiores da América Latina nos anos 90), o país opta, a partir de janeiro de 2000, por um processo de substituição do sucre pelo dólar²⁰.

O debate em torno da dolarização também esteve presente na Argentina. Após a desvalorização cambial no Brasil, o governo de Menem rapidamente tratou de desmentir os rumores acerca do fim do *currency board*, explicitando a sua intenção em dolarizar totalmente a economia Argentina caso o mercado apostasse contra aquele regime cambial. Alguns economistas, aliás, defendiam esta medida para a Argentina que, tendo em vista o histórico de hiperinflação e o próprio regime de *currency board*, já tinha uma tradição na utilização do dólar como meio de troca²¹.

Na dolarização, a moeda local é substituída pelo dólar, ficando a Autoridade Monetária totalmente condicionada ao desempenho das contas internacionais do país e ao volume de ingresso de moeda externa. Os objetivos são os mesmos do *currency board*: maior disciplina monetária e fiscal. A grande diferença está na não mais necessária manutenção da estabilidade cambial, o que é um fator positivo sob o ponto de vista dos investidores internacionais, que não mais temeriam as desvalorizações cambiais não antecipadas. Assim, impõe-se, a partir do exterior, uma disciplina fiscal que não é obtida por determinação interna, ao mesmo tempo

¹⁹ Agora temos a crise russa e a crise brasileira que atingem o Equador especialmente no fluxo de recursos externos e nos níveis de confiança, problemas relacionados ao "El Nino" especialmente na produção agrícola e a deterioração dos preços do petróleo, principal produto de exportação do Equador e a base das finanças públicas do país.

²⁰ A crise econômica também foi acompanhada por uma grande crise política no país.

²¹ Ver, por exemplo, Corden (2001), que defende a dolarização como opção para a instabilidade cambial em alguns países como a Argentina.

em que desaparece a instabilidade cambial. A principal questão associada à dolarização, contudo, é a sua quase total irreversibilidade, o que faz com que suas vantagens e desvantagens sejam potencializadas²².

Uma grande vantagem da medida diz respeito à diminuição dos custos do financiamento internacional associado ao risco de desvalorização cambial. No tocante às desvantagens, pode-se destacar a perda dos ganhos financeiros com a emissão monetária (*seignoriagem*) que resultaria da dolarização. Num país que possui um *currency board* puro, onde a base monetária está totalmente lastreada pelas reservas, a perda é igual ao montante dos ganhos das aplicações financeiras internacionais destas reservas. No caso argentino estes ganhos eram de mais de US\$ 700 milhões por ano (Wise, 2001a).

Um outro problema da dolarização é a perda de soberania na condução da política monetária, que fica subordinada às decisões tomadas nos EUA, o que implicaria, por exemplo, perda de capacidade do governo local em socorrer o sistema financeiro em caso de grandes corridas bancárias. Se por um lado é verdade que a prática de fornecer liquidez diária não estaria totalmente perdida com a dolarização, desde que instituições adequadas fossem criadas e dotadas de recursos líquidos em dólar, o papel pleno de um emprestador em última instância seria bastante difícil de se realizar, dada a necessidade de um volume elevado de recursos líquidos na mão da instituição responsável. Por outro lado, a dolarização poderia proporcionar um setor financeiro mais forte que tivesse uma dependência menor deste tipo de socorro. Neste caso, porém, a tendência implica também uma forte desnacionalização do sistema financeiro deste país.

O grande dilema neste regime refere-se à evolução cíclica do país que adotou a dolarização frente aos EUA e o impacto que uma crise provoca em cada uma destas economias. Quanto mais díspares são as economias, maiores são os problemas. Como as economias não se comportam com um mesmo padrão e recebem impactos diferenciados de uma alteração na conjuntura internacional, as medidas tomadas nos EUA, quanto à política monetária, podem ser contrárias ao recomendado ao país "dolarizado" naquela mesma conjuntura. Porém, este não dispõe mais de instrumentos para enfrentar tal conjuntura e depende de políticas sobre as quais não possui controle e que lhes são, provavelmente, desfavoráveis. A expectativa positiva, contudo, refere-se à maior aproximação com o governo norteamericano. Tal aproximação leva o país dolarizado a se valer das vantagens de estar sob um regime monetário saudável, possibilitando incremento na confiança do setor privado e, conseqüentemente, nos investimentos. A tendência também é que haja uma convergência, especialmente, das variáveis monetárias, como a inflação. O fim das diferenças monetárias e cambiais também pode diminuir os custos de transação envolvidos no comércio entre os dois países, intensificando-o.

Outro problema relacionado com a dolarização refere-se ao seu impacto sobre a estrutura de ativos e endividamento do país na passagem dos regimes. Quando o diferencial entre as taxas de juros interna e externa é grande, é comum empresas buscarem empréstimos no sistema financeiro internacional. Tais

²² Ver Berg e Borensztein (2000).

empréstimos acabam sendo corrigidos pelos juros externos mais variação cambial. O problema é que, nos momentos que antecedem a dolarização, geralmente procedem-se desvalorizações corretivas. Tais desvalorizações acabam por elevar, em dólar, o valor da dívida, inviabilizando pagamentos e elevando o nível de inadimplência do país; este caso é claro no Equador, sendo que o processo crise/dolarização provocou grandes alterações distributivas no país.

Se acompanharmos a situação equatoriana pos-dolarização os elementos acima destacados podem ser bem visualizados. A partir de 2001 a estabilização gradualmente é reconquistada. Talvez de forma mais gradual do que o esperado teoricamente, pois inflação não vem diretamente aos níveis internacionais, o que acarreta uma forte perda de competitividade dos produtos equatorianos. Por outro lado, as taxas de crescimento voltam a se recuperar fruto por um lado, da retomada da confiança. Um elemento que merece destaque no caso equatoriano é a construção (encerrada em 2003) de um importante *oil-pipeline* que gera empregos e atrai novos investimentos. Esta obra junto com a retomada dos preços internacionais do petróleo são fatores importantes na retomada da economia equatoriana nos primeiros anos do século XXI. Os problemas relativos ao controle das contas públicas, da enorme dependência não só do ponto de vista do balanço de pagamentos²³ como também fiscal das exportações de petróleo continuam sendo os calcanhares de Aquiles da economia equatoriana, sem falar no déficit social agravado no período recente²⁴.

Um último aspecto com a relação à dolarização, especialmente a sua adoção pela Argentina, seriam os impactos sobre o Mercosul. A rigor não havia grandes mudanças entre a dolarização e a situação anterior de *currency board* no que concernia então ao Mercosul²⁵. O problema, porém, é que a dolarização seria difícil de ser revertida, de modo que o aprofundamento do Mercosul, que potencialmente requer uma integração monetária, poderia estar comprometida, a não ser que este aprofundamento se faça em um nível regional mais amplo, envolvendo toda a América.

Todos estes problemas talvez tenham desencorajado a Argentina a optar pela dolarização após a crise da moeda brasileira em 1999, apesar da tradição do uso do dólar na neste país ser muito grande²⁶.

²³ Interessante notar que a remessa de recursos de equatorianos fora do país passou a se constituir em uma importante componete do balanço de pagamentos equatoriano.

²⁴ Ver Beckerman e Solimano (2002).

²⁵ Ver Berg e Borensztein. Op. cit.

²⁶ Na verdade, durante os processo de inflação elevada na Argentina o dólar teve uma forte penetração tornando-se uma alternativa em termos de unidade conta, reserva de valor e mesmo de meio de pagamento, diferentemente do Brasil, onde a introdução de práticas de correção monetária foram importantes na preservação da moeda nacional enquanto unidade de conta e meio de pagamento no processo hiperinflacionário, mesmo sabendo que esta correção reforçava este mesmo processo.

O sistema de ancoragem no Brasil: a sustentação do Plano Real e a flutuação após a crise de 1999

A estratégia de estabilização brasileira foi diferente da Argentina, apesar de ambos utilizarem âncoras cambiais. Se a Argentina, face à questão da credibilidade anteriormente levantada, se vale da legalização de um *currency board*, o Brasil parte para uma guerra de expectativas, buscando ganhos de reputação e sinalizando grande disposição em não abandonar a âncora cambial. A sua ancoragem, porém, se faz sob um sistema de bandas, inicialmente assimétricas, mas que se modifica ao longo do tempo.

Quanto à questão da reputação é importante destacar a persistência do governo brasileiro em não se valer da taxa de câmbio para obter ganhos de competitividade mesmo em momentos de maior pressão tanto política como econômica. Este ponto é reforçado com inúmeros sinais enviados pelo governo ao mercado; e um destes sinais foi a descomunal elevação das taxas de juros, que, se por um lado serviam para compensar o risco dos investidores internacionais e atrair um grande fluxo de capitais para o país, por outro impuseram custos políticos internos não desprezíveis.

O sistema de bandas adotado pode ser considerado como uma forma mais "leve" de ancoragem cambial. No caso brasileiro, permitia-se inicialmente, por meio de uma banda assimétrica, a fixação da taxa de câmbio abaixo de um teto máximo estabelecido. Em uma situação de forte entrada de divisas, o real passa a se valorizar frente ao dólar. Esta valorização cambial (possível no caso brasileiro, mas não no argentino) reforça os impactos positivos da ancoragem, transformando-se em uma "superâncora cambial", já que o seu impacto foi o de baratear ainda mais os produtos *tradeables*, efeito este reforçado pela abertura econômica.

Por outro lado, houve uma elevação das importações e desestímulo às exportações, contribuindo assim para uma deterioração do saldo da balança comercial. Sucessivos déficits na balança comercial acabam por criar problemas nas contas externas, elevando a dependência do país em relação ao fluxo internacional de capitais, além de elevar o risco de descontrole cambial por parte da autoridade econômica. O grande problema deste modelo consistia na necessidade de se manter altas taxas internas de juros, o que reduz os investimentos e, conseqüentemente, compromete o crescimento do país, além de elevar o nível de inadimplência interna. A situação é particularmente grave quando se verifica forte instabilidade no movimento de capitais internacionais. Tal instabilidade demanda taxas de juros cada vez maiores, podendo levar o país a experimentar um forte processo recessivo. No caso brasileiro, foram notórias as dificuldades enfrentadas por ocasião das crises mexicana, asiática e russa. Tais crises levaram o Brasil a elevar as taxas de juros internas a patamares extremamente elevados, gerando assim um forte quadro recessivo.

Este quadro é parcialmente minorado com o estabelecimento, a partir da crise mexicana, de um sistema de bandas, agora simétricas (com piso e teto)²⁷, que passa a ser utilizado pelo governo para a condução de um leve processo de desvalorização nominal da taxa de câmbio, sem que este, no entanto, significasse o rompimento com a estratégia de ancoragem²⁸. Tal sistema tinha bandas que se alteravam (*crawling bands*) e uma forte intervenção intrabanda pelo governo, fixando um banda curta quase que diária dentro de um banda mais larga. Na prática tínhamos uma espécie de *crawling peg*, onde o câmbio se desvaloriza nominalmente, mas em termos reais estava praticamente fixo, dependendo do indicador de preços considerado.

Mesmo com esta ligeira desvalorização nominal controlada, os problemas da ancoragem no Brasil, notadamente a recessão, e as dificuldades no balanço de pagamentos, continuaram e levaram ao rompimento desta política de âncora cambial no início de 1999, quando a economia brasileira passa a adotar um regime de flutuação suja. A passagem não foi tranqüila, ocorrendo um *overshooting* da taxa de câmbio, porém com poucas conseqüências inflacionárias. Também no Brasil houve resistência para a passagem para um sistema de câmbio flutuante depois de, em tese, resolvido o problema inflacionário.

Deve-se considerar o processo eleitoral brasileiro, que pode explicar a destacada "síndrome do ajuste relutante da taxa de câmbio". O grande triunfo do governo de Fernando Henrique Cardoso foi a consolidação da estabilidade inflacionária, cuja ancoragem cambial teve um papel fundamental. No ano eleitoral de 1998, a possível inflação resultante da desvalorização cambial poderia reduzir as chances de reeleição do presidente. Além disto os destacados efeitos patrimoniais da desvalorização cambial também poderiam ter claros efeitos eleitorais. Assim, após o processo eleitoral, e reeleito o presidente FHC, era de se esperar uma flexibilização do regime cambial. Isso porque, dada a importância da estabilidade inflacionária no processo político, seria mais fácil administrar as críticas ao modelo de estabilização e mesmo administrar a possível inflação no início de um novo mandato presidencial e controlar os efeitos patrimoniais decorrentes. E, de fato, a mudança de regime cambial ocorre logo após a posse do mesmo presidente num novo mandato.

Deve-se destacar que a mudança no regime cambial brasileiro foi precedida por um processo de proteção do setor privado com passivo em dólar, de modo a evitar grandes perdas sobre tais setores causadas pela desvalorização. Nunca é demais lembrar que boa parte das grandes empresas nacionais (e mesmo as multinacionais operando no Brasil) se endividou no mercado internacional (até para fugir das elevadas taxas de juros internas). Até a crise russa a estrutura de ativos destas empresas estava desequilibrada, pois havia um passivo cambial a descoberto. Ao longo de 1998 buscou-se resolver esta situação permitindo, assim, uma transição para

²⁷ Num primeiro momento, o piso é mais importante, já que evita a continuidade da valorização cambial; porém, o teto passa, depois, a ser a referência importante, quando a pressão do mercado é pela desvalorização.

²⁸ Em vários momentos testou-se a capacidade (e a disposição) do governo em manter tal âncora. Esta foi mantida, valendo-se da justificativa que o seu rompimento poderia levar à volta do processo inflacionário.

cambial com desvalorização indolor. Para tanto, buscou-se ganhar tempo contendo ataques especulativos (um elemento importante neste sentido é o acordo com o FMI). A proteção acabou sendo dada pelo setor público por meio de operações no mercado futuro (especialmente dos bancos oficiais), a emissão interna de títulos públicos com cláusula cambial e venda de moeda estrangeira²⁹. Na prática, o próprio governo, ao dar o *hedge* necessário ao mercado, acabou sendo o grande prejudicado quando da desvalorização cambial realizado depois da eleição. É justamente este problema que a Argentina teve grande dificuldade de enfrentar, na verdade o tamanho do Estado argentino face ao endividamento privado naquele país não permitia a absorção do custo patrimonial da desvalorização por parte do governo.

A vantagem destas atitudes foi o fato da desvalorização brasileira não ter provocado grandes falências no setor privado, evitando assim uma recessão muito grande, o que combinado ao baixo impacto inflacionário da desvalorização pode ser comemorado como uma transição cambial de relativo sucesso. Obviamente que este sucesso se faz no curto prazo, já que o restante do governo FHC teve que administrar problemas fiscais e de endividamento público (externo e interno) bastante graves, obrigando a uma política de ajustes recessivos significativos mesmo com uma política macroeconômica ancorada em câmbio flutuante com *inflation targeting*.

Após a mudança no regime cambial brasileiro, duas importantes conseqüências merecem ser destacadas. Primeiro, houve uma tendência crescente na taxa de câmbio no Brasil. Isso sugere um grande desalinhamento no período anterior a 1999. Se por um lado este desalinhamento foi funcional à estabilização inflacionária, por outro piorou o desempenho das contas externas brasileiras. Este foi considerado, por muitos, como um dos principais custos do Plano Real. Segundo, verificou-se uma volatilidade expressiva no comportamento da taxa de câmbio, demonstrando as dificuldades em se manter a estabilidade cambial num mundo de grandes incertezas nos fluxos financeiros.

Além destas implicações, a desvalorização da moeda brasileira acabou por forçar a desvalorização em outros países da América Latina, em particular os membros do Mercosul. Ou seja, a mudança de regime cambial em uma grande economia latino-americana acabou por representar um "golpe de misericórdia" nos demais sistemas de câmbio fixo ou estável, particularmente na Argentina, onde, conforme discutido, a desvalorização poderia levar à ruína o país. E de certa forma levou. Toda esta instabilidade cambial acabou também por causar um retrocesso no Mercosul.

Uma outra importante conseqüência da flexibilização cambial no Brasil foi a adoção, após 1999, do regime de metas de inflação (*inflation targeting*). Uma vez abandonada a ancoragem cambial, tornou-se necessário, na visão das autoridades econômicas locais, de um novo tipo de ancoragem. Esta "ancoragem monetária" tem sido bem sucedida no Brasil, uma vez que o processo inflacionário não mostrou-se perverso nos anos que se seguiram à mudança no regime cambial. Esta ancoragem monetária não foi adotada nos demais países do Mercosul talvez em decorrência do forte quadro recessivo verificado nestas economias, particularmente na Argentina.

²⁹ Ver Gremaud e Toneto Jr (2000).

Considerações finais

Este artigo buscou sintetizar alguns pontos fundamentais das políticas cambiais utilizadas em alguns países latino-americanos ao longo da década de 90. O estudo das experiências procurou destacar a importância e as dificuldades em se utilizar a política cambial como instrumento auxiliar em estratégias de combate à inflação, particularmente num mundo de grande liberdade nos fluxos de capitais financeiros. Se estes fluxos se mantêm estáveis, a denominada "ancoragem cambial" pode ser extremamente funcional para a estabilização inflacionária. Porém, numa situação de grande instabilidade financeira internacional, a manutenção da ancoragem pode trazer graves consequências para a economia. Enfim, trata-se de um remédio com graves efeitos colaterais.

Além desta conclusão geral, a diversidade de experiências cambiais entre os países latino-americanos traz à tona uma outra importante questão. Dado que a região contempla importantes experiências de integração econômica regional, a formação de uma união monetária coloca-se, sem dúvida, como uma opção a ser considerada para os países latino-americanos, particularmente aqueles que compõem o Mercosul³⁰. Podemos apontar pelo menos três importantes benefícios decorrentes desta opção. Primeiramente, se a união for efetiva, pode contribuir para a redução das pressões políticas internas na condução das políticas econômicas. Isso porque dado o grau de integração, seriam altos os custos de impor políticas não coordenadas com o restante do bloco. Em segundo lugar, havendo acordo entre os membros, é possível traçar mudanças na condução da política econômica em função de choques que atinjam os blocos.

A dúvida, porém, é saber se existe a possibilidade de efetivamente se conquistar a credibilidade acima referida evitando os problemas observados a partir das recentes experiências cambiais. Esta dúvida é tanto mais forte quanto mais se observa que boa parte dos países da região não tem tradição de manter uma política monetária saudável. Além do mais, as diferenças de tamanho e de estrutura dos países faz com que as suas posições quanto ao comportamento da taxa de câmbio e da política monetária possam diferir ao longo do tempo. Por outro lado, nenhum país é grande o suficiente para absorver sem maiores problemas possíveis impactos de medidas desfavoráveis a si, mas favoráveis aos outros membros. Estes elementos colocam em dúvida a possibilidade de se conduzir uma política coordenada. Mas não devemos deixar de considerar que, de certa forma, o alcance da estabilidade inflacionária na América Latina, ainda que alcançada com altos custos, indica o fim da era da "ancoragem cambial" na região, o que pode abrir espaço para a adoção de medidas coordenadas.

De qualquer modo, o início da discussão já é um passo considerável no longo caminho a ser percorrido na construção de práticas de consulta e cooperação em termos de alterações nos regimes monetários e cambiais dos países. Tais práticas poderiam ser um pequeno, mas primeiro e fundamental passo não apenas na construção de uma política cambial e monetária homogênea, mas principalmente no avanço das relações comerciais e políticas entre os membros.

³⁰ Ver Eichengreen (1998).

Bibliografia

- Agenor, P.R & Montiel, P.J.** (1996), *Development Macroeconomics*. Princeton: Princeton University Press.
- Baliño, T. & Enoch, C.** (1997), "Currency board Arrangements: Issues and Experiences." In: *IMF Occasional Paper* n.º 151, august 1997.
- Beckerman, P. & Solimano, A.** (ed.) (2002), *Crisis and Dollarization in Ecuador: stability, growth and social equity*. Washington: The World Bank.
- Banco Interamericano de Desenvolvimento.**(2002), "Além das Fronteiras: O Novo Regionalismo na América Latina". In: *Relatório sobre o Progresso Econômico e Social na América Latina*.
- Berg, A. e Borensztein, E.** (2000), "The pros and cons of full dollarization." In: *IMF Working Paper* WP/00/50.
- Corden, W. M.** (2001), "Regimes e Políticas Cambiais: Uma Visão Geral." In: *Revista de Economia Política*, vol. 21, no. 3 (83), julho-setembro de 2001.
- Eichengreen, B.** (1998), "Does Mercosul need a single currency?" In: *NBER Working Paper* n.º 6821. Cambridge: NBER, December 1998.
- Ffrench-Davis, R.; Griffith-Jones, S.** (comp.). (1995), *Las Nuevas Corrientes Financieras hacia la América Latina*. México, D.F.: Fondo de Cultura Económica, 1995.
- Fundo Monetário Internacional** (2003), *Exchange Arrangements and Foreign Exchange Marketes: Developments and Issues*, World Economic and Financial Surveys.
- Gremaud, A e Toneto Jr, R** (2001), *A Crise cambial brasileira*, Universidade de São Paulo - Textos para discussão FEA-RP n.º 20, 2001. (<http://www.cpq.fearp.usp.br>)
- Jácome, L.I.** (2004), "The late 1990s financial crisis in Ecuador: institutional weaknesses, fiscal rigidities and financial dollarization at work." In: *IMF Working paper* WP/04/12, january 2004.
- Krugman, P.** (1979), "A model of Balance of Payments crises." In: *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 11, august 1979.
- Obstfeld, M.** (1994), "The logic of currency crises." In: *NBER Working Paper* 4640, february 1994.
- Wise, C.** (2001^a), "Currency board da Argentina: os Laços que Unem?" In: *Revista de Economia Política*, vol. 21, no. 3 (83), julho-setembro de 2001a.
- Wise, C.** (2001b), "Política de Câmbio na América Latina: Debates, Desempenho e as Políticas de Escolha Política." In: *Revista de Economia Política*, vol. 21, no. 3 (83), julho-setembro de 2001b.