

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

Monografia de Final de Curso

**CRISES CAMBIAIS E ATAQUES ESPECULATIVOS : TEORIA E
ABORDAGEM DA CRISE NO SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU
COM ÊNFASE NO CASO CLÁSSICO INGLÊS DE 1992**

**Alvaro Arthur P. Padilha
Matrícula: 9414107**

**Orientador: Dionísio Dias Carneiro
Tutor: José Márcio Camargo**

Novembro 1998

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

Monografia de Final de Curso

**CRISES CAMBIAIS E ATAQUES ESPECULATIVOS : TEORIA E
ABORDAGEM DA CRISE NO SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU
COM ÊNFASE NO CASO CLÁSSICO INGLÊS DE 1992**

**Alvaro Arthur P. Padilha
Matrícula: 9414107**

**Orientador: Dionísio Dias Carneiro
Tutor: José Márcio Camargo**

Novembro 1998



“ As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor. ”

Gostaria de agradecer o professor Dionísio Dias Carneiro pela orientação e sugestões de leitura, sem as quais não seria possível a conclusão deste trabalho.

Índice

Introdução	6
Capítulo 1	
Teoria e Modelos de Crises Cambiais	10
1.1 Definições	10
1.2 Modelo da 1 ^a Geração	11
1.3 Modelo da 2 ^a Geração	15
Capítulo 2	
A Crise no Sistema Monetário Europeu	20
Capítulo 3	
Uma comparação com outras crises	24
Conclusão e Considerações Finais	28
Apêndice	30

Bibliografia**31**

Introdução

Crises cambiais não são recentes na história, no entanto, nos anos 90, inovações técnicas, maior integração dos mercados financeiros e grandes movimentos de capitais trouxeram novos elementos e preocupações.

Um dos novos elementos que aparecem em crises recentes é o problema do “contágio”, ou seja, uma crise começa em um país e se alastra em uma ou mais regiões levando à desvalorizações em moedas cujas economias não parecem possuir laços comerciais fortes com o país em crise. Isto pôde ser observado mais recentemente na crise deflagrada no sudeste asiático. Além disso, uma consequência natural em crises onde o problema do “contágio” esta presente é quando desvalorizações em uma região leva países, com produtos de exportação concorrentes, à desvalorizarem também suas moedas para não perderem competitividade.

Segundo um estudo do FMI⁽¹⁾ sobre crises financeiras, entre 1975 e 1997 foram constatados 158 episódios de pressões substanciais no mercado cambial, identificados e definidos como Crises Cambiais. Desta amostra, 55 casos foram classificados como “crashes” cambiais. O mesmo estudo também constata que a

(1) “Financial Crisis: Characteristics and Indicators of Vulnerability”; IMF World Economic Outlook – January 1998 ; pg 74-79

incidência de crises cambiais nos “ países emergentes “ é o dobro dos países “ industrializados “. ⁽²⁾

Nos anos 90, diversas crises cambiais estouraram ao redor do mundo: em 1992-93 a crise do Sistema Monetário Europeu levou a Inglaterra e a Itália a suspenderem suas participações no sistema, em 1994-95 a chamada “ Crise Tequila “ abalou os mercados emergentes da América Latina e em 1997-98 a crise do sudeste asiático (Indonésia, Tailândia, Malásia,.....) ainda preocupa.

Todas estas crises recentes dos anos 90 mostraram que o problema do “ contágio “ vem preocupando as autoridades mundiais. Durante a crise do Sistema Monetário Europeu (1992-93) o Franco francês, a Libra irlandesa e o Krona sueco experimentaram grande pressão especulativa enquanto a Lira italiana e a Libra inglesa retiraram-se do sistema e tiveram que flutuar. Pressões similares foram observadas neste período pela Noruega, Portugal e Espanha que acabaram desvalorizando suas moedas. Em 1994-95 a depreciação do Peso mexicano levou pressões especulativas a outros países emergentes como a Argentina, Brasil e Filipinas (em menor extensão). Em 1997-98 a crise na Tailândia rapidamente afetou outros países asiáticos como Indonésia, Malásia, Filipinas, Korea, Singapura, Taiwan assim como outras regiões emergentes. A crise asiática repercutiu em todo mundo e os grandes fluxos de capitais dos países

⁽²⁾ Definições arbitradas pelo FMI

emergentes para os países industrializados foi impressionante. Este movimento foi chamado de “Fly to Safe”.

Devido a importância e a atualidade do assunto, esta monografia vai tentar mostrar as teorias e modelos que explicam as crises cambiais e ataques especulativos. Estudaremos a crise no Sistema Monetário Europeu, com ênfase no caso inglês, mostrando suas características e diferenças em relação a outras crises recentes. Analisaremos também a situação econômica antes da crise e o que aconteceu com os países europeus, especialmente a Inglaterra, após a crise.

No primeiro capítulo apresentaremos dois modelos de crises cambiais, o da 1ª Geração e o da 2ª Geração. Analisaremos suas características e suas diferenças, mostrando como e por que ocorre uma crise. Serão apresentadas as peculiaridades de cada modelo como o problema do “contágio”, “self-fulfilling crisis”, expectativas e fundamentos macroeconômicos.

No segundo capítulo analisaremos a crise no Sistema Monetário Europeu. Apresentaremos as linhas gerais mostrando a conjuntura antes da crise, como ocorreu o ataque e os rumos das economias européias, especialmente a britânica, após a crise.

No terceiro capítulo compararemos a crise inglesa com outras crises explorando as semelhanças e diferenças. Mostraremos que a desvalorização da libra e sua saída do Sistema Monetário Europeu deu outros rumos na estagnada economia

inglesa ao contrário de outros países europeus. Exploraremos também as diferenças com as crises na América Latina, mais especificamente a mexicana de 1994-95. O último capítulo será reservado à conclusão e considerações finais.

Capítulo 1 - Teoria e Modelos de Crises Cambiais

1.1 Definições

Segundo o FMI uma crise cambial ocorre “ quando um ataque especulativo sobre a taxa de câmbio resulta em uma desvalorização (ou rápida depreciação) de uma moeda, ou força a autoridade a defender a moeda gastando altos volumes de reservas internacionais ou por um aumento rápido nas taxas de juros “. ⁽³⁾

Einchengreen, Rose, Wyplosz definem ataques especulativos ou crises “ como grandes movimentos nas taxas de câmbio, juros e reservas internacionais”. ⁽⁴⁾

Frankel e Rose definem uma crise cambial como uma queda nominal de uma moeda em pelo menos 25% no ano junto com um aumento em 10% em relação ao ano anterior na taxa de depreciação da mesma.

Considerando que definições geralmente são arbitrárias, podemos observar que todos consideram não só grandes movimentos nas taxas de câmbio mas também nas taxas de juros e nos níveis de reservas internacionais.

⁽³⁾ “ Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability “ ; IMF World Outlook – January 1998 ; pg 74

⁽⁴⁾ “ Speculative Attacks on Pegged Exchange Rate: Na Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System “ ; NBER Working Paper Series ; No 4898 ; October 1994

Não obstante, não é objetivo deste trabalho escolher a melhor definição ou até mesmo definir o que é um ataque especulativo ou uma crise cambial, no entanto, é importante mostrarmos algumas definições para que nos situemos adequadamente no tema.

1.2 Modelo da 1ª Geração

Este modelo também conhecido como “ Modelo Canônico “ é uma análise simples, mas interessante, desenvolvido cerca de 20 anos atrás que até hoje manteve-se como ponto de partida para entender e discutir as crises cambiais e os ataques especulativos. No entanto, mostraremos que ele não responde à todas as perguntas e não oferece um quadro objetivo e empírico consistente sobre o que realmente acontece nas crises atuais, principalmente no que diz respeito aos objetivos dos Bancos Centrais e suas restrições.

O “ Modelo Canônico “ foi derivado de um trabalho de 1970 realizado por Salant, Stephen que nada tinha a ver com crises cambiais ou ataques especulativos à economias com taxas de câmbio fixas, mas sim com a estabilização de preços de “ commodities “. Naquela época propunha-se que agências internacionais (Boards) atuariam no mercado de “ commodities “ no intuito de manter os preços estabilizados.

Salant combateu esta idéia mostrando que isto traria ataques especulativos devastadores a este mercado.

Os especuladores reteriam o ativo se esperassem que o preço subisse rapidamente oferecendo uma taxa de retorno, depois de ajustados os riscos, equivalente a de outros ativos. No entanto, se o “ Board ” anunciasse sua disposição em manter os preços estáveis em um nível fixo, enquanto o preço estivesse num patamar superior ao nível que prevaleceria se não houvesse o “ Board ”, os especuladores venderiam seus ativos pois não mais esperam realizar ganhos de capital. Logo o “ Board ” vai adquirir grandes estoques e o preço que prevaleceria sem o “ Board ” (shadow price) ficaria acima do preço determinado (target price). Neste ponto os especuladores comprariam o ativo e o “ Board ” vai rapidamente desfazendo seus estoques tentando estabilizar os preços. Este movimento especulativo foi percebido por outros autores que aplicaram tal lógica também na tentativa de um governo ou Banco Central de estabilizar a taxa de câmbio.

Inicialmente Krugman, Paul e mais tarde Flood e Garber, desenvolveram o primeiro modelo sobre ataques especulativos e crises cambiais. A lógica de Krugman é a mesma aplicada por Salant sobre o ataque especulativo em um determinado estoque de “ commodities ”. Assumiu-se um governo engajado numa emissão desenfreada de moeda para financiar um déficit fiscal crescente e no objetivo de manter a taxa de câmbio fixa utilizando as reservas internacionais. Suponha que as reservas internacionais vão se exaurindo no curso natural da história até um ponto onde o preço

da moeda estrangeira estaria subindo caso não houvesse uma taxa de câmbio fixa. Neste ponto os especuladores se posicionariam em moeda estrangeira já que manter moeda nacional não é mais um investimento atrativo. Só que alguns especuladores mais astutos comprariam moeda estrangeira um pouco antes das reservas chegarem ao nível de exaustão levando outros especuladores a venderem também ainda antes. O resultado é que as reservas cairiam rapidamente, mesmo reservas que ainda financiariam o déficit por anos. Aconteceria então um ataque especulativo que levaria as reservas à zero obrigando o governo a abandonar o sistema de câmbio fixo.

Este modelo descreve a incoerência entre a política interna e a política externa de um determinado país. De um lado temos um governo emitindo continuamente moeda aumentando o crédito interno para financiar seu déficit fiscal ou assistir à um fraco sistema bancário, do outro temos um governo tentando manter uma taxa de câmbio fixa. Com reservas internacionais muito grandes o governo pode manter esta política no curto prazo, mas, quando as reservas vão se exaurindo o ataque especulativo é eminente.

Podemos fazer algumas considerações importantes sobre o modelo. Muitas crise cambiais empiricamente refletem a inconsistência das políticas externa e interna. Este modelo também diminui a importância do manipulador do mercado, como George Soros em 1992-93 no ataque contra a Libra Esterlina, ou a irracionalidade dos investidores, mostrando que a perda de bilhões em reservas em dias apenas reflete o resultado da inconsistência de políticas e do fato da moeda doméstica ficar menos

atrativa. O fim da estabilização do câmbio é iniciado, pois, por uma saída especulativa de capitais do país.

Uma das críticas que pode ser feita ao modelo é que este, assume um governo que mecanicamente emite dinheiro e um Banco Central que vende qualquer quantidade de moeda estrangeira para manter a taxa de câmbio fixa. Na realidade o governo pode condicionar o déficit fiscal ao Balanço de Pagamentos e ao invés de vender mecanicamente moeda estrangeira o Banco Central pode apertar a política monetária. Tudo envolve a questão dos custos associados a cada tipo de política e a situação econômica do país em questão.

Alguns avanços foram adicionados ao modelo inicial ao longo do tempo como a incerteza sobre a criação do crédito doméstico (Flood and Garber 1984) e controles sobre os movimentos de capital.

O modelo, portanto, está baseado na inconsistência da tentativa de manter o câmbio fixo e na deterioração dos fundamentos macroeconômicos. Devemos observar políticas monetária e fiscal expansionistas e uma gradual queda ao longo do tempo das reservas internacionais antes de um ataque especulativo acontecer. Teríamos déficit crescentes, aumento da monetização do déficit ou rápido crescimento da emissão de moeda e aumento de preços e salários. As taxas de câmbio ficariam sobrevalorizadas e cresce o déficit na Balança Comercial. As reservas internacionais diminuem, as taxas de

juros aumentam e as taxas de câmbio futuro enfraquecem-se antes da crise ou do ataque especulativo.

1.3 Modelo da 2ª Geração

No item anterior nos já considerávamos os custos do “tradeoff” entre políticas, ao invés de uma simples questão de vender moeda estrangeira para manter uma taxa de câmbio fixa.

Os modelos de 2ª geração tem 3 questões básicas. Primeiramente, tem que existir uma razão para o governo querer abandonar a taxa de câmbio fixa. Em segundo lugar, deve existir uma razão para o governo manter a taxa de câmbio fixa. Como parece ser óbvio, neste momento, existe um conflito dentro do governo e da sociedade entre estes dois motivos. Finalmente o custo de defender uma taxa de câmbio fixa, ou uma banda cambial no caso brasileiro, deve crescer a medida que as pessoas esperam que a defesa do sistema seja abandonada.

O governo pode abandonar seu sistema de câmbio se alguma coisa esta fixa em termos de moeda doméstica, como por exemplo, um débito muito grande em

moeda nacional que o governo quer reduzir mas não pode pois está comprometido com o sistema de câmbio fixo. Uma outra possibilidade é existir uma alta taxa de desemprego que o governo quer reduzir com uma política monetária mais frouxa. Esta parece ter sido a principal razão da saída da Inglaterra do Sistema Monetário Europeu em 1992.

Dado estes motivos para o governo abandonar o sistema de taxa de câmbio fixa, por que ele não o faz? Uma razão importante a ser mencionada é que uma taxa fixa facilita o comércio externo e os investimentos. Outra possibilidade é do país em questão ter um histórico perigoso de inflação e em alguns casos, como o Brasil, de hiperinflação e não querer perder a estabilidade e a credibilidade abandonando o sistema de câmbio fixo. Existem outros que acham a moeda um motivo de orgulho e paixão nacional ou estão comprometidos com acordos internacionais como o Sistema Monetário Europeu por exemplo.

Suponha que os fundamentos dos custos do “ tradeoff “, entre abandonar uma taxa de câmbio fixa ou não, estejam deteriorando-se. Então, no longo prazo, o país estaria disposto a desvalorizar a moeda mesmo que não aconteça um ataque especulativo. Fica claro, que os especuladores percebendo a piora nos fundamentos posicionam-se em moeda estrangeira, ou seja, vendem moeda doméstica antes que sua desvalorização aconteça. Mas, fazendo isto, eles estão piorando ainda mais os fundamentos antecipando a desvalorização. Outros especuladores mais “ esclarecidos “ ou melhor “ informados “ tentarão posicionar-se em moeda estrangeira ainda antes

causando o abandono do país de um sistema de câmbio fixo muito antes da saída que aconteceria no curso natural dos fatos, dado que os fundamentos, dos custos mencionados acima, estavam deteriorando-se.

Segundo Krugman, Paul “ um ataque especulativo vai acontecer na data mais recente que este ataque poderia ter sucesso “. ⁽⁵⁾ Num certo sentido, como no “ Modelo Canônico “ da 1ª geração, a crise é provocada por uma piora nos fundamentos e pela inconsistência de políticas macroeconômicas.

Alguns modelos alternativos da 2ª geração mostram a possibilidade de uma crise ocorrer mesmo que os fundamentos da economia não estejam deteriorando-se. Existe um processo circular levando à um equilíbrio múltiplo. Especulações podem levar de um equilíbrio para outro. Estes modelos assumem a possibilidade de “ self-fulfilling crises “. O pessimismo de um grupo seletivo de investidores ou especuladores provocam saída de capital de um país, levando à um colapso no sistema de taxa de câmbio fixa validando o pessimismo já existente. É um efeito reforçador onde as escolhas e ações de determinados agentes econômicos e financeiros podem determinar movimentos de um equilíbrio para outro. O pessimismo destes agentes gera mais pessimismo podendo iniciar uma crise cambial.

Outra linha de modelos da 2ª geração, os chamados modelos de “herding behaviour “, trazem a discussão sobre os custos de informação, que podem levar os

agentes, investidores e especuladores estrangeiros a tomarem decisões baseadas em informações limitadas e incompletas, sendo mais sensíveis à rumores e especulação dos maiores “players” do mercado de um determinado país.

Ainda temos nos modelos de 2ª geração a possibilidade dos efeitos do “contágio”. Uma primeira possibilidade é baseada em ligações comerciais sólidas entre alguns países ou regiões onde uma desvalorização cambial, ou uma crise, levaria à desvalorizações nos outros países. Uma outra possibilidade é de acontecer desvalorizações ou crises em países ou regiões que não tem ligações comerciais, ou econômicas, com o país em crise, neste caso levando à ataques especulativos do tipo “self-fulfilling”.

O “contágio”, portanto, pode refletir uma irracionalidade no comportamento dos agentes, parte por causa de sua real irracionalidade e parte pela assimetria de incentivos e informações que estes agentes enfrentam, como nos casos de “herding behaviour”. O contrário também acontece, o efeito pode ser positivo levando alguns países beneficiarem-se da boa situação ou das reformas econômicas bem executadas de algum outro país.

Ainda existe a possibilidade de manipulação dos mercados por investidores mais astutos chamados por Krugman, Paul de “Soroi”. Krugman argumenta que a existência deste tipo de agente, como George Soros em 1992, apenas

⁽⁵⁾ Krugman, Paul – “Currency Crises” ; www.mit.edu/krugman/www/crises.html ; pg 7

tende a antecipar a data do ataque especulativo ou da crise. Já que todos sabem que a economia esta sujeita a ataques do tipo “ self-fulfilling ”, isto leva à uma grande possibilidade de ganhos aos grandes “ players ”, os “ Soroi ”. Eles vão antecipar a venda de moeda doméstica e forçar o colapso do regime cambial que provavelmente aconteceria mesmo sem a existência do “Soroi ”. Por exemplo, parece óbvio que a Libra inglesa teria se desvalorizado de qualquer maneira, a ação de grandes “ players ”como George Soros apenas anteciparam a desvalorização que viria mais cedo ou mais tarde.

Como pode ser visto, os modelos da 2^a geração apresentam uma série de elementos novos na teoria sobre crises cambiais como o “ herding-behaviour ”, o problema do “ contágio ”, a possibilidade de “ self-fulfilling crises ” e a existência de equilíbrio múltiplo. O modelo da 1^a geração continua sendo um bom ponto de partida para qualquer análise sobre o assunto, mas, os modelos de 2^a geração parecem explicar melhor as crises mais recentes dos anos 90 onde novos elementos apareceram. No entanto o assunto ainda não esta esgotado pois os mercados estão se transformando e avançando rapidamente e novos problemas e elementos vão aparecer.

Capítulo 2 - A Crise do Sistema Monetário Europeu

Em setembro de 1992 um grande fluxo de capitais saiu, através do mecanismo de taxa de câmbio do Sistema Monetário Europeu, da Inglaterra, Itália e Espanha. Mais tarde em 1993 as bandas das taxas de câmbio foram alargadas para permitir uma desvalorização do Franco francês evitando a saída da França do Sistema Monetário Europeu. A crise europeia é considerada um episódio clássico e muito estudado de ataque especulativo.

Naquela época, os países europeus tinham crédito em todos os mercados, tanto interno quanto externo. Portanto, não tinham necessidade de monetizar seus déficits e não tinham crescimento rápido e desordenado de crédito doméstico. O nível de reservas internacionais não eram limitados e todos os governos tinham condições de estabilizar seus mercados pela simples elevação da taxa de juros. É importante salientar ainda, que todos os países europeus tinham inflação estável tanto antes quanto depois da ocorrência da crise.

Com todas estas características, segundo o Modelo da 1ª Geração de crises cambiais, estes países estavam longe de uma crise cambial ou um ataque especulativo que viesse a ter sucesso. Portanto, a crise no Sistema Monetário Europeu não corresponde a teoria do modelo clássico de crises cambiais da 1ª geração.

No caso do sistema europeu, os modelos de 2^a geração tiveram mais sucesso na tentativa de explicar o que aconteceu em 1992-93. É importante notar que existia claramente um conflito nos governos e na sociedade europeia entre adotar uma política mais expansionista (política monetária mais frouxa) e o compromisso de manter a taxa de cambio fixa.

A Inglaterra vinha convivendo com alta taxa de desemprego devido a uma demanda inadequada, portanto tinha todo o interesse em adotar uma política monetária mais frouxa, por exemplo, mas estava comprometida com o sistema fixo de câmbio do Sistema Monetário Europeu.

Segundo a teoria dos modelos de 2^a geração, como mostrado no capítulo 2, a piora nos fundamentos deste conflito levaria inevitavelmente à uma desvalorização da moeda. No entanto alguns investidores antecipariam esta desvalorização, deflagrando uma série de ataques especulativos, levando à uma desvalorização cambial que aconteceria de qualquer maneira.

A ação destes investidores , como George Soros, é sobrevalorizada. Muitas pessoas acreditam que a desvalorização da Libra foi resultado das arbitragens e especulações impetradas pelo investidor. George Soros percebeu antecipadamente uma possível desvalorização da Libra e discretamente assumiu uma “ short position “ em várias linhas de crédito de curto prazo, em Libras, que somaram aproximadamente US\$ 15 bilhões. Com estes créditos ele especulou contra a moeda inglesa. Nesta posição, um

colapso do sistema cambial levaria à lucros extraordinários. Soros tentou precipitar o colapso com suas próprias posições de venda. Foi exatamente o que aconteceu, Soros obteve um lucro impressionante com a desvalorização da Libra e tornou-se o mais célebre investidor mundial dos anos 90. Foi considerado o “homem que movia os mercados”. Mais tarde Soros perdeu fortunas na crise asiática e na crise russa.

Outro problema, enfrentado por países que tinham suas moedas fixadas em relação ao Marco alemão, foi a queda do muro de Berlim. A Alemanha investiu pesado na parte oriental após a reunificação adotando uma política fiscal expansionista. Para enfrentar esta expansão no lado fiscal adotou uma política monetária mais apertada. Os outros países tiveram que adotar a mesma política monetária apertada, já que suas moedas estavam fixadas ao Marco alemão e não tiveram uma política fiscal expansionista, levando-os a recessão. Temos então mais um motivo para abandonar o regime cambial.

Um aspecto importante a ser ressaltado é a inoperância das reservas internacionais quando existe alta mobilidade de capitais. A Inglaterra tinha reservas cambiais substanciais e ainda podia recorrer a linhas de crédito na Alemanha devido ao acordo monetário europeu. A Inglaterra, portanto, tinha poder para fazer uma grande intervenção no mercado cambial caso fosse necessário. Segundo Krugman, a Inglaterra comprou cerca de US\$ 50 bilhões, de libras, em poucos dias e esterilizou esta intervenção através de operações de open-market com o intuito de evitar uma redução da base monetária.

Uma outra explicação levantada pelos economistas são os chamados ataques especulativos com comportamento do tipo “ self-fulfilling “. Segundo esta hipótese, uma crise cambial devido a um ataque especulativo do tipo “ self-fulfilling “ consiste em um deslocamento inesperado de um equilíbrio com baixa expectativa de desvalorização cambial para outro equilíbrio com alta expectativa de desvalorização. Se a crise for deflagrada por este deslocamento nas expectativas os indicadores macroeconômicos não mostrariam que um período de instabilidade viria. No caso da crise do Sistema Monetário Europeu os mercados não anteciparam a gravidade da crise. Esta é a interpretação dos modelos com múltiplo “ equilíbrio “.

Entretanto os fundamentos, segundo Krugman, revelam que a disposição dos governos em manter uma taxa de câmbio fixa estavam piorando e mostravam sinais que piorariam ainda mais. Estas tendências dos fundamentos, levaram muitos economistas à preverem a crise corretamente. O único argumento válido a favor dos teóricos da crise europeia com características do tipo “ self-fulfilling “ é que os mercados não anteciparam nem mostraram sinal da crise. Esta questão ainda da subsídios para os economistas pensarem e tentarem explicar a falha dos mercados que não viram a crise chegando.

Capítulo 3 – Uma Comparação com as Outras Crises

Preocupações com as economias da América Latina e suas moedas eram comuns entre os economistas em 1993. Economias como a mexicana e argentina apresentavam altos déficit em conta corrente, pouco crescimento, alto índice de desemprego, ficando claro que haveria espaço para expansão monetária. Além disso a paridade do poder de compra destes países com seus principais parceiros comerciais estavam deteriorando-se rapidamente. No entanto, como na Europa, o mercado financeiro não teve capacidade de identificar com antecedência a crise. O mercado financeiro acreditava nos governos, que declaravam fora de questão as desvalorizações cambiais já que os déficit em conta corrente eram facilmente financiados.

O problema mexicano em 1994 foi agravado pela crise política, rebelião no estado de Chiapas e assassinato de um candidato a presidência da república. Devido às eleições, o governo mexicano no poder, afrouxou a política monetária e a política fiscal. Os fluxos de capital para dentro do país se esgotaram e as reservas internacionais caíram a um nível alarmante. O governo mexicano não conseguia mais renovar suas dívidas de curto prazo em dólares, chamadas de “ Tesobonos “.

Com todas estas dificuldades, após as eleições, o governo mexicano resolveu desvalorizar sua moeda em cerca de 15%. Esta desvalorização foi considerada insuficiente e inadequada pelo mercado, fazendo com que o governo perdesse

credibilidade em suas políticas. Agravando a situação, o governo mexicano consultou diversos líderes empresariais sobre as políticas que viriam a ser adotadas transformando-os em “ insiders “. Estes líderes empresariais lucraram muito com a desvalorização e a credibilidade política internacional, e mesmo local, caiu ainda mais.

Após a primeira desvalorização o peso mexicano caiu ainda mais, devido à perda de credibilidade, causando inflação. Isto obrigou o governo a elevar drasticamente a taxa de juros para cerca de 80% tentando equilibrar a situação. Os problemas culminaram com a ajuda norte americana através de empréstimos elevadíssimos fazendo com que aos poucos a economia mexicana fosse recuperando a credibilidade dos investidores.

Na Argentina o sistema cambial era diferente, sua moeda era rigidamente atrelada ao dólar com paridade de um para um, num sistema de “ currency board “. Sua base monetária, além disso, estava diretamente ligada ao nível de reservas internacionais em dólares. A situação na Argentina também era diferente, não havia problemas nos fundamentos que caracterizariam teoricamente uma crise cambial de 1^a geração, e não havia uma ligação comercial forte com o México que justificasse um ataque especulativo devido ao “ contágio “. Entretanto o desemprego era alto e especulou-se um provável abandono do “ currency board “ para reduzir a taxa de desemprego. Aconteceu, então, um ataque especulativo levando à grande saída de capital do país e ao mesmo tempo uma redução significativa da base monetária, pois

esta estava diretamente associada ao nível de reservas internacionais, levando o país à uma crise no sistema bancário.

Ao contrário do México, o governo argentino resolveu enfrentar o mercado e não abandonou seu sistema de câmbio, esperando que o mercado percebesse o forte comprometimento com seu sistema de “currency board”.

Com esta rápida explanação dos fatos na América Latina podemos perceber algumas semelhanças e diferenças com a crise do Sistema Monetário Europeu facilmente.

É importante notar que tanto na Europa quanto na América Latina o mercado falhou em não ter previsto tais crises, apesar dos avisos de vários economistas para esta possibilidade. Nota-se também, que no caso argentino e no britânico, o alto desemprego, a necessidade de adotar uma política monetária mais frouxa e o compromisso com uma política cambial fixa foram decisivos para que os especuladores arquitetassem um ataque especulativo. A piora nos fundamentos deste “trade-off” é consistente com a teoria dos modelos de 2ª geração que melhor explicam estas duas crises. Entretanto, a Argentina não desvalorizou sua moeda como fez a Inglaterra.

A principal diferença entre as duas crises pôde ser observada nos rumos que as economias tomaram após as crises. Em ambos os casos tivemos países que desvalorizaram suas moedas e países que não o fizeram. Na Europa, a Inglaterra

desvalorizou sua moeda como o México na América Latina. A França, como a Argentina, não seguiu o mesmo caminho inglês. Todas estas economias, excetuando a inglesa, enfrentaram severas recessões. Após a desvalorização da libra, a Inglaterra não perdeu credibilidade em sua economia e em suas instituições, retomou o crescimento e reduziu a taxa de desemprego.

Conclusão e Considerações Finais

Podemos afirmar, ao observar as diversas crises e ataques especulativos nos anos 90, que os modelos da 2ª geração melhor explicam os fatos que o modelo de 1ª geração. Na crise do Sistema Monetário Europeu, especialmente na Inglaterra, o motivo da desvalorização foi a necessidade de adotar uma política monetária com característica mais expansionista por causa do alto índice de desemprego.

A desvalorização da libra não abalou a credibilidade das instituições britânicas, o mercado financeiro acreditou que o governo manteria o apoio ao livre funcionamento dos mercados, o Banco da Inglaterra continua preocupado com a inflação, o governo inglês honrou todos seus compromissos e os investidores continuam acreditando que investimentos na economia inglesa é uma boa escolha.

Após a recente crise asiática, a preocupação dos “ policy makers “ mundiais é como podemos evitar novas crises e ataques especulativos.

Para evitar a fuga de grande volume de capitais especulativos que circulam na economia mundial, em horas, a resposta parece ser óbvia, adotar o uso do controle de capitais. Esta política mais cedo ou mais tarde pode ser adotada pelas principais economias mundiais, sendo apoiada por economistas renomados.

A maioria das crises dos anos 90 ocorreram por causa de políticas inconsistentes internamente e externamente. Para evitar tais crises os governos deveriam ser mais responsáveis em suas políticas evitando os ataques especulativos.

No entanto, segundo os modelos da 2^a geração, o importante são as expectativas criadas pelos investidores. No caso inglês, a política adotada em relação ao Sistema Monetário Europeu estava correta, mas especuladores, como George Soros, suspeitaram que o governo britânico escolheria diminuir o desemprego. Claramente a mudança de preferências e não de políticas evitaria o ataque especulativo.

Uma alternativa ainda não mencionada seria a adoção de um regime cambial livre. Se as taxas de câmbio flutuassem livremente os especuladores não teriam o que atacar. Com todas estas opções, os economistas recomendam que os países não fiquem no meio do caminho. Ou adota-se o regime cambial livre ou une-se à um acordo monetário. A mais extrema das soluções seria a adoção de uma moeda mundial única. No entanto não chegamos ainda à um consenso.

Apêndice – Quadro Cronológico da Crise

<u>1992</u>	
<p>02 Junho – Eleitores dinamarqueses rejeitam com 50.7% dos votos o Tratado de Maastricht. Após, tensões dentro do ERM aumentaram levando à elevação das taxas de juros de curto prazo, principalmente na Itália.</p> <p>14 Agosto – A libra inglesa cai até seu nível mais baixo contra o marco alemão.</p> <p>27 Agosto - Intervenções no mercado falharam ao tentar aumentar a libra significativamente. O Banco Central Sueco eleva sua taxa marginal para empréstimos de 3% para 16%.</p> <p>28 Agosto – Lira Italiana cai abaixo do piso pela primeira vez aumentando a preocupação com as perdas de reservas e a situação orçamentária.</p> <p>02 Setembro – Dólar cai para um novo recorde histórico contra o marco alemão.</p> <p>03 Setembro – Banco da Inglaterra aumenta suas reservas com um empréstimo de US\$ 14 bilhões em marcos alemães.</p> <p>05 e 06 Setembro – Reunião em Bath dos ministros de finanças e presidentes dos Bancos Centrais dos países europeus para discutir planos de contingência caso a França vote contra o Tratado de Maastricht, política monetária alemã e tensões no Sistema Monetário Europeu. Desta reunião saiu um comunicado pedindo que a Alemanha não elevasse sua taxa de juros em tais circunstâncias e reafirmando fortemente as disposições do acordo monetário europeu.</p> <p>8 Setembro – A Finlândia flutua sua moeda que cai 13% em relação ao marco. O Banco Central sueco aumenta sua taxa marginal de empréstimo em 24% e em 10 de setembro para 75%. Dólar aprecia em relação ao marco alemão.</p> <p>13 Setembro – O Comitê Monetário Europeu anuncia que a Lira deveria ser depreciada em 7% e que havia comprometimento do Bundesbank em abaixar a taxa de juros.</p>	<p>14 Setembro – A desvalorização da Lira e a redução da taxa de juros na Alemanha levaram a libra a apreciar. A Suécia diminui sua taxa de juros de 75% para 20%.</p> <p>15 Setembro – Lira cai abaixo da nova paridade central e a libra cai a um novo nível recorde. A peseta espanhola cai abaixo do nível central.</p> <p>16 Setembro – Pressões sobre a libra levam a um aumento na taxa de juros de 10% para 12% pela manhã depois chegando a 15% durante o dia. Apesar de forte intervenção do Bank of England, Bundesbank e do Banque de France a libra cai abaixo do piso da banda. A noite o governo britânico anunciou que a participação inglesa no Sistema Monetário Europeu estava suspensa. A Suécia eleva sua taxa de juros para 500%.</p> <p>17 Setembro – A participação da lira no Sistema Monetário Europeu é suspensa com a intenção de rápido retorno. O franco francês, o krone dinamarquês e a libra irlandesa caem até os respectivos pisos na banda.</p> <p>20 Setembro – A França aprova o Tratado de Maastricht com 51% dos votos.</p> <p>23 Setembro – Intensificam-se as pressões sobre o franco. Espanha adota controle de câmbio para defender a peseta.</p> <p>7 até 31 Outubro – Taxas de juros começam a reduzir gradualmente em muitos países afetados pela crise.</p> <p>Até o final do ano de 1992 e durante 1993 algumas moedas europeias como a libra irlandesa, escudo português continuaram sobre forte pressão. A Dinamarca acaba aprovando o Tratado de Maastricht em 18 de maio de 1993. Pressões sobre o franco francês continuaram até meados de julho – agosto de 1993.</p>

Bibliografia Básica:

- Krugman, Paul – “ Currency Crisis “ – www.mit.edu/krugman
- Krugman, Paul (1998) – “ What happened to Asia “ – www.mit.edu/krugman
- Krugman, Paul – “ Are Currency Crises Self-Fulfilling “ – NBER Macroeconomics Annual
- Mishkin, Frederic S – “ Anatomy of a Financial Crisis “ – Journal of Evolutionary Economics 2: 115-130
- Obstfeld, Maurice – “ The Logic of Currency Crises “ – Cahier Economiques et Monetaires 43: 189-213
- Obstfeld, Maurice – “ Models of Currency Crisis with Self-Fulfilling Features “ – NBER Paper No. 5285
- Einchengreen, Barry – “ Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to The European Monetary System “ – NBER Working Paper No. 4898
- “ Financial Crisis: Characteristics and Indicators of Vulnerability “ – IMF World Economic Outlook – January 1998
- Esquivel, Gerardo & Larrain, Felipe B. - “ Explaining Currency Crises “ – Junho 1998 - www.harvard.edu
- Sites Consultados na Internet:
 Bank of England – www.bankofengland.gov.uk
 Government Statistical Service – www.statistics.gov.uk
 Adam Smith Institute – www.britcoun.org/brazil/netbrit
 HM Stationary Office – www.britcoun.org/brazil/netbrit
 HM Treasury Office – www.britcoun.org/brazil/netbrit
 Chamber of Commerce – www.britcoun.org/brazil/netbrit
 The British Council
 Bloomberg Financial Services