

O atual regime cambial brasileiro

Marcelo Fonseca de Melo¹

Introdução

O Plano Real foi, indiscutivelmente, extremamente bem sucedido em seu principal propósito: o combate à inflação. Após anos de um processo inflacionário crônico e de sucessivos e fracassados planos econômicos, finalmente o país atingiu a tão sonhada estabilidade.

A política cambial constituiu o eixo central do Plano e foi objeto de profunda discussão. O debate em torno do regime cambial mais adequado à economia brasileira continua, mesmo após a mudança de regime ocorrida no início deste ano.

O objetivo do presente artigo é analisar o atual regime cambial brasileiro e avaliar sua adequação à nossa economia. Para isso, inicialmente será descrito o sistema cambial vigente nos primeiros anos do Real. Em seguida serão analisadas as deficiências daquele regime e os fatores determinantes para a sua mudança no início de 1999, quando o país abandonou o sistema de bandas adotando um regime mais flexível. Pretende-se ainda analisar as vantagens e desvantagens deste regime, principalmente no que diz respeito a seus impactos sobre a inflação e o crescimento econômico.

1 Os regimes cambiais até dezembro de 1998

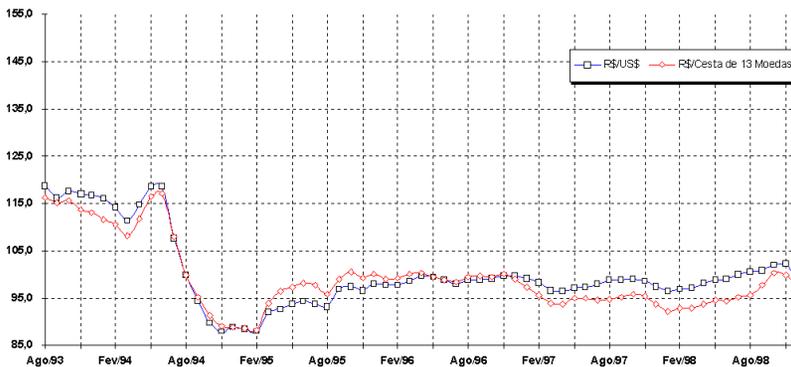
Com a reforma monetária ocorrida em junho de 1994 e a implantação do Plano Real,² as autoridades monetárias, num primeiro momento, se ausentaram do

(1) Gradurando – 4º ano. (UNICAMP. Instituto de Economia).

(2) Bacha (1998) e Oliveira (1997) descrevem detalhadamente a implementação do Plano, destacando as características da reforma monetária e a genialidade da transição para a nova moeda.

mercado cambial. As altas taxas de juros praticadas estimularam a entrada de capitais no país, o que determinou uma forte apreciação nominal e real da taxa de câmbio, que em pouco mais de três meses passou de uma paridade de R\$ 1,00 por dólar para R\$ 0,83.

Gráfico 1
Taxa de câmbio real ⁽¹⁾



⁽¹⁾ Base: agosto/1994 = 100

Fonte: FUNCEX

Se por um lado essa apreciação foi fundamental para a redução mais rápida dos índices inflacionários, por outro afetou de forma bastante intensa a competitividade-preço dos produtos nacionais no exterior, o que, aliado a uma maior abertura econômica, determinou brutais déficits em transações correntes.

Para a equipe econômica (ou boa parte dela), o principal problema da indústria (particularmente do setor exportador) não era o câmbio, e sim a falta de competitividade decorrente do atraso tecnológico e do “custo Brasil”, o que seria superado com a abertura da economia e uma conseqüente reestruturação dos setores internos, que ganhariam competitividade internacional.³

Enquanto isso, o déficit externo seria financiado com a manutenção de juros reais elevados. Com a grande oferta de créditos no mercado internacional atraídos pelo diferencial de juros, o Brasil financiaria seus déficits em transações

(3) Para maiores detalhes dos argumentos que sustentavam essas idéias ver Franco (1998) e Mendonça de Barros & Goldenstein (1997).

correntes. Mas tal estratégia consistia em uma verdadeira “aposta”, pois dependia da manutenção de um cenário internacional favorável.

Tabela 1
Balanco de transações correntes
(US\$ bilhões)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Balança comercial	13.307	10.466	-3.352	-5.554	-6.357	-6.409
Trans. correntes	-592	-1.689	-17.972	-23.136	-33.430	-34.982

Fonte: Banco Central do Brasil.

Com a crise mexicana de 1995 e a conseqüente queda dos créditos externos disponíveis para países da América Latina, os desequilíbrios em transações correntes decorrentes da sobrevalorização cambial se mostraram insustentáveis, indicando que a presença do Banco Central no mercado de câmbio seria indispensável para evitar desequilíbrios ainda maiores nas contas externas.

1.1 O regime de bandas

A partir de março de 1995 as autoridades monetárias definiram um novo sistema cambial, efetuando uma midi-desvalorização de 5,2% e passando a promover pequenas e periódicas desvalorizações cambiais.

Nesse momento, as discussões em torno da política cambial se intensificaram, inclusive dentro do governo, onde alguns setores pediam uma maior desvalorização. Mas o temor com o efeito inflacionário decorrente de uma maior desvalorização do Real falou mais alto e o presidente Fernando Henrique acabou aceitando a alternativa desenhada por Gustavo Franco e Pedro Malan de convivência de duas bandas (uma larga e uma estreita), dentro das quais a oscilação seria mínima (limitada à estreiteza da “bandinha”).

Dentro desse sistema o câmbio sofreria desvalorizações graduais ao longo do tempo. Mas a estratégia continuou pressupondo a manutenção de uma situação

internacional favorável e a continuidade dos fluxos de capitais para o país por mais um bom tempo.

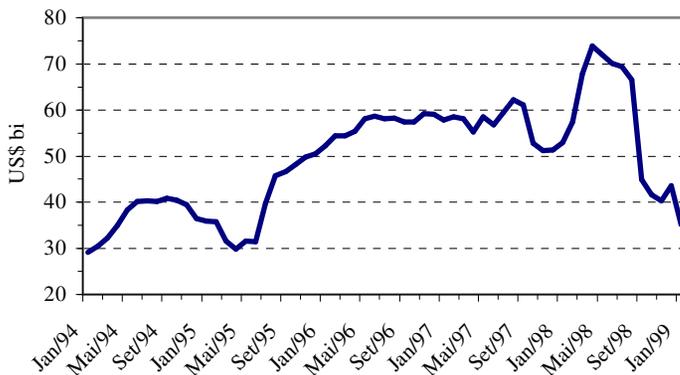
1.2 Turbulências e mudança no regime

A estratégia de desvalorização gradual do câmbio ia dando certo até setembro de 1997, quando a crise financeira deu seu primeiro sinal na Tailândia colocando a política cambial brasileira em xeque. A crise asiática teve fortes repercussões no Brasil. O país perdeu mais de US\$ 10 bilhões de reservas em poucos dias e o debate sobre a desvalorização do Real novamente ganhou intensidade.

A crise da Ásia mostrou que o Brasil era bem mais vulnerável do que o governo admitia. Contudo, o governo continuou firme na política cambial, desvalorizando o real lentamente, com a correção das bandas de flutuação do câmbio. Como a partir de fevereiro de 1998 o cenário externo se tranqüilizou um pouco e o país começou a recompôr suas reservas a estratégia foi mantida.

Gráfico 2

Reservas internacionais



Contudo, em agosto, a Rússia decretou a moratória de suas dívidas e uma nova tempestade, dessa vez ainda mais forte, abateu-se sobre a economia brasileira.

O debate no interior do governo a respeito da política cambial ganhou força. Como os fluxos de capitais não reagiram à elevação dos juros domésticos, o governo se viu obrigado a abandonar o regime cambial.⁴ Finalmente, em janeiro de 1999, a alteração no regime cambial foi efetuada.

1.3 Os problemas do regime cambial

O regime de bandas cambiais que vigorou no Brasil constituía uma variante do câmbio fixo. Tal regime, aliado a uma grande mobilidade de capitais, faz com que a política monetária perca (total ou parcialmente) a sua eficácia para alterar o nível de atividade da economia, servindo principalmente para determinar o nível de reservas internacionais.

A grande vantagem desse regime é a atuação do câmbio como âncora nominal, o que se mostrou extremamente eficiente no controle da inflação. Porém, tal regime possui alguns defeitos,⁵ o que leva muitos especialistas a indicarem sua adoção apenas por um período limitado de tempo.

O sistema brasileiro, baseado na valorização do câmbio real e em um curso pré-fixado para a taxa cambial, apesar de bem sucedido no controle da inflação apresentava graves problemas, principalmente o viés contra o crescimento econômico, o aumento explosivo da dívida pública e uma elevada vulnerabilidade externa.

O estímulo ao ingresso de capitais necessários para financiar os déficits em conta corrente requeria juros reais elevados, o que por si só é uma forte limitação ao crescimento econômico.

(4) Essa afirmação não é aceita por todos. Gustavo Franco, o maior defensor da política cambial de desvalorização gradual, afirma que o país poderia superar a crise sem alterar o regime cambial. Seu argumento é o de que as reservas internacionais brasileiras e o empréstimo de US\$ 41 bilhões garantido no acordo firmado com o FMI e com um grupo de países seriam suficientes para “defender” a moeda, o que impediria os “traumas” de uma mudança na política cambial.

(5) Obstfeld & Rogoff (1995) listam as principais críticas ao câmbio fixo.

Tabela 2
Juros nominais – SELIC (% ao ano)

Mês/Ano	1994	1995	1996	1997	1998
Jan.		48,9	35,7	22,9	37,2
Fev.		46,8	32,1	22,0	34,3
Mar.		65,0	30,2	21,6	28,3
Abr.		64,9	27,8	21,8	25,2
Mai.		64,7	27,0	20,8	22,6
Jun.		60,8	26,5	21,1	21,0
Jul.		60,5	25,8	21,0	20,3
Ago.	63,3	57,2	26,4	20,8	19,2
Set.	57,1	48,0	25,3	20,8	34,3
Out	53,3	44,1	24,7	22,0	41,6
Nov.	61,5	40,5	23,9	43,3	38,7
Dez.	56,4	38,9	23,9	42,0	31,2

Fonte: Banco Central do Brasil.

Além disso, as elevadas taxas de juros levaram ao crescimento explosivo da dívida pública.⁶ Como colocam Pastore & Pinotti (1998):

“Mesmo que o crescimento econômico tivesse se mantido em 4% ao ano, como era o objetivo inicial das autoridades,⁷ e que a taxa média real de juros tivesse permanecido em seu nível mínimo, de 16,6% ao ano durante quatro anos, o crescimento da dívida pública seria não sustentável. A menos que fossem gerados superávits primários que saíssem fora do limite do possível, seria impossível impedir o crescimento explosivo da dívida pública com aqueles juros reais.”

A experiência brasileira comprova que, mesmo com déficits públicos elevados, é possível conseguir uma estabilidade de preços (até mesmo por um longo período),⁸ mas às custas de taxas reais de juros elevadas, o que limita o

(6) A manutenção das taxas de juros a níveis acima das taxas de crescimento da economia, na ausência de superávits primários, rompe com a condição de sustentabilidade da dívida pública. Plihon (1996), além de mostrar essas condições, tece alguns comentários interessantes como o de que a política econômica adotada pela maior parte dos países nos últimos anos implica na necessidade de um ajuste fiscal permanente.

(7) O objetivo do governo era manter o crescimento do PIB em torno de 4% ao ano no período 1994/98, porém o crescimento verificado ficou na casa dos 3,2% ano. Mas essa média só foi conseguida devido ao comportamento do PIB em 1994 e 1995, quando ocorreu uma explosão de consumo decorrente dos efeitos da estabilização e a taxa de crescimento anual alcançou 5,4%. Entre 1996 e 1998 o crescimento médio foi de apenas 2%.

(8) A experiência brasileira desmente a proposição de que não se conseguiria fazer a estabilização sem ajuste fiscal. É o que Fábio Giambiagi denominou de “paradoxo da estabilidade sem fundamentos”.

crescimento econômico e agrava ainda mais o déficit público, caindo-se num “círculo vicioso”.

Tabela 3
Déficit do setor público

	1994		1995		1996		1997		1998	
	R\$ milhões	% PIB								
DLSP ⁽¹⁾	153.163	28,5	208.443	29,9	216.558	30,6	307.433	34,4	379.808	41,6
NFSP ⁽²⁾	-3.997	-1,10	32.263	5,11	29.218	3,75	37.499	4,33	75.751	8,41

⁽¹⁾ Dívida líquida do setor público

⁽²⁾ Necessidades de financiamento do setor público – operacional

Fonte: Banco Central do Brasil.

Outro problema do regime adotado no Brasil era a vulnerabilidade externa. A valorização do câmbio real e o crescimento extraordinário dos déficits em conta corrente faziam antever a necessidade de uma desvalorização. Como se sabe, a valorização do câmbio real é um dos indicadores mais eficazes para detectar o risco de um ataque especulativo.

As elevadas taxas de juros necessárias para financiar os déficits em transações correntes, ao sacrificarem o crescimento econômico, aumentavam a percepção de que os custos sócio-econômicos para a defesa da taxa cambial eram excessivamente altos. Nesse cenário o país tornava-se altamente sujeito a ataques especulativos.⁹

“Havia uma inconsistência naquele modelo: as taxas de juros mais elevadas do que as taxas de crescimento econômico geravam um crescimento explosivo da dívida pública. Como a defesa contra ataques especulativos, preservando o regime cambial, consistia na elevação das taxas de juros, agravava-se ainda mais o desequilíbrio fiscal. A cada novo ataque especulativo a elevação dos juros agravava o crescimento não sustentável da dívida pública, e a confiança na manutenção do regime cambial era solapada. Na seqüência da crise russa, os fluxos de capitais não mais responderam à elevação dos juros domésticos. Ao chegar a este ponto as autoridades não tiveram outra alternativa a não ser abandonar o regime cambial e flutuar a taxa de câmbio” (Pastore & Pinotti, 1999: 2).

(9) Pastore & Pinotti (1998) mostram como o Brasil respondeu às sucessivas crises externas, analisando a atuação do Banco Central nos diversos episódios. Destaque especial é dado à atuação do Banco na defesa do câmbio frente ao ataque sofrido em outubro de 1997.

2 O novo regime cambial

Durante a crise do México em 1995, quando a discussão em torno do regime cambial a ser adotado ainda estava em curso, Pérsio Arida defendia a adoção de uma única banda larga, dentro da qual o câmbio oscilaria livremente (até encontrar um “ponto de equilíbrio”), o que prepararia o mercado para a livre flutuação.

A proposta não foi aceita e o regime cambial adotado foi o anteriormente descrito: o sistema de bandas deslizantes (uma variante do câmbio fixo). Com as turbulências atravessadas pelo país no final de 1998 e início de 1999, em janeiro deste ano o governo decidiu deixar o câmbio flutuar livremente.

Após o período inicial de flutuação, em que as autoridades se ausentaram do mercado cambial, o governo se definiu pela adoção definitiva de um regime flexível, sem contudo abdicar de alguma atuação para tentar conter uma maior volatilidade, caracterizando um regime de “flutuação suja”.

Os defeitos do câmbio fixo induziram grande parte dos economistas a preferir regimes com uma maior flutuação cambial.¹⁰ Entretanto, a transição para um regime de câmbio flexível não é simples e requer que o país esteja preparado para enfrentar o crescimento da volatilidade da taxa de câmbio.

Mas, uma vez que o país consiga passar pela transição, as vantagens de um regime cambial flexível devem se fazer sentir. A maior parte dos críticos do regime cambial anterior afirmava que apenas com disciplina fiscal e um regime cambial mais flexível seria possível reduzir os juros e produzir um crescimento econômico, preservando a estabilidade de preços.

A redução dos juros é possível porque, com câmbio flexível, a política monetária passa a responder às necessidades internas da economia, vale dizer: inflação e crescimento econômico. Evita-se com isso que movimentos fortes e abruptos de capitais gerem flutuações cíclicas.

(10) Obstfeld (1985) faz uma boa análise dos regimes de câmbio flexível.

Quadro 1
Cronologia da crise e transição para o novo regime cambial

06 de janeiro:

- Itamar Franco (governador de MG) anuncia oficialmente a moratória do estado por 90 dias

07 de janeiro:

- A repercussão da moratória mineira é forte e chega aos mercados financeiros, que passam a projetar juros maiores e desvalorização cambial

11 de janeiro:

- A Bolsa de Valores de São Paulo vive um dia agitado e fecha com baixa de 5,6%, refletindo a intranquilidade do mercado

12 de janeiro:

- Mais de US\$ 1 bilhão deixa o país
- Bovespa tem queda de 7,6%
- Os títulos da dívida externa brasileira atingem seu pior nível desde a moratória da Rússia

13 de janeiro:

- O presidente do Banco Central, Gustavo Franco, pede demissão
- O governo muda a política cambial e desvaloriza o Real em 8,26%
- Mais de US\$ 1 bilhão deixam o país
- O governo intervém no mercado para segurar a cotação do dólar, que fecha no novo teto de R\$ 1,32
- A Bovespa cai mais 5,04%, em dia que o *circuit breaker* é acionado
- Os títulos da dívida externa continuam em queda

14 de janeiro:

- Bovespa fecha em queda de 9,96%

15 de janeiro:

- Banco Central suspende as bandas cambiais e não intervém no mercado
- Dólar comercial chega a R\$ 1,65
- A medida é bem recebida pelo mercado e as principais bolsas do país e do mundo fecham em alta

Além desse efeito, a flexibilização do câmbio deve colaborar para o equilíbrio da balança comercial, o que contribui para retirar da taxa de juros a função de equilibrar o balanço de pagamentos.

Pastore & Pinotti (1999) resumem a nova função da política monetária da seguinte forma:

“A taxa de juros perde sua função na determinação do equilíbrio externo e passa a ser utilizada para a determinação das taxas de inflação. Sua função primordial, deste ponto em diante, é produzir alterações no produto real atual em torno do produto potencial, implicando variações de juros reais significativamente menores do que quando era utilizada para preservar o câmbio nominal.”

Contudo, como já foi dito anteriormente, o período de transição nem sempre é tranqüilo. Nesse período os juros reais devem permanecer relativamente altos pois, como o câmbio tende a se depreciar mais do que o necessário para atingir o “equilíbrio” (o chamado *overshooting*), tal efeito pode se propagar sobre os preços da economia. Além disso, é necessário manter alguma atratividade externa para as aplicações financeiras, uma vez que o déficit externo deve levar algum tempo para declinar.

A adoção do câmbio flutuante também não significa maior espaço para a irresponsabilidade fiscal. Mesmo com câmbio flutuante a estabilidade de preços também estará comprometida quando a dívida pública atingir limites a partir dos quais o financiamento dos déficits somente pode ocorrer via expansão monetária.¹¹ Portanto, para que a política de estabilização seja consistente no tempo a política fiscal tem que respeitar a restrição orçamentária inter-temporal do governo.

“Neste, como em qualquer outro regime cambial, as taxas de inflação baixas requerem o equilíbrio fiscal inter-temporal. A taxa cambial é formada no mercado de ativos, com um forte componente de expectativas sobre os valores futuros da oferta e da demanda de moeda. Ainda que déficits fiscais persistentes sejam financiados com dívida, evitando a expansão monetária, se eles conduzirem a taxas reais de juros maiores do que as taxas de crescimento econômico, a relação dívida/PIB terá um crescimento explosivo, fazendo antever o crescimento da inflação, no futuro, o que eleva as expectativas de depreciação do câmbio, pressionando a taxa de câmbio e a própria inflação presente.” (Pastore & Pinotti, 1999: 6).

2.1 Flutuação cambial e inflação

Os efeitos da flutuação do câmbio sobre a inflação foram bastante restritos. As previsões, que inicialmente indicavam uma taxa em torno de 15% para o ano de 1999,¹² já foram revistas e a meta de 8% prevista pelo Banco Central parece ser condizente com a realidade da economia.

(11) Sargent & Wallace (1986) mostram que se os indivíduos tiverem a antevisão de que a oferta de moeda crescerá no futuro, a taxa de inflação começará a se elevar de imediato, e não apenas quando a oferta monetária começar a se elevar.

(12) Alguns catastrofistas previam uma inflação em torno de 25% para este ano e, podem acreditar (!), alguns professores de economia chegaram a prever que os efeitos não se restringiriam a uma “bolha” inflacionária e, em seminários abertos ao público, anteviam uma inflação superior a 30%.

Tabela 4
Inflação mensal – 1999

	IPCA	IGP-M	INPC	IPC (Fipe)
Jan.	0,70	0,84	0,65	0,50
Fev.	1,05	3,61	1,29	1,41
Mar	1,10	2,83	1,28	0,56
Abr.	0,56	0,71	0,47	0,47
Mai.	0,30	-0,29	0,05	-0,37
Jun.	0,19	0,36	0,07	-0,08
Jul.	1,09	1,55	0,74	1,09

Fonte: IBGE, FGV, FIPE.

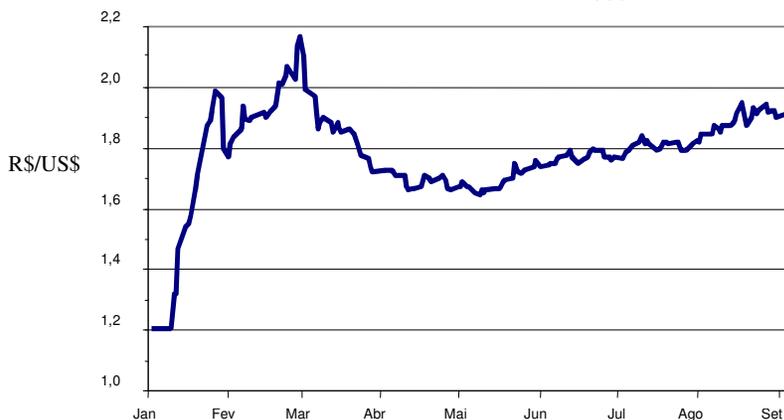
Alguns fatores podem ser considerados responsáveis pelo fato de o repique inflacionário não ter sido de maior magnitude. Em primeiro lugar, a rede de indexação da economia mostrou-se devidamente “destruída”. Em segundo, o coeficiente de *pass-through* (“coeficiente de transferência inflacionária”) da economia encontra-se bastante baixo, pois o nível de produto encontra-se abaixo do produto potencial.¹³ Isso ocorre porque os juros reais ainda estão bastante elevados para permitir um crescimento acelerado da demanda e do produto.

Pastore & Pinotti (1999) analisam os impactos inflacionários na economia através de três “canais de transmissão”: o canal externo (taxa de câmbio), o canal da demanda agregada e o canal das expectativas. Segundo eles, embora após a flutuação cambial as taxas de inflação terem sido empurradas para cima através do canal externo (a taxa cambial), os outros dois canais de transmissão (a demanda agregada e as expectativas) atuaram no sentido de contê-las.

Concluem que as avaliações mais pessimistas em relação à taxa de inflação para 1999 feitas no início do ano não contavam com o fato de que a depressão da economia produzia um coeficiente de *pass-through* muito baixo e de que depois de algum período de *overshooting* a taxa cambial poderia convergir para um equilíbrio.

(13) O produto potencial é o nível dos bens e serviços produzidos pela economia sem colocar pressão sobre os preços.

Gráfico 3
Taxa de câmbio diária - 1999



2.2 Flutuação cambial e crescimento

O crescimento sustentável com estabilidade significa o crescimento do produto potencial e não apenas do produto atual. Políticas que produzam o crescimento do produto atual acima do produto potencial provocam inflação, eliminando as possibilidades de crescimento sustentável.

O crescimento do produto potencial depende, entre outros fatores, de taxas de juros reais baixas. Mas o governo não pode produzir expectativas de estabilidade econômica se reduzir artificial e precipitadamente a taxa real de juros,¹⁴ provocando um crescimento do produto atual não correspondido por um crescimento do produto potencial.

Nesse sentido, o Ministro de Fazenda, Pedro Malan, vem se mostrando coerente ao combater as idéias de alguns setores que exigem medidas, como uma redução mais acelerada das taxas de juros domésticas, no sentido de estimular o crescimento econômico. Segundo o Ministro “políticas artificiais de crescimento”

(14) Segundo Pastore reduções artificiais das taxas de juros não representam um estímulo aos investimentos porque não garantem a sua sustentação futura.

não são sustentáveis no tempo e portanto não adianta promover uma “bolha de crescimento” que não tenha bases macro e microeconômicas sólidas.

Como foi dito na seção anterior, a flutuação cambial abriu caminho para uma redução significativa das taxas de juros num período futuro. Portanto, se aliado à políticas econômicas que permitam uma maior eficiência produtiva e um aumento das exportações, o atual regime cambial brasileiro pode contribuir para lançar o país numa trajetória futura de crescimento sustentável.

Conclusão

Após a bem-sucedida reforma monetária que implementou o Real, o sucesso anti-inflacionário do Plano ficou fortemente dependente da “âncora” monetária e cambial (juros altos e valorização do câmbio real).

Como foi visto, a política cambial adotada nos últimos quatro anos trazia alguns problemas, particularmente no que diz respeito a seu viés contra o crescimento econômico. O cenário econômico internacional ajudou a colocar em xeque essa política e, após atravessar algumas crises internacionais (México/95, Ásia/97, Rússia/98), no início deste ano o Brasil mudou sua política cambial, adotando um regime mais flexível.

Ao longo deste ano alguns repiques na taxa de câmbio provocaram preocupações aos que vêm acompanhando a consolidação do regime de câmbio flutuante no Brasil. Essas instabilidades são naturais, principalmente num período de adaptação e em meio a um cenário internacional não muito tranquilo.

A discussão sobre qual seria o melhor regime cambial para o Brasil acaba sendo prejudicada pela confusão que alguns analistas vêm fazendo entre dois problemas distintos: o nível adequado da taxa de câmbio e o regime cambial propriamente dito.

Uma maior flexibilidade cambial era necessária para dar maior autonomia de ação ao Banco Central frente aos objetivos internos de política econômica e, na atual conjuntura, o regime de flutuação suja parece ser mesmo o mais adequado à economia brasileira.

O papel do governo nesse momento é produzir e mostrar bons fundamentos econômicos, o que significa adotar uma política fiscal coerente do ponto de vista inter-temporal, que servirá como base para a redução das taxas de juros, promovendo um maior crescimento econômico sem comprometer a estabilidade de preços.

Referências bibliográficas

- ARIDA, Pérsio. Do pretérito ao futuro. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, 21 jan. 1999.
- AZEVEDO, André, PORTUGAL, Marcelo. *Abertura comercial e política econômica no Plano Real: 1994 – 1999*. Porto Alegre: UFRS. IEPE, jul. 1999. (Texto para Discussão, n. 11).
- BACHA, Edmar L. O Plano Real: uma avaliação. In: MERCADANTE, Aloísio (Org.). *O Brasil pós-Real: a política econômica em debate*. Campinas: UNICAMP. IE, 1998.
- CARNEIRO, Dionísio D. Flutuação em xeque. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, 26 ago. 1999.
- FRANCO, Gustavo. A inserção externa e o desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, v. 18, n. 3, jul./set. 1998.
- LLUSSÁ, Fernanda A. *Credibilidade e administração da dívida pública: um estudo para o Brasil*. Rio de Janeiro: BNDES, 1998.
- MENDONÇA DE BARROS, José Roberto, GOLDENSTEIN, Lídia. Avaliação do processo de reestruturação industrial brasileiro. *Revista de Economia Política*, n. 66, abr./jun. 1997.
- OBSTFELD, Maurice. Floating exchange rates: experience and prospects. *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 2, 1985.
- OBSTFELD, Maurice, ROGOFF, Kenneth. The mirage of fixed exchange rates. *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n. 4, 1995.
- OLIVEIRA, Gesner. *O Brasil Real: desafios da pós-estabilização do milênio*. São Paulo: Mandarim, 1996.
- PASTORE, Affonso C., PINOTTI, Maria C. *Política econômica, vulnerabilidade externa e crescimento econômico*. Disponível na Internet. 1998. <www.acpastore.com>.

- PASTORE, Affonso C., PINOTTI, Maria C. *Câmbio flutuante, inflação e crescimento econômico*. Disponível na Internet. 1999. <www.acpastore.com>.
- PINTO, Celso. Custos e benefícios do novo câmbio. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 17 jan. 1999.
- PLIHON, Dominique. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, dez. 1996.
- SARGENT, Thomas, WALLACE, Neil. Some unpleasant monetarist arithmetic. In: SARGENT, Thomas. *Rational expectations and inflations*. [s.l.: s.n.], 1986.