

# ARRANJOS CAMBIAIS, CRISES MONETÁRIAS E O PAPEL DAS INSTITUIÇÕES NA ESCOLHA DE TAXAS DE CÂMBIO: UM ESTUDO PARA ECONOMIAS EMERGENTES

Maurício Simiano Nunes\*  
Roberto Meurer\*\*

## RESUMO

*Este trabalho teve como objetivo realizar uma breve revisão da literatura sobre a importância da escolha de determinados arranjos cambiais nas decisões de política econômica, bem como ressaltar a inter-relação destes com as características institucionais inerentes a cada país. A discussão tradicional em relação aos arranjos cambiais considera a escolha de taxas de câmbio como sendo a principal ligação entre o setor externo e as decisões de política macroeconômica interna, atribuindo um papel secundário às instituições. No entanto, a hipótese de causalidade reversa também merece atenção. Alguns autores consideram que o sucesso macroeconômico em mercados emergentes não é determinado, primeiramente, pela escolha de taxa de câmbio, mas pela saúde das instituições macroeconômicas fundamentais. Em termos empíricos, destaca-se a interdependência entre instituições e regimes cambiais sobre a possível incidência de crises monetárias, assim como sua propagação aos demais países emergentes.*

*Palavras-chave: arranjos cambiais; políticas econômicas; instituições.*

## 1 INTRODUÇÃO

A experiência bem-sucedida da liberalização financeira iniciada na década de 1980 em algumas economias emergentes da Europa, Ásia e América Latina forneceu incentivos para que outras economias emergentes seguissem a mesma iniciativa. Embora os benefícios da liberalização financeira e econômica tenham sido bem documentados na literatura, veio à tona a questão de se a liberalização não poderia ter forçado os países a fazerem suas reformas rapidamente, mas frágeis quanto à estrutura institucional, à supervisão e à gestão dos setores financeiro e governamental. O monitoramento e o

\* Doutorando em Economia Aplicada na UFRGS e atualmente professor de economia e estatística na Unifin e economia na ESPM.

\*\* Doutor em Engenharia de Produção pela UFSC (1999) e professor do Departamento de Economia da UFSC.

Teor. e Evid. Econ.	Passo Fundo	v. 14	n. 27	p. 82-100	novembro 2006
---------------------	-------------	-------	-------	-----------	---------------

gerenciamento das instituições financeiras são considerados como pré-requisito para a liberalização financeira, haja vista que o comportamento de “manada” dos investidores aumenta a exposição dos países ao risco de contágio de choques externos.

Em anos recentes, um grande número de países emergentes experimentou crises financeiras e turbulências macroeconômicas, que envolveram os regimes de câmbio e a relação destes com as instituições nas decisões de política monetária. Isso ressalta a importância de se estudarem os arranjos de taxas de câmbio, a sua relação com os arranjos institucionais e os efeitos macroeconômicos do contágio no mercado de câmbio.

O presente trabalho tem por objetivo fazer uma breve resenha das pesquisas sobre a importância da escolha do arranjo cambial nas decisões de política econômica, ressaltar a sua inter-relação com as características institucionais de cada país, bem como o desenvolvimento das crises monetárias e o contágio às demais economias emergentes.

Para tanto, estruturou-se o trabalho de forma a conter, além desta introdução, as teorias acerca dos arranjos cambiais e crises monetárias, ressaltando o papel das instituições. Ao final, faz-se uma breve descrição de algumas experiências de países emergentes e tecem-se algumas considerações finais.

## 2 ARRANJOS CAMBIAIS E O PAPEL DAS INSTITUIÇÕES NA ESCOLHA DA TAXA DE CÂMBIO

### 2.1 A teoria tradicional na escolha de taxas de câmbio

Nenhum regime de taxa de câmbio previne a turbulência macroeconômica. No entanto, a escolha de um determinado regime pode se adaptar melhor às características das instituições domésticas e da economia. No regime de câmbio fixo, *hard peg*, no qual a moeda nacional encontra-se fixada a uma moeda externa ou a uma cesta de moedas, o banco central compromete-se a comprar e vender moeda externa de forma a manter a taxa fixa. No caso de câmbio flutuante, permite-se que a moeda nacional varie livremente em relação à externa. Entre esses dois extremos há diversos arranjos cambiais possíveis, como os *soft pegs* e flutuação administrada<sup>1</sup>.

#### 2.1.1 *Hard pegs*

Há essencialmente dois tipos de regimes de *hard peg*: o *currency board* e a dolarização completa. No *currency board* a moeda doméstica está fixada a uma moeda externa, sem, no entanto, substituir a moeda doméstica, e a autoridade monetária se compromete com a manutenção do câmbio fixado. Há um aparato legal (às vezes até constitucional) de forma que a política monetária seja balizada pela política monetária

do país ao qual a moeda foi atrelada. No caso extremo, a dolarização completa, ocorre a substituição da moeda doméstica pela externa, representando um forte compromisso com a estabilidade monetária e a paridade com a moeda estrangeira.

A opção pelo *hard peg* como regime cambial tem sido amplamente discutida na literatura<sup>2</sup>. Uma das vantagens do *hard peg* é prover uma âncora nominal que mantém a taxa de inflação sob controle, evitando que os choques monetários (nominais) se transformem em choques reais. De acordo com Calvo e Mishkin (2003), se o choque monetário causar inflação, haverá uma tendência a depreciar a taxa de câmbio (se flutuante), que será transmitida ao setor real da economia. No entanto, um regime de taxa fixa proverá um mecanismo para acomodar as variações na demanda (oferta) de moeda, o que reduzirá a volatilidade do nível de produto. Adicionalmente, os defensores do *hard peg* argumentam que é possível reduzir o componente de risco das taxas de juros, reduzindo os custos dos empréstimos para o setor privado e governo, melhorando as perspectivas de financiamento, investimento e crescimento (SCHULER, 1999).

A principal desvantagem vem da chamada “trindade impossível” – a impossibilidade de a economia manter, simultaneamente, taxa de câmbio fixa, mobilidade de capital e a política monetária dedicada aos objetivos domésticos. Se o banco central escolher o *hard peg* como regime monetário (com livre-mobilidade de capitais), levará a taxa de juros doméstica a convergir para a do país âncora, não podendo utilizar a política monetária em resposta a choques domésticos diferentes dos que ocorrem no país âncora.

Além disso, destaca-se a impossibilidade de o banco central atuar como prestador de última instância do sistema financeiro doméstico e a vulnerabilidade ao contágio de crises no país ao qual a moeda está vinculada. Este problema pode ser ampliado se o país optar pelo *currency board*, que não elimina completamente a possibilidade de desvalorização. Desse modo, se especuladores começarem a atacar o país, o mercado pode considerar que o valor da moeda doméstica tende a desvalorizar. Essa possibilidade estará embutida nas taxas de juros domésticas, conduzindo a que fiquem mais altas e voláteis que as do país âncora. Esses problemas seriam mitigados sob dolarização completa, na qual a ausência de incerteza sobre o valor da moeda reduz o risco da taxa de juros doméstica, deixando-a mais baixa (MISHKIN, SAVASTANO, 2001).

### 2.1.2 Câmbio flutuante

Ao contrário do *hard peg*, o regime de câmbio flutuante permite diferentes tipos de estratégias de política monetária, como meta monetária, meta de inflação e discricionariedade. Muitos países que optam pelo regime de câmbio flutuante adotam um regime administrado, não permitindo que a taxa de câmbio flutue livremente.

Recentemente, a maioria dos países que escolheu o arranjo de câmbio flutuante tem-no associado a um regime de metas de inflação. Com regime de metas de inflação, os movimentos na taxa de câmbio têm sido considerados na condução de política monetária, mesmo que de forma indireta, por afetarem os preços relativos. Dessa

forma, cria-se um modelo de aperto monetário em resposta à depreciação do câmbio, mas não necessariamente da mesma magnitude, e o banco central pode acomodar as variações oriundas do setor externo sem assumir meta de taxa de câmbio.

Pode-se afirmar, portanto, que a junção de câmbio flutuante com metas inflacionárias aumenta a responsabilidade do banco central comparativamente a um regime discricionário. Com isso se reduz a probabilidade de inconsistência temporal e que a taxa de câmbio venha a fazer o papel de âncora nominal, ou seja, o banco central tem maior flexibilidade na utilização da política monetária e capacidade para enfrentar choques internos e externos<sup>3</sup>.

Uma das principais desvantagens do câmbio flutuante advém da possibilidade de falta de credibilidade por parte das autoridades monetárias, principalmente em economias emergentes. Dessa maneira, a flexibilidade na condução de política monetária pode se tornar um entrave quando as metas de política monetária não são críveis.

Em economias com alta flexibilidade de preços e salários as taxas de câmbio flexíveis podem dificultar o cumprimento de obrigações cotadas em moeda externa. Grandes desvalorizações podem ter impacto negativo nos balanços das firmas e levar à propagação de crises, principalmente quando esse impacto é catalisado por um risco sistêmico oriundo do setor financeiro (Mishkin, 1996, 1999).

## 2.2 O papel das instituições

Na discussão tradicional acerca dos arranjos cambiais, o papel das instituições tem sido secundário. Essa discussão deixava de lado os traços institucionais na escolha do regime cambial. Entretanto, a possibilidade de causação reversa merece consideração. As características institucionais podem predispor o país a um determinado arranjo institucional, e aqui se volta à questão de se a escolha de taxas fixas ou flutuantes pode favorecer o desenvolvimento de certas características institucionais.

Pesquisas sobre o desenvolvimento institucional em países emergentes ainda estão em seu estágio inicial, mas desenvolvendo-se rapidamente<sup>4</sup>. Calvo e Mishkin (2003), por exemplo, acreditam que o sucesso macroeconômico em mercados emergentes não é determinado primeiramente pela escolha da taxa de câmbio, mas pela saúde das instituições macroeconômicas fundamentais. Há várias hipóteses sobre como as instituições podem tornar mais eficiente um determinado regime cambial. Os modelos tradicionais na escolha de regimes cambiais, principalmente para mercados emergentes, tem se tornado inócuos se desconsiderarem as características institucionais comuns nessas economias, como, por exemplo, fragilidade fiscal, financeira e das instituições monetárias, dolarização das dívidas e vulnerabilidade a cortes repentinos dos influxos de capital externo.

A fragilidade fiscal e financeira deixa a economia vulnerável a altas inflações e crises monetárias. Uma lição da aritmética monetarista, discutida em Sargent e Wallace

(1981) e a recente literatura acerca das teorias fiscais sobre o nível de preços enfatizam que uma política fiscal irresponsável induz as autoridades monetárias a promoverem a monetização das dívidas, gerando alta inflação e pressionando para a desvalorização na taxa de câmbio. Similarmente, regulação e supervisão do sistema financeiro frágeis podem resultar em grandes perdas nos balanços dos bancos, impossibilitando a elevação das taxas de juros por parte das autoridades monetárias para controlar a inflação e a taxa de câmbio, pois poderia conduzir ao colapso do sistema financeiro.

A fragilidade do sistema financeiro também poderia criar instabilidade fiscal seguida de alta inflação e possível desvalorização da moeda, tendo em vista que a necessidade de uma certa garantia financeira por parte de governo poderia implicar uma imensa e infundada responsabilidade para este (BURNSIDE, EICHENBAUM e REBELO, 1998). O mesmo poderia ocorrer com instituições monetárias frágeis, cujo compromisso com o objetivo da estabilidade de preços é pequeno, ou, no caso de bancos centrais independentes, que não possuem o suporte ou as ferramentas para manter a inflação sob controle e prevenir grandes desvalorizações da moeda. Assim, se o valor real da moeda não for confiável e, o regime cambial adotado pouco influirá na resolução dos problemas das instituições domésticas.

No caso da dolarização, os depósitos em dólar induzem os bancos a oferecerem empréstimos denominados em moeda externa<sup>5</sup> (dolarização da dívida), acarretando um pesado impacto em caso de uma desvalorização. A maxidesvalorização cria uma situação em que as corporações que apresentam dívidas em dólar não conseguem cumprir seus compromissos, levando à redução do nível de empréstimos e contração econômica (MISHKIN, 1996; CALVO, 2001).

Outra consideração importante diz respeito à vulnerabilidade a grandes variações negativas no influxo de capital, que frequentemente tem um componente não antecipado que pode contribuir para a incidência de crises financeiras e monetárias. Calvo e Reinhart (2000) argumentam que esse fenômeno é freqüente em países emergentes, assim como grandes desvalorizações da moeda doméstica provavelmente estão associadas à fragilidade das instituições fiscais e financeiras.

A ligação entre fragilidade institucional, súbita interrupção do influxo de capital e dolarização das obrigações leva ao colapso nos balanços das firmas e à queda na atividade econômica. A repentina queda no influxo de capital e a depreciação da moeda conduzem a uma ampla variação nos preços relativos, o que tem impacto na distribuição de renda e riqueza e efeito negativo sobre as taxas de crescimento do produto e nível de emprego (CALVO, IZQUIERDO, TALVI, 2002).

Pode-se considerar, portanto, que a interdependência entre instituições e regimes cambiais ajuda na explicação de resultados empíricos, haja vista que a simples implementação de taxas de câmbio fixas ou flutuantes explica pouco sobre as pequenas flutuações no produto ou se o país obteve maior ou menor crescimento econômico.

Quando se observa mais cuidadosamente o desempenho macroeconômico

de um país, o regime de taxas de câmbio parece ter menos importância do que as características institucionais na promoção da estabilidade de preços. Tomasi (2002) argumenta que a melhoria na eficiência das instituições relaciona regras político-institucionais como cruciais ao desenvolvimento e sustentabilidade de instituições fiscais, financeiras ou monetárias. Identicamente, Acemoglu, Johnson e Thaicharoen (2003) destacam que instituições fortes e críveis são mais importantes para reduzir a volatilidade econômica e aumentar o crescimento do que a escolha do arranjo cambial.

Cabe perguntar então: a escolha de um regime cambial pode melhorar o papel das instituições? Há evidências de que determinados arranjos cambiais possam melhorar as características institucionais do país e qualificá-lo para enfrentar choques e promover o crescimento econômico (BRODA, 2001; LEVY-YEATI, STURZENNEGER, 2003). Para Bernanke e Mishkin (1997), mesmo que a autoridade monetária, inicialmente, não tenha credibilidade, a adoção do câmbio flutuante em regime de metas de inflação pode ajudar o banco central a produzi-la. A discussão transparente e a condução responsável da política monetária com o objetivo de cumprir as metas de inflação podem levá-lo a obter a credibilidade necessária em suas decisões.

Por fim, considerando o processo político nas preferências dos *policymakers*, Bonomo e Terra (1999) verificaram um *tradeoff* entre objetivos de inflação e de contas externas. Uma apreciação da moeda ajuda a reduzir a inflação, mas tem impacto negativo sobre o balanço de pagamentos. A escolha de política depende do peso associado à melhoria no balanço de pagamentos em relação à taxa de inflação. *Policymakers* com necessidade de apoio popular dariam maior peso à inflação e os governos democráticos dariam maior valor à taxa de inflação que governos ditatoriais. Os autores consideraram o impacto do ciclo eleitoral sobre as decisões, que elevaria a assimetria informacional sobre suas preferências em razão dos seus objetivos políticos.

### 3 CRISES MONETÁRIAS E CONTÁGIO: CONSIDERAÇÕES TEÓRICAS

#### 3.1 Crises monetárias

O referencial teórico acerca das crises monetárias tem origem em três modelos seminais: modelos de primeira geração (Krugman, 1979), de segunda geração (Flood, Garber, 1984b, Obstfeld, 1986) e de terceira geração (Mishkin, 1992, 1996 e 2001).

No primeiro modelo, Krugman destaca as crises originárias dos problemas do balanço de pagamentos. A raiz dos problemas de balanço de pagamentos seria um *deficit* orçamentário do governo considerado exógeno financiado por crédito doméstico. As autoridades anunciariam que estariam preparadas para serpentear a taxa de

câmbio (*crawling peg*) até suas reservas alcançarem um limite mínimo. Com o governo serpenteando a taxa relativa de retorno dos ativos domésticos denominados em moeda externa (a taxa de câmbio, no modelo de Krugman), os investidores desejariam possuir ativos domésticos e externos em proporções fixas; eles reequilibrariam seus *portfolios* trocando seus ativos domésticos adicionais por reserva de moeda estrangeira do banco central, o que levaria ao abandono do regime de taxa serpenteada e sua depreciação ao longo do tempo. Quando a primeira se iguala à taxa de câmbio corrente, os investidores atacam a moeda e esgotam as reservas<sup>6</sup>. A implicação empírica do modelo é que se deveriam observar políticas monetária e fiscal expansionistas anteriores ao ataque especulativo. Essas políticas devem ser acompanhadas por um declínio gradual nas reservas internacionais por um período extenso.

Diversas pesquisas concentraram esforços em modificar as suposições de Krugman sobre a oferta de moeda no regime pós-ataque e no grau de mobilidade de capital. Wyplosz (1986), por exemplo, analisou a desvalorização na presença de controle de capitais, o que limitaria a mobilidade de capital. Sua conclusão indica que, sob controle suficientemente estrito, o colapso nas taxas serpenteadas pode até ser revertido.

Flood e Garber (1984a) introduzem incerteza sobre a taxa de criação de crédito doméstico. Aumentos não antecipados no crédito doméstico podem causar uma elevação temporária excessiva da taxa sombra em relação à taxa serpenteada. Os especuladores atacariam a moeda doméstica assim que essa situação proporcionasse lucros de arbitragem. No entanto, como o crédito doméstico cresce, o ataque provavelmente deve decrescer, ampliando o diferencial entre as taxas de juros doméstica e externa, o que, por sua vez, poderia ser acompanhado por uma crescente taxa de desconto sobre a moeda doméstica. Finalmente, quanto maior fosse a incerteza sobre a política de crédito do banco central, mais rapidamente seriam esgotadas as reservas. Assim, quanto maior a variância do processo de criação de crédito doméstico, maior a probabilidade de uma mudança de regime, de modo que a perda de reservas exceda o aumento do crédito doméstico (Claessens, 1991).

O modelo de segunda geração, por sua vez, tem uma implicação empírica diferente. Flood e Garber (1984b) e Obstfeld (1986) foram os primeiros a formalizar a possibilidade de ataques especulativos auto-realizáveis. Em seus modelos, os autores consideram a existência de múltiplos equilíbrios no mercado de câmbio em virtude da natureza das regras de política das autoridades monetárias. Na ausência de um ataque, políticas monetárias e fiscais estão em equilíbrio e nada impede a manutenção do regime de câmbio serpenteado prevalecente. Somente se ocorresse o ataque à moeda, as autoridades mudariam suas políticas para acomodar os impactos de um nível mais baixo de taxas de câmbio<sup>7</sup>. É nesse período de ajuste que o ataque pode se auto-realizar. No entanto, não há razão para antecipar tendências adversas nas políticas monetária e fiscal, preços e salários, bem como nas reservas ou no equilíbrio comercial antes do ataque.

Subseqüentes contribuições derivaram do processo político de otimização no comportamento dos governos. Ozkan e Sutherland (1994) postularam um *tradeoff* entre a taxa de juros e o nível de desemprego, no qual a taxa de juros dependia do regime de taxa de câmbio, considerado exógeno. Altos e crescentes níveis de desemprego poderiam conduzir ao abandono da taxa fixa, o que poderia levar ao ataque imediato. É fácil verificar como esse modelo geraria ataques auto-realizáveis; se a defesa contra o ataque requer que as autoridades elevem as taxas de juros acima daquelas vigentes em níveis mundiais e se suas ações exacerbam as taxas de desemprego, múltiplos equilíbrios podem surgir (GROS, 1992; OBSTFELD, 1994).

Portanto, simples variações nos modelos alternativos geram diferentes previsões para o período que conduz ao ataque. Modelos de primeira geração prevêm políticas fiscais expansionistas ou rápido crescimento monetário e de crédito, taxas de câmbio cada vez mais sobrevalorizadas e constante drenagem das reservas. Em contraste, com o modelo de segunda geração nenhum desses fatos será necessariamente visível no período que conduz ao ataque. Modelos de primeira geração não predizem nada sobre qualquer modificação na postura de políticas monetária e fiscal após o ataque. A maioria dos modelos de segunda geração, porém, sugere que um ataque auto-realizável racional deveria ser seguido por uma mudança expansionista nas políticas econômicas.

Por fim, nos modelos de terceira geração a crise está diretamente relacionada aos problemas informacionais no sistema financeiro. Conforme definido por Mishkin (1992, 1996 e 2001), uma crise financeira ocorre quando há uma ruptura não linear no mercado financeiro, elevando-se os problemas de seleção adversa e risco moral, não sendo possível canalizar fundos de forma eficiente para quem dispõe de oportunidades de investimento produtivo. A crise financeira resulta da incapacidade dos mercados financeiros em funcionar eficientemente, o que leva a uma contração da atividade econômica.

Segundo Mishkin (1996), a maioria das crises financeiras inicia com um aumento na taxa de juros, um *crash* no mercado de ações e um significativo aumento no *spread* das taxa de juros. O pânico é precedido pela falência de grandes empresas financeiras e pelo início de uma grande recessão, o que aumenta a incerteza no mercado. O aumento da incerteza e das taxas de juros amplifica os problemas de seleção adversa no mercado de crédito, enquanto o declínio no mercado de ações aumenta tanto o problema da seleção adversa como o de risco moral, que conduzem a um declínio no nível de investimento e na atividade econômica. Quando esses problemas se apresentarem superdimensionados, o mercado financeiro é acometido por um pânico bancário. A perda de liquidez originada pelo pânico bancário causa um aumento ainda maior nas taxas de juros, queda no mercado de ações e um aprofundamento nos problemas de seleção adversa e risco moral.

Essa seqüência de eventos é semelhante entre os países desenvolvidos e emergentes e é consistente com a abordagem de assimetria de informação, embora países emergentes

guardem especificidades que os diferenciam dos países desenvolvidos, conforme análise desenvolvida por Hausman e Gavin (1995) e Kaminsky e Reinhardt (1996).

A abordagem que considera a assimetria de informação e os problemas por ela gerados como fatores determinantes das recentes crises financeiras que acometeram os países emergentes tem ocupado crescente espaço na literatura econômica. As recentes análises enfatizam que as crises foram causadas pelos fundamentos, particularmente fundamentos microeconômicos, advindos de problemas no setor financeiro, e são consistentes com os trabalhos desenvolvidos por Corsetti, Pessenti e Roubini (1998), Goldstein (1998), Krugman (1998) e Mishkin (1999). O foco dos estudos reside na maneira pela qual os balanços dos bancos possam estar comprometidos em obrigações denominadas em moeda externa sem um *hedge* efetivo. De acordo com Disyatat (2002) quando o setor bancário é saudável, o modelo keynesiano padrão se aplica, o produto se eleva e os custos dos fatores declinam. Quando o sistema financeiro é fraco, a desvalorização da moeda traz consigo a contração da economia real, cuja probabilidade após uma desvalorização é aumentada pelas imperfeições no mercado financeiro.

### 3.2 Contágio de ataques especulativos

Contágio de crises monetárias entre países tem se tornado um grande foco de pesquisa, estimulado pelas crises “contagiosas” da segunda metade da década de 1990. A existência de contágio é suportada por evidência empírica sólida<sup>8</sup>. Em termos conceituais, Drazen (2002) destaca o contágio como sendo um fenômeno de crise monetária por si só num determinado país, que pode ser repassada para outro país. Masson (1998), em contraste, argumenta que o termo “contágio” deveria ser aplicado somente para o caso em que a crise de um país desencadeie uma crise em outra parte, por razões inexplicadas pelos fundamentos macroeconômicos, sugerindo que as crises num determinado país afetam os fundamentos de outro. Muitos pesquisadores têm estudado os fatores que podem conduzir ao contágio<sup>9</sup>. Um importante fator diz respeito aos choques comuns, a partir dos quais podem ser afetadas as taxas de câmbio ou o mercado de ações de vários países simultaneamente. Isso pode ser causado por ambos, um declínio agudo na demanda agregada em termos mundiais, significativas variações nos preços das *commodities* ou por grande oscilação na taxa de câmbio entre as principais economias (KHALID, KAWAI, 2003).

A transmissão das crises pode acontecer também devido a fortes ligações comerciais entre países. Neste caso, o contágio monetário (ou no mercado de câmbio) inicia por uma desvalorização da moeda no país A, acarretada por ataques especulativos. Tal depreciação acentua sua competitividade e produz um *deficit* comercial para o país competidor B. O resultado leva ao esgotamento das reservas externas do país B e aumenta a probabilidade de ataques especulativos sobre a moeda desse país. A pressão sobre a moeda doméstica pode expor seu sistema financeiro, elevando a volatilidade

dos retornos no mercado de ações e taxas de juros (CARAMAZZA, RICCI, SALGADO, 2000). Edwards (1998) sugere que as fortes ligações entre mercados financeiros podem servir como um canal de contágio quando os investidores do país B reajustam seus *portfolios* e revisam suas estratégias de gerenciamento de risco como resultado de um choque negativo e alta exposição ao risco em relação aos ativos financeiros no país A. Isso forçará os investidores a modificarem seus *portfolios*. Como resultado, alguns países podem experimentar saídas de capital mesmo que seus fundamentos macroeconômicos não tenham sido abalados.<sup>10</sup>

O contágio também pode ocorrer por motivos psicológicos (sentimento dos investidores). De acordo com essa definição um país com mercados financeiros frágeis está mais propenso a experimentar choques externos. Qualquer ataque especulativo em outro país o deixará mais vulnerável a ataques similares. Isso também pode ser acarretado por um comportamento de “manada” dos investidores, em resposta ao choque num país cujos padrões sejam similares e baseados em certas expectativas sobre o movimento das variáveis de mercado em relação à região como um todo.

#### 4 EXPERIÊNCIAS EM MERCADOS EMERGENTES

Em termos empíricos, os países emergentes têm sido grandes observatórios dos pesquisadores no que se refere aos arranjos cambiais e ao papel das instituições na condução da política monetária. Em relação aos *hard peg*, podem-se citar dois principais exemplos: Argentina e Panamá. Em ambos, a opção pelo *hard peg* veio a partir de condições especiais e com circunstâncias históricas bastante diferentes. No caso da Argentina, a opção pelo *currency board* foi a “pedra angular” do programa de estabilização de 1990-1991, finalizando o período hiperinflacionário da década de 1980. No caso do Panamá, a opção foi pela dolarização completa.

Mishkin e Savastano (2000) concluíram que nos dois casos a adoção do *hard peg* reduziu drasticamente a taxa de inflação. A queda abrupta da inflação sob o *currency board* nos primeiros quatro anos de regime levou a Argentina a ser exemplo de combate à inflação. Taxas anuais de 800% em 1990 foram reduzidas a 5% em 1994 e caíram ainda mais na crise mexicana de 1995. No Panamá a inflação de 1960 a 1998 ficou em 2,8% a.a., situando-se numa média inferior à dos Estados Unidos, de 4,6%. No entanto, conforme descrito anteriormente, para que o *hard peg* obtenha sucesso é necessário que haja um sistema financeiro sólido e políticas fiscais sustentáveis.

Todavia, no caso argentino, a despeito do regime adotado, a fragilidade do sistema financeiro levou à perda de, aproximadamente, 17% nos depósitos do setor bancário no período compreendido entre dezembro de 1994 e março de 1995 (crise mexicana). O Banco Central perdeu mais de um terço das suas reservas (US\$ 5,5 bilhões), a oferta de moeda contraiu-se e a taxa de juros deu um salto, fazendo com que as taxas interbancárias excedessem a 70% a.a. e o crédito externo simplesmente desaparecesse.

Para agravar, o Banco Central argentino tinha em papel restrito como emprestador de última instância, haja vista sua lei de conversibilidade. A saída foi tentar amortecer os efeitos adversos que provocaram a corrida aos bancos pela redução dos requerimentos de reservas e promoção de crédito direto via operações de redesconto e *swaps*. Dessa forma, no final de abril o Banco Central tinha conseguido prover mais de US\$ 5 bilhões de liquidez ao setor bancário, na tentativa de reduzir a transmissão dos choques ao setor real da economia. A despeito do esforço e da assistência de organismos multilaterais externos (FMI, Banco Mundial e BID), os efeitos sobre os setores da economia real foram adversos: a taxa de desemprego, em maio de 1995, saltou para 18% e o PIB caiu 3%.

Contrariamente ao caso argentino, o setor bancário panamenho tinha conquistado uma reputação de forte e sofisticado. A pujança do setor bancário, por sua vez, estava associada ao objetivo de transformar o Panamá num centro bancário *offshore*. Já em 1987, havia mais de 120 bancos no país, estrangeiros em sua grande maioria, o que propiciou uma elevação de 15 pontos percentuais no crédito doméstico, passando de 40% para 55% do PIB (MORENO, 1999).

Entretanto, apesar de a dolarização da economia amortecer os choques externos, os choques internos podem conduzir ao aumento na volatilidade do produto. No Panamá, por exemplo, embora seu crescimento como percentual do PIB tenha sido superior ao restante das economias latino-americanas de 1960 a 1998, a volatilidade do produto havia sido o maior da região (HAUSMANN, GAVIN, 1995). Além disso, as duas recessões sofridas pela Argentina, a primeira na crise mexicana e a segunda após a desvalorização do real brasileiro em 1999, e seus impactos sobre a economia real ressaltaram os problemas de volatilidade do produto sob o regime de *hard peg*.

Em relação às taxas flutuantes, podem-se citar como exemplos o México e a Colômbia. Novamente, o papel das instituições tem sido crucial no desenvolvimento da economia. A ausência de compromisso das autoridades colombianas com a redução da inflação tem sido um exemplo típico de falta de credibilidade das instituições. Com a adoção do regime de metas de inflação, o governo colombiano comprometeu-se a ter inflação baixa.

Entretanto, o Banco Central da Colômbia tem prestado mais atenção a outros objetivos, como a estabilidade no nível do produto. A taxa anual média de inflação na Colômbia foi de 22,7% no período 1991-1998. O país incorreu em elevados *deficits* fiscais (cerca de 5% do PIB), além da instabilidade na sua situação política, o que conduziu a ataques especulativos ao peso. Em resposta a tais crises, o Banco Central elevou a taxa de juros, para evitar a depreciação do peso e tentar manter a estabilidade econômica. No entanto, em setembro de 1999, quando as reservas internacionais alcançaram níveis perigosos, a taxa de câmbio, que vinha sendo gerenciada por um regime de bandas cada vez mais amplas, finalmente pôde flutuar, sem, no entanto, ter grande impacto sobre as pressões internas e externas.

Identicamente, o problema de crises monetárias e regulamentação e supervisão do setor financeiro pode ser visto pela crise ocorrida no México de 1994 a 1995. Um fator importante que levou à crise financeira do México foi a deterioração do patrimônio líquido dos bancos, com as crescentes perdas decorrentes de empréstimos. A supervisão frágil dos reguladores do sistema financeiro e a falta de capacidade dos bancos comerciais em análise de crédito acarretaram perdas com empréstimos, causando a redução no capital dos bancos e a redução dos recursos para a concessão de empréstimos, o que inibiu a capacidade de novos investimentos e reduziu a atividade econômica. Outro fator que precipitou a crise financeira mexicana foi a elevação das taxas de juros pelo Federal Reserve (FED), o que causou uma pressão na taxa de câmbio, levando a que o Banco Central mexicano elevasse a taxa de juros interna com o objetivo de manter o valor do peso.

O aumento da taxa de juros criou um problema de seleção adversa, pelo aumento dos empréstimos a tomadores de alto risco. A majoração nos juros internos acarretou a redução dos fluxos de caixa das firmas, levando à deterioração dos seus patrimônios e aumentando novamente os problemas de risco moral e seleção adversa na concessão de empréstimos, o que deixou os emprestadores menos disposto a emprestar. O aumento das incertezas no mercado financeiro e a conseqüente queda no mercado de ações precipitaram a crise financeira completa. O desfecho foi a maxidesvalorização do peso, que já havia perdido metade de seu valor em março de 1995; a inflação vigente e esperada subiu drasticamente e as taxas de juros sobre as dívidas denominadas em pesos atingiram níveis elevados, excedendo a 100% a.a. nesse mesmo período (NUNES, 2000).

Disciplina fiscal e um sistema financeiro bem regulado têm sido cruciais no caso do Chile. O *superavit* médio chileno entre 1991 e 1997 chegou a 2,8% do PIB, dando claras indicações de que a política fiscal estava sob controle. Entretanto, a experiência chilena em 1998-1999, quando a economia entrou em recessão<sup>11</sup>, ilustra a importância da taxa câmbio na condução da política monetária. Apesar de o regime de bandas cambiais adotado pelo Chile entre 1980 e 1999 conseguir retardar a inflação doméstica, não conseguiu ser eficiente durante todo o período. Em vários momentos entre 1992 e 1997 em que o influxo de capital empurrou a taxa de câmbio para apreciar, o Banco Central alargou as bandas cambiais com o intuito de manter a inflação sob controle e sinalizar aos agentes a manutenção dos fundamentos macroeconômicos e a taxa de câmbio real.

De acordo com Mishkin e Savastano (2001), o foco no regime cambial chileno ajudou a conduzi-lo a vários erros de política econômica em 1998. Após a crise asiática e no meio da crise russa, o Banco Central chileno foi relutante em aliviar a política monetária e deixar que a taxa de câmbio depreciasse para amortecer os efeitos negativos de um choque nos termos de troca. Ao invés disso, o Banco Central elevou substancialmente a taxa de juros e estreitou a taxa de câmbio, deixando de lado sua meta de inflação, o que lhe acarretou sérias críticas, as quais, de certa forma, abalaram sua credibilidade, mesmo que temporariamente.

Cabe salientar também a importância de que os bancos centrais da América Latina reconheçam o *pass-through* nas variações das taxas de câmbio aos preços. Após razoáveis períodos de baixa inflação com taxas de câmbio flexíveis, é provável que o conteúdo informacional da taxa de câmbio no processo de formação das expectativas e na fixação de preços caia. Um exemplo é o caso do Brasil, onde houve uma pequena passagem da desvalorização cambial de 1999 para o nível de preços.

Por fim, a crise financeira na Ásia iniciou com a flutuação da moeda tailandesa, o *bath*, desvinculando-se da moeda americana. A experiência de crescimento asiático nos últimos 25 anos foi direcionada pela estratégia de crescimento voltado às exportações, assim como proliferou entre os países da região um processo de reforma econômica continuada, incluindo a liberalização do setor financeiro. Como resultado dessas políticas, várias economias asiáticas tiveram taxas de crescimento de dois dígitos. Com a eclosão da crise em 1997 houve uma reversão no padrão de crescimento, e poucas semanas após o colapso do *baht* muitos dos países da região estavam em recessão.

Khalid e Kawai (2003), ao analisarem três importantes indicadores do mercado financeiro (taxas de câmbio, preço das ações e taxas de juros), concluíram que os resultados empíricos não suportavam a idéia de contágio no mercado financeiro como a principal fonte da crise econômica, mas, sim, a interligação desta com os fatores de comércio e as fraquezas institucionais dos países. A forte ligação comercial e financeira, juntamente com a fragilidade do setor financeiro e nos fundamentos da economia, gerou a disseminação dos efeitos da crise para os países da região e o mundo todo.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo fazer uma breve revisão da literatura sobre a importância da escolha de arranjos cambiais nas decisões de política econômica, bem como ressaltar a inter-relação destes com as características institucionais de cada país e com o desenvolvimento das crises monetárias e o contágio a outras economias emergentes.

A discussão tradicional em relação aos arranjos cambiais considera basicamente dois tipos de regimes: os *hard pegs* e o câmbio flutuante. As vantagens do *hard peg* advêm de prover uma âncora cambial que mantém a taxa de inflação sob controle, além de reduzir o componente de risco da taxa de juros. Sua principal desvantagem decorre da “trindade impossível” – a impossibilidade de a economia manter, simultaneamente, taxa de câmbio fixa, livre mobilidade de capital e política monetária dedicada aos objetivos domésticos. Além disso, o Banco Central não consegue atuar como prestador de última instância no curto prazo e o país torna-se vulnerável a crises externas, principalmente aquelas ocorridas no país âncora.

Ao contrário do *hard peg*, o regime de câmbio flutuante permite diferentes tipos de estratégias de política monetária, provendo maior flexibilidade ao Banco Central.

Suas desvantagens advêm da falta de credibilidade das autoridades monetárias e da possibilidade de exacerbação das dívidas em moeda externa.

Na discussão tradicional acerca dos arranjos cambiais, o papel das instituições tem sido secundário. Alguns autores consideram que o sucesso macroeconômico em mercados emergentes não é determinado, primeiramente, pela escolha da taxa de câmbio, mas pela saúde das instituições macroeconômicas fundamentais.

A fragilidade fiscal e financeira deixa a economia vulnerável a altas inflações e crises monetárias. Similarmente, fracas supervisão e regulação do sistema financeiro podem resultar em grandes perdas nos balanços das empresas, impossibilitando a elevação das taxas de juros, o controle da inflação e da variabilidade da taxa de câmbio. Isso também ocorre se as instituições monetárias forem frágeis, ou se seu compromisso com o objetivo da estabilidade de preços é pequeno, ou não possuam suporte e ferramentas que visem manter a inflação sob controle e prevenir grandes desvalorizações da moeda e oscilações no produto.

Nas crises monetárias e seu contágio destacam-se as originárias de problemas no balanço de pagamentos e as decorrentes de ataques especulativos auto-realizáveis. A presença de características comuns entre países, bem como a fragilidade financeira e a dependência externa podem causar o contágio. Um dos fatores que podem conduzir ao contágio são os choques comuns, que podem afetar as taxas de câmbio ou mercado de ações de vários países simultaneamente. Além disso, a transmissão pode acontecer por fortes ligações comerciais e financeiras entre países, o que pode acarretar a deterioração das reservas internacionais e fragilizar a economia como um todo. Novamente, o papel das instituições torna-se relevante, haja vista que a saúde do sistema financeiro e o grau de imperfeição no mercado de crédito podem servir como importantes fontes de resposta sobre a incidência de crises monetárias e sua respectiva transmissão.

Com a análise de algumas experiências de países emergentes, pôde-se concluir que há interdependência entre instituições e regimes cambiais na ocorrência de crises monetárias e sua propagação. A simples escolha de determinados arranjos cambiais pouco explicou do desempenho macroeconômico dos países, seja em relação a crescimento, seja pela sua capacidade de enfrentarem distúrbios macroeconômicos. Dessa forma, pode-se considerar a interação entre regimes cambiais e as características institucionais como sendo um elemento-chave na escolha de políticas econômicas.

## 6 REFERÊNCIAS

ACEMOGLU, D.; JOHNSON, S.; THAICHAROEN, Y. Institutional causes, macroeconomic symptoms: volatility, crises and growth. *Journal of Monetary Economics*, n. 50, v. 1, p. 49-123, 2003.

BERNANKE, B.; MISHKIN, F. Inflation targeting: a new framework for monetary policy? *Journal of Economic Perspectives*, n. 11, v. 2, p. 97-116, 1997.

BOONE, P. et al. Corporate governance and the asian crisis. *Journal of Financial Economics*, n. 109, v. 6, p. 1155-1197, 2001.

BONOMO, M.; TERRA, M. C. The political economy of exchange rate policy in Brazil: an empirical assessment. *Revista Brasileira de Economia*, n. 53, v. 4, p. 411-432, 1999.

BRODA, C. Coping with terms-of-trade shocks: pegs versus float. symptoms: volatility, crises and growth. *Journal of Monetary Economics*, p. 376-380, 2001.

BURNSIDE, C. Eichenbaum, M. Rebelo, S. Prospective deficits and asian currency crisis. *Journal of Political Economy*, n. 106, v. 6, p. 1113-1155, 1998.

CALVO, G. *Capital markets and the exchange rates*. University of Maryland, 1999.

\_\_\_\_\_. Capital markets and the exchange rates: with special reference to the dollarization debate in latin america. *Journal of Money, Credit, and Banking*, n. 33, v. 2, p. 312-334, 2001.

CALVO, G.; IZQUIERDO, A.; TALVI, E. Sudden stops, the real exchange rate and fiscal sustainability: Argentina's lessons. IADB. Working Papers, n. 469, 2002.

CALVO, G. A.; MISHKIN, F. The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries. NBER. Working Papers, n. 9808, p. 40, 2003.

CALVO, G.; REINHART, C. When capital flows come to a sudden stop: consequences and policy. Washington. Reforming the International Monetary and Financial System, 2000.

CALVO, G.; MENDOZA, E. Capital market crises and economic collapse in emergent markets. University of Maryland, 1999.

CARAMAZZA, R.; RICCI, L.; SALGADO, R. Trade and financial contagion in currency crises. IMF. Working Papers, n. 55, 2000.

CHANG, R.; VELASCO, A. Financial crises in emergent markets: a canonical model. NBER. Working Papers, n. 6606, 1998.

CLAESSENS, S. Balance payments crises in an optimal portfolio model. *European Economic Review*, n. 35, p. 81-101, 1991.

CORSETTI, G.; PESENTI, P.; ROUBINI, N. What caused the Asian currency and financial crisis. NBER. Working Papers, n. 6833, December, 1998.

DELLAS, H.; STOCKMAN, A. C. Self-fulfilling expectations, speculative attacks and capital controls. *Journal of Money, Credit, and Banking*, n. 25, p. 721-730, 1993.

DISYATAT, P. Currency crises and the real economy: the role of banks. *European Economic Review*, v. 48, n. 1, p. 75-90, 2002.

DRAZEN, A. *Polical economy in macroeconomics*. New Jersey: Princeton University Press, 2000.

EDWARDS, S. Interest rate volatility, contagion and convergence: an empirical investigation of the cases of Argentina, Chile and Mexico. *Journal of Applied Economics*, n. 1, 1998.

EICHENGREEN, B.; WYPLOSZ, C. The unstable EMS. *Brooking Papers on Economic Activity*, n. 1, p. 51-143, 1993.

EICHENGREEN, B.; ROSE, A.; WYPLOSZ, C. Speculative attacks on pegged exchange rates: an empirical exploration with special reference to the european monetary system. NBER Working Papers, n. 4898, p. 49, 1994.

FISCHER, Stanley. Distinguished lecture on economics in government exchange rates regimes: is the bipolar view correct? *Journal of Economic Perspectives*, n. 117, v. 2, p. 437-466, 2001.

FLOOD, R.; GARBER, P. Collapsing exchange-rate regimes: some linear examples. *Journal of International Economics*, n. 17, p. 90-107, 1984a.

\_\_\_\_\_. Gold monetization and gold discipline. *Journal of Political Economy*, n. 92, p. 90-107, 1984b.

GERLACH, S.; SMETS, F. Contagious speculative attacks. *European Journal of Political Economy*, n. 11, p. 5-63, 1995.

GOLDSTEIN, M. The Asian financial crisis. Institute for International Economics - IIE. Policy Brief, n. 1, 1998.

GRILLI, V. Buying and selling attacks on fixed exchange rate systems. *Journal of International Economics*, n. 20, p. 143-156, 1986.

GROS, D. Capital controls and foreign exchange market crises in the EMS. *European Economic Review*, n. 36, p. 1533-1544, 1992.

HANKE, S.; SCHULER, K. Currency boards for developing countries: a handbook. Stanford University. Working Papers, n. 81.

HAUSMANN, R.; GAVIN, M. Overcoming volatility in America latina. Inter-american Developing Bank, August 1995.

KAMINSKY, G. L.; REINHART, C. M. *The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems*. Board of Governors of the Federal Reserve System, 1996.

KHALID, A. M.; KAWAI, M. Was financial market contagion the sources of economic crisis in Asia? evidence using a multivariate VAR model. *Journal of Asian Economics*, n. 14, p. 131-156, 2003.

KRUGMAN, P. A model of balance of payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, n. 11, p. 311-325, 1979.

KRUGMAN, P. What happened to Asia? Disponível em: [www.mit.edu](http://www.mit.edu), 1998.

MASSON, P. Contagion: monsoonal effects, spillovers, and jumps between multiple equilibria. IMF. Working Papers, 1998.

LA PORTA et. al. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, n. 106, v. 6, p. 1113-1155, 1998.

LEVY-YEYATI, E.; STURZENEGGER, F. To float or fix: evidence on the impact of exchange rate regimes on growth. *American Economic Review*, v. 93, n. 4, p. 1173-1193, 2003.

MISHKIN, F. S. Asymmetric information and financial crises: a historical perspective. *Journal of Economic Perspectives*, v. 6, (Winter), p. 133 - 53, 1992.

\_\_\_\_\_. Asymmetric information and financial crises: a historical perspective. Chicago. Financial Markets and Financial Crises, 1996.

\_\_\_\_\_. Lessons from the asian crisis. *Journal of International Money and Finance*, n. 18, v. 4, p. 709-723, 1999.

\_\_\_\_\_. *Moeda, bancos e mercados financeiros*. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 1999.

\_\_\_\_\_. Financial policies and prevention of financial crisis in emerging market countries. NBER. Working Paper, n. 8087, January, 2001.

MISHKIN, F. S.; SAVASTANO, M. A. Monetary policy strategies for latin America. NBER. Working papers, n. 7617, 2000.

\_\_\_\_\_. Monetary policy strategies for latin america. *Journal of Development Economics*, n. 66, p. 415-444, 2001.

MORENO, J. Lessons from the monetary experience of Panamá: a dollar economy with financial integration. *Cato Journal*, n. 18, v. 3, 1999.

NUNES, M. S. *A reestruturação do setor bancário brasileiro e o impacto das políticas macroeconômicas sobre esse setor, após a implementação do plano real*. Florianópolis: UFSC, 2000. Monografia.

OBSTFELD, M. Rational and self-fulfilling balance of payments crises. *American Economic Review*, n. 76, p. 72-81, 1986.

\_\_\_\_\_. The logic of currency crises. NBER. Working Papers, n. 4640, 1994.

OBSTFELD, M.; ROGOFF, K. The mirage of fixed exchange rates. *Journal of Economic Perspectives*, n. 84, v. 2, p. 197-206, 1995.

OZKAN, F. G.; SUTHERLAND, A. *A model of ERM crises*. University of New York, 1994.

REINHART, C.; ROGOFF, K. S. The modern history of exchange rate arrangements. NBER. Working Paper, n. 8963, 2002.

RIJCKEGHEM, C. V.; WEDER, B. Financial Contagion: spillovers through banking centers. IMF – Working Papers, n. 17, 1999.

SARGENT, T.; WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, p. 1-17, 1981.

SCHULER, Kurt. *Encouraging official dollarization in emerging markets*. Washington: Economic Committee Staff Report, 1999.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. *The grabbing hand: government pathologies e their cures*. Cambridge: Harverd University, 1999.

TOMMASI, M. *Crisis, political institutions, and policy reform: it is not the policy, it is the polity, stupid*. Annual World Bank Conference on Development Economics, 2002.

WYPLOSZ, C. Capital controls and balance of payments crises. *Journal of International Money and Finance*, n. 5, p. 167-179, 1986.

## 7 NOTAS

<sup>1</sup> Neste trabalho, os soft pegs não serão tratados, haja vista que, normalmente, os gestores de política monetária têm escolhido os hard pegs ou diretamente o sistema de câmbio flutuante. Uma razão para isso, segundo Fischer (2001), é que os sistemas de soft peg não têm sido viáveis em qualquer período de tempo, especialmente para países com integração econômica ou integrados aos mercados de capitais internacionais. Além disso, considerar-se-á que haja livre mobilidade de capitais na argumentação sobre a escolha de cada regime.

<sup>2</sup> Vide, por exemplo, Obstfeld e Rogoff (1995), Hanke e Schuler (1994), Mishkin e Savastano (2001), Calvo e Mishkin (2003) e Fischer (2001), dentre outros.

<sup>3</sup> Para maiores detalhes vide Calvo (1999), Calvo e Mendoza (1999) e Reinhart e Rogoff (2002).

<sup>4</sup> Por exemplo, La Porta et al. (1998), Shleifer e Vishny (1999), Boone et al. (2001).

<sup>5</sup> Particularmente por razões regulatórias que previnem que os bancos incorram em risco cambial.

<sup>6</sup> De acordo com Grilli, (1986), isso ocorre porque é a oferta de ativos domésticos após o ataque, não a oferta pré-ataque, que determina a taxa de câmbio sombra. Assim, como os especuladores fazem um swap de uma porção de seus ativos domésticos em moeda externa quando acontece o ataque, ocorre a exaustão das reservas do Banco Central e é forçada a transição para o câmbio flutuante.

<sup>7</sup> Dellas e Stockman (1993) mostraram que o mesmo resultado seria obtido se um ataque induzisse a autoridade a impor controle de capital num regime prévio de livre mobilidade de capitais.

<sup>8</sup> Vide, por exemplo, Eichengreen e Wyplosz (1993), Gerlach e Smets (1995) e Khalid e Kawai (2003).

<sup>9</sup> Vide, por exemplo, Eichengreen, Rose e Wyplosz (1994).

<sup>10</sup> Em consonância com esse argumento, Rijckeghem e Weder (1999) definem “contágio puro” como sendo uma propagação de crises de um país para outro, por causa de fatores não denominados como modificações nos seus fundamentos ou qualquer spillover.

<sup>11</sup> O crescimento do produto caiu de 3,4% em 1998 para 1,3% em 1999.

## SYNOPSIS

EXCHANGE RATE ARRANGEMENTS, MONETARY CRISIS AND  
THE ROLE OF INSTITUTIONS ON THE CHOICE OF EXCHANGE  
RATES IN EMERGING ECONOMIES

*The aim of this paper is to show the importance of the choice of the exchange rate arrangements on decisions of economic policy, as well as to point out its interrelation with the institutional characteristics of the country. The traditional discussion concerning the exchange arrangements considers the choice of exchange rate regime as being the main connection between the external sector and the macroeconomic policy decisions, with the institutions having only a secondary role. However, the hypothesis of reverse causation deserves attention too. Some authors consider that the macroeconomic success in emerging markets is not determined mainly by the choice of the exchange rate regime, but by the health of the fundamental economical institutions. Empirically, it is highlighted the interdependence between institutions and exchange regimes on the incidence of monetary crises, as well as its propagation to the other emergent countries.*

*Key-words: exchange arrangements; economic policy; institutions.*

## SINOPSIS

ARRANJOS CAMBIALES, CRISES MONETARIAS E EL PAPEL DE LAS  
INSTITUCIONES EN LA OPCIÓN POR TIPOS DE CAMBIO  
EM ECONOMIAS EMERGENTES

*El propósito de este artículo es demostrar la importancia de la opción de régimen cambiario en las decisiones de la política económica, así como para precisar su interrelación con las características institucionales de los países. La discusión tradicional referente a regímenes cambiarios considera la opción del régimen como siendo la conexión principal entre el sector externo y las decisiones de política macroeconómica, con las instituciones teniendo solamente un papel secundario. Sin embargo, la hipótesis de la causalidad reversa también merece la atención. Algunos autores consideran que el éxito macroeconómico en mercados emergentes no es determinado principalmente por la opción del régimen cambiario, pero por la salud de las instituciones económicas fundamentales. Concretamente, se destaca la interdependencia entre las instituciones y los regímenes cambiarios en la incidencia de crisis monetarias, así como su propagación a otros países emergentes.*

*Palabras llave: regímenes cambiarios; política económica; instituciones.*

