

**REGIMES CAMBIAIS:
PANORAMA GERAL DESDE AS CRISES
NAS ECONOMIAS DE MERCADO EMERGENTE EM MEADOS DOS ANOS 90***

*Rita Fradique Lourenço***

1. INTRODUÇÃO

A crise nas economias de mercado emergente em meados dos anos 90 relançou a discussão sobre a escolha de regime cambial. Mais recentemente, a relevância deste tema voltou a ser suscitada no âmbito de questões sobre o futuro do regime cambial na China ou os acordos adequados para os novos Estados-Membros da União Europeia. O objectivo do presente artigo é analisar o debate sobre os regimes cambiais ao longo dos últimos anos, quer a nível teórico quer a nível empírico. Esta análise é organizada da seguinte forma: a secção 2 apresenta uma resenha das recentes tendências na literatura relativamente à escolha de regime cambial. A secção 3 apresenta um resumo dos principais argumentos teóricos relativos à selecção de regimes: as abordagens tradicionais, tais como os critérios subjacentes às “Zonas Monetárias Óptimas” ou a natureza dos choques que afectam as economias, e os contributos mais recentes nomeadamente no âmbito da economia política ou a escola do “medo da flutuação” (*fear of floating*). A secção 4 analisa os principais contributos da investigação empírica, no que se refere quer à ligação entre os regimes cambiais e o comportamento macroeconómico quer aos factores determinantes da escolha de regime cambial. A secção 5 apresenta a conclusão. O anexo faz uma descrição da classificação oficial de

regimes cambiais do Fundo Monetário Internacional (FMI).

2. PERSPECTIVA GERAL DA LITERATURA

No início dos anos 90, a literatura sobre regimes cambiais defendia que dada a necessidade de cumprir diversos objectivos (flexibilidade versus compromisso, crescimento económico versus estabilização da inflação e isolamento dos choques reais versus isolamento de choques monetários) soluções intermédias no contexto da dicotomia câmbios fixos/câmbios flexíveis eram mais apropriadas para os países de mercado emergente e países em vias de desenvolvimento⁽¹⁾.

Na segunda metade dos anos 90, a sustentabilidade das políticas económicas, a credibilidade e a prevenção de crises começaram a ser encaradas como critérios fundamentais para avaliar os regimes cambiais. Neste contexto, a tese de que escolhas bipolares, quer ligações cambiais rígidas (*hard pegs*) quer câmbios flexíveis, seriam melhores do que soluções intermédias foi ganhando apoio crescente, principalmente porque regimes intermédios seriam difíceis de sustentar e mais propensos a crises. Esta abordagem tem sido conhecida na literatura como “abordagem bipolar”, “solução de canto” (*corner solution*) ou “desaparecimento do centro” (*hollowing-out*)⁽²⁾. No âmbito das escolhas bi-

* As opiniões expressas no artigo são da inteira responsabilidade do autor e não coincidem necessariamente com a posição do Banco de Portugal. O autor agradece especialmente os comentários e sugestões de Isabel Gameiro. Agradece ainda a Marta Abreu, Isabel Horta Correia e Patrícia Silva.

** Departamento de Estudos Económicos.

(1) Ver Aghevli e outros (1991).

(2) Podem encontrar-se as primeiras referências à hipótese de “*hollowing-out*” em Eichengreen (1994). Ver também Obstfeld e Rogoff (1995), Eichengreen (1999) e Goldstein (1999).

polares a opinião dominante era de que as taxas de câmbio flexíveis seriam mais adequadas para a maioria das economias de mercado emergente, ficando as ligações cambiais rígidas reservadas para situações especiais. Com efeito, as ligações cambiais rígidas apenas eram consideradas sustentáveis se fossem apoiadas por um forte consenso nacional e, nessa medida, seriam inexecutáveis ou demasiado restritivas para muitos dos países de mercado emergente. Subjacente a estes argumentos esteve o facto de a maioria das crises financeiras, no México em 1994, na Tailândia, Indonésia e Coreia em 1997, na Rússia e Brasil em 1998 e na Argentina e Turquia em 2001, terem envolvido algum tipo de ligação cambial, enquanto, por seu lado, os países que não tinham acordado qualquer ligação cambial, tais como a África do Sul e, em 1998, Israel, México e Turquia, evitaram crises desta natureza. Dada a preocupação de reduzir a frequência e severidade das crises, a ideia de que os regimes intermédios iriam desaparecer tornou-se praticamente inquestionável durante algum tempo. A “abordagem bipolar” parece ser o corolário do princípio segundo o qual um país não pode simultaneamente prosseguir três objectivos (*impossible trinity*): estabilidade cambial, independência monetária e integração dos mercados financeiros a nível internacional. Num contexto de integração crescente dos mercados financeiros internacionais o abandono da estabilidade cambial ou da independência monetária seria inevitável. A evidência empírica sobre os países que adoptaram soluções de canto durante os anos 90 parecia apoiar esta perspectiva⁽³⁾.

Contudo, o que parecia ser um novo consenso não durou muito tempo. No final dos anos 90, vários autores começaram a questionar a “abordagem bipolar”. Frankel (1999) salienta que, embora possa ser verdade que um país não possa manter simultaneamente a estabilidade cambial e a independência monetária, tal não significa que não possa manter parcialmente alguma estabilidade e alguma independência, especialmente porque existem graus variáveis de mobilidade de capital entre as duas opções extremas de controlo total de capitais e de total integração financeira. Por outro lado, a robustez com que os resultados empíricos sugeriam soluções de canto começou a ser questi-

(3) Ver Fischer (2001) e Bubula e Ötker-Robe (2002).

onada devido às discrepâncias entre regimes cambiais oficiais, “*de jure*”, e regimes cambiais efectivos, “*de facto*”. Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002a) defendem e verificam de um ponto de vista empírico que, enquanto os regimes intermédios são inerentemente mais vulneráveis a fluxos de capitais e, portanto, tendem a desaparecer num contexto de crescente integração dos mercados de capitais, a “abordagem bipolar” não é aplicável a países em vias de desenvolvimento⁽⁴⁾. De facto, o padrão observado indica que as flutuações cambiais são menos comuns entre este último grupo e que as movimentações na direcção dos extremos são quase inexistentes neste caso, sugerindo que para que o argumento da “abordagem bipolar” seja válido poderá ser necessária uma exposição a fortes fluxos de capitais. Até mesmo Fischer (2001), anterior defensor da “abordagem bipolar”, se afasta dessa posição, reconhecendo que os países em vias de desenvolvimento que não se encontrem muito expostos a fluxos de capitais internacionais dispõem de uma vasta gama de opções de regimes cambiais intermédios. Mussa e outros (2000) e Rogoff e outros (2003) refinaram o argumento a favor de regimes intermédios. Segundo estes autores, o facto dos regimes de ligação cambial (*pegged regimes*) poderem não ser sustentáveis para muitos países não implica que não sejam viáveis ou que não possam desempenhar um papel importante durante um determinado período de tempo, por exemplo como âncora nominal durante um processo de desinflação. Com efeito, a utilização de uma âncora cambial, especialmente em países com instabilidade monetária crónica, tem permitido desinflações com êxito de taxas de inflação com três dígitos. A âncora cambial assume por vezes a forma de um regime de ligação cambial mais estreita (como no caso dos *currency boards*) embora possa assumir também uma forma de regime de ligação cambial mais “*ténue*”. Seja qual for o caso, o que importa acautelar é que os países consigam encontrar uma forma segura para sair da ligação cambial sem atravessar uma crise⁽⁵⁾.

A noção de que, no contexto das escolhas bipolares, os regimes de câmbios flexíveis seriam mais adequados para países de mercado emergente foi também contestada por vários autores. Calvo e

(4) Ver também Masson (2000).

(5) Ver Duttagupta e outros (2004) e as referências aí mencionadas.

Reinhart (2002), apoiantes da abordagem “medo da flutuação”, defendem que, devido a preocupações relacionadas com as repercussões na inflação e com a dolarização nos sistemas financeiros nacionais, por vezes acrescidas também de problemas de credibilidade, os bancos centrais evitam deliberadamente variações nas taxas de câmbio, mesmo que oficialmente declarem que adoptam taxas de câmbio flexíveis, o que conduz a regimes flexíveis que são geridos como se fossem fixos.

Em resumo, a tendência recente na literatura relativamente à escolha de regime cambial sugere que nos países em fases iniciais de integração nos mercados de capitais mundiais continua a ser adequado um amplo leque de regimes de ligação cambial. Em economias de mercado emergente, os regimes intermédios continuam a ser úteis como soluções temporárias, como nos casos de países que se confrontam com problemas de estabilização de níveis de inflação muito elevados. Porém, no que se refere a acordos permanentes para as economias de mercado emergente, a escolha acabará provavelmente por recair sobre um regime “de canto”, com algumas economias a adoptar regimes de ligação cambial rígida (como os *currency boards* ou mesmo a dolarização ou euroização total), enquanto outros tenderão a escolher flexibilidade cambial. A forma como os países resolvem esta escolha depende da avaliação entre, por um lado, as vantagens decorrentes de maior credibilidade, compromisso e reduzida volatilidade de inflação e os benefícios de alguma autonomia monetária e de uma reduzida volatilidade do produto, por outro lado.

3. CONSIDERAÇÕES TEÓRICAS PARA A SELECÇÃO DO REGIME CAMBIAL

3.1. Abordagem tradicional

A abordagem das “Zonas Monetárias Óptimas” foi o primeiro contributo para o debate sobre o mérito dos vários regimes cambiais. Esta literatura teve origem no debate sobre as vantagens e desvantagens de taxas de câmbio fixas ou flexíveis para estimular a estabilidade de preços e isolar as economias dos vários tipos de choques. A teoria das “Zonas Monetárias Óptimas” identifica vários critérios segundo os quais um país deve adoptar uma moeda única ou estabelecer uma ligação cambial irrevogável da sua taxa de câmbio. Após o

contributo pioneiro de Mundell (1961), que salientou que a mobilidade de trabalho inter-regional assumiria o papel de ajustamento desempenhado por taxas de câmbio flexíveis, surgiram outros critérios, tais como a dimensão da economia e o seu grau de abertura, a diversificação do comércio a nível geográfico e de produtos, os diferenciais de inflação face aos principais parceiros comerciais e o grau de sincronização do ciclo económico. Posteriormente, tornou-se evidente que uma nova série de critérios era também particularmente importante para a decisão de adoptar um compromisso institucional para com uma taxa de câmbio fixa. Frankel (1999) refere que a necessidade de importar estabilidade monetária (devido a uma história de hiper-inflação, a uma ausência de organismos públicos credíveis, ou a uma elevada exposição da economia aos investidores internacionais) e o desejo de uma integração maior e mais estreita com determinado país vizinho ou parceiro comercial poderão explicar a intenção de adoptar taxas de câmbio fixas. Porém, Frankel (1999) argumenta também que, provavelmente, tal não terá êxito sem que a economia possua um nível suficiente de reservas externas, um sistema financeiro forte e bem supervisionado, bem como disciplina orçamental. Estas características adicionais estão relacionadas com a credibilidade e a necessidade de assegurar o acesso a mercados financeiros internacionais. Isso poderia explicar, por exemplo, por que razão os novos Estados-Membros da União Europeia escolheram diferentes tipos de regimes cambiais⁽⁶⁾. Também no seio dos grupos do Mercado Comum do Sul (Mercosur) e da Associação das Nações do Sudeste Asiático (ASEAN) o desejo de estabilizar as taxas de câmbio intra-regionais a fim de fomentar o comércio e os fluxos de capitais poderá exigir que sejam evitadas variações de taxas de câmbio entre países integrantes⁽⁷⁾.

Uma outra vertente da literatura tradicional salienta a importância da natureza dos choques⁽⁸⁾. O elemento primordial é identificar, na presença de choques específicos, qual o melhor regime para a estabilização do desempenho macroeconómico, ou seja aquele que consegue reduzir a volatilidade do produto, ou controlar a inflação. Neste contexto, sempre que os choques internos sejam na maioria de natureza monetária, são preferíveis taxas de

(6) Ver anexo.

câmbio fixas, porque contribuem para disciplinar os decisores de política. Porém, se os choques forem na sua maioria reais ou externos, a flexibilidade é importante para estabilizar a economia.

3.2. Contributos recentes

Os contributos mais recentes datam de meados dos anos 90 e podem ser divididos em dois grupos principais: economia política e “medo da flutuação”. A primeira abordagem foi apresentada por Collins (1996) e Edwards (1996), que defendem a existência de considerações de economia política que afectam a escolha de regimes cambiais. Estes autores verificam que indicadores de instabilidade política, tais como a frequência de alterações governamentais ou as transferências de poder entre partidos do governo e da oposição influenciam parcialmente as escolhas do regime cambial⁽⁹⁾. A segunda abordagem, apresentada por Calvo e Reinhart, (2000, 2002) salienta que muitos países que afirmam ter regimes de câmbios flexíveis, não permitem afinal que a sua taxa de câmbio flutue livremente, recorrendo a alterações das taxas de juro e a intervenções cambiais para afectar o seu comportamento⁽¹⁰⁾.

A abordagem da economia política defende que um país sem estabilidade política pode ter um incentivo para deixar a moeda flutuar, visto não ter a capacidade política e o apoio para tomar as medidas impopulares necessárias para defender uma ligação cambial. Com efeito, a decisão de adoptar uma taxa de câmbio mais flexível é em parte uma decisão de despolarizar ajustamentos cambiais.

(7) Os países do Mercosur são a Argentina, Brasil, Chile, Paraguai e Uruguai. Os países da ASEAN são o Brunei, Indonésia, Malásia, Mianmar, Filipinas, Singapura e Tailândia. Recentemente, o Banco de Pagamentos Internacionais (2003) apresentou um trabalho exaustivo especificamente sobre questões económicas, jurídicas e práticas relacionadas com a introdução de uma moeda regional comum ou a adopção de uma moeda estrangeira. A compilação de documentos inclui estudos sobre regimes monetários na Europa, Médio Oriente, África e nos países do grupo ASEAN. Ver também estudos de Bayoumi e Mauro (1999) sobre os países do grupo ASEAN e Masson e Pattillo (2001) sobre os países da África Ocidental.

(8) Ver, por exemplo, os contributos pioneiros de Aizenman e Frenkel (1982).

(9) O estudo de Collins (1996) refere-se a 24 países da América Latina e Caraíbas ao longo do período de 1978-92, enquanto o trabalho de Edwards (1996) se aplica a 63 países ao longo de 1980-1992.

Collins (1996) defende que em regimes de câmbios flexíveis (incluindo os regimes de flutuação controlada (*managed floating regimes*)) os ajustamentos das taxas de câmbio são menos perceptíveis pelos agentes económicos e, assim, menos onerosos em termos políticos do que uma desvalorização ao abrigo de uma ligação cambial. Edwards (1996) refere que quanto mais instável for um país em termos políticos, menor será a probabilidade de adoptar um regime de ligação cambial. Com efeito, os governos mais fortes estão em melhor posição de suportar os custos políticos de uma crise cambial e, portanto, mais dispostos a adoptar uma ligação cambial.

A abordagem “medo da flutuação” refere-se a uma situação em que um país declara oficialmente seguir um regime de câmbios totalmente flexíveis, mas, na realidade, estabiliza a taxa de câmbio por meio de intervenções no mercado cambial ou de alterações das taxas de juro. Segundo Calvo e Reinhart (2000, 2002), a ocorrência de desajustamentos cambiais nos balanços dos agentes económicos e uma elevada exposição a riscos cambiais são responsáveis por este comportamento. Tais desajustamentos cambiais devem-se às muitas dificuldades que estes países enfrentam para conseguir financiar-se na sua própria moeda. Isso implica que o sector financeiro tende a (necessita de) deter uma elevada percentagem da sua dívida em moeda estrangeira⁽¹¹⁾. De facto, os países com uma elevada dívida em moeda estrangeira não coberta têm um incentivo para adoptar uma ligação cambial à

(10) Calvo e Reinhart (2002) estimam as variações percentuais das taxas de câmbio, das reservas cambiais e das taxas de juro nos países com regimes que se inserem no terceiro grupo da classificação do FMI anterior a 1999, ou seja, flutuação controlada e câmbios totalmente flexíveis, face a um referencial de países “insuspeitos” com câmbios totalmente flexíveis: Estados Unidos, Alemanha e Japão. Os resultados confirmam que muitas das flutuações indicadas no período pós-anos 80 revelaram estar de facto bastante mais próximas de regimes de ligação cambial, visto que apresentavam uma elevada volatilidade das reservas externas (um indicador de considerável intervenção de estabilização) e uma reduzida variabilidade da taxa de câmbio nominal. Por último, Calvo e Reinhart (2002) salientam que os países que acabam por mais alterar as suas taxas de juro são aqueles que se esperava introduzissem menos alterações, visto que estes países pareciam ter adoptado um regime de câmbios flexíveis ou de flutuação controlada. Segundo os autores, esta elevada volatilidade nas taxas de juro nominais e reais sugere que os países não só se apoiam em intervenções nos mercados cambiais para limitar as flutuações das taxa de câmbio, como também recorrem a uma política de taxa de juro.

moeda estrangeira em que efectuaram o empréstimo, visto que a volatilidade cambial se traduziria em incerteza financeira e económica. Além disso, Calvo e Reinhart (2000) salientam que a volatilidade da taxa de câmbio é mais onerosa para as transacções em países de mercado emergente, dado que os exportadores e importadores não dispõem dos instrumentos para cobrir os riscos cambiais através de instrumentos de futuros, uma vez que os mercados de capitais são incompletos. Por seu lado, Hausmann e outros (2001) referem que os países de mercado emergente podem reear a flutuação por temerem as repercussões da taxa de câmbio sobre a inflação interna, sobretudo se os países tiverem adoptado objectivos de inflação. Contudo, Detken e Gaspar (2003) levantam algumas dúvidas quanto às tentativas para identificar regimes cambiais “*de facto*” em termos de comparação da volatilidade incondicional das taxas de câmbio, taxas de juro e reservas externas. Com base num modelo teórico, argumentam que para uma pequena economia aberta com perfeita mobilidade de capitais que prossiga o objectivo da estabilidade de preços, um regime de câmbios totalmente flexíveis pode parecer, em determinadas circunstâncias, equivalente a um regime de flutuação controlada ou mesmo a um regime mais intermédio. Tal sucede em particular quando se verifica uma elevada elasticidade da taxa de câmbio real da procura interna e choques frequentes para o prémio de risco de taxa de juro. Neste caso, o regime seria falsamente classificado “*de facto*” como um regime de flutuação controlada e, em tais casos, o argumento do “medo da flutuação” não seria aplicável.

4. EVIDÊNCIA EMPÍRICA SOBRE REGIMES CAMBIAIS

4.1. Factores determinantes da escolha de regime cambial

A maioria dos trabalhos empíricos relacionados com os factores determinantes da escolha de regime cambial incidem sobre um aspecto particular e

um grupo específico de países. A atenção incidiu especialmente nas economias de mercado emergente, em particular nos países do Mercosur e da Ásia, e nas economias em transição⁽¹²⁾. Quanto aos tópicos abordados, a questão da dolarização parcial ou total (esta última principalmente em comparação com *currency boards*) tem sido frequentemente objecto de investigação empírica⁽¹³⁾. Porém, recentemente, Levy Yeyati e outros (2002c) e Poirson (2001) seguiram uma abordagem totalmente nova, utilizando modelos que compreendem uma multiplicidade de hipóteses, bem como uma gama mais vasta de países.

Recorrendo à sua própria classificação, Levy-Yeyati e outros (2002c) testam cinco abordagens principais relacionadas com a selecção de regimes cambiais. Estas incluem a teoria das “Zonas Monetárias Óptimas”; avaliação entre choques reais e choques nominais; a percepção política de que as taxas de câmbio fixas são um instrumento útil para os governos com fraca credibilidade nominal e institucional; o princípio de que não é possível ter simultaneamente estabilidade cambial, independência monetária e total integração financeira; os efeitos da variabilidade da taxa de câmbio nos balanços dos agentes económicos em economias fortemente dolarizadas. Os resultados confirmam

(12) Em virtude da adesão dos novos Estados-Membros à União Europeia em Maio de 2004, o FMI decidiu abandonar a categoria “economias em transição” na edição de Abril de 2004 do “*World Economic Outlook*”. Anteriormente, este grupo era composto pela República Checa, Estónia, Hungria, Letónia, Lituânia, Polónia, Eslováquia, Eslovénia e também Albânia, Bósnia e Herzegovina, Bulgária, Croácia, antiga República jugoslava da Macedónia, Roménia, Sérvia e Montenegro, a Comunidade de Estados Independentes e Mongólia.

(13) Ver, por exemplo, Berg e Borensztein (2000a, 2000b) ou Calvo e Reinhart (1999, 2000). Winkler e outros (2004) incidem sobre casos bem sucedidos de euroização/dolarização e também sobre os casos em que foi abandonada a euroização/dolarização. Em Domaç e outros (2001), as conclusões empíricas sugerem que as economias em transição mais abertas ao comércio, com menores défices orçamentais e que alcançaram maiores progressos em termos de entrada no sector privado e de mercados internos, tendem a adoptar regimes cambiais mais rígidos. Berg e Borensztein (2000a, 2000b) ou Calvo e Reinhart (1999b, 2000) indicam que os países que poderão considerar a dolarização mais atractiva serão provavelmente os países mais integrados com os Estados Unidos (ou outro país cuja moeda possam adoptar) ou já muito dolarizados “*de facto*”. Segundo Bulir (2004), a abertura dos mercados financeiros favorece a flexibilidade cambial, aumentando a viabilidade de um regime de câmbios flexíveis e tornando mais difícil a manutenção de uma ligação cambial.

(11) Este é o “pecado original”: os mutuários não podem simplesmente solicitar empréstimos em moeda nacional, especialmente dívida de longo prazo, porque nenhum mutuante no país ou no estrangeiro está na disposição de conceder crédito em moeda nacional.

que todas estas abordagens, desde os contributos tradicionais até aos mais recentes, são empiricamente relevantes para a escolha do regime cambial. Além disso, a adequabilidade das várias teorias testadas depende das características dos países, o que significa que existe uma diferença entre países industrializados e não-industrializados. Neste sentido, a percepção do papel desempenhado pelos factores específicos dos países torna-se fundamental antes de ser feita uma recomendação quanto à adopção de um determinado regime cambial. Com efeito, os autores concluem que “seja qual for a relevância primordial dos regimes cambiais para o desempenho económico, ignorar ou não compreender totalmente o papel desempenhado por estas variáveis e adoptar recomendações generalistas pode conduzir a políticas inadequadas”.

Poirson (2001), utilizando a classificação de regimes do FMI posterior a 1999 (ver anexo), recorre a um vasto número de variáveis explicativas para avaliar três critérios teóricos diferentes subjacentes à escolha de regime: a teoria das “Zonas Monetárias Óptimas”, questões de economia política e a perspectiva do “medo da flutuação”⁽¹⁴⁾. Os resultados confirmam que os argumentos recentes, tal como a incerteza política, a dolarização e a exposição a riscos cambiais, têm um peso significativo sobre as decisões de taxa de câmbio. Relativamente aos argumentos tradicionais, critérios como dimensão económica, inflação, mobilidade de capitais, diversificação de produtos, adequação de reservas cambiais e vulnerabilidade externa são relevantes para a escolha de regimes cambiais; factores como a concentração de comércio a nível geográfico e o nível de desenvolvimento económico não parecem relevantes para a escolha de regime cambial, ou têm apenas um efeito reduzido, como no caso da abertura ao comércio. Quanto à mobilidade de capitais, as conclusões confirmam a perspectiva de que uma maior integração financeira

(14) É seguida uma abordagem idêntica à de Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002a) para o cálculo de um indicador da flexibilidade do regime cambial, com base na volatilidade observada das taxas de câmbio e reservas externas em 164 países em 1998. O índice é o rácio entre o valor médio mensal absoluto da depreciação cambial nominal e o valor médio mensal absoluto da variação das reservas externas (normalizadas pela base monetária no mês anterior). Os resultados deste índice são então comparados com a nova classificação do FMI de regimes cambiais adoptada a partir de Janeiro de 1999 e utilizados para avaliar os factores determinantes dos regimes.

tende a promover regimes cambiais mais flexíveis. Os resultados são consistentes com a perspectiva do “medo da flutuação”, na medida em que uma exposição elevada ao risco cambial (medida pela existência de passivos não cobertos em moeda estrangeira) tende a estar associada a regimes cambiais menos flexíveis. Da mesma forma, os países com um grau elevado de dolarização parcial (considerada como substituição de moeda) irão provavelmente escolher um regime cambial mais rígido. Por último, a incerteza política e um nível baixo de reservas externas parecem favorecer a selecção de regimes cambiais mais flexíveis.

4.2. Regimes cambiais e desempenho económico

Em contraste com várias discussões teóricas e conceptuais, alguns estudos (e com muito menos êxito) investigaram empiricamente as ligações entre desempenho macroeconómico e regimes cambiais. Uma das razões subjacentes a esta incapacidade dos dados de fornecer uma análise sistemática tem a sua origem nos problemas colocados pela classificação dos regimes cambiais, embora tal possa ser uma visão um pouco simplista desta questão. Alguns dos trabalhos mais conclusivos nesta área são apresentados seguidamente. Todos os estudos são identicamente abrangentes quanto à cobertura de países e duração do período de análise.

Gosh e outros (1997) e Gosh e outros (2003) analisam as ligações entre regimes cambiais, inflação e crescimento do produto⁽¹⁵⁾. Os autores utilizam a classificação “*de jure*” do FMI, mas combinam-na com uma classificação baseada no comportamento cambial efectivo, de forma a estabelecer uma diferença entre a política oficial e a verificada. Os resultados são obtidos a partir de uma classificação alargada dos regimes em três categorias (regimes de ligação cambial, regimes intermédios e regimes de câmbios flexíveis), bem como de uma classificação mais detalhada. Os autores analisam o desempenho da inflação (medida em termos da taxa de inflação média anual) e do crescimento económico (medido em termos do crescimento real do PIB *per capita*), e ainda a volatilidade

(15) O primeiro estudo aplica-se a 136 países ao longo do período 1960-1990, enquanto o segundo estudo abrange 165 países ao longo do período 1970-1999.

da inflação e do produto. Foram também incluídas variáveis de controlo adicionais, tais como crescimento do agregado monetário largo, taxas de juro nominais de curto prazo, emprego e investimento em percentagem do PIB, importações e exportações em dólares e termos de troca. Para controlar problemas de endogeneidade na escolha de regime, foram utilizadas várias medidas para aferir a independência do Banco central, nomeadamente a taxa de rotação do governador do Banco central. Empiricamente, os resultados são conclusivos quanto à inflação (em termos de desempenho e volatilidade), enquanto as conclusões relativas ao produto apenas podem ser obtidas em termos de volatilidade e não em termos de taxa de crescimento. A inflação é mais baixa e mais estável sob regimes de ligação cambial do que sob regimes intermédios e de câmbios flexíveis. Os benefícios anti-inflacionistas de se ter uma ligação cambial resultam de haver um crescimento mais lento da oferta da moeda (ou seja um efeito disciplinador) e também de um efeito de credibilidade. Verificam-se, porém, duas excepções: em países com taxas de inflação muito baixas (geralmente países de elevado rendimento), onde a credibilidade se obtém a partir de outros mecanismos, como a ausência de controlos de capitais, e em países que alteram com frequência as suas paridades, onde a credibilidade é baixa, a escolha do regime cambial parece ter apenas um efeito marginal reduzido. A evidência empírica parece apontar também para uma maior volatilidade do crescimento do PIB em termos reais e maior volatilidade do PIB em termos reais sob regimes ligação cambial do que sob regimes intermédios ou de câmbios flexíveis, particularmente no caso de países com rendimentos mais elevados (onde a rigidez nominal será provavelmente mais prevalecente). Por último, no que se refere ao desempenho do crescimento económico, as conclusões não são evidentes. Com efeito, as taxas de crescimento do produto *per capita* não variam muito entre os vários regimes cambiais, embora alguns dados indiquem que os regimes intermédios têm um melhor desempenho do que os regimes de ligação cambial e os regimes de câmbios flexíveis. No geral, os autores concluem que “na melhor das hipóteses os regimes de ligação cambial não são piores do que em regimes de câmbios flexíveis no que diz respeito ao crescimento económico”. Num estudo específico sobre *currency bo-*

ards, Gosh e outros (2000) concluem que, em geral, os *currency boards* parecem revelar melhores desempenhos de crescimento do que outros regimes de ligação cambial, embora não existam ainda elementos suficientes de que isso se possa apenas atribuir ao regime cambial. Como previsto, os *currency boards* suplantam também o desempenho de outros regimes de ligação cambial em termos de inflação (em volatilidade e desempenho).

As conclusões de Domaç e outros (2001) sobre as economias em transição ao longo do período 1991-98 estão de acordo com os resultados obtidos por Gosh e outros (1997), ou seja, o regime cambial não interfere com o desempenho da inflação, embora não seja possível concluir qual dos regimes em particular será superior, em termos de desempenho do crescimento económico⁽¹⁶⁾. Apesar disso, os resultados sugerem que as variáveis de política económica, bem como outras variáveis com influência sobre a actividade económica, têm de facto efeitos diferentes sobre o crescimento económico, dependendo do regime cambial.

Levy-Yeyati e Sturzenegger (2001, 2002b), utilizando uma classificação “*de facto*” dos regimes cambiais que reflecte as políticas efectivamente adoptadas e procedendo a uma distinção entre ligação cambial longa e curta (sendo a ligação cambial definida como longa se tiver uma duração igual ou superior a 5 anos e curta se tiver uma duração inferior a 5 anos), mostram uma forte associação entre regimes de taxa de câmbio fixa e taxas de inflação mais baixas, embora apenas no caso de ligações cambiais longas (onde o regime foi adoptado durante um período de tempo suficiente para ter credibilidade)⁽¹⁷⁾. Além disso, verificaram que os regimes de ligação cambial rígida permitem obter melhores resultados de inflação do que outros tipos de ligações cambiais. Em termos de crescimento económico, este estudo conclui que o regime cambial apenas é relevante em países não industrializados⁽¹⁸⁾. Nestes países, os regimes de câmbios flexíveis proporcionam taxas de crescimento significativamente mais elevadas do que regimes de ligação cambial rígida. Além disso, os regimes de câmbios flexíveis superam também as li-

(16) Em Domaç e outros (2001) as economias em transição correspondem mais ou menos ao grupo definido como “economias em transição” no “*World Economic Outlook*” anterior à edição de Abril de 2004.

gações cambiais curtas. Com efeito, uma ligação cambial curta leva a um crescimento económico mais lento sem proporcionar ganhos significativos em termos de inflação. Por último, em comparação com os regimes de câmbios flexíveis “*de facto*”, os regimes de ligação cambial de facto sem obrigatoriedade legal com uma taxa de câmbio fixa beneficiam de um melhor desempenho em termos de crescimento económico (o que pode fornecer uma justificação para o que os autores designam como “medo da fixação” (*fear of pegging*)).

Por último, Rogoff e outros (2003), utilizando a classificação proposta em Reinhart e Rogoff (2004), avaliam o desempenho dos regimes cambiais em termos de inflação e ciclo económico⁽¹⁹⁾. Os resultados indicam que nos países em vias de desenvolvimento, onde se verifica um nível baixo de exposição a movimentos de capitais internacionais, as ligações cambiais parecem ser superiores em termos de credibilidade de política e, por conseguinte, mais adequadas para alcançar um nível baixo de inflação. Além disso, tal resultado parece ser conseguido com um baixo custo em termos de crescimento, volatilidade ou crises frequentes. Por outro lado, nos países de mercado emergente onde a exposição a fluxos de capitais internacionais é mais elevada, a rigidez dos regimes não parece proporcionar ganhos óbvios em termos de menor

(17) A sua classificação de regimes, para um conjunto de 183 países que reportaram ao FMI no período 1974-2000, é obtida a partir de uma técnica de análise de agregados (*cluster analysis technique*) através da qual foram identificados grupos homogêneos de observações, de acordo com a semelhança de comportamento das três variáveis de referência: volatilidade da taxa de câmbio, volatilidade das variações da taxa de câmbio e volatilidade das reservas externas. Os autores obtiveram quatro grupos diferentes: regimes de taxa de câmbio fixa (associado com as variações nas reservas externas destinadas a reduzir a volatilidade das taxas de câmbio nominais), regimes cambiais flexíveis (caracterizados por uma substancial volatilidade das taxas de câmbio nominais e reservas relativamente estáveis), regimes de desvalorizações deslizantes (*crawling peg*) (caso em que as variações na taxa de câmbio nominal ocorrem de uma forma regular, ou seja, com uma baixa volatilidade da taxa de variação da taxa de câmbio, em paralelo com uma intervenção activa nas reservas cambiais) e, por último, uma flutuação impura (*dirty float*) (associada ao caso em que a volatilidade é consideravelmente elevada em todas as variáveis, e em que as intervenções cambiais apenas atenuam as flutuações das taxas de câmbio).

(18) Os 22 países industrializados definidos em Levy-Yeyati e Sturzenegger (2001, 2002b) constam do Quadro II A do anexo. Os países não industrializados com algumas excepções são os referidos nos Quadros II B e C.

inflação ou maior crescimento económico⁽²⁰⁾. Nas economias desenvolvidas, as que têm câmbios flexíveis registam um crescimento económico mais rápido do que as com outros regimes, sem incorrer em aumentos de inflação. Com base nestes resultados, os autores retiram duas conclusões principais. Em primeiro lugar, que o valor da flexibilidade cambial aumenta com a maturidade financeira⁽²¹⁾. Em segundo lugar, o desempenho de qualquer regime cambial poderá ser melhorado com uma gestão macroeconómica consistente.

Em resumo, os estudos referidos sugerem que não existe uma relação directa entre o desempenho macroeconómico e o regime cambial. Apesar de muitos casos os regimes de ligação cambial parecem estar associados a melhores resultados de inflação, não é possível estabelecer uma relação clara entre o crescimento económico e o regime cambial.

(19) A classificação é mais alargada (do que a do FMI) e inclui informações sobre as taxas de câmbio em mercados paralelos. Isso é importante porque, quando não se consideram estas taxas de câmbio poderá ter-se uma ideia errada da política monetária subjacente bem como da capacidade de ajustamento da economia. Além disso, separa os episódios de forte instabilidade macroeconómica, identificando casos de “queda flutuante” (*freely falling*) e “hiper-flutuação” (*hyperfloats*): o primeiro, equivalente à categoria de câmbios totalmente flexíveis na terminologia do FMI, é aplicável a países onde a taxa de inflação média anual se situa acima de 40 por cento e corresponde a episódios em que, devido quase sempre à elevada inflação, ocorrem consideráveis desvalorizações na taxa de câmbio durante períodos de tempo prolongados; o segundo, uma subcategoria de “queda flutuante”, corresponde a episódios em que a inflação é superior a 50 por cento por mês. Isto é também importante porque os países têm frequentemente taxas de inflação muito elevadas quando registam situações de instabilidade macroeconómica, o que se pode reflectir em depreciações significativas e frequentes da taxa de câmbio. Assim, a não exclusão de episódios de “queda flutuante” pode dar origem a distorções em comparações entre regimes de taxa de câmbio fixa e flexíveis.

(20) Parece também que sistemas mais rígidos estiveram associados a crises bancárias mais frequentes e, em especial, crises “gêmeas” com maiores custos, que abrangiam o sector financeiro e a balança de pagamentos.

(21) A vantagem pode reflectir o facto de as rigidezes nominais se tornarem mais pronunciadas à medida que as economias adquirem mais maturidade, atribuindo um papel importante às taxas de câmbio flexíveis na afectação de recursos, após choques reais. Além disso, os autores acrescentam que a maturidade financeira, a disseminação generalizada de dívida denominada em moeda nacional e os instrumentos de cobertura de risco reduzem as consequências adversas dos desequilíbrios de moeda que dão origem ao “medo da flutuação”.

5. CONCLUSÃO

Na sequência das crises asiática e latino-americana, estabeleceu-se a convicção de que apenas os regimes de taxa fixa ou de câmbios flexíveis seriam adequados para países de mercado emergente. Além disso, taxas de câmbio flexíveis pareciam ser preferíveis a regimes de ligação cambial rígida, uma vez que estes últimos eram considerados demasiado limitativos para a maioria dos países de mercado emergente. Estas perspectivas foram ligeiramente atenuadas, no contexto do reconhecimento de que os regimes cambiais intermédios eram viáveis e de que poderiam inclusivamente ser úteis em circunstâncias particulares, e de se ter observado comportamentos que sugeriram que por vezes os países tinham “medo da flutuação”.

Na literatura recente, os critérios teóricos subjacentes à escolha de regimes cambiais foram além dos salientados na teoria de “Zonas Monetárias Óptimas” ou dos relacionados com a natureza dos choques que afectam a economia. Os recentes contributos compreendem considerações de economia política e a abordagem do “medo da flutuação”. As teorias de economia política mostram que é mais provável que os países politicamente instáveis escolham um regime cambial flexível devido à falta de apoio político e à capacidade para tomarem as medidas necessárias para defender a ligação cambial. A abordagem “medo da flutuação” defende que os países que enfrentam uma elevada exposição ao risco cambial devido a um sistema financeiro interno muito dolarizado dispõem de um incentivo para efectuar uma ligação cambial “*de facto*” das suas moedas, mesmo que oficialmente tenham adoptado um regime de câmbios flexíveis. Os estudos empíricos sugerem que quer os argumentos mais tradicionais quer os critérios mais recentes, como, por exemplo, os que salientam a influência de factores políticos, são empiricamente relevantes para a escolha de regime cambial.

A literatura empírica não conseguiu contudo, identificar uma relação clara entre o desempenho macroeconómico e os regimes cambiais. Tal não deverá ser surpreendente, uma vez que o regime cambial faz parte do pacote de políticas económicas de um país e, por conseguinte, o seu desempenho e funcionamento dependem das circunstâncias desse país num determinado momento. Po-

dem ser alcançados resultados macroeconómicos idênticos seguindo enquadramentos de política económica completamente diferentes, nos quais o regime cambial é apenas mais um elemento. Todos os regimes cambiais são opções potenciais, desde que seja assegurada a sua compatibilidade com a política económica. Assim, parece que não existem recomendações claras nem uma solução única indicando a escolha de um regime cambial em particular.

REFERÊNCIAS

- Aghevli, Bijan, Mohsin Khan e Peter Montiel (1991), “Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues,” *IMF Occasional Paper* No. 78.
- Aizenman, Joshua e Jacob Frenkel, (1982) “Aspects of the optimal management of exchange rates” *Journal of International Economics*, Vol. 13, 231-256.
- Bank for International Settlements (2003), “Regional currency areas and the use of foreign currencies”, *BIS Papers*, Number 17.
- Bayoumi, Tamim e Paolo Mauro (1999), “The Suitability of ASEAN for a Regional Currency Arrangement”, *IMF Working Paper* 162.
- Berg, Andrew e Eduardo Borensztein (2000a), “The choice of exchange rate regime and monetary target in highly dollarized economies”, *IMF Working Paper* 29.
- Berg, Andrew e Eduardo Borensztein (2000b), “The Pros and Cons of Full Dollarization”, *IMF Working Paper* 50.
- Bubula, Andrea e Inci Ötoker-Robe (2002), “The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from “*de facto*” policies”, *IMF Working Paper* 155.
- Bulír, Ales (2004), “Liberalized Markets have more stable exchange rates: short-run evidence from four transition countries”, *IMF Working Paper* 35.
- Calvo, Guillermo A., e Carmen M. Reinhart (1999), “Capital flow reversals, the exchange rate debate and dollarization,” *IMF Finance & Development*, Volume 36, Number 3.
- Calvo, Guillermo A., e Carmen M. Reinhart (2000), “Fixing for your Life,” *NBER Working Papers Series* 8006.

- Calvo, Guillermo A., e Carmen M. Reinhart (2002), "Fear of Floating," *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 117, Issue 2, 379-408.
- Collins, Susan (1996), "On becoming more flexible: exchange rate regimes in Latin America and in the Caribbean", *Journal of Development Economics*: Volume 51, 117-138.
- Detken, Carsten e Vítor Gaspar (2003), "Maintaining Price Stability Under Free-Floating: A Fearless Way Out Of The Corner?", European Central Bank, *Working Paper* 241.
- Domaç, Ilker, Kyle Peters e Yevgeny Yuzefovich (2001) "Does the Exchange Rate Regime Affect Macroeconomic Performance? Evidence from Transition Economies", World Bank Policy Research *Working Paper*, No. WPS 2642.
- Duttagupta, Rupa, Gilda Fernandez e Cem Karacadag (2004), "From fixed to float: operational aspects of moving toward exchange rate flexibility", *IMF Working Paper* 126.
- Edwards, Sebastian (1996), "The determinants of the choice between fixed and flexible exchange rate regimes", NBER *Working Paper* 5756: September.
- Eichengreen Barry (1994), *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, Washington, Brookings Institution.
- Eichengreen, Barry (1999), *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post Asia Agenda*, Washington, Institute for International Economics.
- Fischer, Stanley (2001), "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *Journal of Economic Perspective*, XV, 3-24.
- Frankel, Jeffrey (1999), "No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times", NBER *Working Paper* 7338.
- Goldstein, Morris (1999), *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future International Financial Architecture*, Washington, IIE.
- Ghosh, Atish, Anne-Marie Gulde, Jonathan Ostry, e Holger Wolf (1997), "Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?" NBER *Working Paper* No. 5874;
- Ghosh, Atish, Anne-Marie Gulde, e Holger Wolf (2000), "Currency Boards: More Than a Quick Fix?", *Economic Policy*, Volume 31, 269-335.
- Ghosh, Atish, Anne-Marie Gulde, e Holger Wolf (2003), *Exchange rate regimes: choices and consequences*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Ho, Corrine e Robert McCauley (2003), "Living with flexible exchange rates: issue and recent experience in inflation targeting emerging market economies", Bank for International Settlements, *BIS Working Papers*, No. 130.
- Hausmann, Ricardo, Ugo Panizza, e Ernesto Stein (2001), "Why Do Countries Float the Way They Float?" *Journal of Development Economics*: LXVI, 387-417.
- International Monetary Fund (1997-2003) *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, various issues.
- International Monetary Fund (1999), "Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility — Developments and Issues", *World Economic and Financial Surveys*, International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (2003), "Exchange Arrangements and Foreign Exchange Markets: Developments and Issues", *World Economic and Financial Surveys*.
- Levy-Yeyati Eduardo e Federico Sturzenegger (2001), "Exchange rate regimes and economic performance", *IMF Staff Papers*, Volume 47, 62-98.
- Levy-Yeyati Eduardo e Federico Sturzenegger (2002a), *Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds versus Words*, Universidad Torcuato Di Tella.
- Levy-Yeyati Eduardo e Federico Sturzenegger (2002b), *To Float or to Trail: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes*, Universidad Torcuato Di Tella.
- Levy-Yeyati, Eduardo, Federico Sturzenegger e Iliana Reggio (2002c), *Endogeneity of exchange rate regimes*, Universidad Torcuato Di Tella.
- Masson, Paul (2000), "Exchange Rate Regime Transitions", *IMF Working Paper* 134.
- Masson, Paul e Catherine Pattillo (2001), Monetary Union in West Africa (ECOWAS): Is It Desirable and How Could It Be Achieved?, *IMF Occasional Paper* No. 204.
- Mundell, R.A. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*: Volume LI Number 4, 657-664.
- Mussa, Michael, Paul Masson, Alexander Swoboda, Esteban Jadresic, Paolo Mauro e

- Andrew Berg (2000), "Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy", *IMF Occasional Paper* No. 193.
- Obstfeld, Maurice e Kenneth Rogoff (1995), "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspectives*, IX, 73-96.
- Poirson, Hélène (2001) "How do countries choose their exchange rate regimes?", *IMF Working Paper* 46.
- Reinhart, Carmen e Kenneth Rogoff (2004), "The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation", *The Quarterly Journal of Economics*, Volume CXIX, Issue 1, 1-48.
- Rogoff, Kenneth, Aasim Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks e Nienke Oomes (2003), "Evolution and performance of exchange rate regimes", *IMF Working Paper* 243.
- Winkler, Adalbert, Francesco Mazzaferro, Carolin Nerlich e Christian Thimann (2004), "Official dollarisation/euroisation: motives, features and policy implications of current cases", *ECB Occasional Paper Series*, nº11.

ANEXO

Classificação do Fundo Monetário Internacional

A classificação oficial de regimes cambiais do FMI é um marco na literatura relativa aos regimes cambiais. Esta classificação foi introduzida pela primeira vez em 1975, quando, na sequência do colapso do sistema de Bretton Woods em 1973, os países membros que adoptaram a segunda emenda do Acordo do FMI tiveram formalmente a possibilidade de escolher o seu regime cambial, aceitando que as suas políticas cambial e macroeconómicas estimulariam ajustamentos da balança de pagamentos. O FMI passaria a manter as políticas cambiais dos países sob permanente vigilância e, por outro lado, os países deveriam fornecer ao FMI as informações necessárias a essa vigilância. Os países eram obrigados a informar o FMI, com uma antecedência de 30 dias antes de se tornarem membros, sobre qual o regime cambial adoptado e, posteriormente, sobre quaisquer alterações ao mesmo. Com base nestas informações, e consoante o grau de flexibilidade dos acordos, o FMI estabeleceu o esquema de classificação cambial. Esta classificação oficial ou “*de jure*” incluía três categorias principais: acordos de ligação cambial, acordos de flexibilidade limitada e acordos mais flexíveis⁽¹⁾. A classificação manteve-se praticamente inalterada entre 1983 e 1998. Porém, no âmbito do debate sobre a adequação das chamadas escolhas bipolares face a regimes intermédios, tornou-se evidente que muitos países seguiam regimes que eram totalmente diferentes dos formalmente anunciados, o que reduzia a transparência das iniciativas de política desses membros, dificultando assim a vigilância das políticas cambiais por parte do FMI. Neste contexto, e após uma análise exaus-

(1) O primeiro grupo incluía regimes em que a taxa de câmbio era fixada face quer a uma moeda única, geralmente uma moeda forte como o dólar dos EUA ou o franco francês, quer a um cabaz de moedas, descrita como uma média ponderada das moedas dos principais parceiros comerciais ou financeiros. O segundo grupo abrangia regimes em que a taxa de câmbio podia oscilar dentro de determinadas bandas face a uma moeda única ou no contexto de um acordo de cooperação (aplicado especificamente a países participantes no Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME)). O terceiro grupo incluía o regime de flutuação controlada e o de câmbios totalmente flexíveis, consoante a taxa de câmbio fosse determinada de forma parcial ou total pelo mercado (ver FMI (1999)).

tiva das práticas “*de facto*” nos países no período entre 1994 e 1997, o FMI decidiu alterar o esquema de classificação cambial oficial em 1999⁽²⁾.

Esta classificação “*de facto*” é oficial desde Janeiro de 1999 e inclui oito categorias (ver FMI (1999) e FMI (2003)). O sistema classifica os regimes cambiais com base no grau de flexibilidade do acordo ou no compromisso formal ou informal para com um determinado padrão de evolução cambial. Os acordos vão desde regimes mais rígidos ou ligações cambiais rígidas a regimes mais flexíveis ou totalmente flexíveis, enquanto as categorias intermédias são designadas ligações cambiais mais ténues⁽³⁾. Além dos regimes cambiais, os países são também classificados de acordo com a política monetária seguida, o que proporciona uma maior transparência no esquema de classificação e ilustra que diferentes tipos de regimes cambiais são compatíveis com estratégias de política monetária idênticas. Quanto à estratégia de política monetária, o FMI faz cinco distinções alternativas: âncora cambial, âncora a um agregado monetário, objectivo directo de inflação, programa apoiado pelo FMI ou outro programa monetário e outros⁽⁴⁾. O FMI apresenta ainda informações específicas adicionais, nomeadamente quando o regime que opera “*de facto*” no país é diferente do respectivo regime “*de jure*” ou quando o país mantém um acordo cambial que envolva mais do que um mercado, ou adop-

(2) Em particular, o FMI (1999) analisou as alterações dos acordos cambiais que afectaram a classificação oficial e outros tipos de ajustamentos cambiais, nomeadamente desvalorizações das taxas de câmbio, variações nas bandas, a adopção de novas moedas e taxas de câmbios em mercados paralelos.

(3) As **ligações cambiais rígidas** (*hard pegs*) incluem acordos cambiais sem curso legal independente (*exchange arrangements with no separate legal tender*) e *currency boards*. As **ligações cambiais mais ténues** (*soft pegs*) incluem outras ligações cambiais convencionais de taxa fixa (*other conventional fixed peg arrangements*), taxas de câmbio em bandas horizontais (*pegged exchange rates within horizontal bands*), desvalorização deslizante (*crawling peg*), taxas de câmbio em bandas deslizantes (*exchange rates within crawling bands*) e ainda flutuações fortemente controladas (*tightly managed floats*), um caso particular dos regimes cambiais de flutuação controlada. Os **regimes de câmbios flexíveis** (*floating regimes*) consistem em outra flutuação controlada sem um padrão de evolução para a taxa de câmbio pré-definido (*other managed floating regimes*) e câmbios totalmente flexíveis (*independently floating*).

ta âncoras nominais múltiplas na condução da política monetária. Assim, a nova classificação “de facto” do FMI combina as informações disponíveis sobre a taxa de câmbio, política monetária e intenções de política formais ou informais das autoridades com os dados sobre a taxa de câmbio e os movimentos das reservas externas observados, para avaliar o regime cambial praticado.

A evolução dos regimes cambiais na última década, de 1990-2001, sob a classificação “de facto” do FMI mostra que se tem verificado uma tendência de afastamento de ligações cambiais mais ténues a favor de regimes flexíveis e, em menor escala, de ligações cambiais rígidas (Quadro I). Esta tendência poderá apoiar a “perspectiva bipolar” de que os regimes intermédios acabarão por desaparecer. Com efeito, a percentagem de ligações cambiais mais ténues diminuiu de 64 por cento em 1990 para 30 por cento em 2001, e, em contrapartida, os regimes flexíveis aumentaram de 20 para 44 por cento e as ligações cambiais rígidas de 16 para 26 por cento⁽⁵⁾. Quanto à estratégia de política mone-

tária, à medida que passam para uma maior flexibilidade cambial, os países tendem a adoptar âncoras adicionais para assegurar a estabilidade dos preços⁽⁶⁾. As informações suplementares sugerem também que, excluindo os países da área do euro, todos os restantes países com regimes de ligação cambial utilizam a taxa de câmbio como âncora nominal no quadro da estratégia de política monetária. Por último, a classificação cambial “de facto” indica que o abandono de regimes intermédios foi mais pronunciado em países que tinham já acesso aos mercados de capitais, ou seja, países com mercados desenvolvidos e de mercado emergente, e menos evidente nos outros países membros do FMI.

A classificação de regime cambial para 187 países abrangidos na edição de 2003 do *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* é apresentada no Quadro II, onde os países são apresentados em três grupos: economias avançadas, economias de mercado emergente e outras economias.

(4) Segundo a descrição do FMI (2003), estes programas apoiados pelo FMI e outros programas monetários envolvem a adopção de políticas monetária e cambial dentro de um quadro que estabelece limites mínimos para as reservas internacionais e limites máximos para os activos internos líquidos dos bancos centrais. Na categoria “Outros” estão incluídos países como os Estados Unidos, Suíça e Japão ou os países da área do euro.

(5) No caso de ligações cambiais rígidas, este aumento deve-se, em larga medida, à criação da área do euro.

(6) Para uma descrição das questões e da experiência recente de economias de mercado emergente com objectivos de inflação que adoptaram taxas de câmbio flexíveis, ver Ho e McCauley (2003).

Quadro I
ACORDOS CAMBIAIS

Percentagem	1990	1998	2001
Classificação "de Facto"			
Ligações cambiais rígidas	16	18	26
Ligações cambiais mais ténues	64	46	30
Câmbios flexíveis	20	36	44
Total	100	100	100
Classificação "de Jure"^(a)			
Regimes de ligação cambial ^(b)	65	45	-
dos quais: flexibilidade limitada	9	9	-
Câmbios flexíveis	35	56	-
dos quais: flutuação controlada	16	25	-
dos quais: câmbios totalmente flexíveis	18	31	-
Total	100	100	-

Fontes: FMI, *World Economic and Financial Surveys* (2003).

(a) Não actualizada desde 1998.

(b) Inclui acordos sem curso legal independente, *currency boards*, ligações cambiais convencionais de taxa fixa, bandas horizontais e regimes com flexibilidade limitada numa banda e o Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu (SME).

Quadro II A
ECONOMIAS AVANÇADAS^{(a), (b)}

Acordo cambial			
Área do euro		Outras	
Alemanha	Sem curso legal independente	Austrália	Câmbios totalmente flexíveis
Áustria	Sem curso legal independente	Canada	Câmbios totalmente flexíveis
Bélgica	Sem curso legal independente	Chipre+	Taxas de câmbio em bandas horizontais
Espanha	Sem curso legal independente	Dinamarca	Taxas de câmbio em bandas horizontais (MTC II)
Finlândia	Sem curso legal independente	Estados Unidos	Câmbios totalmente flexíveis
França	Sem curso legal independente	Hong Kong (RAE)	<i>Currency board</i>
Grécia	Sem curso legal independente	Islândia	Câmbios totalmente flexíveis
Irlanda	Sem curso legal independente	Japão	Câmbios totalmente flexíveis
Itália	Sem curso legal independente	Noruega	Câmbios totalmente flexíveis
Luxemburgo	Sem curso legal independente	Nova Zelândia	Câmbios totalmente flexíveis
Países Baixos	Sem curso legal independente	Reino Unido	Câmbios totalmente flexíveis
Portugal	Sem curso legal independente	Singapura	Flutuação controlada
		Suécia	Câmbios totalmente flexíveis
		Suíça	Câmbios totalmente flexíveis

Fontes: FMI (*World Economic Outlook* (2004); *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (2003)).

(a) As economias são apresentadas de acordo com o *World Economic Outlook* do FMI (2004), dos quais o Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido e Estados Unidos correspondem às principais economias avançadas.

(b) Os novos Estados-Membros da União Europeia estão assinalados com +.

Quadro II B
ECONOMIAS DE MERCADO EMERGENTE^(a)

Acordo cambial			
África		Ásia	
África do Sul	Câmbios totalmente flexíveis	China	Outras ligações cambiais convencionais de taxa fixa
Marrocos	Outras ligações cambiais convencionais de taxa fixa	Coreia ^(b)	Câmbios totalmente flexíveis
Nigéria	Flutuação controlada	Filipinas	Câmbios totalmente flexíveis
		Índia	Flutuação controlada
		Indonésia	Flutuação controlada
		Malásia	Outras ligações cambiais convencionais de taxa fixa
		Paquistão	Flutuação controlada
		Sri Lanka	Câmbios totalmente flexíveis
		Tailândia	Flutuação controlada
Acordo cambial			
Europa e Médio Oriente ^(c)		América Latina	
Bulgária	<i>Currency board</i>	Argentina	Flutuação controlada
Egipto	Taxas de câmbio em bandas horizontais	Brasil	Câmbios totalmente flexíveis
Hungria+	Taxas de câmbio em bandas horizontais	Chile	Câmbios totalmente flexíveis
Israel ^(b)	Taxas de câmbio em bandas deslizantes	Colômbia	Câmbios totalmente flexíveis
Jordânia	Outras ligações cambiais convencionais de taxa fixa	Equador	Sem curso legal independente
Polónia+	Câmbios totalmente flexíveis	México	Câmbios totalmente flexíveis
República Checa+	Flutuação controlada	Panamá	Sem curso legal independente
Rússia	Flutuação controlada	Perú	Câmbios totalmente flexíveis
Turquia	Câmbios totalmente flexíveis	Venezuela	Câmbios totalmente flexíveis

Fonte: FMI, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (2003).

(a) Tal como em Fisher (2001), o critério utilizado consistiu na escolha de economias incluídas na lista de “*Emerging Markets*” do *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) e/ou nos índices do *JP Morgan Emerging Markets Bond Index* (EMBI+).

(b) De acordo com a classificação do *World Economic Outlook* do FMI (2004), Israel e a Coreia estão incluídos no subgrupo “*outras economias avançadas*”.

(c) Os novos Estados-Membros da União Europeia estão assinalados com +.

Quadro II C
OUTRAS ECONOMIAS ^(a)

	Acordo cambial
Antígua e Barbuda, Benim, Burquina Faso, Camarões, República Centro-Africana, Chade, República do Congo, Costa do Marfim, Domínica, Salvador, Guiné Equatorial, Gabão, Granada, Guiné-Bissau, Quiribati, Mali, Ilhas Marshall, Estados Federados da Micronésia, Níger, Palau, São Marino, Senegal, São Cristóvão e Nevis, Santa Lúcia, São Vicente e Granadinas, Timor-Leste e Togo.	Sem curso legal independente
Bósnia e Herzegovina, Estónia ^(b) , Estado do Brunei Darussalam, Jibuti e Lituânia ^(b) .	<i>Currency board</i>
Antilhas Neerlandesas, Aruba, Baamas, Reino do Barém, Bangladeche, Barbados, Belize, Butão, Botsuana, Cabo Verde, Catar, Comores, Emirados Árabes Unidos, Eritreia, Fiji, Guiné, Koweit, Letónia+, Líbano, Lesoto, Líbia, Macedónia, Maldivas, Malta ^(c) , Namíbia, Nepal, Omã, Samoa, Arábia Saudita, Seicheles, Sudão, Suriname, Suazilândia, Síria, Turquemenistão, Ucrânia, Vanuatu e Zimbabué.	Outras ligações cambiais convencionais de taxa fixa
Tonga.	Taxas de câmbio em bandas horizontais
Bolívia, Costa Rica, Nicarágua, Ilhas Salomão e Tunísia.	Desvalorização deslizando
Bielorrússia, Eslovénia ^(b) , Honduras e Roménia ^(c) .	Taxas de câmbio em bandas deslizantes
Afeganistão, Argélia, Angola, Azerbaijão, Burundi, Camboja, Cazaquistão, Croácia, Eslováquia+, Etiópia, Gâmbia, Gana, Guatemala, Guiana, Haiti, Irão, Iraque, Jamaica, Quénia, Quirguizistão, Laos, Mauritânia, Maurícia, Moldávia, Mongólia, Mianmar, Paraguai, República Dominicana, Ruanda, Sérvia e Montenegro ^(d) , São Tomé e Príncipe, Tajiquistão, Trindade e Tobago, Usbequistão, Vietname e Zâmbia.	Flutuação controlada
Albânia, Arménia, República Democrática do Congo, Geórgia, Iémen, Libéria, Madagáscar, Malavi, Moçambique, Papuásia-Nova Guiné, Serra Leoa, Somália, Tanzânia, Uganda e Uruguai.	Câmbios totalmente flexíveis

Fonte: FMI, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (2003).

(a) Os novos Estados-Membros da União Europeia estão assinalados com +.

(b) As moedas destes países, a coroa estónia, o litas da Lituânia e o tolar da Eslovénia, fazem parte do Mecanismo de Taxas de Câmbio II (MTC II) desde Junho de 2004.

(c) Malta tem uma ligação cambial com um cabaz de moedas com um forte peso no euro. A roménia segue um regime cambial "de facto" diferente do regime "de jure"

(d) A Reserva Federal da Jugoslávia mudou de nome para Sérvia e Montenegro em 4 de Fevereiro de 2003.