

Plano Real e âncora cambial*

Real Plan and foreign exchange anchor

MARIA LUIZA FALCÃO SILVA **

RESUMO: Recentemente, vários países latino-americanos com inflação alta e vários tipos de desequilíbrios passaram por programas de estabilização da desinflação. O Brasil implementou em julho de 1994 o Plano Real — um experimento de estabilização baseado em taxa de câmbio. Este artigo revisita essa experiência examinando as principais razões do colapso do regime cambial, em janeiro de 1999, sob pontos de vista teóricos alternativos. O que emerge do artigo é a conclusão de que a maioria dos “novos” argumentos apresentados para explicar a crise cambial brasileira são usados no passado por teóricos heterodoxos.

PALAVRAS-CHAVE: Planos de Estabilização; Política Cambial; Política Monetária.

ABSTRACT: Recently, a number of Latin American countries with high inflation and various kinds of imbalances have experienced disinflation stabilisation programmes. Brasil implemented in July 1994 the Real Plan — an exchange-rate-based stabilisation experiment. This paper revisits this experience examining the main reasons for the collapse of the exchange-rate regime, in January 1999, from alternative theoretical points of view. What emerges from the paper is the conclusion that most of the “new” arguments presented to explain the Brazilian currency crisis are arguments used in the past by heterodox theorists.

KEYWORDS: Stabilization Plans; Exchange-rate Policy; Monetary Policy.

JEL Classification: E31; N16.

* A autora agradece os comentários de Maria de Lourdes Rollemberg Mollo (UnB), Joaquim Andrade (UnB) e as sugestões apresentadas por um parecerista anônimo da *Revista de Economia Política*. Agradece também a colaboração prestada pelo bolsista de iniciação científica Vinicius Mendonça Neiva e o apoio financeiro do CNPq. Parte da análise aqui desenvolvida aparece em trabalhos anteriores realizados em co-autoria: Mollo & Silva (1999) e Andrade & Silva (1999). Como de praxe, os erros e omissões remanescentes são de sua inteira responsabilidade, bem como as traduções que aparecem ao longo do texto.

** Professora do Departamento de Economia da Universidade de Brasília – UnB, Brasília/DF, Brasil. E-mail: falcao@sede.embrapa.br; Orcid: 0000-0003-3956-2337

INTRODUÇÃO

A situação hiperinflacionária que prevaleceu em diversos países da América Latina, nos anos 1980 e em alguns casos no início dos anos 1990, apesar das inúmeras tentativas, fracassadas, de controlar os agregados monetários — como sugeriam os ‘monetaristas’, terminou conduzindo à implementação de programas de estabilização que têm pelo menos um aspecto em comum: o fato de utilizarem a taxa de câmbio como âncora nominal. Neste caso, o tamanho da base monetária passa a não mais depender das decisões isoladas dos bancos centrais desses países, mas da quantidade de reservas internacionais acumuladas e das leis e regras que relacionam o estoque de reservas com a criação de moeda. Com isso a possibilidade de gerenciamento da política econômica em geral, e da política monetária em particular, por meio de atitudes discricionárias, fica bastante prejudicado e até inviabilizado. Estamos considerando, especialmente, economias que procuram estabilizar suas moedas a partir do atrelamento de moedas ‘fracas’ a moedas ‘fortes’ por meio das popularmente chamadas ‘âncoras cambiais’ ou do que se convencionou chamar de ‘programas de estabilização ancorados no câmbio’.

É importante destacar que programas de estabilização no período recente — final dos anos 1980 e ao longo dos anos 1990 — estão umbilicalmente relacionados com o cenário internacional prevalecente, quando a economia mundial atravessou profundas transformações. Inúmeros analistas já chamaram atenção para o fato de que o processo de globalização financeira se deu em ritmo mais rápido e em intensidade maior do que a globalização do comércio, criando problemas adicionais para processos de estabilização de economias emergentes e em desenvolvimento, e tirando margem de manobra da política econômica.¹ Edwards (1996: 176), por exemplo, sugere, explicitamente, que programas de estabilização quando combinados com influxos de capitais volumosos, intermediados por sistemas bancários frágeis, podem gerar situações de sobrevalorização da moeda nacional, setores financeiros vulneráveis e, eventualmente, o colapso da moeda. Ou seja, podem levar ao colapso do programa de estabilização e da própria economia. Os problemas associados a moedas sobrevalorizadas são por demais conhecidos para nos determos em longas explicações: crescem as importações e minguam as exportações, que se somam a déficits muitas vezes crônicos na balança de serviços, provocando situações deficitárias permanentes na balança de transações correntes. Ora, déficits em transações correntes só podem ser financiados com superávits na conta de movimentos de capitais, ou seja: pela entrada, a qualquer custo, de capitais externos sob a forma de investimentos diretos (atraídos, inúmeras vezes, por processos de privatizações), de capitais de *portfolio* (de curto prazo) e/ou pela ampliação da dívida externa via contratação de novos empréstimos junto ao sistema financeiro internacional.

¹ Vide, por exemplo: Chesnais (1994 e 1996), Edwards (1996), Guttman (1994), Kregel (1996 e 1999), Plihon (1996), entre outros.

Quando prevalecem fluxos de capitais de curto prazo, as taxas de juros internas precisam ser mantidas em níveis bem mais elevados do que as praticadas no chamado resto do mundo uma vez que devem, necessariamente, embutir não apenas a expectativa de desvalorização da moeda nacional (sobrevalorizada em consequência do modelo acima referido) como, também, o risco associado pelos formadores de opinião que atuam no mercado financeiro do país hospedeiro. Quando o risco é muito grande, refletido na desconfiança dos agentes de que o país não conseguirá, por exemplo, sustentar seu nível de reservas — lastro da moeda nacional em países ancorados em moedas fortes —, as taxas de juros podem atingir, repentinamente, níveis inimagináveis. Juros muito elevados agravam déficits públicos, aumentam a dívida interna e fazem crescer o risco de falência do governo. Os mesmos juros, preço da ‘confiança’ almejada, inviabilizam os investimentos; quebram empresas e bancos; dobram taxas históricas de desemprego. Todos os aspectos acima destacados ampliam a vulnerabilidade do país a ataques especulativos à moeda nacional. Instala-se a crise e o modelo entra em colapso.

Vale frisar, contudo, que esse não é o único caminho a ser necessariamente trilhado pelos países emergentes inseridos na economia global. É a trajetória que foi livremente escolhida por formuladores de política econômica de alguns desses países, vistos como carentes de ‘credibilidade’ e ansiosos por obterem a aprovação dos países dominantes no cenário mundial. Se viável para situações transitórias é, claramente, insustentável como trajetória de longo prazo. Em muitas economias emergentes esse processo tem criado sérios entraves — verdadeiras arapucas. Armadilhas que aprisionam governos sufocados pelas situações de inadimplência tanto em nível interno quanto externo. Se o Brasil figura como um caso típico do que acabamos de descrever, não é mera coincidência, nem um acidente histórico. Foi a opção de modelo definida pela equipe econômica coordenada pelo presidente Fernando Henrique Cardoso.

A história não termina aí. Quando a crise é deflagrada, o capital externo não tem qualquer clemência. Numa economia ‘globalizada’ o capital sem pátria debanda, comportando-se, racionalmente ou não, como um ‘estouro de manada’ (*herding behavior*). O custo da informação é alto e o mais sensato é partir em retirada sem querer muito questionar o porquê. As crises são contagiosas e a química de transformação de dinheiro em pó já se tornou conhecimento geral. Extrapolou as mentes privilegiadas dos ganhadores do Prêmio Nobel de Economia de 1997.

Assim, as implicações da globalização financeira para o exercício de políticas nacionais autônomas são extremamente complexas quando estamos lidando com economias emergentes em fase de implementação de programas de estabilização com ancoragem cambial, para o combate a processos inflacionários crônicos. Esse era o caso do Brasil quando o Plano Real foi implementado.

Nesse ensaio a experiência brasileira com o Plano Real é examinada a partir de julho de 1994 até o colapso do regime cambial em janeiro de 1999. Após a apresentação geral, na Introdução do trabalho, do problema relacionado à adoção de âncoras cambiais no contexto de planos de estabilização em países emergentes, na seção II o caso específico do Brasil é revisitado. A seção III — Aspectos teóricos

das crises cambiais — resume os principais pontos do debate entre ortodoxos e heterodoxos a respeito das referidas crises. A seção IV qualifica a crise cambial brasileira à luz do referencial teórico discutido. Finalmente, na seção V, considerações finais são apresentadas.

ESTABILIZAÇÃO, ÂNCORA E CRISES CAMBIAIS: O CASO DO BRASIL

O Plano Real: algumas considerações

O principal acontecimento afetando a economia brasileira a partir dos anos 1990 foi, com certeza, a implantação do Plano Real em julho de 1994.² O elemento central do Plano Real foi a criação da âncora cambial, como já havia ocorrido em outros países da América Latina, em processos de estabilização, na busca do combate a processos inflacionários crônicos.

A Lei nº 9.069, aprovada em 29.06.1995³, que criou a nova unidade monetária, o *real*, desenhava também uma política monetária para manter o crescimento da moeda alinhado à disponibilidade de reservas internacionais. A relação entre a base monetária e os movimentos nas reservas internacionais era mais frouxa do que a ‘quase-caixa de conversão’, institucionalizada na Argentina desde abril de 1991, quando, por meio da Lei de Conversibilidade nº 23.929, estabeleceu-se um lastro da moeda nacional em termos da moeda internacional (a emissão de moeda foi condicionada à disponibilidade de reservas internacionais — dólares americanos — com cobertura de pelo menos 80% da base monetária) e ainda estabeleceu a paridade fixa de 1:1 entre o dólar e o peso argentino. No caso do experimento brasileiro a maior flexibilidade do programa decorria do fato do valor da taxa de câmbio nominal não estar explicitamente imposto por lei, permitindo ao governo atuar com um certo grau de discricção. Inicialmente foi adotada uma ‘banda cambial’ limitada apenas superiormente, e depois completa, proporcionando, contudo, certa margem de manobra no seu interior e na alteração dos próprios limites da banda de flutuação.

De fato, no caso brasileiro a paridade máxima entre o real e o dólar foi anunciada, oficialmente, no momento da implantação do Plano Real, como equivalente a R\$1 = US\$1. O limite inferior não foi num primeiro momento oficialmente fixado. Entre julho e setembro de 1994 não houve qualquer intervenção no mercado de câmbio e a taxa de câmbio sofreu, de fato, uma apreciação, caindo para algo em torno de R\$.85/US\$1. Tendo em vista que as conseqüências da apreciação da moeda afetaram a balança de transações correntes, em setembro o Banco Central realizou sua primeira intervenção no mercado de câmbio e anunciou, em outubro,

² Para um exame dos antecedentes históricos do Plano Real vide Silva & Andrade (1996).

³ Embora a lei tenha sido aprovada apenas em 29 de junho de 1995, o Plano Real foi de fato implementado a partir de julho do ano anterior.

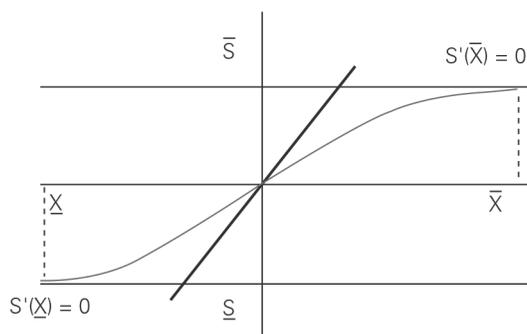
informalmente, que estaria disposto a comprar dólares a uma taxa mínima de R\$.82/ US\$1, e vender a uma taxa máxima de R\$.86/US\$1. Estava assim caracterizado um sistema ‘informal’ de bandas cambias tendo apenas um limite superior oficialmente determinado, mas um limite inferior implicitamente assumido, haja visto o comportamento da autoridade monetária. A institucionalização do regime de bandas, com a determinação oficial de limites inferiores e superiores só ocorreu, de fato, a partir do final do primeiro trimestre de 1995, como examinaremos na seção seguinte. No período 1995-1997 houve seguidos leilões de *spread* com o objetivo de desvalorizar gradualmente a moeda nacional, mantendo, contudo, a taxa de câmbio dentro dos limites de uma intrabanda.⁴

Bandas cambiais: aspectos teóricos⁵

As bandas cambiais caracterizam-se pelo estabelecimento de limites superiores e inferiores para variações do câmbio, pressupondo-se que dentro desses limites a taxa de câmbio flutua, livremente, em torno de uma taxa de referência (FEER — *Fundamental Equilibrium Exchange Rate*), subentendida como a taxa que asseguraria os equilíbrios interno e externo da economia. Compromete-se a autoridade monetária a intervir no mercado cambial toda vez que a taxa de câmbio se aproximar dos limites da banda, sinalizando para os agentes econômicos que a política cambial está sob controle e deverá ser honrada.

A Figura 1 dá uma idéia, embora superficial, de como o sistema teoricamente funciona. Atribuiu-se à taxa de câmbio o símbolo (s), sendo $s'(\bar{x})$ o limite superior, e $s'(\underline{x})$ o limite inferior. O x representa um conjunto de variáveis consideradas como os ‘fundamentos’ macroeconômicos da economia.

Figura 1: O Regime de Bandas Cambiais



⁴ Para uma versão oficial do funcionamento da banda cambial nesse período vide *Boletim do Banco Central do Brasil*, Relatório 1997: 100.

⁵ Esta seção reúne alguns aspectos já discutidos em Mollo & Silva (1999). Para uma análise mais completa sobre as principais posições teóricas quando a questão envolve arcabouços teóricos divergentes na escolha de regimes cambiais alternativos, vide Mollo, Silva & Torrance (1999).

A reta diagonal que aparece no gráfico expressa a relação de proporcionalidade entre o movimento da taxa de câmbio e o movimento dos ‘fundamentos’ na ausência de bandas cambiais (taxas de câmbio flutuantes). Quando o governo anuncia o estabelecimento de um regime de banda cambial, ele está anunciando a disposição de sustentar os limites anunciados mediante a correção dos ‘fundamentos’ de forma a evitar que a taxa de câmbio ultrapasse os limites explicitados para a banda. Sendo o governo ‘crível’ e o mundo um cenário onde prevalecem as expectativas racionais, a idéia é de que os agentes vão antecipar as intervenções do governo de forma que o ajustamento ótimo de câmbio pelo mercado será muito mais suave do que o que se observaria na ausência de banda. Isto fica claro no gráfico pela declividade da reta (câmbio flutuante) *vis-à-vis* a declividade da curva em S (regime de bandas cambiais). A maior suavidade dos ajustes é apontada como vantagem da banda cambial.

A imposição de bandas cambiais tem sido apontada (Frenkel & Goldstein, 1986) como conveniente por funcionar como âncora para expectativas de taxas de câmbio de médio prazo, exercendo um papel estabilizador e evitando a volatilidade que caracterizou o movimento das taxas cambiais quando foram deixadas a flutuar livremente após a derrocada, no início dos anos 1970, do sistema estabelecido em Bretton Woods (1944). Além disso, elas teoricamente permitiriam estabelecer disciplina e coordenação das políticas macroeconômicas, evitando desalinhamentos de moedas e permitindo processos de crescimento sustentados.

Inúmeras são as críticas feitas ao regime de bandas cambiais. Mesmo os economistas ‘ortodoxos’ manifestam dúvidas com relação à credibilidade das bandas. Os críticos ortodoxos duvidam que elas sejam mais críveis do que o anúncio de uma regra de emissão monetária rígida, ou uma meta inflacionária, por exemplo. Argumentam que a necessidade de modificar os limites da banda para adaptá-los a mudanças em variáveis econômicas acabam por abalar-lhe a credibilidade.

Uma crítica ‘heterodoxa’ tem a ver com os pressupostos embutidos na fixação e administração das bandas cambiais. Estas supõem um equilíbrio interno associado a um nível de desemprego (NAIRU — *Non Accelerated Inflationary Rate of Unemployment*), o que significa supor um nível de desemprego natural, por exemplo. A determinação do NAIRU, por sua vez, bem como da regra de garantia de equilíbrio interno e externo, supõem um modelo econômico onde *a priori* é possível desenhar um ponto de atração (o de equilíbrio) a médio ou longo prazos, independentemente da trajetória a ser seguida pela economia para atingi-lo (Davidson, 1992-93).

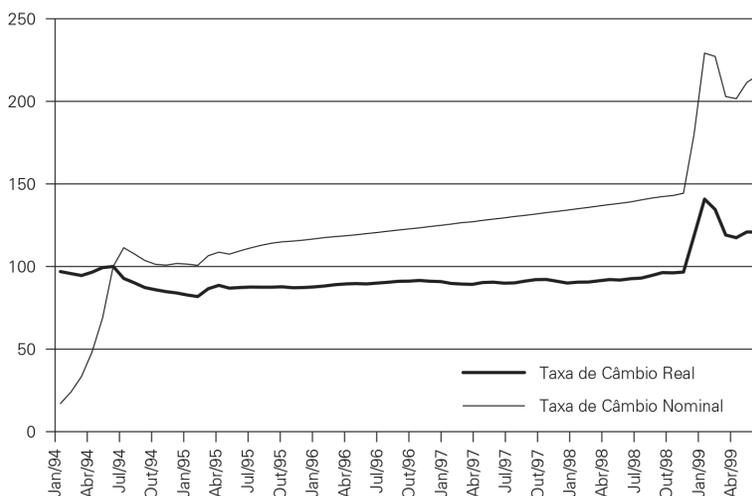
Pós-keynesianos como Davidson e os heterodoxos em geral, não aceitam que se possa determinar *a priori* qualquer ponto de equilíbrio a longo prazo, porque o próprio ponto de equilíbrio tende a se alterar conforme as condições gerais da economia forem se modificando. Assim, duvidam da regra de determinação e da administração da taxa de câmbio de referência e da taxa de crescimento do produto nominal segundo este critério. O problema, porém, não se restringe apenas ao critério de determinação dos limites da banda ou da sua taxa de câmbio de referência, mas relaciona-se com a própria concepção de banda de flutuação como um

regime adequado. Se as expectativas dos agentes econômicos sobre a atitude do governo é que garantem a estabilidade da banda e não é possível, *a priori*, determinar o ponto de equilíbrio externo e interno, então as expectativas não têm também este ponto de ancoragem, sendo, por isso, permeadas pela incerteza. Assim, podem ser ou não estabilizadoras, o que coloca em risco a viabilidade das bandas.

Funcionamento do regime de bandas cambiais no Brasil e suas principais repercussões

Foi apenas em 6 de março de 1995 que o Banco Central formalmente adotou o sistema de bandas cambiais, estabelecendo os limites de flutuação entre R\$.86/US\$1 e R\$.90/US\$1. Ainda no mês de março os limites da banda foram corrigidos e fixados entre R\$.88/US\$1 e R\$.93/US\$1 e daí por diante o sistema de câmbio modificou-se passando a prevalecer um sistema de bandas móveis que na realidade se assemelha ao antigo sistema de minidesvalorizações frequentes.⁶ Além disso, metas monetárias foram estabelecidas para os primeiros trimestres que se seguiram à lei e eram submetidas pelo Banco Central ao Conselho de Política Monetária e, posteriormente, à aprovação do Senado Federal. Essas metas eram consistentes com uma política cambial que buscava — até janeiro de 1999 quando o câmbio passa a flutuar — manter a taxa de câmbio real constante, embora sobrevalorizada conforme sugere a Figura 2.

Figura 2: Brasil: Evolução das taxas de Câmbio Nominal e Real jan/1994 - jul/1999 (1994 = 100)



Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, vários números.

⁶ Para um detalhamento e uma interpretação interessante da política cambial brasileira no período pósPlano Real, ver Pastore & Pinotti (1999).

As repercussões do Plano Real sobre o desempenho da economia brasileira, como a experiência dos programas de estabilização ancorados no câmbio implementados em outros países mostrava, eram, de certa forma, previsíveis:⁷

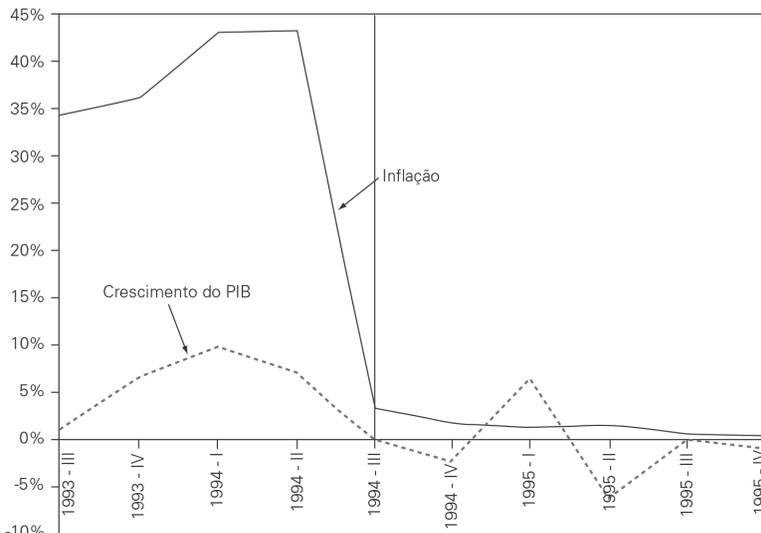
A tendência embutida na adoção de âncoras de atuar diretamente sobre expectativas inflacionárias, consideradas como elemento chave na determinação da inflação no curto prazo. Isso aumentava as chances de debelar, ou pelo menos reduzir rapidamente a inflação, a um custo considerado como relativamente insignificante (Calvo & Végh, 1993). A Figura 3 ilustra a trajetória declinante das taxas mensais de inflação no período mais recente.

O fato de os programas de estabilização ancorados no câmbio estarem associados, logo após sua implantação, a um comportamento cíclico da economia, do tipo *boom-recession* (expansão-contracção), contraria a tendência convencional, de acordo com a qual a implementação de políticas de estabilização vinha, em geral, acompanhada por uma recessão imediata (Kiguel & Liviatan, 1992). Calvo & Végh (1993) não negam a existência desse ciclo, mas o atribuem a situações temporárias que acompanham a queda brusca da inflação. Esses autores argumentavam que esse efeito tornou-se fonte de discussão, uma espécie de quebra-cabeça para economistas teóricos e formuladores de política econômica. Easterly (1996), por exemplo, se perguntava: não estará essa expansão de curto prazo simplesmente adiando a inevitável recessão? O comportamento do PIB brasileiro *vis-à-vis* o declínio da inflação pode ser visualizado a partir do exame da Figura 3. A figura sugere que a tendência não convencional do tipo *boom-recession* de fato se apresentou logo após julho de 1994, quando o Plano Real foi implementado.

A necessidade de manutenção de taxas de juros internas elevadas em relação às demais taxas praticadas no resto do mundo, quando programas de estabilização ancorados no câmbio estão sendo executados, é outro aspecto crucial. Quando elevadas, as taxas de juros internas atraem capital externo, condição necessária para a sustentabilidade do plano (ampliação de reservas internacionais). Contudo, taxas de juros elevadas se traduzem, também, em baixos níveis de investimento e encarecem os serviços das dívidas interna e externa. Tentativas de explicar o comportamento das taxas de juros e de sua manutenção em níveis estratosféricos têm merecido a atenção de inúmeros analistas que elaboram suas argumentações a partir de uma literatura que enfoca a questão da ‘credibilidade’, da possibilidade de ‘crises no balanço de pagamentos de países em fase de estabilização’ e dos ‘ataques especulativos às moedas nacionais’. A Figura 4, abaixo, apresenta o comportamento da taxa de juros interna (*Over Selic*) em relação à *Libor* e à *Prime* (principais taxas de juros internacionais). Observa-se que, de fato, as taxas praticadas internamente, embora oscilando ao longo do período, se mantiveram substancialmente mais elevadas do que as principais taxas praticadas no resto do mundo.

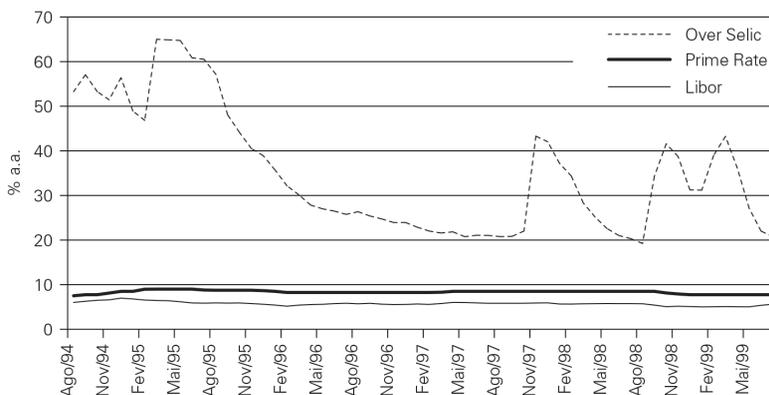
⁷ A literatura sobre os efeitos esperados desses programas, resenhada em Mollo & Silva (1999), será revisitada ainda nessa parte do trabalho, à luz das estatísticas pertinentes e referentes ao desempenho da economia brasileira no período 1994-1999.

Figura 3: Brasil: Trajetória do Produto e Queda da Inflação (1993 - 1995)



Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, vários números.

Figura 4: Taxa de Juros (ago/1994 - ago/1999)

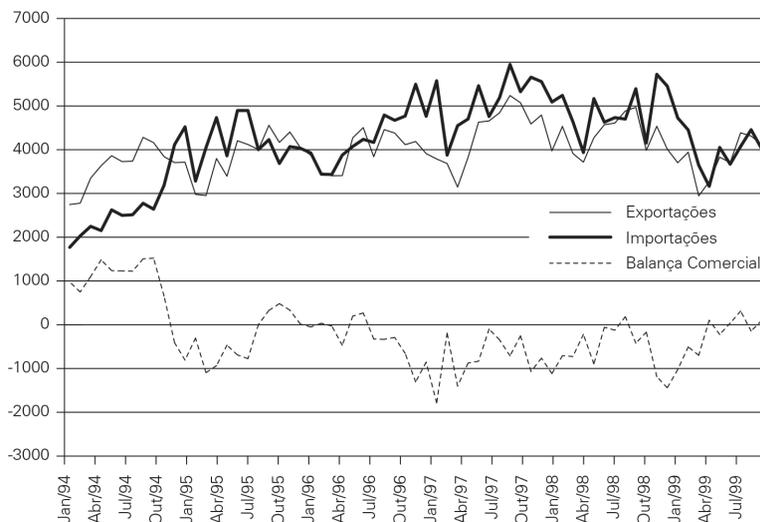


Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, vários números.

Finalmente, como ressaltado anteriormente, há uma tendência que se manifesta nos programas ancorados na manutenção de taxas de câmbio sobrevalorizadas, agravando antigos problemas ligados aos balanços de pagamentos dos países ou criando novos problemas. É notório que taxas de câmbio sobrevalorizadas incentivam a importação de bens e serviços e desestimulam as exportações, o que reverteu, no caso do Brasil, os saldos positivos da balança comercial. Do exame da Figura 5 depreende-se, claramente, essa tendência. Detecta-se a reversão no sinal do saldo da balança comercial e o agravamento do déficit em janeiro de 1999 quando a moeda

nacional foi alvo do ataque especulativo que desembocou na mudança de regime cambial. Os saldos negativos na balança comercial vão somar-se aos déficits crônicos da balança de serviços, levando a déficits em transações correntes cada vez mais insustentáveis em termos de financiamento externo (representado pelo saldo líquido dos movimentos de capitais), como mostra a Figura 6. É notório, também, o impacto da fuga de capitais sobre o saldo da balança de capitais no início de 1999, refletindo a desconfiança dos agentes internacionais com relação à sustentabilidade do programa de estabilização ancorado na taxa de câmbio. Uma avaliação dos impactos do plano de estabilização brasileira sobre a fragilidade financeira externa do país é desenvolvida por De Paula & Alves Jr. (1999). Eles mostram, por meio da construção de um índice de fragilidade financeira, que há uma tendência à alta do referido indicador a partir do início do Plano Real e que esta tendência está inversamente relacionada com o resultado da balança comercial.

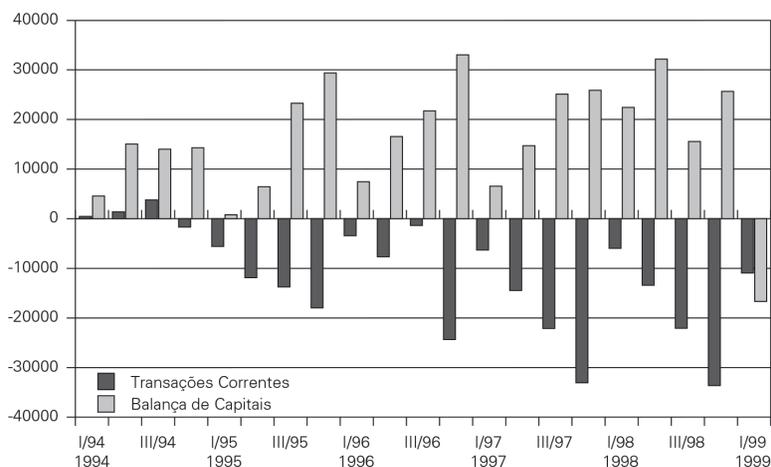
Figura 5: Brasil: Evolução da Balança Comercial (dados em US\$ milhões) (1994 - 1999)



Fonte: *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

Os efeitos e processos observados no Brasil, conforme destacados em Mollo & Silva (1999), podem ser assim resumidos: a sobrevalorização inicial da moeda nacional ocasionada pela elevada inflação interna, responsável pelo resíduo inflacionário, permaneceu quando o câmbio foi fixado. Uma vez sobrevalorizado o câmbio, a taxa de juros alta garantiu rentabilidade à entrada de capitais estrangeiros. Caso contrário, a mera perspectiva de desvalorização da moeda interna desestimularia sua entrada. Observe-se, porém, que o aumento da taxa de juros, ou do diferencial de juros para atrair capital externo, torna-se, nesses programas, uma exigência permanente porque a entrada de capitais externos aumenta a base monetária que, uma vez esterilizada (para evitar efeitos vistos como inflacionários),

Figura 6: Brasil: Financiamento do Déficit em Conta Corrente
(dados em US\$ milhões) (1994 - I/1999)



Fonte: *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

propicia a manutenção ou o aumento da própria sobrevalorização da moeda nacional, pela entrada intermitente de capitais externos atraídos pelas altas taxas de juros. Foi o que ocorreu no Brasil. Assim, se por um lado a entrada de capitais sobrevalorizando o câmbio era útil para baixar a inflação, por outro exigia taxas de juros enormes, tolhendo ao longo do tempo o crescimento. A queda do crescimento no Brasil foi responsável pela elevação da taxa de desemprego aberto ao longo dos últimos anos.⁸ Além disso, o impacto das altas taxas de juros se fez sentir na expansão do déficit nominal do governo e no aumento da dívida pública interna líquida, que de um cifra de menos de 23,7% do PIB em 1994 atingiu mais de 35% em 1998, acabando por fragilizar financeiramente o governo (Tabela 1) tornando-o refém da armadilha dos juros elevados.⁹

Tabela 1: Brasil: Balanço Fiscal (1994-1998)

	Dívida Interna Líquida		Déficit Nominal	Déficit Operacional	Déficit Primário
	US\$ milhões	% PIB	% PIB	% PIB	% PIB
1994	128.917	23,7	26,5	-2	-5,1
1995	175.325	24,8	7,1	4,9	-0,3
1996	228.770	29,5	6,08	3,88	0,1
1997	241.884	30,1	6,14	4,33	1,02
1998	272.119	35,08	8,06	7,52	-0,01

Fonte: *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

⁸ Vide Mollo & Silva (1999, Figura 2: 210).

⁹ Vide Schwartzman (1999) para uma análise da questão do ajuste fiscal e a credibilidade do Plano Real.

Como bem salienta Kregel (1999: 25), a dependência excessiva de fluxos de capitais externos leva a que as ações de política monetária sejam contrárias à estabilização macroeconômica. Participação crescente dos juros entre as despesas do governo comprometem o caráter estabilizador do multiplicador keynesiano. No Brasil, no período recente, destaca Kregel (1999), os gastos do governo federal com o pagamento de juros da dívida pública são superiores a seus dispêndios com salários e ordenados. Ao mesmo tempo as taxas de juros elevadas acabam induzindo a aritmética perversa destacada por Sargent (1986) e que impede qualquer regra de política monetária.

Assim, entre as lições que aprendemos com os programas de estabilização com ancoragem cambial implementados na América Latina nos anos 1990, podemos salientar, como sugere Damill (1999: 52) no contexto da adoção do sistema de caixa de conversão pela economia Argentina, os problemas derivados da vulnerabilidade do setor externo e de situações de vulnerabilidade financeira interna, que se somam à dinâmica do endividamento público. Assim, a dinâmica da dívida interna passa a ser subordinada aos objetivos da política de estabilização e ao equilíbrio de curto prazo.

O cenário acima descrito possui todos os ingredientes necessários para provocar o colapso dos programas de estabilização baseados em ancoragem cambial em geral, e o brasileiro, em particular, na medida em que pode precipitar as chamadas crises cambiais.

ASPECTOS TEÓRICOS DAS CRISES CAMBIAIS¹⁰

Crisis cambiais podem ocorrer devido à antecipação pelos agentes de uma mudança no regime cambial. A especulação, nesse sentido, não é estabilizadora: acelera a corrida em direção às reservas internacionais levando, em diversos casos, à desvalorização da taxa de câmbio.

De forma resumida, a visão ‘ortodoxa’ sobre crises cambiais fundamenta-se no modelo canônico desenvolvido por Krugman (1979) e Flood & Garber (1984) explicando crises cambiais

como o resultado de uma inconsistência fundamental entre as políticas domésticas — tipicamente a persistência de déficits orçamentários financiados por expansão de moeda — e a tentativa de manter a taxa de câmbio fixa. Esta inconsistência pode ser temporariamente contornada se o banco central tiver um volume de reservas suficientemente grande, mas quando essas reservas se tornam inadequadas os especuladores vão reagir com uma onda de vendas. [Krugman, 1997: 3]

¹⁰ Para uma discussão mais ampla sobre o tema, vide Andrade & Silva (1999) e Alves Jr., Ferrari & De Paula (1999-2000).

A lógica do modelo pode ser descrita pela seguinte sucessão de fatos: o governo tem um déficit, possui um estoque de reservas e controla a taxa de câmbio. O financiamento da dívida por meio de criação de base monetária leva a um crescimento do preço-sombra da divisa. Quando o preço-sombra se torna mais elevado que o preço defendido pelo governo, os especuladores atacam o estoque de reservas internacionais. O governo, em geral, não tem condições de sustentar o ataque, e o sistema entra em colapso.

Uma segunda geração de modelos explicativos de crise cambiais foi desenvolvida misturando o modelo canônico com o enfoque de jogos de custo-benefício de Barro & Gordon (1983). O principal elemento desses modelos é o *trade-off* entre inflação e desemprego ou um *trade-off* entre inflação e dívida pública. Nesses modelos, a condição de paridade de poder de compra (PPC) relaciona a taxa de câmbio aos preços e à inflação. Assim o jogo leva a uma escolha entre a fixação da taxa de câmbio (menos inflação, mais desemprego e maior o custo da dívida, por exemplo) e a desvalorização da taxa de câmbio (mais inflação, menos desemprego e menor custo da dívida).¹¹ O equilíbrio final depende da expectativa dos agentes, da natureza dos choques e das condições iniciais. Expectativas de que o governo abandonará a taxa de câmbio fixa pode implicar no aumento do custo de defendê-la, podendo mesmo precipitar a crise cambial. Uma implicação importante desses modelos é a possibilidade de profecias auto-realizáveis.

Contrariamente ao modelo-padrão de Krugman, no qual o ataque especulativo resulta de um desequilíbrio nos ‘fundamentos’, Obstfeld & Rogoff (1996) e Velasco (1996), entre outros, advogam a possibilidade de crises cambiais como o resultado de profecias auto-realizáveis mesmo quando os ‘fundamentos’ estão corretos.

É notório o uso que o pensamento dominante faz da idéia ‘heterodoxa’ de *animal spirits* de Keynes (1936) para dar suporte aos seus argumentos. É conveniente reproduzir as observações provenientes de alguns dos mais conhecidos representantes dessa escola: Velasco (1996) e Obstfeld & Rogoff (1996), por exemplo:

Então, a credibilidade da taxa de câmbio fixa é parcial e depende dos *animal spirits*. [Velasco, 1996: 271]

A raiz do problema é que as expectativas de desvalorização elevam a taxa de desemprego, criando um incentivo para o governo validá-las desvalorizando *ex-post*. [Obstfeldt & Rogoff, 1996: 652]

A noção keynesiana de expectativas auto-realizáveis emerge de um modelo heterodoxo completamente diferente. No caso de Keynes, ‘fundamentos’ não são importantes já que eles não podem ser a base para as expectativas do futuro em

¹¹ O custo da dívida expresso em moeda nacional pode levar governos a desvalorizarem a moeda com o objetivo de reduzir o referido custo.

um mundo onde prevalece o estado de incerteza radical.¹² Nesse sentido, não há lugar para uma relação entre a taxa de câmbio e os chamados ‘fundamentos’. De acordo com Keynes, os ‘fundamentos’¹³ seriam dependentes das expectativas dos agentes e mais especificamente dos *animal spirits*. Não há uma separação clara possível entre ‘fundamentos’ e ‘bolhas’. De certa forma ambos são parte de um mesmo fenômeno e dependentes do estado das expectativas.¹⁴ No caso das taxas de juros, se mais agentes econômicos acreditam que elas irão aumentar e por isso vendem os títulos, maior será o aumento das mesmas. O mesmo ocorre com a taxa de câmbio. Ou seja, as taxas de câmbio são afetadas pelos preços dos ativos da economia doméstica tanto quanto as taxas de juros. O caráter especulativo da demanda por moeda que é capaz de produzir agregados monetários instáveis é, também, capaz de influenciar a dinâmica das taxas de câmbio. Nesse contexto, crises cambiais fazem parte de crises mais amplas.

A hipótese da instabilidade financeira

Em adição a esses modelos chamados de ‘modelos de nova geração’, devemos mencionar as contribuições de Calvo & Mendoza (1996 a,b) e Krugman (1998).

Embora os trabalhos tenham sido desenvolvidos para explicar circunstâncias diferentes — os primeiros desenvolvem seu modelo para entender o colapso do México de 1994, e o último analisa a crise recente da Ásia — eles apresentam inúmeros aspectos em comum.

Calvo & Mendoza (1996 a, b) sugerem um modelo em que as crises cambiais estão associadas às crises financeiras. Como o argumento é apresentado, expansão dos fluxos de capitais estrangeiros aumentam a liquidez dos bancos privados ampliando a capacidade de empréstimos pelos mesmos. Dada a garantia esperada dos depósitos pelas autoridades monetárias, os depositantes não pressionam por qualquer tipo de controle das atividades de empréstimo bancárias. Por outro lado, os banqueiros compram ativos arriscados. Como resultado, as atividades do sistema bancário tornam-se frágeis. Antecipações de desvalorizações levam à substituição de moeda nacional por moeda estrangeira. Bancos, quando não são capazes de honrar os seus compromissos com seus depositantes, terminam sendo resgatados pelo Banco Central enquanto prestador de última instância.¹⁵ O aumento da

¹² De acordo com Davidson (1994: 86-92) mesmo se variáveis fundamentais e distribuições de probabilidade condicional existissem não seria possível realizar previsões confiáveis num mundo não ergódico.

¹³ A palavra ‘fundamentos’ está sendo empregada aqui no sentido de configuração resultante do sistema econômico em vez de condições de equilíbrio, como o fazem os economistas ortodoxos.

¹⁴ Uma análise bastante esclarecedora a esse respeito aparece na contribuição de Harvey (1996).

¹⁵ Já é fato estilizado o princípio de que bancos centrais são extremamente sensíveis a falências de instituições financeiras. Isso resulta do temor de que o sistema de pagamentos doméstico possa ser vítima de maiores perdas. Frequentemente essas preocupações podem levar as autoridades monetárias a

base monetária valida a corrida bancária e a economia perde reservas internacionais. De acordo com Calvo & Mendoza, a crise cambial torna-se uma crise de desequilíbrio de estoque — um nível muito elevado de ativos líquidos em relação ao estoque de reservas.

Uma história alternativa é contada por Krugman (1998). Sua interpretação é, basicamente, a mesma de Calvo & Mendoza (1996 a, b) com a diferença que neste caso Krugman argumenta que as crises cambiais são um aspecto das crises financeiras. De acordo com seu ponto de vista, a desregulamentação financeira leva a ciclos de expansão. Banqueiros são especuladores que não têm nada a perder mas muito a ganhar de *portfolios* arriscados. O comportamento arriscado dos banqueiros é explicado por *moral hazard*, dado que as autoridades monetárias garantem os depósitos. Esse é o mesmo mecanismo alegado por Calvo & Mendoza. A principal diferença é que no caso de Krugman a ênfase é colocada nos ciclos de investimento. É interessante notar que a taxa de retorno considerada pelos intermediários financeiros — a taxa de retorno *pangloss*, de acordo com Krugman (1998) — é mais elevada do que a taxa de retorno esperada. A explicação vem do fato de que os resultados que importam para os investidores são os que se encontram acima da taxa de retorno mínima, dado que eles percebem a garantia dada pelo governo. *Moral hazard*, que favorece o comportamento arriscado dos bancos, provoca investimento em excesso.

Nosso entendimento é que os argumentos apresentados nessas histórias são complementares. O cenário de Krugman é suficiente para produzir uma crise financeira. Calvo & Mendonza, por outro lado, enfatizam a complementariedade entre a crise cambial e a crise financeira.

Vale a pena reproduzir a história dos ciclos de negócios financeiros de Krugman:

Então, com o que uma verdadeira explicação da crise asiática se pareceria? Deixe-me propor a seguinte história: O problema começou com os intermediários financeiros — instituições cujos débitos eram considerados como tendo garantia implícita do governo, mas eram desregulados e, portanto, sujeitos a problemas severos de *moral hazard*. Os empréstimos excessivamente arriscados criaram inflação — não no preço de bens, mas nos preços dos ativos. O sobrepreço dos ativos era sustentado em parte por uma espécie de processo circular, no qual a proliferação de empréstimos arriscados provocou a elevação dos preços dos ativos arriscados, tornando as condições financeiras dos intermediários parecer mais saudável do que era. E daí a bolha explodiu. O mecanismo da crise, eu sugiro, envolveu aquele mesmo processo circular no reverso: a queda dos preços dos ativos tornou a insolvência dos intermediários financeiros

resgatar as atividades do sistema bancário com a adoção de medidas, tais como redução do requerimento mínimo de reservas, expansão do crédito interno, novos empréstimos aos bancos.

visível, forçando-os a cessar operações, provocando deflação adicional dos ativos. Esta circularidade, por sua vez, pode explicar tanto a gravidade das crises como a aparente vulnerabilidade das economias da Ásia a crises auto-realizáveis — que por outro lado, ajuda a entender o fenômeno do contágio entre economias aparentemente pouco relacionadas. [Krugman, 1998: 3]

O ponto importante nessas explicações, particularmente no trabalho de Krugman (1998), é o reconhecimento de aspectos das crises que sempre foram apontados por economistas ‘heterodoxos’:

- a) Há o reconhecimento de que a instabilidade pode ter origem financeira em economias com sistemas financeiros pouco regulados, como discutido acima.
- b) Há o reconhecimento de que a instabilidade financeira produz efeitos reais. É notória, por exemplo, a quebra da neutralidade da moeda durante as crises financeiras. De acordo com Krugman (1998), *moral hazard* eleva a eficiência marginal do capital levada em conta pelos bancos — o que ele chama de taxa de retorno *pangloss*. Em consequência, mesmo projetos de investimento que não apresentavam valor presente positivo poderão se tornar passíveis de financiamento. Assim, o cenário pode apresentar excesso de investimentos e má alocação de recursos *vis-à-vis* as condições de equilíbrio com efeitos temporários e/ou permanentes.
- c) Há o reconhecimento de que crises cambiais são parte da instabilidade financeira. Para Krugman (1998), depois do recesso financeiro, a queda repentina dos valores dos ativos financeiros levarão a uma saída de capital e a uma perda crescente de credibilidade na moeda nacional. As crises cambiais são vistas como uma parte integral das crises gerais da economia. Esse é, também, o argumento por trás das interpretações pós-keynesianas das crises cambiais. Um bom exemplo desta interpretação aparece em Dow (1993). Dow analisa o ciclo dos negócios no contexto de uma economia aberta com taxa de câmbio fixa. Ela argumenta que, nesse caso, a oferta de moeda é aumentada pelas reservas internacionais e torna-se prócíclica, exacerbando os efeitos do crédito interno. Durante a contração, a saída de capitais causada pelo declínio das taxas de juros e pela falta de confiança no sistema financeiro precede o piso do ciclo. Em consequência do desenvolvimento da crise financeira, pode ocorrer um deslocamento da demanda por moeda em direção à moeda estrangeira forte (às vezes âncoras estabilizadoras), preparando o caminho para os ataques especulativos. Alves Jr, *et al.* (1999-2000), também dentro da tradição pós-keynesiana, argumentam que

em um mundo global e incerto, não podemos considerar instabilidade financeira e ataques especulativos como ‘anomalias’. Pelo contrário, eles são esperados, e resultados possíveis que surgem da forma como os mercados financeiros globais operam, em um sistema não ergódico onde não existe um arcabouço de salvaguardas para atuar como um *market maker* global. [Alves Jr, *et al.*, 1999-2000: 220]

Comportamento de manada

Para explicar o aumento da saída de capitais que caracteriza as crises, Calvo (1995) adiciona à sua história algum tipo de externalidade que ele chama de ‘comportamento de manada’. Sua proposição é que os investidores globais não olham para os ‘fundamentos’, já que a informação é custosa, e apresentam ‘comportamento de manada’. Os investidores comparam a diversificação do *portfolio* — que reduz o risco, com a informação custosa para administrar tal *portfolio*. Os benefícios marginais de obter e ordenar as informações específicas de um país diminuem com a diversificação geográfica e o investimento se torna altamente sensível a pequenas mudanças nas taxas de retorno percebidas. Mais tarde, escrevendo com Mendoza em 1996, eles concluem:

diversificação encoraja ignorância, e nesse cenário mesmo rumores frívolos podem desencadear fluxos maciços de capitais que são aparentemente inconsistentes com os fundamentos dos países... a volatilidade é um aspecto inescapável da economia global que surge com suas vantagens pela diversificação de risco, transferências de tecnologia e melhoria da eficiência na alocação dos recursos. [Calvo & Mendoza, 1996b: 174]

O comportamento de manada foi reconhecido por Keynes no contexto do mercado de ações. A existência de incerteza explica o comportamento baseado em convenções. Esse comportamento por sua vez explica o movimento de manada quando muda a convenção.

Embora o cardápio geral de enfoques seja variado e contemple aspectos do pensamento heterodoxo, a postura ortodoxa continua sendo de que as crises são patologias (Blanchard 1997).

Finalizando, cabe ressaltar que a posição heterodoxa aborda o problema das crises cambiais a partir da idéia da existência de “instabilidades sistêmicas, endogenamente geradas, em um sistema econômico baseado em livres mercados de bens e capitais” (Kregel, 1999: 24). Nessa mesma direção vai o trabalho de Alves Jr. *et al.* (1999-2000). Na medida em que o ambiente é de incerteza radical e o comportamento baseado em convenções, o sistema apresenta grande fragilidade. A demanda por ativos, nesse contexto, sempre tem um componente especulativo. Por outro lado, a ausência de fundamentos torna os agentes propensos a movimentos coletivos como os de manada.

COLAPSO DO REGIME CAMBIAL: UMA QUALIFICAÇÃO DO CASO BRASILEIRO

Crises cambiais em economias emergentes não mais podem ser consideradas como fenômenos episódicos e restritos a alguns países. O fenômeno assumiu no final de século proporções mundiais.

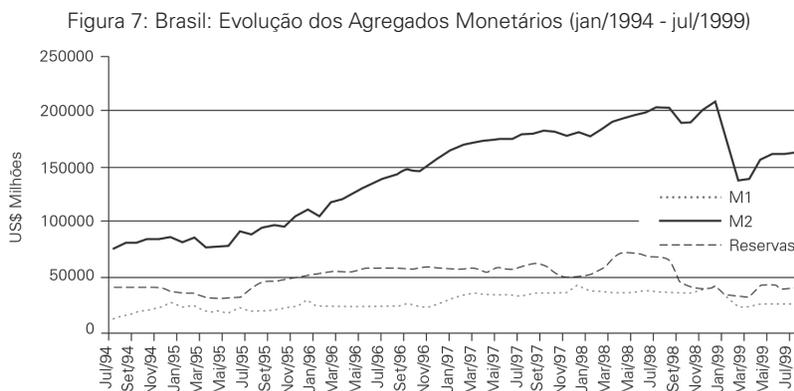
O Brasil, contudo, passou a ser, no final dos anos 1998, o mais provável candidato a enfrentar um ataque especulativo. Todos os ingredientes, pelo que descrevemos acima, pareciam estar presentes. Os modelos teóricos apresentados anteriormente podem ser classificados em modelos que destacam os fundamentos e modelos que destacam o lado dos ativos financeiros. Em ambos os casos os cenários interpretados a partir dos fundamentos macroeconômicos bem como da composição dos estoques dos ativos financeiros são entendidos como pré-condições para o desencadeamento das crises cambiais, quer dentro da visão ortodoxa, quer dentro da visão heterodoxa. Um resumo desses desequilíbrios é apresentado a seguir:

Desequilíbrio dos Fundamentos

A economia brasileira já apresentava no final de 1997 um déficit em conta corrente elevado e crescente (4% a 5% do PIB); uma moeda sobrevalorizada; um déficit público nominal também crescente — em torno de 6% do PIB; e elevados juros. Além disso, esbarrava nas restrições impostas pela proximidade da eleição presidencial que, em qualquer situação, ata as mãos das autoridades com relação à adoção de políticas corretivas e reformas consideradas impopulares.

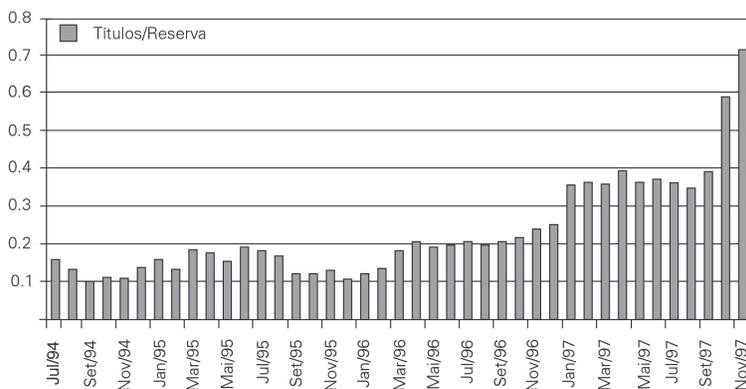
Desequilíbrio dos Estoques

O crescente estoque de títulos, relativamente aos meios de pagamento, resultante de uma forte política de esterilização, de um lado, e do financiamento do déficit público, de outro, pode ser interpretado como uma pré-condição para um ataque especulativo liderado por ativos financeiros. Para se ter uma idéia, a relação entre o agregado monetário M2 e o agregado monetário M1, que havia atingido 3.1 em dezembro de 1994, dobra para 6.48 em outubro de 1996. Durante 1997 e 1998, a razão M2/M1 oscila em torno de 5.0, voltando a crescer a partir de dezembro de 1998. Mais problemático era, contudo, o crescente descolamento do agregado monetário M2 relativamente ao montante de reservas internacionais, como pode ser observado na Figura 7.



Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, vários números.

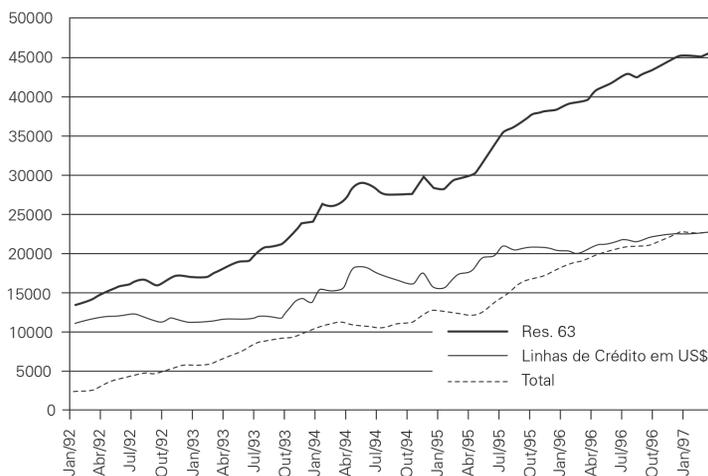
Figura 8: Brasil: Proporção do Valor dos Títulos Públicos Expressos em US\$ em Relação ao Valor das Reservas Internacionais (jul/1994 - nov/1997)



Fonte: *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

A proporção crescente de títulos públicos (Figura 8) expressos em dólares e o montante de endividamento externo do setor bancário brasileiro (Figura 9) são indicadores adicionais da vulnerabilidade do país já em 1997 e da eminência do ataque especulativo que a economia viria a sofrer em janeiro de 1999, levando à adoção do regime de taxas de câmbio flutuantes.

Figura 9: Brasil: Endividamento Externo do Sistema Bancário (jan/1992 - jan/1997)



Fonte: *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O Brasil, em janeiro de 1999, modificou sua política cambial para um regime de câmbio flutuante (flutuação suja), premido a isso pelos ataques especulativos

que, nos últimos meses, reduziram suas reservas cambiais de US\$ 74 bilhões, em abril de 1998, para cerca de US\$ 30 bilhões, quando da liberação do câmbio em 15 de janeiro de 1999 (Figura 7). A desvalorização da moeda atingiu algo em torno de 70%, surpreendendo os analistas mais pessimistas (Figura 2). A perda dramática de reservas e os problemas enfrentados pelo Plano Real não foram surpresas. Foram decorrência da vulnerabilidade a que se sujeitou o país com a liberalização da economia e a adoção de um programa de estabilização de combate à inflação atrelado aos fluxos de capitais externos. Esta vulnerabilidade foi inúmeras vezes anunciada e criticada por teóricos de tendências diversas. O aspecto interessante a ser destacado dessas críticas é que a identificação da insustentabilidade de um programa de estabilização atrelado a uma âncora cambial, ou da vulnerabilidade das economias que os adotam, quer sob a ótica dos analistas heterodoxos, quer sob a ótica de analistas ortodoxos, apoiam-se, conforme salientamos ao longo do artigo, em argumentos tantas vezes enfatizados pela heterodoxia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALVES JR., A.J., FERRARI, F. & DE PAULA, L.F. (1999-2000). "The Post Keynesian critique of conventional currency crisis models and Davidson's proposal to reform the international monetary system", *Journal of Post Keynesian Economics*, 22 (2): 207-226, Winter.
- ANDRADE, J.P.& SILVA, M.L.F. (1999). "Divergências e convergências sobre as crises cambiais", in: Lima, G.T., J. Sicsú e L.F. de Paula (orgs.), *Macroeconomia Moderna — Keynes e a Economia Contemporânea*. RJ: Editora Campus, cap.14: 306-327.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, diversos números.
- BARRO, R. J. & GORDON, D.B. (1983). "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model". *Journal of Political Economy*, 91 (4): 589-609, agosto de 1983.
- BLANCHARD, O. (1997). *Macroeconomics*, Prentice Hall, New Jersey.
- CALVO, G. A., & VÉGH, C.A. (1993). "Exchange Rate-Based Stabilization under Imperfect Credibility", in: Frisch, Helmut e Andreas Worgotter (orgs.), *Open Economy Macroeconomics*. Londres: MacMillan Press: 3-28.
- CALVO, G. A. (1995). "Varieties of capital-market crises". Center for International Economics (CIE), University of Maryland, mimeo.
- CALVO, G. A. & MENDOZA. E.G. (1996 a). "Mexico's Balance of Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold", *Journal of International Economics*, 41: 235-264.
- CALVO, G. A. & MENDOZA. E.G. (1996 b). "Petty Crime and Cruel Punishment: Lessons from the Mexican Debacle", *American Economic Review*, 86 (2).
- CHESNAIS, F. (1994). *La Mondialisation du Capital*, Syros, Paris.
- CHESNAIS, F. (1996). *La Mondialisation Financière: Genèse, Coût et Enjeux*, Syros, Paris.
- DAVIDSON, P. (1992-93). "Reforming the World's Money", *Journal of Post Keynesian Economics*, 15 (2): 153-80, Winter.
- DAVIDSON, P. (1994). *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. UK/USA: Edward Elgar Publishing Ltd.
- DAMILL, M. (1999). "Convertibilidad, Capitales Volátiles y estabilización: el papel de las finanzas del gobierno" *Revista de Economía Política* 19 (1): 30-54, janeiro-março.
- DE PAULA, L. F. & ALVES JR., A. (1999). "Limites da Política Cambial", *Revista de Economia Política*, 19 (1): 72-93, janeiro-março.
- DOW, S.C. (1993). *Money and the Economic Process*. UK/USA: Edward Elgar Publishing Ltd.
- EASTERLY, W. (1996). "When is Stabilization Expansionary?", *Economic Policy* 22: 67-107, April.
- EDWARDS, S. (1996). "Exchange-Rate Anchors, Credibility, and Inertia: A Tale of Two Crises, Chile

- and Mexico”, *The American Economic Review* 86 (.2): 176-80, Papers and Proceedings of the 1996 Meeting of the AEA, May.
- FLOOD, R. & GÄRBER, P. (1984). “Collapsing Exchange-Rate Regimes”, *Journal Of International Economics* (17): 1-14.
- FRENKEL, J.A. & GOLDSTEIN, M. (1986). “A guide to target zones”, *IMF Staff Papers*, 33 (4): 633670, Washington DC: International Monetary Fund.
- GUTTMANN, R. (1994). *How Credit-Money Shapes the Economy: The United States in a Global System*, US: M.E. Sharpe, Inc.
- HARVEY, J. T. (1996). “Örthodox approaches to exchange-rate determination: a survey”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 18 (4): 567-83, summer.
- KEYNES, J.M. (1936). *The Collected Writings of Jonh Maynards Keynes*, XXV, Londres: Macmillan, 1980.
- KIGUEL, M. & LIVIATAN, N. (1992). “The Business Cycle Associated with Exchange-Rate-Based Stabilization”, *The World Bank Economic Review*, 6: 279-305.
- KREGEL, J.A. (1996). “Risks and Implications of Financial Globalisation for National Policy Autonomy”, Artigo preparado para a Conferência Internacional: *Macroeconomia em Face da Globalização*, org. CORECON: Brasília, Brazil, (mimeo).
- KREGEL, J.A. (1999). “Was There an Alternative to the Brazilian Crisis?”, *Brazilian Journal of Political Economy*, 19 (3): 23-38, July-September,.
- KRUGMAN, P. (1979). “A Model of Balance of Payments Crises”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11: 311-25, August.
- KRUGMAN, P. (1998). “What Happened to Asia?” (publicado no web: <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>), January.
- MOLLO, M.L.R., SILVA, M.L.F. & TORRANCE, T. S. (1999). “Exchange-Rate Regimes: Conceptual Monetary Differences and Contrasting Views”, in: Silva, M.L.Falcão, *Modern Exchange-Rate Regimes, Stabilisation Programmes, and Co-ordination of Macroeconomics Policies: Recent Experiences of Selected Developing Latin American Economies*. Grã Bretanha/EUA: Ashgate, cap.4.
- MOLLO, M.L.R. & SILVA, M.L.F. (1999). “A Liberalização do Câmbio no Brasil: Revisitando a Discussão dos Pressupostos Teóricos Embutidos nas Prescrições Cambiais Alternativas”, *Estudos Econômicos*, 29 (2): 189-227.
- OBSTFELD, M. & ROGOFF, K. (1996). *Foundations of International Macroeconomics*. Cambridge, Mass: MIT Press.
- PASTORE, A. & PINOTTI, M.C. (1999). “Inflação e Estabilização: Algumas Lições da Experiência Brasileira”, *Revista Brasileira de Economia*, 53 (1): 3-40.
- PLIHON, D. (1996). “Déséquilibres mondiaux et instabilité financière”, In: CHESNAIS, F. (1996). *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*, Syros, Paris.
- SCHWARTSMAN, A. (1999). “A crise cambial e o ajuste fiscal”, *Revista de Economia Política*, 19 (1): 5-29, janeiro-março.
- SARGENT, T.J. (1986). *Rational Expectations and Inflation*, Harper & Row, New York.
- SILVA, M.L.F. (1999). *Modern Exchange-Rate Regimes, Stabilisation Programmes, and Co-ordination of Macroeconomics Policies: Recent Experiences of Selected Developing Latin American Economies*. Grã Bretanha/EUA: Ashgate
- SILVA, M.L.F. & ANDRADE, J.P. (1996). “Brazil’s New Currency: Origin, Development and Perspectives of the Real”, Rio de Janeiro: *Revista Brasileira de Economia* vol.50 (4): 427-67.
- VELASCO, A. (1996). “Fixed Exchange Rates: Credibility, Flexibility and Multiplicity”. *European Economic Review* 40: 1023-36, April.
- WILLIAMSON, J. (1992-93). “Designing an International Monetary System”, *Journal of Post Keynesian Economics* 15 (2): 181-92, Winter.

