

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**TRÊS INTERPRETAÇÕES PARA A CRISE DO
SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU**

**Igor Abdalla Medina de Souza
Nº de matrícula 9915120-5**

Orientador: Afonso Bevilaqua

Dezembro de 2002

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

TRÊS INTERPRETAÇÕES PARA A CRISE DO
SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU

Igor Abdalla Medina de Souza
Nº de matrícula 9915120-5

Orientador: Afonso Bevilaqua

Dezembro de 2002

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

Igor Abdalla Medina de Souza

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

A MINHA AVÓ LEONTINA

Agradecimentos:

gostaria de agradecer ao orientador desta monografia, professor Afonso Bevilaqua, cujas recomendações perspicazes foram de suma importância. Além disso, mostrou interesse inequívoco desde o início da elaboração deste estudo;

a Martha Damiano Campos pela paciência infinita no auxílio do extenuante trabalho de formatação desta monografia;

a todos os membros do Departamento de Economia da PUC-RJ, cuja estrutura é um convite à prática de atividades acadêmicas;

a todos os meus amigos e familiares, que manifestaram as mais diversas formas de apoio

ÍNDICE

CAPÍTULO I: INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO II: CRONOLOGIA DA CRISE	13
CAPÍTULO III: A CRISE DE 1992 COMO PRECURSORA DAS CRISES DOS 1990s	26
III.1 - APRESENTAÇÃO E LITERATURA SOBRE A HIPÓTESE	26
III.2 - PREÇOS.....	31
Gráfico III – 2 (A)	31
Gráfico III – 2 (B)	32
III.3 - CUSTOS	33
Gráfico III – 3 (A)	34
Gráfico III – 3 (B)	34
III.4 - CÂMBIO REAL EFETIVO.....	36
Tabela III – 4 (A).....	37
Gráfico III – 4 (A)	39
Tabela III – 4 (B).....	40
Gráfico III – 4 (B)	42
Gráfico III – 4 (C)	43
III.5 - EXPORTAÇÕES	43
Gráfico III – 5 (A)	44
Gráfico III – 5 (B)	45
III.6 - CONTA CORRENTE.....	45
Tabela III – 6	46
III.7 - SISTEMATIZAÇÃO DOS RESULTADOS	47
Tabela III – 7	48
III.8 - CONTÁGIO.....	49
Tabela III – 8	51
Gráfico III - 8	52
CAPÍTULO IV: A CRISE DE 1992 COMO RESULTADO DA UNIFICAÇÃO ALEMÃ53	
IV.1 - APRESENTAÇÃO E LITERATURA SOBRE A HIPÓTESE.....	53

IV.2 - TAXAS DE JUROS.....	56
Gráfico IV – 2 (A).....	57
Tabela IV – 2 (A).....	58
Gráfico IV – 2 (B).....	60
Tabela IV – 2 (B).....	61
IV.3 - PRODUTO INTERNO BRUTO.....	62
Gráfico IV – 3.....	63
Tabela IV – 3.....	64
IV.4 - NÍVEL DE EMPREGO.....	65
Gráfico IV – 4 (A).....	66
Gráfico IV – 4 (B).....	66
Tabela IV - 4.....	67
IV.5 - NÍVEIS DE PREÇOS.....	68
Gráfico IV - 5.....	69
Tabela IV - 5.....	70
IV.6 - SISTEMATIZAÇÃO DOS RESULTADOS.....	71
Tabela IV - 6.....	72
Gráfico IV – 6 (A).....	73
Gráfico IV – 6 (B).....	74
Gráfico IV – 6 (C).....	75
CAPÍTULO V: A CRISE DE 1992 COMO RESULTADO DE UM ATAQUE ESPECULATIVO AUTÔNOMO.....	77
V.1 - APRESENTAÇÃO E LITERATURA SOBRE A HIPÓTESE.....	77
V.2 - OS FUNDAMENTOS E A TAXA DE CÂMBIO: LITERATURA.....	80
V.3 - ANÁLISE EMPÍRICA.....	82
V.4 - DIFERENCIAL DA TAXA DE JUROS.....	83
Gráfico V – 4.....	84
Tabela V - 4.....	84
V.5 - DIFERENCIAL DE INFLAÇÃO.....	85

Gráfico V – 5	86
Tabela V – 5	87
V.6 - RESERVAS INTERNACIONAIS.....	87
Gráfico V – 6	88
Tabela V – 6	88
V.7 - CONTA CORRENTE.....	89
Gráfico V – 7 (A)	90
Gráfico V – 7 (B).....	90
Tabela V – 7	91
V.8 - CRESCIMENTO RELATIVO DA MOEDA.....	92
Gráfico V - 8.....	93
Tabela V – 8	94
V.9 - VARIAÇÃO DA PRODUÇÃO INDUSTRIAL.....	94
Gráfico V – 9	95
Tabela V – 9	96
V.10 - SISTEMATIZAÇÃO DOS RESULTADOS	96
Tabela V – 10	98
CAPÍTULO VI: CONCLUSÃO	99
Tabela VI (A)	102
Tabela VI (B).....	103
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	105

CAPÍTULO I: INTRODUÇÃO

Após cerca de uma década de discussões, a Crise do Sistema Monetário Europeu em 1992 ainda suscita calorosos debates que têm por objeto a causa da seqüência de acontecimentos que se seguiu ao referendo dinamarquês. Alguns enfatizam o papel dos fundamentos, outros o papel das expectativas; alguns enfatizam os problemas internos, outros os problemas externos. Discute-se, ainda, o papel das instituições e do setor bancário. A análise das hipóteses levantadas na literatura, além de provocativa, fornece subsídios para o estudo de um vasto instrumental em termos de Teoria Econômica.

Além disso, o assunto é, inegavelmente, atual; crises cambiais continuam a assolar ou representar ameaça para uma série de países. Alguns destes ainda sofrem os efeitos de turbulências passadas, como é o caso da Argentina.

A Crise de 1992 também é útil sob o ponto de vista da análise da viabilidade de se implementar programas de integração econômica em um ambiente de abertura dos mercados de capitais e alta liquidez internacional. Em nenhum outro lugar do mundo o processo de integração econômica se mostra avançado como no velho continente. Iniciativas futuras terão, no estudo das causas da Crise do Sistema Monetário Europeu, um rico manancial para evitarem os danos decorrentes de eventos como aquele acontecido em 1992.

Este estudo tem como objetivo o desenvolvimento dos três enfoques mais frequentemente apresentados na literatura: a Crise de 1992 como precursora das crises cambiais da segunda metade da década dos 1990s, a Crise de 1992 com resultado da Reunificação Alemã e a Crise de 1992 como resultado de um ataque especulativo autônomo. Este desenvolvimento possui a função de propiciar o estudo das causas da Crise de 1992. Em última instância, busca-se o peso relativo, se algum, de cada uma destas

interpretações em termos de poder explicativo para a eclosão da Crise do Sistema Monetário Europeu.

A tentativa de relacionar a Crise de 1992 às crises ocorridas nos mercados emergentes na segunda metade da década tem como pano de fundo a sua interpretação à luz dos modelos de primeira geração. Neste sentido, estuda-se a possibilidade de a Crise de 1992 ter sido o resultado da implementação de políticas insustentáveis pelos países do Mecanismo Cambial Europeu. Tais políticas desencadeariam a manutenção de diferenciais de preços e custos que, por sua vez, acarretariam a apreciação real dos países que mantivessem o câmbio fixo. Esta apreciação real teria como resultado a deterioração da competitividade externa do país. A percepção, pelos mercados, da insustentabilidade das políticas adotadas desencadearia ataques especulativos contra as moedas das economias que as implementassem.

A interpretação da Crise de 1992 como resultado da Reunificação Alemã tem como objeto o conjunto de políticas adotadas pelo *Bundesbank* em razão da fusão das partes ocidental e oriental do país, em 1990. Uma política fiscal expansionista e uma política monetária contracionista poderiam ser a combinação pertinente ao caso alemão, que passou a observar índices de crescimento acompanhados por juros altos. Entretanto, os demais países do Mecanismo Cambial Europeu atravessavam um período de forte recessão. Assim, o nível mais alto nos juros representou uma oposição cada vez maior às metas de retomada do crescimento. O mercado, suspeitando da possibilidade de os países não poderem implementar tais políticas de juros altos no longo prazo, passou a atacar as moedas, criando a necessidade de juros ainda mais altos. O resultado deste processo seria uma inconsistência macroeconômica derivada da contraposição entre as metas de retomada do crescimento e dos níveis de emprego e a necessidade de manter altas taxas de juros em razão da obrigação com as paridades acertadas pelo *ERM* (*Exchange Rate Mechanism*).

A interpretação da Crise de 1992 como resultado de um ataque especulativo autônomo guarda forte relação com os chamados modelos de segunda geração, ou modelos de equilíbrios múltiplos. Neste caso, os ataques que resultaram nas tensões a partir de setembro de 1992 não teriam vinculação com o comportamento dos fundamentos da economias em questão. O ataque especulativo desencadearia necessidade de juros mais

altos e estes juros passariam a conflitar com as metas de política econômica do país. No limite, os países abandonam o câmbio fixo, mesmo não apresentando qualquer sintoma de incapacidade de sustentá-lo antes do lançamento dos ataques. A confirmação da incapacidade de sustentar o câmbio fixo se dá em virtude das condições criadas pelo próprio ataque, que atesta *a posteriori* a insustentabilidade do câmbio fixo. Esta interpretação atribui maior relevância para os mercados do que para os fundamentos, em comparação com as outras interpretações.

Em termos metodológicos, as análises das três interpretações para a Crise de 1992 terão alguns pontos em comum. Primeiramente, as variáveis relevantes serão estudadas individualmente. Para cada variável será exposto um gráfico específico e uma tabela que desempenhará funções distintas, de acordo com a interpretação avaliada. Em seguida, os dados serão agrupados e sistematizados, a fim de que sejam oferecidos elementos para conclusões de cunho mais genérico. Os países analisados são os mesmos e respondem a uma escolha baseada tanto em sua importância relativa quanto ao nível de pressão que sofreram em 1992. Assim, por exemplo, a Finlândia corresponde ao segundo critério, mas não satisfaz o primeiro, motivo pelo qual, apesar de ter sofrido grandes pressões em 1992, não será analisada. A Holanda é um país de maior relevo em termos de importância para o Mecanismo Cambial Europeu, mas não sofreu pressões comparáveis aos países mais atingidos. Nestes termos, serão analisados: França, Itália, Espanha, Suécia e Reino Unido, além da Alemanha, cujos dados servirão à função de referência comparativa em relação aos demais países. Os dados utilizados nesta monografia, salvo quando expresso o contrário, são oriundos de *International Financial Statistics*¹.

No estudo da interpretação de ter sido a Crise de 1992 uma precursora das crises cambiais da segunda metade da década, o objetivo será a aferição da presença do mecanismo da perda de competitividade. Tal mecanismo consiste na manutenção de um diferencial de preços e custos que resulta na apreciação do câmbio real, que, por sua vez, acarreta deteriorações em termos de conta corrente. Assim, serão analisadas as seguintes variáveis: índice de preços ao consumidor (acompanhado do diferencial vis-à-vis a Alemanha), índice dos custos da mão-de-obra (também acompanhado do diferencial),

¹ *International Monetary Fund, Internacional Financial Statistics*

câmbio real efetivo, exportações (bilhões de dólares e volume) e um índice indicativo do comportamento da conta corrente, que consiste na razão entre as exportações e as importações de um país, ambas em volume. O capítulo é finalizado com uma investigação sobre a sugestão de ter o contágio via laços comerciais desempenhado relevante papel na Crise de 1992.

A investigação sobre a possibilidade de a Crise de 1992 ter sido resultado da Reunificação alemã é feita em dois níveis. Em primeiro lugar, analisa-se a possibilidade de ter operado um mecanismo que produziu uma inconsistência macroeconômica. Posteriormente, é verificada a possibilidade de este mecanismo ter sido a causa e não uma consequência da crise. O mecanismo consiste na reprodução da oposição entre as metas de retomada do crescimento, em virtude da recessão do início da década, e a necessidade de implementar juros altos para a defesa das paridades acertadas pelo Mecanismo Cambial Europeu, em um ambiente onde os níveis de preços não exigem qualquer contenção da demanda agregada. À medida que o mercado suspeitasse da sustentabilidade em longo prazo dos altos juros, estes, em decorrência dos ataques especulativos, se elevariam ainda mais, reproduzindo a lógica da inconsistência ao limite. As variáveis estudadas são: taxas de juros nominais, taxas de juros reais, Produto Interno Bruto, índices de níveis de emprego e níveis de preços.

Para a interpretação da Crise de 1992 como resultado de um ataque especulativo autônomo, a investigação consistirá em verificar o comportamento dos fundamentos em 1992, em comparação com o comportamento observado desde a concepção do *EMS* (*European Monetary System*). A possibilidade de ter sido a crise desvinculada do comportamento dos fundamentos das economias em questão será aferida com base em testes estatísticos que servem à função de elucidar eventuais modificações significantes no comportamento das variáveis relevantes na iminência da crise. Uma vez tendo havido modificação significativa, refuta-se a tese; não tendo havido modificação significativa, a tese do ataque especulativo autônomo é reforçada. As variáveis estudadas serão: diferencial de juros, diferencial de inflação, variação nas reservas, razão entre exportações e importações (ambas em volume), crescimento relativo da moeda e variação da produção industrial.

O capítulo seguinte apresenta uma cronologia da crise, com caráter meramente descritivo, uma vez que a interpretação dos fatos cabe aos capítulos posteriores. O capítulo III estuda a interpretação da Crise de 1992 como precursora das crises da segunda metade da década, o capítulo IV aborda a interpretação da crise como resultado da Reunificação Alemã, enquanto o capítulo V trata da crise como resultado de um ataque especulativo autônomo. O capítulo VI apresenta as conclusões.

CAPÍTULO II: CRONOLOGIA DA CRISE²

O marco inicial da Crise do Sistema Monetário Europeu é a rejeição, pela Dinamarca, do Tratado de Maastricht; 50,7% dos eleitores do país votaram contra a ratificação em 2 de junho de 1992. Ao pleito seguiram-se tensões na órbita do Mecanismo Cambial Europeu, com a forte elevação das taxas de juros de curto-prazo, particularmente na Itália. No dia seguinte, a França anunciou um referendo nacional sobre o tratado para o dia 20 de setembro.

A taxa de desconto nos Estados Unidos é reduzida em 0,5%, decrescendo a 3%, em 2 de julho, enquanto que, duas semanas depois, o *Bundesbank* aumentou a taxa de desconto em 0,75% na Alemanha. A taxa na principal potência industrial europeia atingiu 8,75%, enquanto o diferencial da taxa de juros de curto prazo entre esta e os Estados Unidos chegou a 6,75%, colocando pressão sobre a moeda norte-americana, o que levou os principais países industriais a intervirem, em 20 de julho, a fim de evitar uma desvalorização. Mais uma semana e o Banco do Japão reduziu a taxa de desconto no país em 0,5%, fazendo-a atingir 3,25%.

Em 20 de agosto, ao mesmo tempo em que era anunciado um crescimento inesperadamente grande do M3 alemão, a libra esterlina oscilava face ao marco, chegando próxima ao patamar mínimo estabelecido de 2,788 marcos. Além disso, o dólar atingiu o seu nível mais baixo em relação à moeda alemã de que se tinha notícia até aquele momento. Uma semana depois, níveis recordes de intervenção não foram suficientes para reerguer a libra de forma significativa. O Banco Central sueco, por sua vez, aumentou a taxa marginal de empréstimo em 3%, elevando-a a 16%.

² Baseado na edição de janeiro de 1993 da publicação *World Economic Outlook (IMF)*

Em 28 de agosto, a lira, pela primeira vez, burlou o patamar mínimo estabelecido pelo arranjo cambial, evidenciando a crescente preocupação com a situação fiscal e a perda de reservas da Itália.

Em 2 de setembro, o dólar atingiu novo nível histórico face à moeda alemã (1,3862 marco). No dia seguinte, o Banco da Inglaterra aumentou as reservas através de um empréstimo em marcos equivalente a \$ 14,5 bilhões, colocando o valor da libra acima de 2,8 marcos. Mais um dia e o dólar cai novamente, em resposta à queda nas taxas de juros dos fundos federais americanos em 0,25%; o *FED* mostrava-se descontente com dados inesperados relativos ao desemprego nos Estados Unidos. A lira, a despeito da forte intervenção e do aumento da taxa de desconto a 15%, permanecia abaixo do patamar mínimo estabelecido para sua flutuação.

Nos dias 5 e 6 de setembro, encontro dos ministros das finanças e dos dirigentes dos BCs de toda a Comunidade Européia em Bath discutiu planos de contingência para uma eventual rejeição, pelos franceses, do Tratado de Maastricht, para conter as tensões no *ERM* e, finalmente, para tratar da política monetária alemã. Ao final do encontro, os participantes apresentaram um documento oficial apresentando quatro pontos, incluindo a confirmação das paridades que estavam vigentes e o compromisso, pelo *Bundesbank*, de não elevar as taxas de juros “nas presentes circunstâncias”.

Na verdade, Bath teria marcado o conflito de interesses entre os alemães e os demais integrantes do Mecanismo Cambial Europeu; o país mais importante do *ERM* se recusava a baixar as taxas de juros, em razão da inflação. Já os outros países do *ERM* evitavam discussões acerca de um realinhamento geral das moedas face ao marco, com o intuito de reduzir as tensões. No final, ambas as possibilidades de reverter as crises malograram e do encontro ficou a impressão de que fracassara a última tentativa de prover uma resposta coordenada à crise.

Em 8 de setembro, autoridades finlandesas fazem sua moeda flutuar e esta declina 13% em relação ao marco. O Banco Central da Suécia aumenta sua taxa marginal de empréstimo a 24%. Dois dias depois, a taxa subiu a 75%. As intervenções tanto do *Bundesbank* quanto do Banco da Itália não foram suficientes para fazer a lira subir acima

do patamar mínimo. Enquanto as moedas mais vulneráveis do *ERM* continuavam a depreciar-se face ao marco, o dólar observava uma apreciação.

Discussões oficiais sobre as tensões no *ERM* levaram, no dia 13 de setembro, ao anúncio, pelo Comitê Monetário da Comunidade Européia, de que a lira seria desvalorizada em 7% e que haveria um compromisso do *Bundesbank* em baixar as taxas de juros. De fato, no dia seguinte, a taxa de desconto alemã foi diminuída em 0,5%, fazendo-a chegar a 8,25%. A desvalorização da lira e a redução nas taxas alemãs parecem ter resultados satisfatórios para a moeda italiana. A libra se aprecia. O Banco Central sueco reduz as taxas de 75% a 20%.

Entretanto, em 15 de setembro, a lira decaiu a um patamar inferior ao novo nível estabelecido para a sua flutuação, enquanto a libra voltava a apresentar resultados desalentadores. A peseta espanhola, por sua vez, apresentou queda que a situou abaixo da taxa central do *ERM*.

No dia seguinte, forte pressão sobre a libra fez com que a taxa de empréstimo cobrada pelo Banco da Inglaterra fosse elevada de 10% a 12%. Uma taxa de 15% é anunciada para o dia seguinte. As ações do *Bundesbank*, do Banco da Inglaterra e do Banco da França não surtem efeito e a libra cai abaixo do patamar mínimo ao fim do dia em Londres. À noite, o governo anuncia que a participação do país no arranjo cambial seria temporariamente suspensa a partir de 17 de setembro e rescinde o aumento anteriormente anunciado para as taxas de empréstimo do Banco da Inglaterra. As intervenções não fazem a lira ultrapassar o seu patamar mínimo e a Suécia aumenta sua taxa marginal de empréstimo a espetaculares 500%.

Em 17 de setembro, a Itália suspende a sua participação no *ERM*. Entretanto, havia a intenção de retornar em breve. A peseta espanhola é desvalorizada em 5% dentro do *ERM*. O franco francês, a coroa dinamarquesa e o *pound* irlandês caem aos seus patamares mínimos. O Banco da Inglaterra diminui sua taxa de empréstimo de 12 a 10%. O Banco Central da Irlanda intervém para fortalecer a sua moeda.

Mais um dia e a taxa *overnight* atinge 300% na Irlanda; o valor do *pound* irlandês cai ainda mais. Na Itália, o governo anuncia o pacote fiscal para 1993, incluindo uma série de medidas de emergência.

O Reino Unido declara, em 19 de setembro, que não retornará ao mecanismo cambial até que este seja reformado. Além disso, exigiu-se que os dinamarqueses esclarecessem o que fariam após a rejeição do Tratado de Maastricht no pleito de 2 de junho.

O dia 20 de setembro foi marcado pelo plebiscito francês; 51,1% dos eleitores do país votaram a favor do Tratado de Maastricht. O *narrow oui* (estreito sim) dos franceses fez a sua moeda ganhar valor face ao marco.

Entretanto, já no dia seguinte percebeu-se que a estreita margem de aprovação do tratado lançaria dúvidas sobre a credibilidade do compromisso com respeito às suas metas. O franco decaiu a um nível próximo de seu patamar mínimo, a despeito das intervenções do *Bundesbank* e do Banco da França. A Itália anuncia que, contrariamente ao esperado quando saíra do *ERM*, não retornará ao mecanismo em espaço curto de tempo. A Suécia abaixa sua taxa marginal de empréstimo de 500 para 50%.

Em 22 de setembro, a pressão se intensifica sobre o franco, a peseta, o escudo e o *pound* irlandês. A Espanha intervém pela primeira vez desde a desvalorização da peseta. O Banco da Inglaterra corta a taxa de empréstimo de 10 a 9%. O Banco Central da Irlanda busca fazer com que a moeda do país ultrapasse o patamar mínimo a ela estabelecido.

A pressão sobre o franco adquiriu contornos dramáticos em 23 de setembro. Em resposta, O Banco da França elevou a taxa de recompra de curto-prazo em 2,5%, fazendo-a atingir 13%, enquanto que as taxas de mercado de curto prazo na Alemanha declinavam cerca de 50 pontos-base. O *Bundesbank* e o Banco da França se engajam em uma intervenção conjunta. A Espanha introduz controles de câmbio para frear a queda da peseta. O *pound* irlandês se mantém abaixo de seu patamar mínimo apesar da forte intervenção.

O franco finalmente se estabilizou acima de seu patamar mínimo em 24 de setembro. A Irlanda introduz novos controles de capitais e o Banco Nacional da Suíça corta sua taxa de desconto em 0,5%, fazendo-a cair a 6%.

As intervenções irlandesas continuam e o *pound* permanece operando abaixo de seu patamar mínimo; em 28 de setembro a taxa básica da economia do país é elevada em 3%, atingindo 13,75%. A libra, por sua vez, cai face à moeda alemã e passa a atingir a marca de 2,508 marcos.

Dois dias depois, o Banco Central da Suécia corta a taxa marginal de empréstimo em 16%, fazendo-a decair a 24%, em resposta a um acordo entre todos os partidos do país com respeito à redução do déficit público. Bancos do Canadá aumentam as taxas de empréstimo primárias em 2%, elevando-as a 8,25 % em resposta aos esforços do Banco Central do país em manter o valor do dólar canadense.

Outubro se inicia com a aprovação, pelo gabinete italiano, da proposta orçamentária para 1993, que incluía uma série de cortes nos gastos públicos. Publicação do Banco da França indica que foram gastos cerca de 80 bilhões de francos para a defesa da moeda durante a crise.

Em seguida, o governo italiano iniciou discussões com os parceiros do *ERM* a respeito de um empréstimo que reforçaria a libra, possibilitando a sua volta ao mecanismo cambial. A libra termina o dia, em 2 de outubro, em um novo patamar recorde: 2,43 marcos.

No dia seguinte, o Banco Central da Suécia corta sua taxa marginal de empréstimo, fazendo-a chegar a 20%. A Espanha remove alguns dos controles sobre o câmbio em 5 de outubro. A libra termina o dia com o valor abaixo de 2,40 marcos.

A partir de 7 de outubro, percebe-se que há uma gradual redução nas taxas de juros na maioria dos países afetados pelas tensões, embora as taxas permanecessem em um nível superior ao observado antes da crise. Pode-se dizer que tal movimento foi observado até o fim de outubro.

O governo finlandês anuncia, em 14 de outubro, plano para cortar os gastos públicos em um valor equivalente a cerca de 11,6 bilhões de dólares nos próximos três anos. O governo português também anuncia plano de redução de gastos, com a meta de reduzir o déficit a menos de 4% do PIB.

No dia 16 de outubro, o Banco Central da Inglaterra corta sua taxa marginal de empréstimo em 1%, fazendo-a decair a 8%.

O parlamento italiano começa a debater, em 20 de outubro, cortes nas despesas públicas e aumentos nos impostos, de forma a arrecadar cerca de 93 trilhões de liras, enquanto o governo sonda os parceiros de *ERM* sobre um possível empréstimo de cerca de 11,2 bilhões de dólares, a fim de compensar as perdas de reservas e proporcionar disciplina fiscal.

No dia seguinte, o *Bundesbank* anuncia uma redução de 15 pontos-base nas taxas mínimas de recompra, o que era menos do que esperavam os parceiros do *ERM*. Rendimentos de títulos sobem nos Estados Unidos, Japão e Alemanha, enquanto caem na França e no Reino Unido.

O parlamento italiano aprova, em 23 de outubro, quatro leis implementando reformas estruturais em áreas chaves do orçamento público. O Banco Central do país reduz a taxa de desconto em 1%, fazendo-a decair a 14%.

A exemplo do que ocorrera em outubro, em novembro foi observado um movimento gradual de redução nas taxas de juros na maioria dos países afetados pelas tensões; como daquela vez, entretanto, as taxas permaneciam em níveis superiores aos observados antes da crise.

Já no dia 5 de novembro, o Banco da França reduziu a taxa de juros de curto prazo para recompra em 2,5%, fazendo-a chegar a 10,5%, enquanto que no dia 13 o Banco da Inglaterra cortou a sua taxa mínima de empréstimo em 1%, fazendo-a decair a 7%.

Todavia, no dia 19 de setembro, o Banco Central da Suécia aumentou sua taxa marginal de empréstimo, que passou de 11,5 para 20%. No mesmo dia, as autoridades anunciaram a flutuação da coroa, que declinou 9% em relação ao marco, propiciando uma redução da taxa marginal de empréstimo a 12,5%.

Em 22 de novembro, o escudo e a peseta são desvalorizados em 6% no interior do *ERM*. A Espanha volta a liberar controles especiais sobre o câmbio implementados em setembro. No dia seguinte, o Banco Central da Noruega aumenta sua taxa de empréstimo *overnight* de 17 para 25%, enquanto o Banco Central da Irlanda aumenta sua taxa de curto-prazo de 13,75 para 30% e o Banco Central da Espanha aumenta a sua *money rate* de 13 para 13,75%.

O Banco Central da Irlanda aumenta sua taxa de juros *overnight* para 100% em 26 de novembro e, em 2 de dezembro, a abaixa a 30%.

No mês de dezembro, de uma forma geral, o mercado exerceu pressão sobre o franco, sobre a coroa dinamarquesa e sobre o *pound* irlandês, enquanto que prosseguia uma tendência à redução nas taxas de juros para Itália, Holanda, Dinamarca, Suécia e Noruega.

No dia 10, o *Bundesbank* anunciou que iria elevar sua meta de crescimento para o M3 em 1993; do intervalo de 3,5 a 5,5% para o intervalo de 4,5 a 6,5%. Autoridades norueguesas põem a sua moeda para flutuar e esta declina 5% face ao marco. Além disso, o Banco Central do país cortou sua taxa de empréstimo *overnight* em 5%, atingindo 11%.

Chefes de Estado da Comunidade Européia se encontraram em Edimburgo, em 13 de dezembro, adotando uma iniciativa de estimular o crescimento, incluindo empréstimos para o Banco de Investimentos Europeu e para um novo Fundo de Investimento Europeu, que garantiria empréstimos de bancos às empresas privadas. Os participantes também concordaram em conceder à Dinamarca certas exceções ao Tratado de Maastricht.

Portugal removeu todas as barreiras ao controle de capitais em 16 de dezembro e, uma semana depois, o Banco da Itália reduz sua taxa oficial em 1%, enquanto o *Bundesbank* e o banco da França realizam intervenção conjunta para reforçar o franco.

Já no ano de 1993, o Banco da França aumentou as taxas de juros oficiais através da introdução de novas facilidades para bancos emprestarem fundos *overnight* a 12%, enquanto continuava a intervir, com o apoio do *Bundesbank*, para defender o franco.

Em 6 de janeiro, o Banco Central da Irlanda aumentou sua taxa *overnight* de 14 para 50%, enquanto o Banco Central da Noruega cortou a sua em 0,5%, fazendo-a decair a 10,5%. Os BCs da Holanda e da Bélgica reduziām as taxas de juros oficiais. No dia seguinte, o *pound* irlandês voltou a operar abaixo de seu patamar mínimo estabelecido pelo EMS. O *Bundesbank* anuncia que seus próximos acordos de recompra serão oferecidos à taxa de 8,6%, 15 pontos-base abaixo do valor que prevaleceu no acordo antecedente. O Banco Nacional da Suíça rebaixa sua taxa de desconto em 0,5%, fazendo-a operar a 5,5%.

O Banco Central da Áustria reduziu sua taxa de desconto em 8 de janeiro, ao passo que o Banco Central da Irlanda elevou a sua taxa *overnight* a 100%; quatro dias depois, a taxa começava a ser reduzida e, após três estágios de queda, chegou a 15%. O Banco Central da Noruega, por sua vez, cortou sua taxa em 0,5%, fazendo-a decrescer a 9,5%.

Entre os dias 21 e 25 de janeiro, os BCs da Holanda, Bélgica, Áustria e Irlanda reduziram suas taxas de empréstimo. O Banco da Espanha cortou sua taxa de recompra em 0,5%. Tais fatos denotam o período de relativa estabilidade nos mercados cambiais europeus.

O Banco da Inglaterra, em 26 de janeiro, rebaixou sua taxa mínima de empréstimo em 1%, esta agora operando a 6%. Dois dias depois, entretanto, o *pound* irlandês voltou a operar abaixo do seu patamar mínimo, fazendo o Banco Central aumentar a taxa de juros oficial a 100%. Mais dois dias e a moeda é desvalorizada em 10% no interior do *ERM*.

Fevereiro tem início com o aumento na taxa de juros de mercado na França. A taxa de juros oficial sofre corte na Irlanda, sendo rebaixada a 14%. A taxa de juros *overnight* sobe acima dos 100% na Dinamarca, respondendo aos aumentos realizados pelo Banco Central do país nas taxas oficial e de mercado.

O Banco da Itália, em 3 de fevereiro, corta sua taxa oficial em 0,5%. O Banco da França implementa medidas que, na prática, resultam em uma elevação efetiva na taxa *overnight* de 10 para 12%. No dia seguinte, o *Bundesbank* corta sua taxa de desconto em 0,25%, fazendo-a chegar a 8,25%.

Em virtude da possibilidade de um acordo do G-7 sobre o superávit comercial japonês, o dólar e o marco se enfraquecem em face do yen em 10 de fevereiro, uma vez que os mercados se anteciparam ao encontro do grupo.

A coroa sueca atinge seu nível mais baixo já observado em relação ao marco e o Banco Central intervém. No dia seguinte, os alemães anunciam que o M3 caiu 2,25% em janeiro.

Taxas de juros são elevadas na Espanha e em Portugal, entre os dias 24 e 26, para defender as respectivas moedas.

Em 3 de março, o Banco Central da Irlanda reduz sua taxa oficial em 1%. No dia seguinte, em resposta ao fato de o *Bundesbank* não ter alterado as taxas de juros alemãs, o franco e a coroa dinamarquesa se enfraquecem. Entretanto, mais um dia se passa e o *Bundesbank* reduz sua taxa de recompra em quase 0,25%.

BCs na Bélgica e na Holanda reduzem, em 10 de março, as taxas de juros oficiais e o Banco Central dinamarquês reduz sua taxa de recompra em 0,5%. No dia 18, o *Bundesbank* rebaixa sua taxa de desconto em 0,5%, fazendo-a decrescer a 7,5%. Em resposta, os BCs de Holanda, Bélgica, Dinamarca e Áustria cortam taxas de juros oficiais. Na França, todavia, a taxa de juros de mercado sobe e o franco decai abaixo do patamar mínimo. O Banco Nacional da Suíça corta sua taxa de desconto em 0,5%.

Uma semana depois, o *Bundesbank* reduz a taxa de venda para papéis de três dias, de 8,4 para 7,5%. O Banco Nacional da Suécia aumenta as taxas oficiais.

A lira se enfraquece em virtude de incertezas no cenário político entre 29 e 30 de março. Enquanto isso, BCs na Dinamarca e na Irlanda cortam taxas oficiais. Mais um dia e o *Bundesbank* reduz taxas de recompra de 8,25 para 8,17%. BCs na Bélgica e na Noruega cortam taxas oficiais.

O início de abril foi marcado por um forte enfraquecimento do dólar em virtude do anúncio do fraco desempenho dos indicadores econômicos; o yen, por sua vez, se fortalece. A peseta espanhola é colocada sob pressão em virtude da expectativa de corte nos juros após as eleições marcadas para 7 de junho. O Banco da França implementa medidas que, na prática, reduzem a taxa de empréstimo *five-to-ten-day* a 10%. Seis dias depois, a taxa é reduzida a 9,75%.

O *Bundesbank* reduz, em 22 de abril, a sua taxa de desconto em 0,25%. O Banco da Itália corta a sua taxa oficial em 0,5%, fazendo-a decair a 11%. No dia seguinte, a peseta se desvaloriza intensamente face ao marco; seis BCs europeus atuam para reforçar a moeda. O Banco da França reduz a taxa *five-to-ten-day* a 9,5%.

Em 28 de abril, os alemães reduzem a taxa de recompra de 8,09 a 7,75%, mas o marco continua demasiadamente forte face ao dólar e às outras moedas europeias. No dia seguinte, o Banco da França volta a efetuar cortes na sua taxa *five-to-ten-day* fazendo-a cair a 9,25%. O franco continua a se fortalecer em relação ao marco e o *spread* entre as taxas de três meses nos dois países cai a 18 pontos-base.

O início de março é caracterizado pelo enfraquecimento do marco em relação às outras moedas do continente. O Banco da França volta a baixar a taxa *five-to-ten-day* em 6 de maio; ela agora passa a ter o valor de 9%.

A partir de 11 de maio, o Banco Central da Espanha passa a intervir de forma contínua a fim de defender a peseta, fortemente pressionada. Dois dias depois, a peseta e o escudo são desvalorizados em 8 e 6,5%, respectivamente. O *Bundesbank* corta sua taxa de recompra em 11 pontos-base. O Banco da França, por sua vez, torna a diminuir a taxa *five-to-ten-day*, que passa a 8,75%.

A Dinamarca finalmente ratifica o Tratado de Maastricht em 18 de maio. A partir do dia 20, o marco volta a se enfraquecer. É observado um movimento de queda geral nas taxas de juros em virtude da ratificação dinamarquesa. A Itália volta a anunciar medidas para a diminuição do déficit.

O Banco da França, uma vez mais, reduz a taxa *five-to-ten-day*, fazendo com que esta atingisse 8,5% em 25 de maio. A peseta se enfraquece em virtude das proximidades das eleições espanholas.

O dólar novamente se enfraquece face ao marco e ao yen em 28 de maio. Conselho do *Bundesbank* anuncia que o crescimento monetário na Alemanha inviabiliza, temporariamente, corte nas taxas de juros.

O yen atingiu seu nível mais alto (106.55 por dólar) face ao dólar desde o fim da Segunda Guerra Mundial no início de junho. O Banco da Espanha corta a taxa de recompra em 0,25%, fazendo-a decrescer a 11,25% e, em 7 de junho, o governo retorna ao poder no país; a peseta ganha força. No dia 11, o Banco da Itália cortou sua taxa oficial em 0,5%, fazendo com que ela atingisse o nível mais baixo em dezessete anos (10%).

O Banco da França torna a reduzir a taxa *five-to-ten-day*, que chega a 8,25% em 14 de junho. Uma semana depois, uma série de preocupações quanto ao desempenho dos indicadores alemães fez com que o marco iniciasse movimento de enfraquecimento face às outras moedas européias. Enquanto isso, o Banco da França voltou a cortar a taxa *five-to-ten-day*, agora a 8%.

Em 24 de junho, o ministro da economia da França sonda a Alemanha para a realização de um encontro a fim de debater uma redução coordenada nos juros; o ministro alemão, entretanto, rejeita a proposta. O marco volta a perder valor em relação a praticamente todas as outras moedas européias, incluindo o franco.

No início de julho, o *Bundesbank* corta sua taxa de desconto em 0,5%, fazendo-a atingir 6,75%; a taxa de recompra é rebaixada em 28 pontos-base, agora atingindo 7,3%. BCs na Dinamarca, Irlanda, Bélgica, Holanda e Áustria reduzem suas taxas oficiais e o marco passa a se valorizar frente às outras moedas do continente.

O Banco da França, em 2 de julho, reduziu sua taxa *five-to-ten-day* a 7,75%. Encontro do G-7, dois dias depois, não aborda a questão da cooperação na Europa, se restringindo às preocupações com a Rodada Uruguai.

O Banco da Itália reduz a sua taxa oficial em 1%; esta agora passa ao valor de 9%, em 5 de julho. No dia seguinte, começam a circular notícias animadoras quanto à economia alemã: a taxa de inflação no trimestre anterior anualizada foi de apenas 2,7%. Cresce a expectativa de cortes nos juros do país e o marco ganha força.

O franco, em 8 de julho, opera próximo ao seu patamar mínimo no *ERM* e o Banco da França inicia forte intervenção para deter a desvalorização da moeda; os franceses buscam drenar a liquidez do sistema bancário no acordo de recompra semanal e o ministro das finanças alemão oferece apoio verbal na defesa do franco.

O *Bundesbank* reduziu a sua taxa de recompra em 2 pontos-base em 14 de julho; o franco e a coroa dinamarquesa continuam sobre forte pressão. O Banco Central da Dinamarca aumenta sua taxa de recompra de duas semanas em 1,2%. Os BCs da Alemanha, França, Espanha, Bélgica e Holanda se unem para defender a coroa dinamarquesa.

A resolução a respeito do Tratado de Maastricht é aprovada na Câmara dos Comuns britânica em 21 de julho. No dia seguinte, a expectativa de que o *Bundesbank* não reduzisse os juros na reunião de seu conselho no dia 29 fez com que houvesse pressão especulativa sobre o franco, a peseta, o escudo e a coroa dinamarquesa. Os alemães intervêm para defender o franco. O Banco da França, por sua vez, suspende as facilidades concedidas no empréstimo *five-to-ten-day* e reabre as facilidades para o fundo *overnight*, elevando a taxa de empréstimo de 24 horas em 2,25%, fazendo-a atingir 10%.

Em 26 de julho, os BCs de Portugal e Bélgica elevam as taxas de juros oficiais em resposta às permanentes tensões sobre suas moedas. No dia seguinte, o *Bundesbank* anuncia que a sua taxa de recompra seria variável. A peseta, o escudo e a coroa dinamarquesa permanecem sob forte pressão. A peseta cai ao limite mínimo do *ERM* e o franco tem suave desvalorização.

No dia 28, o *Bundesbank* corta sua taxa de recompra em 20 pontos-base, fazendo-a decair a 6,95%. Mercados antecipam que as taxas de juros serão cortadas no dia 29.

Entretanto, o *Bundesbank* mantém a taxa de desconto inalterada e o mercado responde de forma abrupta; o franco, a peseta, o escudo, o franco belga e a coroa dinamarquesa despencam ao redor do patamar mínimo. O Banco Central da Holanda corta três importantes taxas de juros em 0,25%.

No dia 30 de julho, os francos belga e francês e a coroa dinamarquesa caem abaixo de seus limites mínimos. No dia seguinte, uma decisão marca um ponto de inflexão importante com relação ao *ERM*; as bandas são aumentadas a mais ou menos 15% a partir do dia 2 de agosto.

O alargamento das margens parece ter pavimentado o caminho para uma redução nos juros. No dia seguinte, o *Bundesbank* corta a taxa de recompra em 15 pontos-base, passando esta a valer 6,8% e estimulando a crença em uma redução geral nos juros pela Europa. O Banco da Espanha corta sua taxa de juros, mas o Banco da França mantém a sua taxa inalterada. O franco se estabiliza face ao marco. Os BCs de Dinamarca e Bélgica, todavia, intervêm ativamente para manter os valores de suas moedas. A libra mantém seu valor inalterado. O dólar prossegue a sua tendência de queda.

O Banco da França volta à cena em 6 de julho e reintroduz as facilidades para o empréstimo *five-to-ten-day*, a uma taxa de 10%. Posteriormente, corta as suas taxas *overnight* por cinco vezes entre os dias 9 e 23, acumulando uma queda total de 2,25%, fazendo-a chegar a 7,75%; a taxa *five-to-ten-day* permanece inalterada a 10%.

Em virtude do superávit comercial japonês, o yen sobe, em 11 de agosto, ao seu maior nível face ao dólar (103.5) desde o final da Segunda Grande Guerra. As notícias apontam um saldo comercial de \$12 bilhões para o país, contra \$9,5 bilhões no ano anterior.

No dia seguinte, o franco e a coroa dinamarquesa se enfraquecem em razão do questionamento a respeito da quantidade de reservas dos respectivos países após a drenagem de recursos provocada pela crise.

No dia 13, o Banco da Espanha corta sua taxa de recompra em 0,25%, decaindo esta a 11%. Três dias depois, o yen volta a assumir valor recorde (100.8 por dólar). Medidas do *FED* reverteram a acentuada queda do dólar e este já vale 104,5 yens em 19 de agosto.

O Banco Central dinamarquês corta a taxa de certificado de depósito de duas semanas, pela primeira vez desde o alargamento das bandas, de 11,1 para 10,5%. O Banco da França,

ao final do dia 23 de agosto, suspende as facilidades ao empréstimo *overnight*. As medidas não se mostram eficazes.

Em 26 de agosto, houve a primeira reunião do conselho do *Bundesbank* e, ao contrário do que se esperava, as taxas de juros não foram reduzidas. Para piorar a situação, a taxa de recompra foi aumentada em 10 pontos-base, passando a valer 6,9% a partir de setembro. Os francos francês e belga, assim como a coroa dinamarquesa, se enfraquecem em relação ao marco. O dólar segue o mesmo caminho.

Setembro se inicia com o restabelecimento, pelo *Bundesbank*, da taxa de recompra a 6,8%. No dia 2, o Banco Central belga eleva a sua taxa de desconto e a taxa central em 1% cada, fazendo-as atingir, respectivamente, 7 e 10%. Mais um dia e o Banco Central da Espanha corta sua taxa de recompra em 50 pontos-base; ela passa a valer 10%.

No dia 8 de setembro, o Banco Central da Dinamarca corta sua taxa de certificado de depósito de duas semanas em 0,5%, fazendo-a decair a 10%, ao mesmo tempo em que manteve constante a taxa de desconto.

No dia seguinte, o *Bundesbank* anuncia o corte na sua taxa de recompra em 10 pontos-base, fazendo-a atingir 6,7%. O Banco Central austríaco, por sua vez, cortou sua taxa de desconto de 6 a 5,75%. O Banco da França diminuiu a taxa *five-to-ten-day* de 10 a 7,75%. O Banco da Itália reduziu a sua taxa de desconto em 50 pontos-base, fazendo-a chegar a 8,5%.

O Banco Central belga, em 10 de setembro, cortou sua taxa de desconto em 50 pontos-base, fazendo seu valor decair a 6,5% e, além disso, reduziu a sua taxa central em 25 pontos-base, passando esta última a valer 10,25%. O Banco Central da Holanda cortou três taxas de juros importantes em 0,25% cada.

Dessa forma, as bandas largas começaram a surtir efeitos; uma vez podendo as moedas flutuarem entre as novas bandas maiores, o custo de um ataque especulativo que não lograsse sucesso aumentou. Finalmente, os juros alemães foram reduzidos e ajudaram a diminuir as pressões. Além disso, os membros reiteraram a disposição em cumprir o cronograma da integração. Os mercados, enfim, cederam e a crise terminou.

CAPÍTULO III: A CRISE DE 1992 COMO PRECURSORA DAS CRISES DOS 1990s

III.1 - APRESENTAÇÃO E LITERATURA SOBRE A HIPÓTESE

Em relação à literatura existente sobre a dinâmica das crises cambiais, supor que a Crise do Sistema Monetário Europeu de 1992 tenha sido a precursora das crises da segunda metade da década nos países emergentes implica em interpretar a mesma à luz dos chamados modelos de primeira geração.

O ponto de partida relevante para interpretações desta natureza é o artigo escrito por Paul Krugman em 1979³. Neste, o autor considera um governo que realiza uma política fiscal expansionista insustentável. Tal política fiscal seria financiada por uma política monetária expansionista. As autoridades se comprometem a manter o câmbio fixo até um certo nível das reservas do país, a partir do qual o câmbio flutuaria. Os investidores desejariam reter uma proporção fixa de ativos domésticos e estrangeiros, uma vez que o governo fixou a taxa relativa de retorno entre estes. Posteriormente, os investidores ajustam seus portfólios trocando parte dos ativos denominados em moeda doméstica por reservas do Banco Central denominadas em moeda estrangeira. Pelo fato de os investidores só ajustarem uma fração da oferta adicional, a “sombra da taxa de câmbio”, ou seja, aquela taxa que prevaleceria caso o governo abandonasse a taxa de câmbio fixa, se depreciaria gradualmente ao longo do tempo. O ataque dos investidores ao câmbio fixo se daria no exato momento em que a “sombra da taxa de câmbio” igualasse a taxa de câmbio vigente. As reservas das autoridades são exauridas e o câmbio fixo abandonado.

³ Krugman, *A Model of Balance of Payments Crises*, *Journal of Money Credit and Banking*

O fator distintivo deste modelo em relação aos chamados modelos de segunda geração, ou modelos de equilíbrios múltiplos, é o fato de o governo implementar uma política insustentável. Assim, a ocorrência prática de tais suposições deveria ser observada em um ambiente de políticas fiscais e monetárias excessivamente expansionistas, incompatíveis com a manutenção do câmbio fixo no longo prazo.

O câmbio fixo, tanto na Europa quanto na América Latina, foi utilizado como um mecanismo para o controle da inflação. Comum nos dois casos foi a tentativa de importar credibilidade: no caso dos europeus, das notórias políticas antiinflacionárias do *Bundesbank* enquanto na América latina, particularmente na Argentina, das políticas norte-americanas. No que concerne ao primeiro caso, o primeiro-ministro britânico John Major chegou a afirmar, no ápice da crise⁴: “Nós investimos muito no *ERM*. Se nós desvalorizarmos à primeira pressão que emergir, nossa política antiinflacionária perderá toda a credibilidade”. No que se refere ao segundo caso, emblemática é a persistente paridade “um peso, um dólar” mantida pelos argentinos. A dolarização *de facto* da economia chegou a ser cogitada diversas vezes também no caso do Brasil.

Evidentemente, a Europa é bastante diferente da América Latina em diversos aspectos. Em primeiro lugar, as economias européias são mais desenvolvidas e diversificadas; tais características garantem uma menor volatilidade nas economias do velho continente. Além disso, seus mercados financeiros são mais eficientes e sofisticados. A reputação de firmas e empresas permite a captação de crédito no longo prazo em suas próprias moedas e, finalmente e mais importante, há, a despeito da América Latina, um compromisso com um certo nível de credibilidade quanto à implementação da integração política e da cooperação monetária.

Visto de outra forma, o *Exchange Rate Mechanism* foi concebido de maneira a estabelecer um sistema coletivo de câmbios fixos; nos países da América Latina, ao contrário, os câmbios fixos foram estabelecidos unilateralmente. Buitier, Corsetti e Pesenti (1998)⁵ argumentaram a maior estabilidade de um sistema de câmbios coletivos face aos

⁴ Extraído de Eichengreen, *The EMS Crisis in Retrospect*, NBER (2000). O original consta em Major, *John Major: The Autobiography* (1999)

⁵ Buitier, Corsetti e Pesenti, *Financial Markets and International Monetary Cooperation*, Cambridge University Press (1998)

câmbios fixados unilateralmente, desde que presente uma cooperação administrada entre os países que componham tal sistema coletivo.

Aliás, a afirmação quanto ao grau de integração observada na Europa pode ser universalizada; não há, em qualquer outra parte do mundo, compromisso com a integração como no caso da Europa. Quando comparamos a experiência do *EMS* com o *NAFTA*, verifica-se que no primeiro caso, ao contrário do último, existe a tentativa de criar mercados de trabalho e financeiros comuns. No caso do *NAFTA*, a integração acaba nas fronteiras dos países.

Entretanto, voltando ao campo das semelhanças, parte da literatura encontra evidências, com ênfases bastante discrepantes, de que tanto no caso da crise do *EMS* quanto no caso das crises dos países emergentes da América Latina, operou o mecanismo da perda de competitividade em virtude da apreciação do câmbio real. A manutenção de um diferencial de preços e custos em relação à Alemanha, no caso dos países europeus, ou em relação aos Estados Unidos, no caso específico da Argentina, teria levado a uma apreciação do câmbio real. A apreciação do câmbio real, por sua vez, tornaria os produtos dos países com câmbio sobrevalorizado “mais caros” no exterior, ao passo que tornaria os produtos dos outros países “mais baratos” no país com câmbio sobrevalorizado.

A dinâmica subjacente ao mecanismo reside no fato de a inflação se ajustar de forma mais lenta do que o câmbio. O processo de redução nos preços é obstado por algumas barreiras rígidas; John Maynard Keynes já destacava a resistência dos trabalhadores a reduções nominais em seus vencimentos. Dessa forma, a questão salarial representa um obstáculo de natureza política ao processo de contenção da espiral inflacionária; esta persistência do nível geral de preços acaba por resultar na manutenção do diferencial responsável pelo desencadeamento do mecanismo supracitado. Em termos econômicos, à medida que se iniciasse um processo deflacionário, o país ganharia em competitividade e ganharia mais na medida em que menos barreiras houvessem para a adequada redução nos preços. Os produtos domésticos, em virtude da deflação, acabariam por se tornar “mais baratos” no exterior, ao passo que os produtos estrangeiros acabariam por se tornar “mais caros” no interior do país deflacionário. O arcabouço teórico primário que serve como pano

de fundo para esta abordagem é a criação, por David Hume, já no século XVIII, do *price-specie flow mechanism*.

Neste sentido, a publicação *World Economic Outlook*⁶, do Fundo Monetário Internacional, fornece um exemplo de uma abordagem que admite a influência do mecanismo da perda da competitividade na eclosão da crise de 1992. Em sua edição de janeiro de 1993, ao tratar das causas da crise que ainda rondava o EMS, registrou: “muitos países ainda observaram diferenciais de inflação relativamente altos vis-à-vis aqueles países que apresentam as melhores performances no ERM e, em alguns casos, as perdas acumuladas de competitividade sugeriam que um realinhamento das taxas de câmbio seria necessário em algum ponto” (pág.19). Na página seguinte, a idéia foi reforçada: “uma importante implicação da ausência de convergência tem sido a progressiva apreciação de algumas moedas do EMS em termos reais e uma conseqüente erosão da competitividade”.

Eichengreen (2000)⁷ utiliza o índice de risco de crise criado por Bussiere e Mulder (1999)⁸ para tentar aferir traços comuns entre a Crise do EMS e as crises dos países emergentes. O índice consiste na regressão da pressão sobre o câmbio em cinco indicadores: conta corrente como percentual do PIB, crescimento das exportações, mudanças percentuais nas reservas, desvio da taxa real de câmbio de sua tendência e débito de curto-prazo relativo às reservas. Os resultados apontam uma forte pressão sobre Finlândia, Reino Unido e Suécia, países que de fato foram atacados em 1992. O autor conclui: “Estes resultados sugerem forte similaridade entre a crise de 1992 na Europa e suas sucessoras nos mercados emergentes.” (pág.35). Os resultados são ainda mais significativos quando consideradas apenas as variáveis relacionadas à conta corrente (crescimento das exportações, evolução da taxa de câmbio real e déficit em conta corrente), uma vez que explicam também as pressões sobre a Espanha e Itália.

Rose e Svensson (1993)⁹, por outro lado, regrediram a expectativa de realinhamento (conceito análogo à pressão sobre o câmbio) e somente encontraram influência significativa

⁶ Edição de janeiro de 1993 da publicação *World Economic Outlook*, (IMF)

⁷ Eichengreen, *The EMS Crisis in Retrospect*, NBER

⁸ Bussiere e Mulder, *External Vulnerability in Emerging Markets Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals*, International Monetary Fund

⁹ Rose e Svensson, *European Exchange Rate Credibility Before The Fall*, *European Economic Review*

do diferencial de inflação face à Alemanha; taxa de câmbio real e balança comercial não apresentaram ligações claras com a expectativa de realinhamento.

Eichengreen, Rose e Wyplosz (1994)¹⁰ encontraram fortes evidências de que os modelos de primeira geração não são consistentes com o comportamento dos fundamentos macroeconômicos na Crise de 1992. Tais modelos prevêm que no período anterior a uma crise devem ser observados os seguintes comportamentos: crescimento nos salários e preços, taxa de câmbio real sobrevalorizada e déficit comercial crescente. Entretanto, destes comportamentos, apenas a inflação diferia significativamente entre os períodos de crise e tranquilidade, ainda assim em direção oposta ao previsto pelos modelos de primeira geração.

A fim de aferir a adequação da Crise de 1992 do EMS ao mecanismo da perda de competitividade registrado no caso das economias emergentes da América latina, realizar-se-á uma análise em três níveis. Em primeiro plano, serão elucidados os comportamentos dos preços e dos custos. A etapa seguinte consiste na verificação do comportamento do câmbio real efetivo para as economias atingidas pela crise e, finalmente, no delineamento do comportamento das suas exportações e da conta corrente.

Os países cujos indicadores são analisados foram escolhidos com base em suas importâncias relativas dentro do concerto do EMS, bem como devido à magnitude dos ataques sofridos em 1992 e 1993. Assim, a escolha recaiu sobre: Reino Unido e Itália (que abandonaram o mecanismo cambial em virtude das pressões sobre suas moedas), França e Suécia (que elevaram substancialmente suas taxas de juros, chegando-se ao espetacular patamar de 500% para a taxa *overnight* sueca) e, finalmente, a Espanha, onde as seguidas intervenções do Banco Central não surtiam o efeito de fazer com que a peseta ganhasse valor em face do marco. A Suécia, apesar de não integrar formalmente o EMS, mantém sua taxa de câmbio vinculada ao marco, motivo pelo qual as considerações relativas aos suecos serão consideradas como parte integrante da Crise de 1992 do Mecanismo Cambial Europeu.

¹⁰ Eichengreen, Rose e Wyplosz, *Speculative Attacks On Pegged Exchange Rate: An Empirical exploration With Special Reference To The European Monetary System*, NBER (1994)

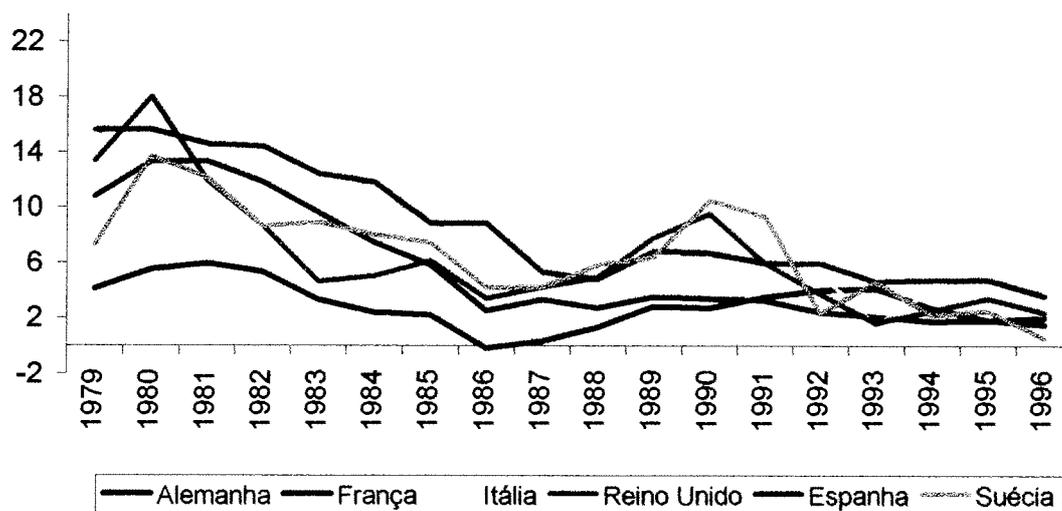
III.2 - PREÇOS

A manutenção de diferenciais de preços e custos, como já exposto na seção anterior, provoca uma apreciação real que, por sua vez, acarreta perda de competitividade para a economia que mantém o câmbio real sobrevalorizado.

A medida de preços analisada é a variação anual a partir de um índice de preços ao consumidor. Além disso, analisa-se o comportamento do diferencial da variação no índice vis-à-vis a Alemanha. Inicia-se a análise no ano de 1979, quando o *EMS* foi implementado. É importante observar todo o período de vigência do *EMS* no intuito de verificar a presença de perdas acumuladas de competitividade desde o seu estabelecimento.

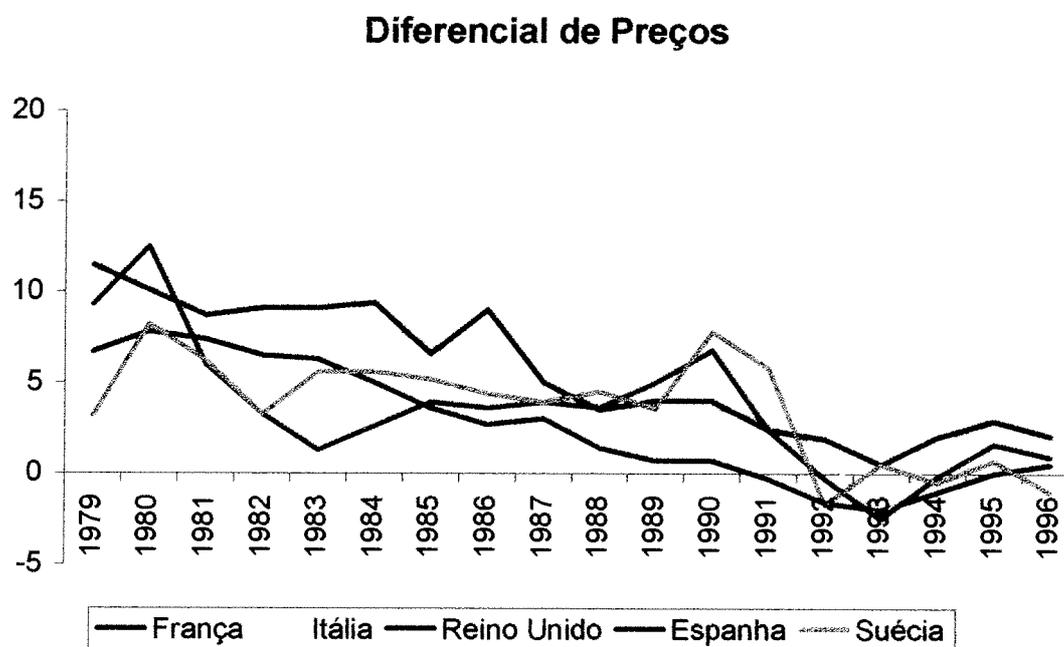
Gráfico III – 2 (A)

Preços ao Consumidor



Fonte: IFS

Gráfico III – 2 (B)



Fonte: IFS

De uma forma geral, observa-se uma significativa redução dos índices de preços entre os países que compõem o *ERM*; ressalte-se que o Reino Unido e a Espanha somente ingressaram no mecanismo cambial do *EMS* posteriormente. A partir dos anos que marcam as suas entradas, 1989 no caso dos espanhóis e 1990 no caso do Reino Unido, houve uma sensível redução dos níveis de preços, particularmente no último caso.

O comportamento dos diferenciais vis-à-vis a Alemanha confirmam a observação de que os níveis de preços de fato apresentaram tendência de queda nessas economias; em virtude das barreiras rígidas à queda nos preços, pode-se dizer, inclusive, que tal tendência foi acentuada, com a possível exceção da Suécia. Para este país, pode-se dizer que os níveis de preços apresentaram persistente resistência à queda; entretanto, é justamente no período imediatamente anterior à Crise de 1992 que se observa o seu melhor desempenho.

O cenário delineado pelo comportamento dos índices de preços remonta ao motivo pelo qual o *EMS* foi implementado; ele constituiu uma estratégia de redução da inflação com base na fixação da taxa de câmbio. O intuito, como já expresso em seções anteriores,

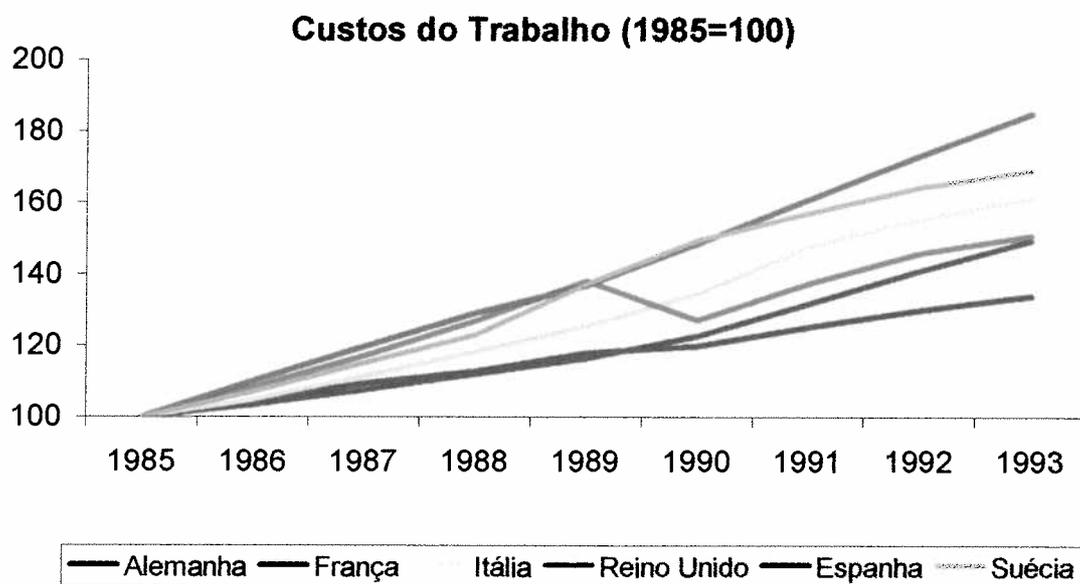
foi importar a credibilidade das políticas antiinflacionárias do *Bundesbank*. Neste sentido, pode-se dizer que de fato os níveis de preços decresceram desde a implementação do Mecanismo Cambial Europeu. Entretanto, isto não significa que problemas de competitividade podem ser descartados para estes países, seja pela limitação da análise dos índices de preços, seja pela persistência do fato de a inflação se ajustar de forma mais lenta do que o câmbio.

III.3 - CUSTOS

A medida de custos analisada é o custo da mão-de-obra para os setores produtivos da economia; uma vez estando a mão-de-obra mais cara no interior de um país em relação a um parceiro comercial, o primeiro incorrerá em perda de competitividade a partir do encarecimento relativo de seus produtos. Assim, como no caso dos níveis de preços, a análise será complementada com a observação do diferencial dos custos da mão-de-obra vis-à-vis a Alemanha, com a intenção de apurar a inferência a respeito de um eventual encarecimento relativo dos produtos dos países analisados em face do país central do *EMS*.

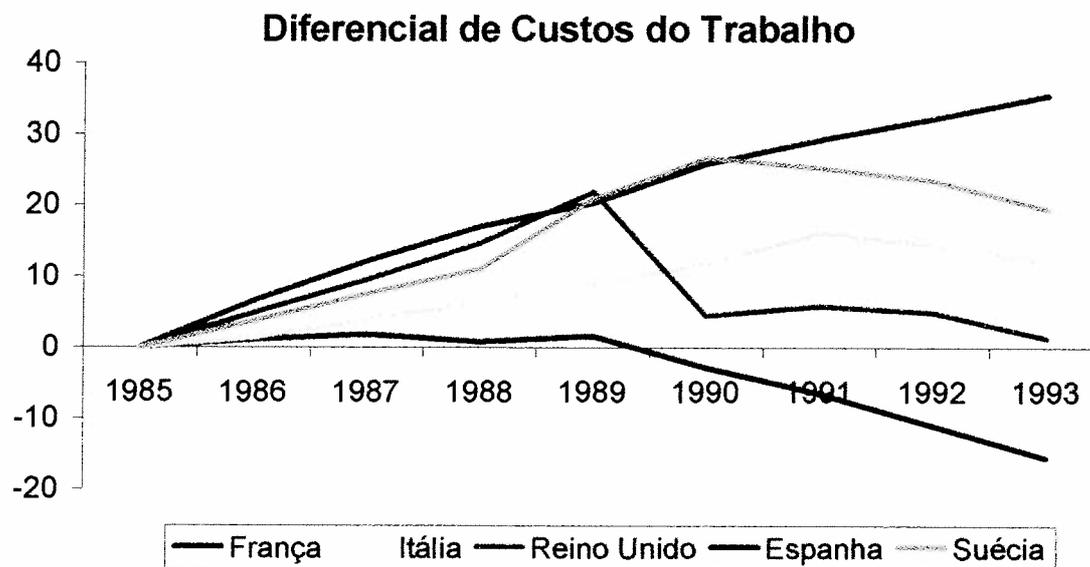
O comportamento do índice de custos da mão-de-obra contrasta radicalmente com o comportamento dos níveis de preços; é acentuada a tendência de elevação. Espanha, Suécia e Itália são os casos mais alarmantes; note-se, ainda, que a partir do ingresso do Reino Unido no *ERM*, em 1990, o seu índice apresentou tendência crescente.

Gráfico III – 3 (A)



Fonte: IFS

Gráfico III – 3 (B)



Fonte: IFS

O diferencial vis-à-vis a Alemanha permite uma análise mais apurada da elevação nos custos da mão-de-obra; em primeiro lugar, a França aparece como uma notável exceção, uma vez que seu diferencial se mostrou, de início, estável, para depois iniciar forte tendência de queda. A elevação nos custos para Reino Unido, Suécia e Itália é relativizada em virtude da forte tendência ascendente observada para os custos de mão-de-obra na Alemanha com o advento da Reunificação, em 1990. Somente o diferencial espanhol se mostra inapelavelmente crescente, mantendo uma certa regularidade em seu comportamento desde o início da observação.

A análise dos preços e custos se mostra, portanto, paradoxal: enquanto a possibilidade de forte apreciação real parece ser refutada quando da análise dos níveis de preços, o oposto é verdadeiro quando da análise dos custos do trabalho. Dessa forma, duas tendências se contrapõem; enquanto os níveis de preços parecem refutar a tese da perda da competitividade, os custos parecem ratificar a tendência da conta corrente ao desequilíbrio em virtude de uma apreciação real.

Entretanto, é possível realizar uma análise comparativa sobre os graus de importância a serem dados às análises de preços e custos. Os índices de preços são dominados pelos preços dos bens comercializáveis, cujas discrepâncias são amenizadas pela arbitragem de commodities em virtude justamente das diferenças de preços. O índice de custos do trabalho, por sua vez, representa o comportamento de um serviço não-comercializável.

Nestes termos, a análise dos custos tem mais a dizer em termos do mecanismo de perda da competitividade do que a análise dos níveis de preços. Um corolário deste fato é apresentado pela edição de janeiro de 1993 da publicação *World Economic Outlook*¹¹: “a deterioração da competitividade provavelmente foi menor para as indústrias de bens comercializáveis, sujeitas à disciplina do mercado externo. Entretanto, havia um claro sinal para o mercado da crescente sobrevalorização de várias moedas” (pág.20).

Assim, um maior peso deve ser atribuído à análise sobre os custos, apesar de a relevância de uma análise do nível de preços estar longe de ser desprezível. Como consequência, a controvérsia entre as duas tendências opostas observadas à luz do mecanismo de perda da competitividade, a partir da análise destas duas variáveis, deve ser

¹¹ Edição de janeiro de 1993 da publicação *World Economic Outlook* (IMF)

resolvida com a atribuição de maior credibilidade à hipótese de ter havido, de fato, uma forte apreciação real dos países de moeda mais vulneráveis dentro do Mecanismo Cambial Europeu.

III.4 - CÂMBIO REAL EFETIVO

A análise do câmbio real tem como objetivo atestar a existência ou não da apreciação que imputaria perda de competitividade aos países afetados pela Crise de 1992. A medida utilizada é o câmbio real efetivo, ou seja, aquela taxa de câmbio real efetivamente observada no comércio internacional de um país. É a taxa mais adequada quando uma análise das condições dos termos de troca é requerida, uma vez que aponta as condições das exportações e importações efetivamente concretizadas pelo país.

Como exposto nas seções anteriores, uma vez estando o câmbio real apreciado, os bens do país estão relativamente “mais caros”, enquanto os bens de seus parceiros comerciais em potencial estariam relativamente “mais baratos”.

Entretanto, a análise do comportamento do câmbio real efetivo deve levar em consideração um fato de inegável relevância; a partir da implementação do Mecanismo Cambial Europeu até janeiro de 1987, foram realizados onze realinhamentos, ao passo que desde então até a Crise de 1992 não houve mais realinhamentos, exceto por uma desvalorização da lira no início de 1990. Este é um fator que lança luz sobre a hipótese de a sobrevalorização real ter sido amenizada, até o início de 1987, pelos seguidos e fortes realinhamentos.

Neste sentido, alguns autores chegaram a conceder as nomenclaturas “velho” e “novo” *EMS*, o primeiro mais flexível, enquanto o último mais rígido. O “velho” *EMS*, portanto, iria do período compreendido entre a implementação do mecanismo cambial, em 1979, até janeiro de 1987, enquanto o “novo *EMS*” iria de janeiro de 1987 à crise de 1992.

A tabela a seguir expõe os realinhamentos, seus efeitos, em percentual em relação à taxa bilateral vis-à-vis a Alemanha, sobre as moedas e sobre o *EMS* como um todo¹²:

¹² Eichengreen, *Globalizing Capital: A History of The International Monetary System*, Princeton University Press, 1996

Tabela III – 4 (A)

	Franco Belga ¹³	Coroa Dinamarquesa	Franco Francês	<i>Guilder</i> Holandesa	Pound Irlandês	Lira Italiana	Total <i>EMS</i> ¹⁴
Peso ¹⁵ Relativo	16.6%	4.0%	32.0%	17.4%	1.8%	27.5%	100%
24/09/1979	+ 2.0	+5.0	+2.0	+2.0	+2.0	+2.0	+2.1
30/11/1979	-	-	-	-	-	-	+0.2
23/03/1981	-	-	-	-	-	+6.4	+1.7
05/10/1981	+5.5	+5.5	+8.8	-	+5.5	+8.8	+6.5
22/02/1982	+9.3	+3.1	-	-	-	-	+1.6
14/06/1982	+4.3	+4.3	+10.6	-	+4.3	+7.2	+6.3
21/03/1983	+3.9	+2.9	+8.2	+1.9	+9.3	+8.2	+6.7
22/07/1983	-	-	-	-	-	+8.5	+2.3
07/04/1986	+2.0	+2.0	+6.2	-	+3.0	+3.0	+3.8
04/08/1986	-	-	-	-	+8.7	-	+0.2
12/01/1987	+1.0	+3.0	+3.0	-	+3.0	+3.0	+2.6
08/01/1990	-	-	-	-	-	+3.7	+1.0
Acumulada	+31.2	+35.2	+45.2	+4.0	+41.4	+63.5	+41.8 ¹⁶

Fonte: indicada no rodapé acima

De fato, os realinhamentos entre 1979 e 1987 foram numerosos e intensos; certamente esta foi uma válvula de escape para países que eventualmente ficaram expostos aos riscos de uma apreciação real. Somente a Itália, até janeiro de 1987, desvalorizou sua moeda em cerca de 58% em sua taxa bilateral em relação ao marco. Este número é tão expressivo que levanta suspeitas a respeito do tratamento do *ERM* como um sistema crível de taxas de

¹³ Bélgica e Luxemburgo possuem câmbio unificado

¹⁴ Exclui a Espanha

¹⁵ O peso relativo é extraído com base nas participações no comércio exterior entre 1984 e 1986

¹⁶ Desvalorização média ponderada em relação ao câmbio bilateral vis-à-vis o marco

câmbio fixas até 1987; tal montante de desvalorização é difícil de se encontrar mesmo em um sistema de taxas de câmbio ajustáveis.

Após 1987, entretanto, praticamente não se pode mais falar em realinhamentos até 1992. Neste sentido, a ausência destas correções fez com que uma série de efeitos, políticos, econômicos e financeiros, se acumulasse, sendo incorporados pelas taxas de câmbio virtualmente imutáveis. Assim, no campo político, a Unificação Alemã, a Guerra do Golfo, a entrada de três novos países no Mecanismo Cambial Europeu e eleições dramáticas na Itália e na Grã-Bretanha teriam exercido pressão cambial.

Na seara econômica e financeira, passíveis de citação são: a remoção do controle de capitais (julho de 1990), a depressão do início dos 1990s, o aumento das transações internacionais após o *Plano Brady*, o novo surto de empréstimos bancários e, finalmente, o crescimento de instituições financeiras, tais como os grandes fundos de *hedge*, que não possuem relações de longo prazo com os governos dos países de cujas moedas eles transacionam.

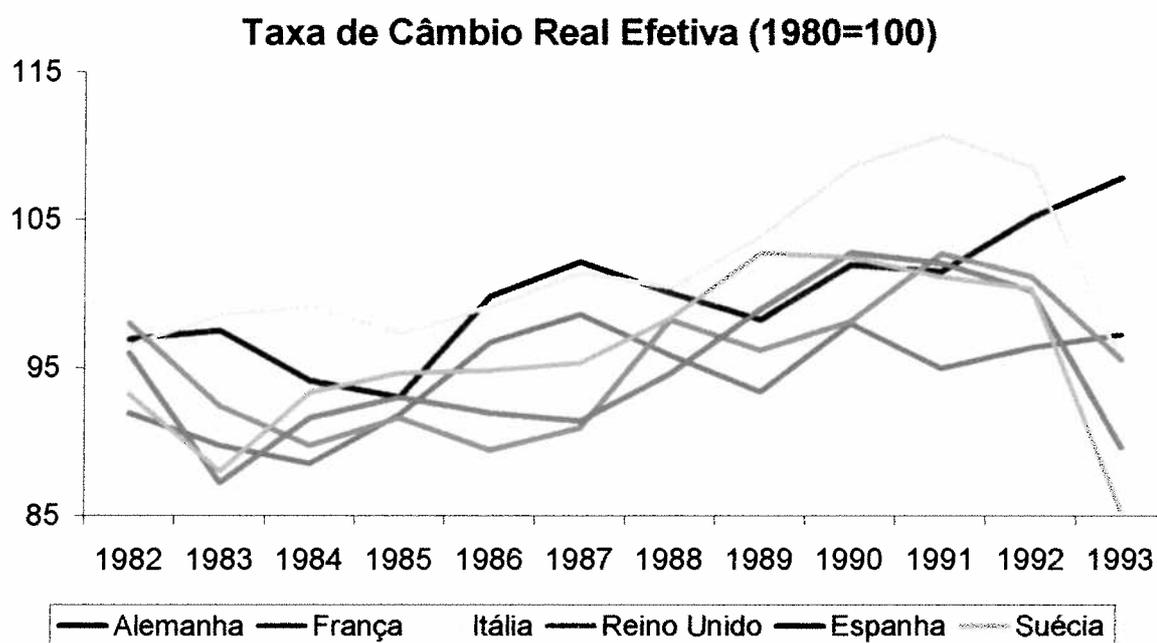
Isto posto, segue-se a análise das taxas de câmbio reais efetivas. O gráfico abaixo traça o comportamento desta variável para os países selecionados para este estudo: França, Itália, Espanha, Reino Unido e Suécia, além da Alemanha, principal país do Mecanismo Cambial Europeu.

Em seqüência, está a tabela que expõe numericamente o comportamento desta variável a partir de 1987, pelos motivos acima expostos. Cabe ressaltar que um acréscimo no montante da taxa de câmbio real efetiva indica, de acordo com os parâmetros adotados neste trabalho, uma apreciação real, ao passo que uma redução na mesma variável indica uma depreciação real.

A Alemanha, país central do *EMS*, apresenta taxas de câmbio reais efetivas surpreendentemente altas; isto se deve, provavelmente, à forte depreciação do dólar entre 1985 e 1988, assunto tratado abaixo, além da reunificação do país em 1990, assunto do próximo capítulo. O câmbio real efetivo italiano se mostra sobremaneira apreciado; o país adentra a década dos 1990s com uma taxa sem comparativos dentro do *EMS*. A Suécia, após 1983, apresenta uma tendência de apreciação; todavia, esta tendência se estabiliza no período imediatamente anterior à crise. O Reino Unido observa uma tendência de

apreciação no período imediatamente anterior à crise; a taxa de câmbio real efetiva sobe entre os anos de 1989 e 1991. Em 1992, o Reino Unido abandonou o *ERM* e sua taxa voltou a cair.

Gráfico III – 4 (A)



Fonte: IFS

A Espanha apresenta tendência de apreciação entre os anos de 1987 e 1990; nos outros períodos, a taxa se mostra estável, inclusive no período imediatamente anterior à crise. A França, em coerência com os seus outros indicadores, apresenta apenas uma suave tendência ascendente em suas taxas.

Uma análise mais acurada requer um exame mais preciso do comportamento das taxas de câmbio reais efetivas no período anterior à crise; para isso, a tabela seguinte apresenta os índices para o período compreendido entre os anos de 1987 e 1992 para os países mais afetados do *ERM*. A escolha do período se deve ao fato de a partir de janeiro de 1987 não terem mais havido realinhamentos, como discutido no início da seção. A variação em relação ao último ano aparece entre parênteses. A variação total exclui o ano T pelo fato de

alguns países (Reino Unido e Itália) terem abandonado o câmbio fixo e a Espanha, por exemplo, ter desvalorizado sua moeda em 5%, o que burlaria a proposta de identificação de uma apreciação real em um ambiente de câmbios fixos.

A França apresenta um comportamento incompatível com o diagnóstico de apreciação crônica; pelo contrário, houve depreciação no período. Itália, Reino Unido, Suécia e Espanha, por outro lado, apresentam fortes indícios de apreciação real, principalmente no caso do Reino Unido. A Suécia apresenta uma apreciação razoavelmente menor do que a observada por seus parceiros.

Tabela III – 4 (B)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992 Crise	Varição Total (sem T)
França	98.6 (2.0%)	95.8 (-2.8%)	93.4 (-2.6%)	98.0 (4.9%)	95.0 (-3.1%)	96.3 (1.4%)	-1.6%
Itália	101.4 (2.3%)	100.4 (-1.0%)	103.9 (3.5%)	108.6 (4.5%)	110.7 (1.9%)	108.5 (-2.0%)	11.2%
Reino Unido	90.9 (1.7%)	98.2 (8.0%)	96.2 (-2.1%)	98.1 (2.0%)	102.7 (4.7%)	101.1 (-1.5%)	14.3%
Suécia	95.3 (0.5%)	98.3 (3.1%)	102.7 (4,5%)	102.5 (-0.3%)	101.1 (-1.3%)	100.3 (-0.8%)	6.5%
Espanha	91.4 (-0.5%)	94.6 (3.5%)	99.0 (4.6%)	102.8 (3.9%)	102.0 (-0.7%)	100.2 (-1.8%)	10.8%

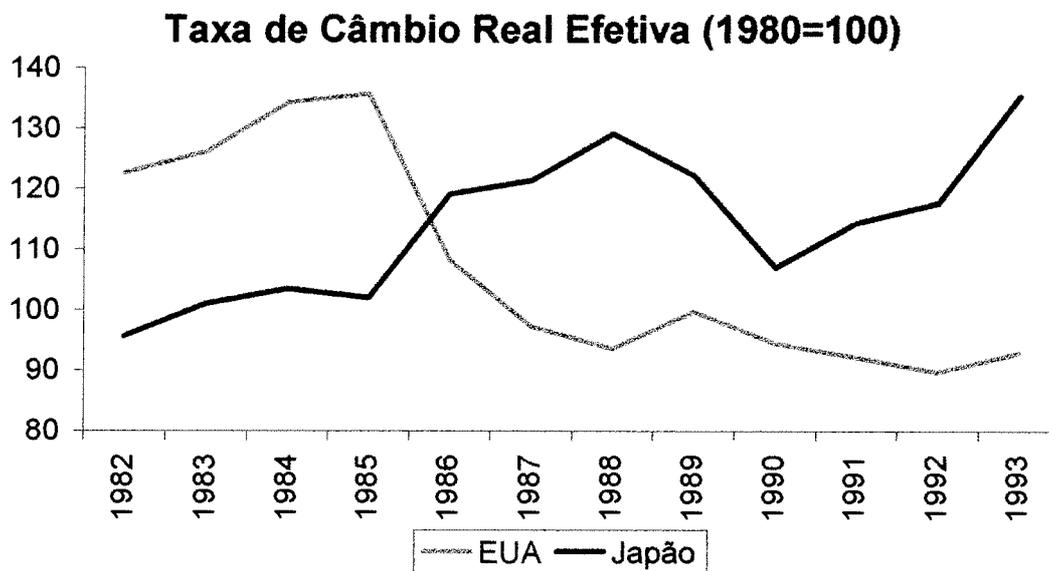
Fonte: IFS, elaboração do autor

A publicação *World Economic Outlook*¹⁷ já destacava, em janeiro de 1993, a forte apreciação real da libra esterlina e da lira italiana face ao marco em termos de câmbio real bilateral, registrando: “desde o momento em que a libra aderiu ao *ERM*, em 1990, até a recente crise, ela se apreciou 10% em termos reais em relação ao marco; comparada ao patamar de 1987, a libra chegou a uma apreciação próxima de 20% em relação a mesma moeda. Similarmente, a lira, que se realinhou pela última vez em 1987, observou, até meados de 1992, uma apreciação real de 18% em relação ao marco, devido ao seu relativamente grande aumento nos custos da mão-de-obra”.

Na análise das causas da Crise de 1992, muito citada foi a desvalorização do dólar entre 1985 e 1988; a moeda norte-americana se desvalorizou em cerca de 40% em termos reais no período. Tal desvalorização teria acentuado os efeitos da perda de competitividade entre os países do *EMS*. Entretanto, a refutação do argumento, ou ao menos a sua relativização, encontra-se na forte apreciação do yen no período, em virtude dos seguidos superávits comerciais do Japão na década dos 1980s e início dos 1990s. Neste ínterim, é relevante investigar as trajetórias das taxas de câmbio reais efetivas tanto dos Estados Unidos quanto do Japão no período.

¹⁷ Edição de janeiro de 1993 da publicação *World Economic Outlook*, (IMF)

Gráfico III – 4 (B)



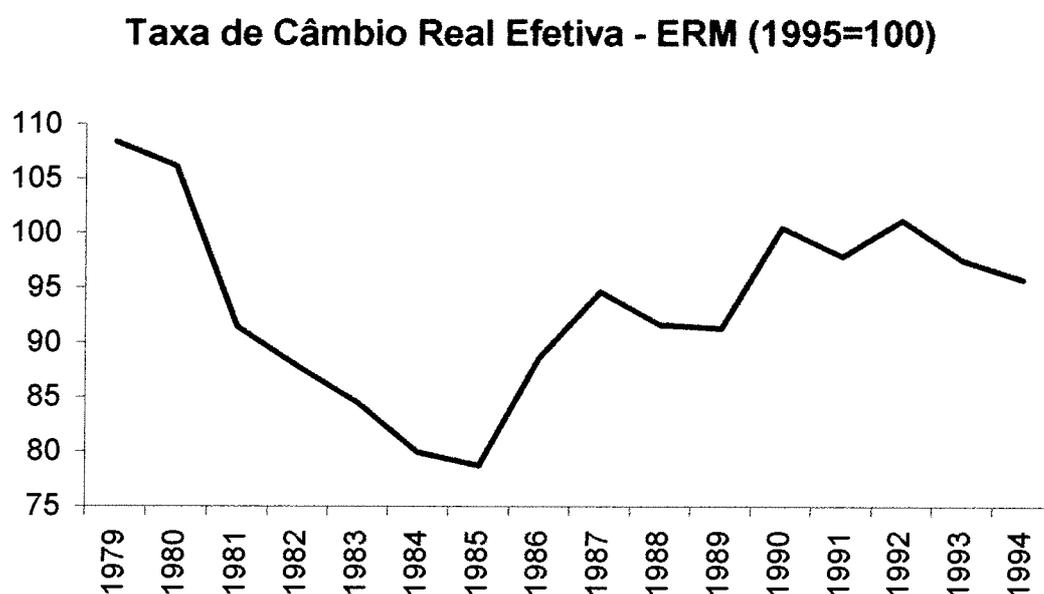
Fonte: IFS

De fato, a oposição entre as tendências de apreciação (yen) e depreciação (dólar) é quase simétrica; assim, é bastante provável que a taxa de câmbio real efetiva japonesa tenha desempenhado um papel de contrapeso à forte depreciação do dólar. Entretanto, o comportamento de uma taxa representativa do *ERM* como um todo, desenhada a partir de dados do Fundo Monetário Internacional, confirma que a depreciação do dólar a partir de 1985 teve importantes efeitos sobre a competitividade dos países do velho continente.

Há fortes evidências, a partir da análise do gráfico, de que a taxa de câmbio real efetiva representativa para o *EMS* acompanhou, às avessas e de forma significativa, a “dança do dólar” da década dos 1980s. Até 1985, período de forte apreciação da moeda norte-americana, a taxa apresentava acentuada tendência rumo à depreciação, enquanto que a partir de 1985, com o advento da megadesvalorização do dólar, a tendência se inverte e a taxa passa a uma forte e permanente apreciação.

A análise dos efeitos das obtusas trajetórias do dólar e do yen sobre a competitividade dos países do *ERM* deve ser aferida com base nos dados da próxima seção, que trata de variáveis relacionadas à conta corrente.

Gráfico III – 4 (C)



Fonte: IFS

III.5 - EXPORTAÇÕES

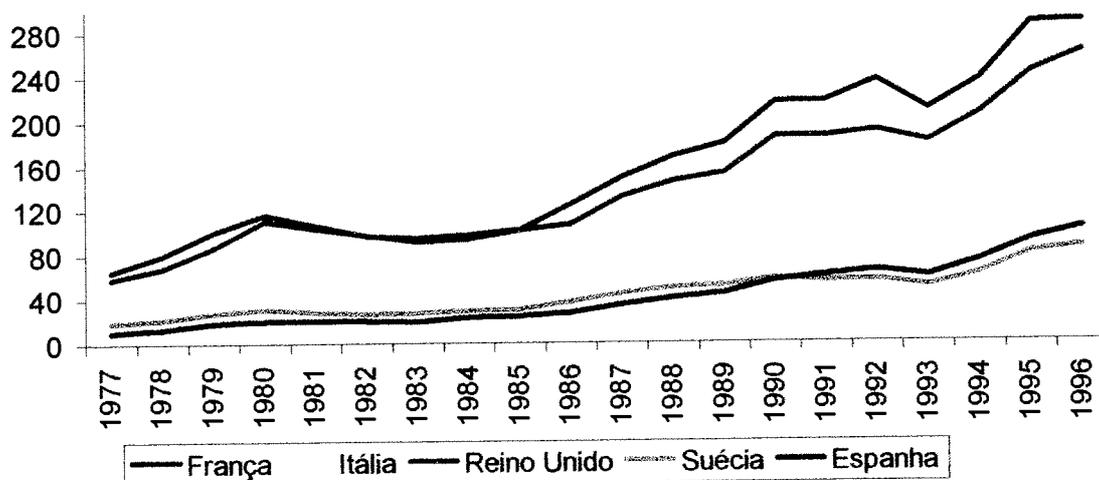
A análise do comportamento das exportações permite verificar se, de fato, a competitividade do país foi afetada, uma vez que um desempenho fraco nas exportações é um indicativo forte de que houve deterioração da conta corrente. As exportações, desta forma, completam o mecanismo da perda de competitividade; a manutenção de um diferencial de preços e custos e a conseqüente apreciação real desembocariam na diminuição das vendas do país ao exterior, em virtude do fato de elas estarem relativamente “mais caras”.

As exportações serão observadas em dois níveis; em primeiro lugar, verificar-se-á o seu nível em bilhões de dólares, para posteriormente serem analisados os seus volumes, ou o *quantum* exportado, a partir de um índice.

Com a possível exceção da Suécia, pode-se dizer que as exportações em bilhões de dólares se mostram expressivamente crescentes para os outros países, notadamente para França, Reino Unido e Itália, principalmente no caso dos franceses. O diagnóstico de perda de competitividade não parece adequado à luz do comportamento das exportações em bilhões de dólares.

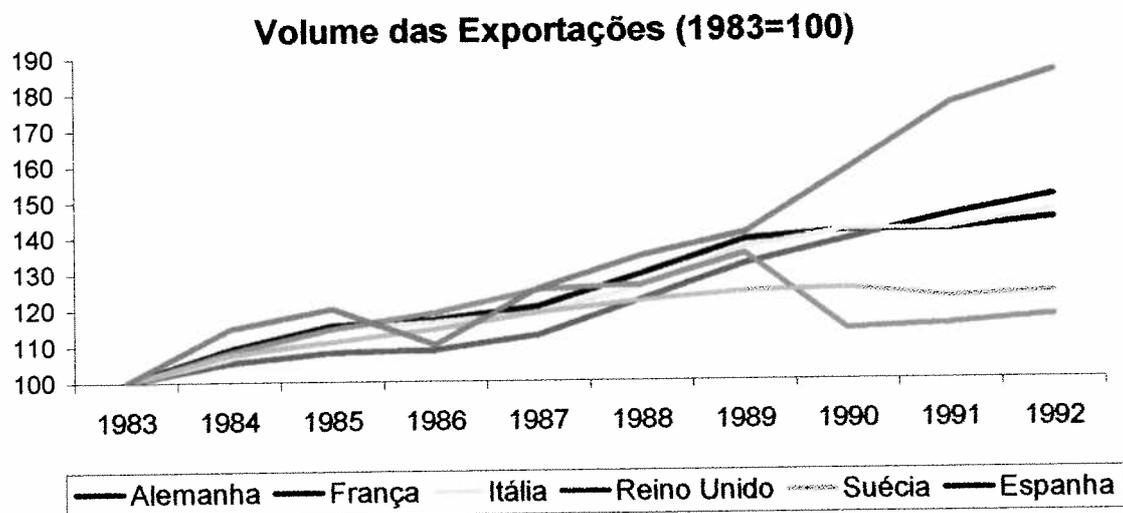
Gráfico III – 5 (A)

Exportações (bilhões de dólares)



Fonte: IFS

Gráfico III – 5 (B)



Fonte: IFS

O comportamento das quantidades exportadas, entretanto, fornece subsídios para a relativização do diagnóstico traçado acima. É possível observar certa estagnação no volume exportado pela Alemanha, pela Itália e pela Suécia, principalmente no caso desta última. No caso do Reino Unido, a constatação é ainda mais forte; há, a partir de 1989, forte tendência de redução na quantidade exportada

A França segue mostrando um desempenho bastante satisfatório e a Espanha, que parece ter a trajetória “inflada” pelo baixo nível de suas exportações em 1983, ano base na formulação do índice, não deixa de apresentar uma trajetória crescente em suas quantidades exportadas.

III.6 - CONTA CORRENTE

No bojo da hipótese de ser a Crise de 1992 semelhante àquelas que ocorreram em mercados emergentes na segunda metade da década, necessária se faz uma análise comparativa entre o comportamento das exportações e das importações tanto dos países do EMS afetados pela crise quanto dos países emergentes em questão. Assim, a tabela seguinte analisa o comportamento de um índice obtido através da razão entre exportações e

importações, em quantidades, entre os países do *ERM* mais afetados pela crise e o Brasil, um país representativo no âmbito dos emergentes que sofreram crises na década dos 1990s. Entre parênteses se encontram as variações em relação ao ano anterior. A análise se inicia no terceiro ano anterior às respectivas crises; considera-se a Crise do Brasil em 1999 e, é claro, a Crise do EMS em 1992.

Um índice relativamente alto representa um comportamento satisfatório da conta corrente, ao passo que um índice relativamente baixo representa indícios de deterioração da mesma. No cálculo da variação total, o ano T é excluído pelo fato de alguns países terem abandonado o câmbio fixo em virtude das pressões; é o caso de Brasil e Reino Unido. Como o objetivo é a análise da conta corrente em um ambiente de câmbio fixo, não faz sentido a inclusão dos efeitos de uma desvalorização pós-flutuação.

À primeira vista, surpreende a posição do Reino Unido, cujo índice variou positivamente em quase 10%, a despeito da apreciação real observada na seção anterior. A França observa um pequeno incremento, de 1,5%, em seu índice, de forma consistente com

Tabela III – 6

	T-3	T-2	T-1	T (crise)	Varição total (sem T)
Brasil	100.9 (-2.4%)	95.1 (-5.7%)	94.9 (-0.2%)	119.7 (26.1%)	-8.3%
França	100.1 (-0.8%)	100 (-0.1)	102.3 (2.4%)	104.5 (2.1)	1.5%
Itália	101 (0.3%)	100 (-1.0%)	95.8 (-4.2%)	96.1 (0.3%)	-4.9%
Reino Unido	94 (-2.8%)	100 (6.4%)	106.3 (6.3%)	102 (-4%)	9.9%
Suécia	101 (-4.2%)	100 (-1%)	105.4 (5.4%)	104.2 (-1.1%)	0.2%
Espanha	97.8 (-10.1%)	100 (2.3%)	99.8 (-0.2%)	96.3 (-3.5%)	-8.0%

Fontes: IFS e Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), elaboração do autor

o comportamento de seus indicadores já analisados. A Suécia apresenta o índice quase invariável, relativizando o seu desempenho relativamente fraco (apreciação de 6,5%) quando da análise do câmbio real efetivo. As trajetórias de Itália e Espanha, por outro lado, são problemáticas; a última, por seu turno, é o único país a apresentar variação semelhante à observada pelo Brasil. Assim, pode-se dizer que a tabela permite a conclusão de haver indícios de problemas em conta corrente para Itália e Espanha, com destaque para a última devido à similaridade em relação ao comportamento observado para a economia emergente.

III.7 - SISTEMATIZAÇÃO DOS RESULTADOS

Esta seção se destina a organizar as conclusões obtidas, de forma a torná-las mais inteligíveis e enfatizá-las, bem como de direcionar a análise das conclusões conflitantes entre si.

Recapitulando: foram analisadas, a fim de verificar a hipótese de semelhança entre a Crise de 1992 e aquelas observadas na segunda metade da década, as variáveis indicativas de níveis de preços, custos, câmbio real efetivo, exportações, além de uma medida que permite aferir o comportamento da conta corrente com base nas quantidades exportada e importada. Os resultados gerais para cada país são mostrados na tabela a seguir; caso haja indícios de ocorrência do mecanismo de perda da competitividade à luz da análise de uma variável específica, “sim” deve ser o resultado escrito no lugar a ela reservado; em caso contrário, “não” deve ser o resultado. Quando o resultado for ambíguo, “inconclusivo” será a palavra que constará no espaço reservado à variável.

Tabela III – 7

	Preços	Custos	Câmbio Real Efetivo	Exportações	Conta Corrente
França	Não	Não	Não	Não	Não
Itália	Não	Sim	Sim	Não	Sim
Reino Unido	Não	Inconclusivo	Sim	Não	Não
Espanha	Não	Sim	Sim	Não	Sim
Suécia	Inconclusivo	Sim	Sim	Inconclusivo	Não

Em primeiro lugar, destaque-se que a França não apresenta qualquer variável indicando uma perda de competitividade; tal diagnóstico deve ser fortemente refutado com base nos dados apresentados.

Itália e Espanha aparecem em situação parecida; a ambigüidade de suas posições é desfeita quando se constata que a variável custos tem maior peso sobre a variável preços e a variável exportações é menos representativa do que a medida utilizada para aferir o comportamento da conta corrente. No primeiro caso, a preferência é dada pelo fato de, como já exposto, os serviços de mão-de-obra não serem comercializáveis, ao passo que os índices de preços são dominados por bens transacionáveis, que permitem a arbitragem e estão sujeitos à disciplina externa. No segundo caso, as exportações, em se tratando de competitividade, representam apenas “um lado da moeda”, ao passo que o índice com base nas quantidades importada e exportada mostra os “dois lados da moeda”. Em outras palavras, a competitividade se dá em virtude tanto do grau de penetração das mercadorias domésticas em países estrangeiros quanto do grau de inserção das mercadorias estrangeiras no país local. Posto isso, a conclusão geral é no sentido de haver indícios da atuação do mecanismo de perda de competitividade para Itália e Espanha.

O Reino Unido representa o caso mais complicado; teve o pior desempenho no que se refere à variável taxa de câmbio real efetiva (apreciação de 14,3%), enquanto que, em se tratando da medida indicativa do comportamento da conta corrente utilizada, o país obteve o melhor resultado (variação positiva de quase 10%). Além disso, a variável custos para este país não permite conclusões claras. Nestes termos, a ambigüidade é a conclusão final para o caso do Reino Unido.

No caso da Suécia, a análise conjunta de preços e custos é consistente com o diagnóstico da perda de competitividade, assim como, em menor medida, a observação da taxa de câmbio real efetiva. Note-se que a Suécia apresentou apreciação real efetiva razoavelmente menor do que as relacionadas à Itália, ao Reino Unido e a Espanha. O comportamento de suas quantidades exportadas não permite conclusões significativas, ao passo que a sua conta corrente se manteve estável no período. Dessa forma, a ambigüidade é a conclusão final para a Suécia.

III.8 - CONTÁGIO

O fato de as crises econômicas possuírem uma tendência a se tornarem regionais tem suscitado uma série de estudos sobre os efeitos que a crise sobre um país exerce sobre outros países. O tema ainda está em uma fase primária em termos de desenvolvimento teórico; entretanto, já foram identificados diversos canais pelos quais as crises podem ultrapassar as fronteiras de um país. Para este capítulo, entretanto, somente interessa a parte do argumento vinculada aos canais de competitividade internacional, ou seja, aquele canal relativo às ligações comerciais entre os países. A relevância desta abordagem se encontra no fato de, somada ao mecanismo da perda de competitividade, poder levar às explicações sobre as causas da Crise de 1992 de uma forma mais abrangente, por exemplo, de forma a explicar o motivo pelo qual um país que exibia fundamentos saudáveis, como a França, ter sido “tragado” pela Crise do *EMS*. Devido ao inacabamento teórico do tema, bem como ao escopo específico desta monografia, a abordagem do tema se dará em caráter sugestivo.

Certos teóricos, ao analisarem a crise do *EMS*, enfocam a possibilidade de os ataques sobre a Irlanda, no início de 1993, terem sido desencadeados pela perda de competitividade

do país em virtude da desvalorização da libra quando dos ataques de setembro de 1992, que fizeram o Reino Unido, mais importante mercado exportador dos irlandeses, abandonar o *ERM*. Outros credenciam os intensos ataques sobre a coroa sueca à desvalorização implementada pela Finlândia em agosto de 1992; tal seria possível pelo fato de as exportações dos dois países competirem diretamente em outros mercados. Existem ainda aqueles que consideram o ataque sobre o escudo português como sendo uma consequência da desvalorização da peseta espanhola, amparados pelo fato de Portugal apresentar, à época do ataque, fundamentos saudáveis.

Gerlach e Smets (1995)¹⁸, influenciados pela análise dos efeitos da correlação entre os ataques sobre a Finlândia e a Suécia em 1992, desenvolvem um modelo que considera dois países com ligações comerciais e financeiras entre si para analisar a possibilidade de existirem eventuais canais pelos quais uma crise em um dos países acabe por influenciar o outro. O primeiro canal se daria pelo fato de um ataque bem-sucedido levar à desvalorização da moeda do país atacado e, conseqüentemente, aumentar sua competitividade vis-à-vis o seu parceiro comercial. O segundo canal se dá em virtude do fato de a diminuição dos preços das importações no país inicialmente não afetado pela crise acabar por reduzir o nível de preços da economia, *ceteris paribus*. Sucede que a demanda por moeda dos residentes deste país é diminuída, bem como os índices de preços ao consumidor. Seus esforços para trocar a moeda do país doméstico via comércio exterior acabam por exaurir as reservas do Banco Central. Enfim, a crise que se instaurou no primeiro país pode deslocar o segundo de um equilíbrio em que não há ataque para um equilíbrio em que há ataque.

Eichengreen, Rose e Wyplosz (1996)¹⁹ realizaram um amplo estudo sobre a tendência das crises à regionalização e chegaram à conclusão de que eram fortíssimos os indícios de que as crises tendem a se difundir mais intensamente em países que possuem ligações comerciais entre si. Nas palavras dos autores: “Nossos resultados sugerem que o contágio nas crises tende a se difundir entre os países principalmente como uma função das ligações comerciais internacionais” (p.35).

¹⁸ Gerlach e Smets, *Contagious Speculative Attacks, European Journal of Political Economy* (1995)

¹⁹ Eichengreen, Rose e Wyplosz, *Contagious Currency Crisis, NBER* (1996)

Neste sentido, passaremos à análise dos laços comerciais na região mais afetados pela Crise do *EMS* para sugerir que o contágio pelo intermédio de relações comerciais realizou um influente papel na Crise de 1992. A tabela seguinte analisa a intensidade do comércio entre as regiões pelo mundo em 1992; os dados são do *GATT* e cobrem as Américas do Norte e Latina, a Ásia, a Europa Ocidental e o Oriente Médio. Somente são considerados os fluxos comerciais superiores a 15 bilhões de dólares. A parte superior da tabela corresponde às zonas exportadoras e a parte inferior contém as respectivas zonas importadoras. Assim, por exemplo, a Europa Ocidental exportava 128 bilhões de dólares à Ásia e importava 170 bilhões de dólares da mesma região. As quantidades que ligam a mesma região nas partes superior e inferior correspondem ao comércio intra-regional.

Destaque-se o fato de grande parte do comércio internacional, estimado em 5 trilhões de dólares, envolver regiões industrializadas. Além deste fato, impressiona o montante do comércio intra-regional na Europa Ocidental; ele é correspondente a cerca de 25% de todo o comércio mundial. Aliás, o gráfico apresentado na seqüência da tabela observa o comportamento do comércio intra-regional pelo mundo em 1992.

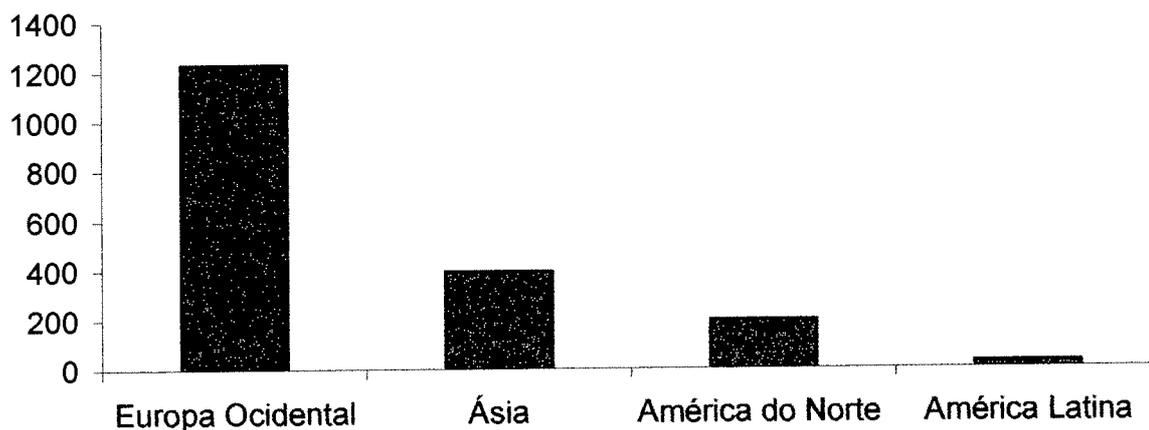
Tabela III – 8

	Ásia	Europa Ocidental	Oriente Médio	América do Norte	América Latina
Ásia	394	128	146	52	-
Europa Ocidental	170	1230	33	128	31
Oriente Médio	34	57	-	18	-
América do Norte	232	125	16	195	71
América Latina	-	36	-	78	26

Fonte: Hoekman e Kostecki, *The Political Economy of the World Trade System: From GATT to WTO*, Oxford University Press (1995), elaboração do autor

Gráfico III - 8

Comércio Intra-Regional (bilhões de dólares)



Fonte: elaborado a partir dos dados apresentados acima

Primeiramente, destaque-se que, dos cinco países considerados como sendo aqueles mais afetados pela crise, quatro deles (França, Itália, Reino Unido e Espanha) compõem a região da Europa Ocidental, além da Alemanha, que é o centro do Mecanismo Cambial Europeu.

Uma vez aceita a plausibilidade do argumento segundo o qual as ligações comerciais são um canal pelo qual as crises se alastram, pelo fato de a desvalorização em um país em crise deteriorar a competitividade do outro, os dados expostos acima sugerem que a Europa Ocidental seria sobremaneira mais suscetível a esta espécie de contágio do que as outras regiões do globo, principalmente a América Latina e seus instáveis países emergentes.

Assim, o argumento da Crise de 1992 do *EMS* como precursora das crises nos países emergentes da América Latina na segunda metade da década poderia ser reformulado da seguinte forma; a crise se deu em virtude da atuação do mecanismo de perda de competitividade e, em virtude do contágio através dos extensos laços comerciais na região da Europa Ocidental, acabou por “tragar” países como a França, que não exibiu qualquer sinal compatível com o diagnóstico da perda de competitividade.

CAPÍTULO IV: A CRISE DE 1992 COMO RESULTADO DA UNIFICAÇÃO ALEMÃ

IV.1 - APRESENTAÇÃO E LITERATURA SOBRE A HIPÓTESE

A Reunificação Alemã foi um evento de magnitude econômica inegavelmente estrondosa; as porções ocidental e oriental do país eram de tal sorte diferentes entre si que, retrospectivamente, é difícil crer que uma fusão não resultasse na necessidade de uma forte intervenção governamental, via política fiscal expansionista, a fim de amenizar seu impacto e promover um mínimo de homogeneidade razoável para a reconstrução do país.

Estima-se que, à época da Reunificação, a produtividade da Alemanha Oriental fosse três vezes inferior à produtividade da Alemanha Ocidental. Os salários eram ainda mais discrepantes; no início de 1992, os salários médios na Alemanha Oriental correspondiam a cerca de 60% da média salarial vigente na Alemanha Ocidental, o que já representava um aumento em seis vezes face ao seu nível de 1990. Além disso, grande parte das empresas da Alemanha Oriental estava longe de serem competitivas; muitas teriam de ser fechadas e outras teriam de passar por uma reestruturação.

A intervenção governamental se deu em diversas frentes; gastos com infra-estrutura, transferências para que as empresas pudessem concluir o processo de reestruturação, diminuição dos fortes danos ao meio ambiente causados pelas ineficientes empresas orientais e concessão de benefícios-desemprego para o provimento de auxílio para os trabalhadores que perderiam seus empregos devido ou ao fechamento de empresas ou ao seu processo de reestruturação. Os benefícios-desemprego também cumpriam a função de evitar uma emigração maciça para a Alemanha Ocidental.

A necessidade de tais gastos resultou em uma política expansionista que fez a Alemanha passar de um superávit fiscal da ordem de 0,2% do PIB para déficits de 1,8 e 2,9% em 1990 e 1991, respectivamente²⁰. Era a senha para que o *Bundesbank* e sua tradição

²⁰ Blanchard, *Macroeconomia*, Editora Campus (1999)

de aversão à inflação entrassem em cena. Na verdade, mesmo antes de se unificar, a Alemanha já apresentava uma forte expansão na demanda agregada. O crescimento do PIB foi significativo nos anos de 1988 e 1989. Assim, a resposta das autoridades monetárias alemãs foi um forte aumento nas taxas de juros para frear a aceleração observada para a Alemanha.

Os efeitos da alta nos juros alemães se alastraram por toda a Europa; muitos teóricos a culpam pela recessão do início da década dos 1990s e outros, pela crise de 1992 do Mecanismo Cambial Europeu. A lógica é a seguinte: muitos países, em razão da necessidade de manter as paridades cambiais estabelecidas pelo *ERM*, foram obrigados a manter altas taxas de juros, em um ambiente onde o PIB se encontrava estagnado, as taxas de desemprego eram altas e a inflação era estável. A partir da lógica traçada acima, pode-se falar na hipótese de ter operado uma inconsistência macroeconômica, cujo mecanismo seria desencadeado pelo fato de as autoridades monetárias estarem obrigadas, em virtude do *ERM*, a manter taxas de juros incompatíveis com os indicadores macroeconômicos. Isto é o que chamaremos, até o final do capítulo, de mecanismo gerador de inconsistência macroeconômica. O mercado, percebendo a insustentabilidade da manutenção de tais políticas no longo prazo, passou a apostar em realinhamentos, o que, por sua vez, fazia com que exigisse taxas de juros ainda mais altas dos países colocados sob suspeita. Assim, o comportamento do mercado reproduzia e intensificava a lógica do mecanismo gerador de inconsistência macroeconômica. O resultado destes acontecimentos teria sido a Crise de 1992 do *EMS*.

Olivier Blanchard é um dos teóricos a defender que a Crise de 1992 resultou dos desenvolvimentos da unificação alemã. Em seu livro-texto²¹, ele é enfático: “Os motivos [das pressões exercidas pelo mercado financeiro em 1992] foram, como já analisamos, as implicações da Reunificação Alemã. Devido às pressões geradas pela Reunificação, o *Bundesbank* mantinha altas taxas de juros. Embora os parceiros comerciais da Alemanha precisassem ter taxas de juros mais baixas para reduzir o crescente problema do desemprego, tiveram de acompanhar as taxas de juros alemãs para manter as paridades do *EMS*. Para os mercados financeiros, a posição dos parceiros da Alemanha parecia cada vez

²¹ Blanchard, *Macroeconomia*, Editora Campus (1999)

mais insustentável. Taxas de juros mais baixas fora da Alemanha e, portanto, desvalorizações de diversas moedas em relação ao marco pareciam cada vez mais prováveis.”

A edição de janeiro de 1993 da publicação *World Economic Outlook*²², ao analisar o impacto da Reunificação Alemã sobre a Europa, registra: “Nestas circunstâncias, a necessidade da Alemanha de seguir uma forte política monetária colocou um difícil dilema a vários outros países europeus, uma vez que altos níveis de taxas de juros necessários para o compromisso com as taxas de câmbio estáveis pareciam cada vez mais inapropriados à luz das condições macroeconômicas domésticas. Este dilema entre objetivos internos e externos afetou não apenas os países do *ERM*, mas também países que seguiam a cotação do marco alemão pelo intermédio de taxas de câmbios fixadas unilateralmente, como eram os casos de Finlândia, Noruega e Suécia.”

Eichengreen (2000)²³ analise a questão sob a ótica dos preços relativos. Segundo este autor, a política fiscal expansionista, dada a desproporcional propensão dos residentes de consumir bens produzidos domesticamente, levaria a uma alta nos preços relativos alemães. Tal alta poderia vir à tona pelo intermédio de três caminhos; no primeiro deles, a inflação alemã se elevaria em um patamar superior ao observado para os seus parceiros. Entretanto, a aversão do *Bundesbank* à inflação tornaria este caminho pouco factível. O segundo caminho possível seria um realinhamento geral face ao marco. Entretanto, os países que adotaram o câmbio fixo como forma de estabilizar as suas taxas de inflação estariam relutantes em implementar um realinhamento em virtude da credibilidade de suas estratégias antiinflacionárias. O único caminho restante seria uma redução nos níveis de preços em relação à Alemanha, que viria pela forma de uma taxa de juros mais alta para os países do *ERM*.

Nestes termos, a tarefa incumbida a este capítulo é a de avaliar se de fato operou o mecanismo gerador de inconsistência macroeconômica e, uma vez identificada a sua atuação, avaliar seu impacto na eclosão da Crise de 1992 do *ERM*. Ela será executada pelo

²² Edição de janeiro de 1993 da publicação *World Economic Outlook (IMF)*

²³ Eichengreen, *The EMS Crisis in Retrospect*, NBER

intermédio do estudo dos seguintes indicadores; taxas de juros nominais, taxas de juros reais, produto interno bruto, níveis de preços e níveis de emprego.

No final do capítulo, as análises individuais para estas variáveis serão agrupadas com o objetivo de obter conclusões mais gerais; em seguida, a análise recairá sobre a hipótese de a inconsistência econômica ter sido a causa da Crise de 1992. Tal se dá em virtude da possibilidade de a inconsistência macroeconômica ter sido um resultado, e não uma causa da crise. Este problema será melhor disposto no final do capítulo, quando dados mensais deverão ser utilizados para a resolução da problemática da causa-consequência.

A análise recairá sobre o período que compreende os anos de 1987 e 1993, exceto para os países que abandonaram o *ERM* em 1992, casos de Itália e Reino Unido, para os quais o ano de 1993 não será considerado. O período abordado remete ao fato de, a partir de janeiro de 1987, praticamente não mais terem ocorrido realinhamentos até a crise de 1992, o que chegou a levar alguns autores a distinguir entre o “velho” e o “novo” *EMS*. Esta discussão foi feita no capítulo anterior; naquele, efeitos passados de inflação e custos, por exemplo, eram relevantes, motivo pelo qual o comportamento das variáveis, em termos gráficos, era abordado desde 1979. Não é o caso deste capítulo, que aborda as possibilidades de as pressões do mercado serem consequência da questão da sustentabilidade futura das políticas que vigiam em 1992. Assim, a análise terá início em 1987, a fim de que haja elementos disponíveis para uma análise comparativa dos níveis dos indicadores dos países analisados.

Os países analisados foram escolhidos, a exemplo da investigação do capítulo anterior, com base em suas importâncias relativas e no nível de pressão a que foram submetidos. Assim, serão analisados: França, Itália, Reino Unido, Espanha e Suécia.

IV.2 - TAXAS DE JUROS

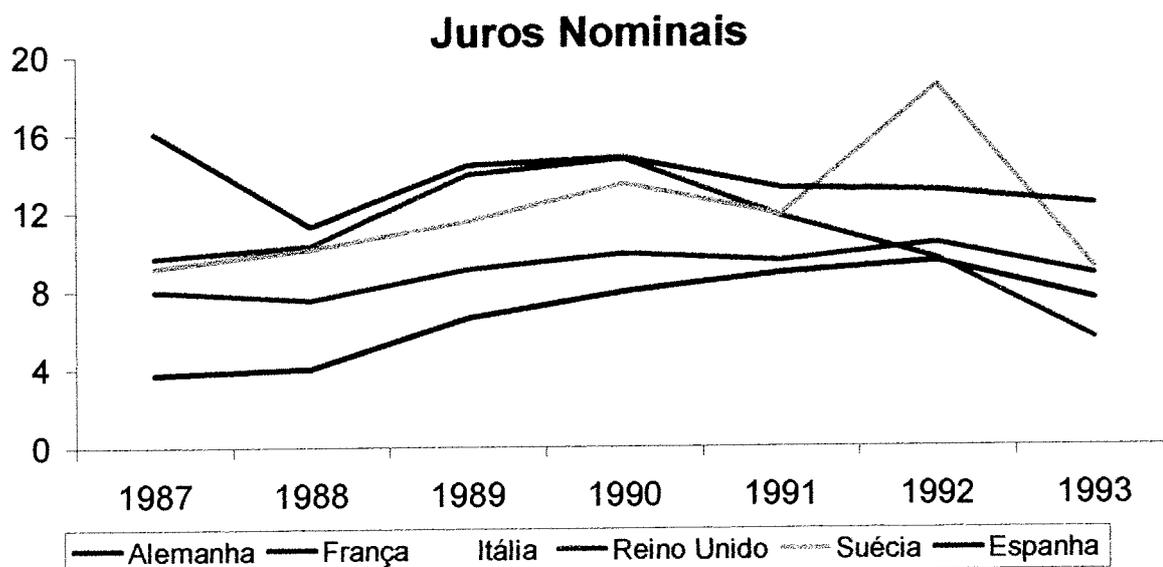
O cerne do mecanismo gerador da inconsistência macroeconômica é a manutenção de altos níveis de taxas de juros pelos países mais afetados pela crise; estes níveis seriam incompatíveis com os demais indicadores em termos de sustentabilidade segundo a percepção do mercado.

Trataria-se de um alto nível de taxa de juros em sentido amplo, englobando sejam as taxas nominais sejam as taxas reais. Para que haja subsídios suficientes para um estudo abrangente serão analisadas as taxas nominais e reais. Entretanto, destaque-se que à análise das taxas de juros reais será atribuída uma valoração maior do que aquela referente às taxas nominais; as taxas de juros reais fornecem um instrumento mais preciso para a presente investigação uma vez que é sob a sua égide que é definida a alocação de recursos em termos macroeconômicos, por exemplo, no que se refere às decisões entre poupar e consumir.

TAXAS DE JUROS NOMINAIS

A taxa nominal analisada é a taxa de juros de mercado em termos anuais. O gráfico a seguir elucida o comportamento desta variável; a tabela posterior realiza uma comparação entre os níveis anterior e posterior à Unificação Alemã.

Gráfico IV – 2 (A)



Fonte: IFS

A taxa alemã, de fato, observa forte elevação, que teve início em anos anteriores à Unificação, em virtude da política adotada pelo *Bundesbank* em virtude do alto crescimento do PIB alemão nos anos de 1988 e 1989 (ver análise do PIB). A taxa espanhola mostrou-se estável no período. As taxas da França e da Itália se mostram com tendência suave de elevação, ao passo que a taxa do Reino Unido não parece se adequar ao diagnóstico de alta nos juros em virtude da Unificação Alemã, uma vez que apresenta tendência de queda após 1990. A taxa sueca, por sua vez, teve comportamento bastante instável no período; uma queda em 1991 foi seguida de uma fortíssima alta em 1992 e, em 1993, houve movimento contrário ao ocorrido no ano anterior.

Segue-se a tabela comparativa; nela são acareadas as taxas médias entre os anos de 1987 e 1989 e os anos 1991 e 1993. Para Itália e Reino Unido, o segundo período corresponde aos anos de 1991 e 1992, uma vez que em 1993 abandonaram o Mecanismo Cambial Europeu e não mais tinham a obrigação de manter as paridades. O ano de 1990 não é incluído em qualquer dos dois períodos pelo fato de a Unificação Alemã ter se desenrolado durante este ano; a completa integração econômica e monetária das porções oriental e oriental somente teve lugar em julho.

Tabela IV – 2 (A)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	Média até 1990	Média depois de 1990
França	8.0	7.5	9.1	9.9	9.5	10.4	8.8	8.2	9.6
Itália	11.5	11.3	12.7	12.4	12.2	14.0	10.2	11.8	13.1
Reino Unido	9.7	10.3	13.9	14.7	11.8	9.6	5.5	11.3	10.7
Espanha	16.1	11.3	14.4	14.8	13.2	13.0	12.3	13.9	12.8
Suécia	9.2	10.1	11.5	13.5	11.8	18.4	9.0	10.3	13.1

Fonte: IFS, elaboração do autor

Os dados da tabela comparativa ratificam a análise a partir da visualização gráfica para Espanha e Reino Unido; estes países apresentaram comportamento incompatível com o diagnóstico do mecanismo gerador de inconsistência macroeconômica no que diz respeito à variável taxa de juros nominal. As taxas médias no segundo período decresceram para estes países.

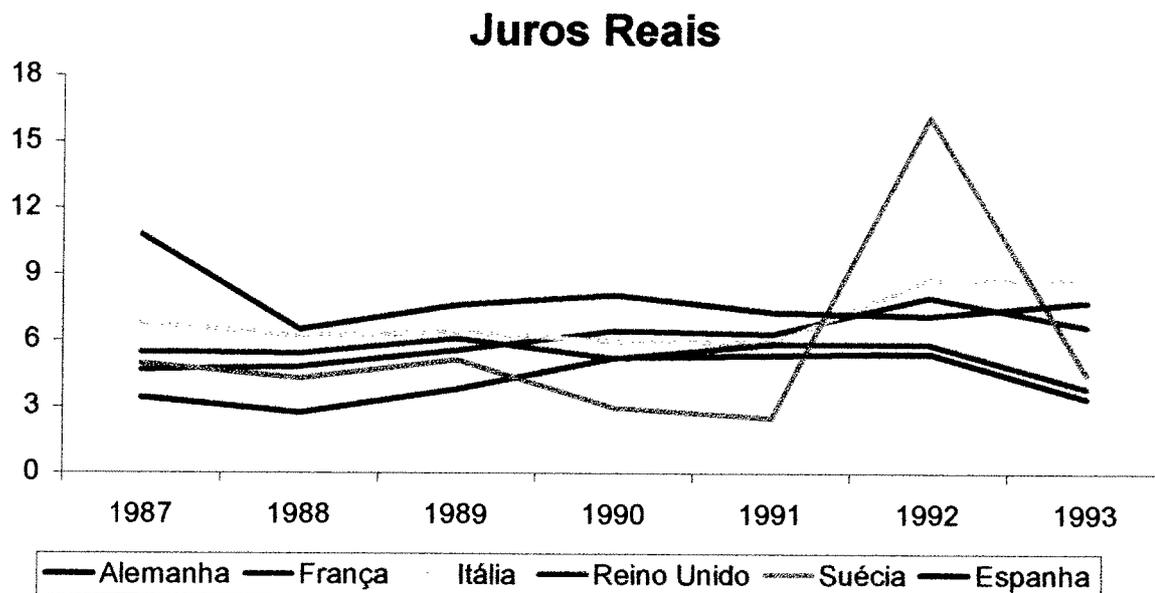
França e Itália apresentaram médias mais elevadas no segundo período do que no primeiro; apesar de o acréscimo nas taxas de juros após a Reunificação Alemã não ter sido espetacular, eles estão longe de serem desprezíveis, motivo pelo qual se pode dizer que houve uma elevação significante nas taxas de juros nominais para estes dois países.

A Suécia, por sua vez, logrou forte elevação na sua taxa média do segundo período em relação ao primeiro; além da instabilidade, sua taxa média cresceu cerca de 27%. Assim, o comportamento da taxa de juros nominal sueca é compatível com o diagnóstico do mecanismo gerador da inconsistência macroeconômica.

TAXAS DE JUROS REAIS

A taxa de juros real analisada é a taxa de mercado com base anual; pelos motivos já expostos, a esta investigação será conferido um peso maior do que o estudo do comportamento das taxas de juros nominais. Como na seção anterior, segue-se um gráfico descritivo e, posteriormente, uma tabela comparativa.

Gráfico IV – 2 (B)



Fonte: IFS

França e Itália apresentam suave tendência ascendente após 1990; as taxas de Espanha e Reino Unido se mostram estáveis no período. O comportamento da taxa de juros real da Suécia é instável, com uma fortíssima alta no ano de 1992.

Com relação ao gráfico que analisa as taxas nominais de juros, pode-se dizer que a trajetória descendente do Reino Unido após 1990 é relativizada pelo exame das taxas de juros reais. O mesmo, em menor escala, parece ser verdadeiro para a Espanha, enquanto que para a Suécia parece ter ocorrido uma caracterização ainda maior da presença do mecanismo gerador de inconsistência macroeconômica.

Tabela IV – 2 (B)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	Média antes de 1990	Média depois de 1990
França	4.7	4.8	5.6	6.5	6.3	8.0	6.7	5.0	7.0
Itália	6.8	6.2	6.4	6.0	5.9	8.8	8.7	6.5	7.4
Reino Unido	5.5	5.4	6.1	5.2	5.9	5.9	3.9	5.7	5.9
Espanha	10.8	6.5	7.6	8.1	7.3	7.1	7.7	8.3	7.4
Suécia	5.0	4.3	5.1	3.0	2.5	16.1	4.5	4.8	7.7

Fonte: IFS, elaboração do autor

A França apresentou, no segundo período, considerável aumento em sua taxa média em relação ao primeiro período. Ela se elevou em 40%, dado que torna propícia sua inclusão no diagnóstico do mecanismo gerador de inconsistência macroeconômica para a variável taxa de juros reais.

A Itália também apresentou elevação em sua taxa média no segundo período; cerca de 14%. Apesar de bastante menor do que o aumento francês, o aumento da taxa média italiana está longe de ser desprezível, fato que torna pertinente seu enquadramento no diagnóstico do mecanismo gerador de inconsistência macroeconômica para a variável taxa de juros real.

O resultado para o Reino Unido é uma reduzida elevação na taxa média do segundo período, em cerca de 3,5%. Dessa forma, pode-se dizer que a análise da taxa de juros real para este país não produz conclusões claras a respeito do diagnóstico do mecanismo da inconsistência macroeconômica.

Quanto à Espanha, a redução na sua taxa média conduz à conclusão de que o mecanismo da inconsistência macroeconômica não foi observado para este país no que se refere à variável taxa de juros real.

A Suécia, por sua vez, com o seu aumento superior a 60% na taxa real média no segundo período em relação ao primeiro, se enquadra no diagnóstico do mecanismo da inconsistência macroeconômica para a variável taxa de juros real.

IV.3 - PRODUTO INTERNO BRUTO

A investigação a respeito da presença da inconsistência macroeconômica demanda o estudo do comportamento do PIB no período; uma estagnação do Produto Interno Bruto apresentaria indícios da atuação do mecanismo descrito no início do capítulo, se os países, devido à obrigação de manter as paridades, acabem por implementar uma alta taxa de juros em um ambiente recessivo.

Assim, o gráfico a seguir analisa o comportamento do Produto Interno Bruto para os países estudados; tal variável está exposta sob a forma de índices, tendo 1990 como ano-base. Posteriormente, a tabela comparativa apresentará as variações médias, ou seja, a média das variações em face do ano anterior para os períodos de 1987-1989 e 1991-1993, salvo para Itália e Reino Unido, pelas razões já expostas em outras seções. Da mesma forma, a explicação para a exclusão de 1990 também foi abordada.

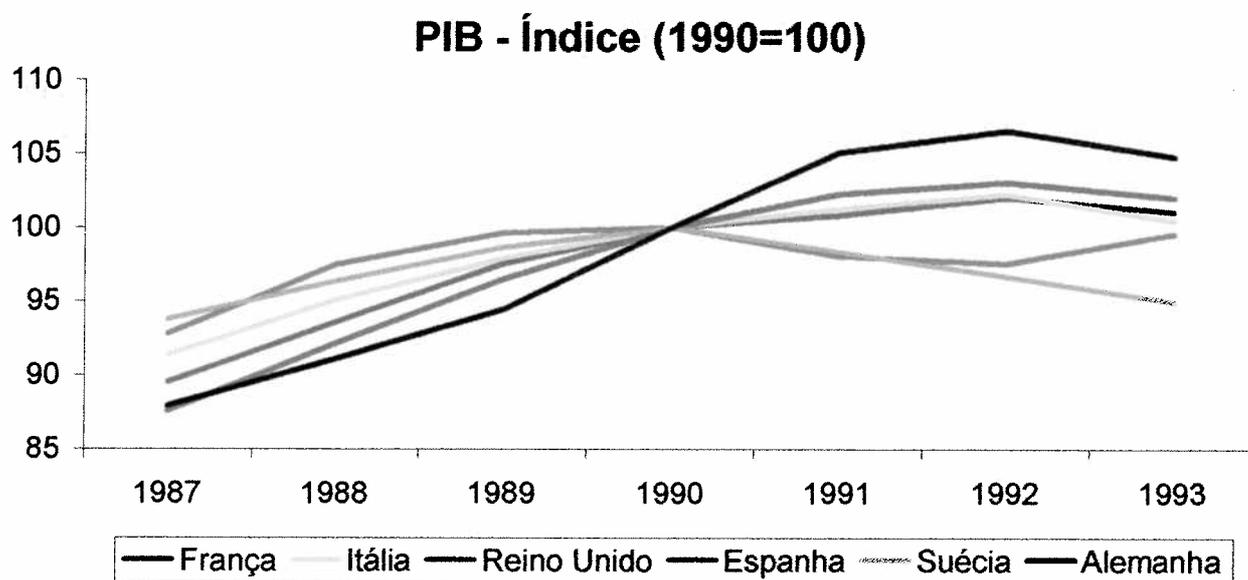
A Alemanha, na esteira da forte política fiscal expansionista empregada em razão da Reunificação, tem o seu crescimento acelerado sobremaneira após 1990; nenhum outro país analisado apresenta tal comportamento. Para estes, de uma forma geral, um elevado crescimento nos anos anteriores à Reunificação foi ou fortemente amenizado ou revertido nos anos posteriores a 1990.

Itália e França observaram trajetória semelhante; forte crescimento nos anos anteriores à Reunificação alemã e uma significativa redução na tendência a partir de 1990. A magnitude de tal redução será aferida na tabela comparativa.

O caso de Suécia e Reino Unido é ainda mais incisivo; estes países experimentaram, a despeito de um crescimento razoável antes de 1990, uma trajetória de redução no Produto Interno Bruto a partir daquele ano. A análise gráfica sugere, para estes países, adequação ao diagnóstico da inconsistência macroeconômica para a variável Produto Interno Bruto.

A trajetória da Espanha destoa, de certa forma, dos resultados dos seus parceiros que sofreram fortes pressões em 1992; o PIB espanhol apresentou acentuada trajetória de crescimento mesmo após 1990. Entretanto, é possível identificar uma intensa redução nesta tendência de crescimento após 1990.

Gráfico IV - 3



Fonte: IFS

Tabela IV – 3

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	Varição média antes de 1990	Varição média depois de 1990
França	2.2%	4.5%	4.3%	2.5%	0.8%	1.2%	-1.0%	3.7%	0.3%
Itália	3.0%	4.1%	2.9%	2.1%	1.3%	0.9%	-1.7%	3.3%	1.1%
Reino Unido	4.8%	5.0%	2.2%	0.4%	-2.0%	-0.5%	2.0%	4.0%	-1.3%
Espanha	5.6%	5.2%	4.7%	3.6%	2.2%	0.8%	-1.0%	5.2%	0.7%
Suécia	2.9%	2.7%	2.4%	1.4%	-1.7%	-1.7%	-1.8%	2.7%	-1.7%

Fonte: IFS, elaboração do autor

A tabela comparativa dos níveis de crescimento entre os períodos anterior e posterior à Reunificação Alemã dá pouca margem a dúvidas; as reduções nas taxas de crescimento são a tal ponto drásticas que todos os países analisados parecem se enquadrar no diagnóstico da inconsistência macroeconômica para a variável Produto Interno Bruto.

A menor redução foi observada pela Itália; o crescimento médio no segundo período foi cerca de 67% menor do que aquele obtido no primeiro período. A França passou de um forte crescimento à estagnação do seu PIB; a Espanha, que observou um crescimento notável no primeiro período, passou a uma taxa bastante reduzida de expansão. A redução do crescimento médio dos espanhóis foi de cerca de 87% entre os dois períodos. Reino Unido e Suécia, por outro lado, passaram de consistente trajetória de crescimento no primeiro período para uma forte redução de seus PIBs no segundo período.

Nestes termos, os países atacados em 1992 que estão sendo investigados se enquadram no panorama da inconsistência macroeconômica no que diz respeito à variável Produto Interno Bruto; o ambiente de recessão após a Reunificação Alemã é ratificado de maneira inquestionável pela tabela comparativa. Dada a incompatibilidade entre uma forte recessão

e altos níveis de juros, estas conclusões s respeito da variável PIB são sobremaneira importantes quando da análise de uma eventual inconsistência macroeconômica causada pela Reunificação Alemã. Entretanto, além dos juros e do PIB, outros elementos são relevantes a esta investigação, com o nível de emprego e o nível de preços.

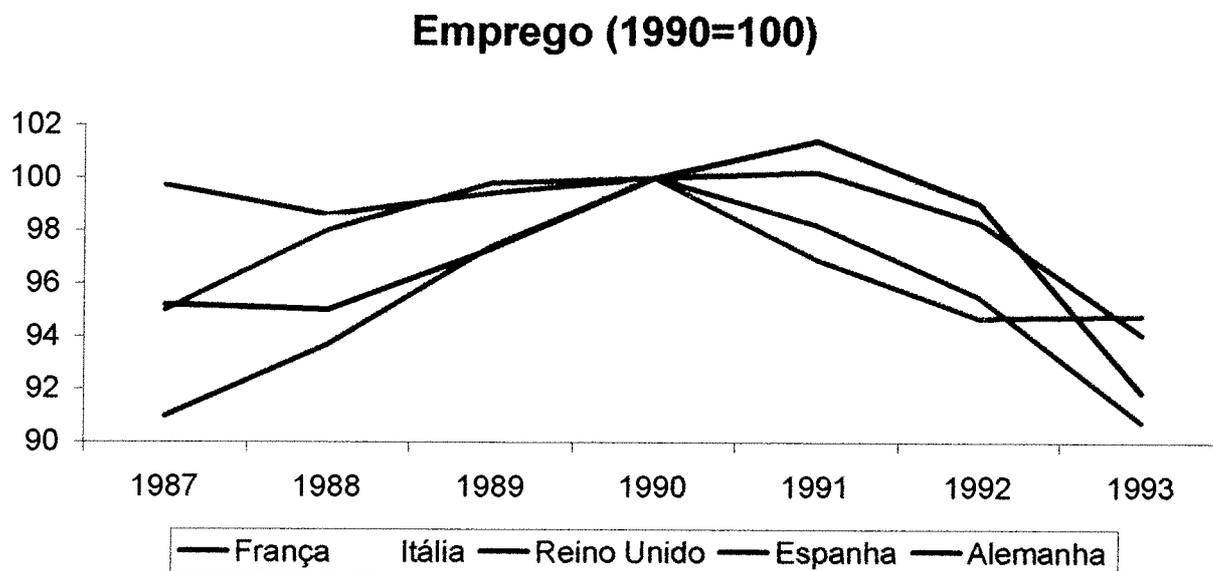
IV.4 - NÍVEL DE EMPREGO

O nível de emprego possui, mais do que qualquer outra variável aqui estudada, uma conotação política que vai além das suas conseqüências econômicas; um alto nível de desemprego gera turbulências sociais que normalmente acabam no desgaste dos governantes dos países que atravessam este problema. O mercado, baseado neste fato, direciona suas expectativas no sentido da percepção de que um alto nível de desemprego, além de custoso politicamente, pode levar a um colapso social; em vista disto, freqüentemente se questiona a sustentabilidade em longo prazo de uma política que tenha como conseqüência níveis bastante altos de desemprego.

Assim, uma vez enfrentando baixos níveis de emprego, é extremamente temerária a implementação de políticas que tendem a deteriorar o nível de atividade; no caso em estudo, a manutenção de um alto nível de taxa de juros, em razão da obrigação de manter as paridades acertadas pelo Mecanismo Cambial Europeu, seria conflitante com eventuais problemas em termos de níveis de emprego.

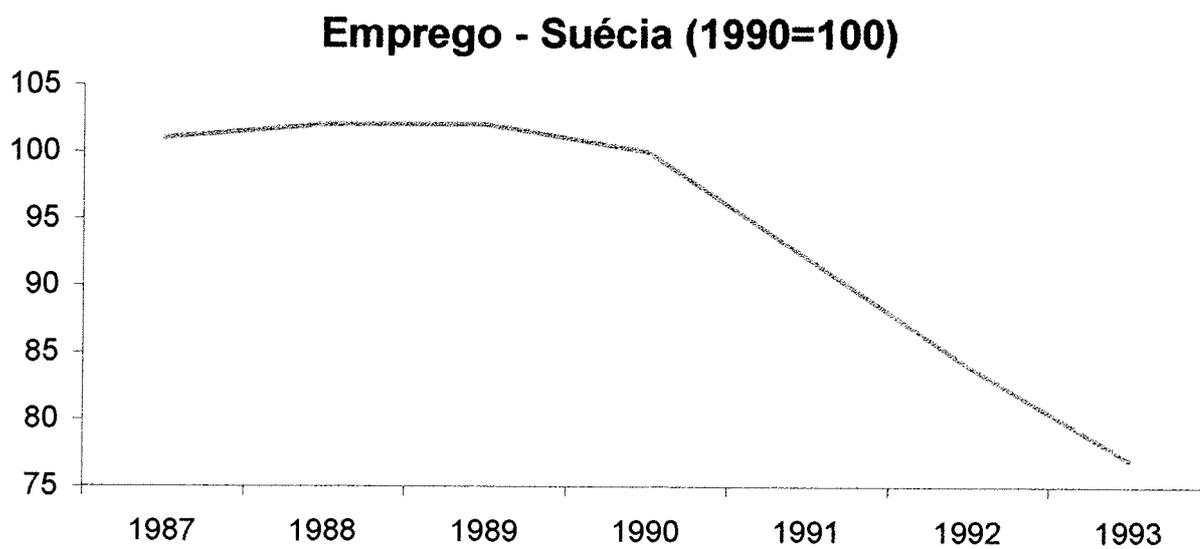
Dessa forma, segue-se a análise do nível de emprego para os países mais afetados pela crise de 1992; o gráfico abaixo representa a trajetória do índice de emprego, com base em 1990, para os mencionados países, à exceção da Suécia que, pelo caráter patológico de seus índices, será analisada separadamente, em seguida. Posteriormente, a tabela comparativa investiga os níveis de emprego entre os períodos 1987-1989 e 1991-1993.

Gráfico IV - 4 (A)



Fonte: IFS

Gráfico IV - 4 (B)



Fonte: IFS

O nível de emprego na Alemanha, após tendência crescente até 1991, começou a ceder a partir deste ano. A queda no nível de emprego após 1990, ano da Reunificação Alemã, é contundente para França e Reino Unido.

Após observar comportamento estável até 1990, a partir deste ano o nível de emprego na Suécia simplesmente despencou; esta trajetória não guarda comparativos com a trajetória desta variável para os demais países analisados.

Tabela IV - 4

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	Nível médio antes de 1990	Nível médio depois de 1990
França	99.7	98.6	99.4	100	98.2	95.5	90.8	99.2	94.8
Itália	98.1	98.5	98.5	100	100.8	99.1	97.1	98.4	100
Reino Unido	95.0	98.0	99.8	100	96.9	94.7	94.8	97.6	95.8
Espanha	91.0	93.7	97.4	100	100.2	98.3	94.1	94.0	97.5
Suécia	101.0	102.0	102.0	100	92.0	84.0	77.0	101.7	84.3

Fonte: IFS, elaboração do autor

Itália e Espanha observaram elevação em seus índices médios de emprego a partir de 1990, ano da Reunificação Alemã. Este dado torna inadequado o diagnóstico da inconsistência macroeconômica em relação à variável nível de emprego para estes países.

A França, por outro lado, apresentou queda de cerca de 4,5% em seu nível médio de emprego, tornando-a suscetível à constatação de inconsistência macroeconômica para a variável nível de emprego.

O Reino Unido também apresentou redução (cerca de 1,85%) em seu nível médio de emprego após o ano de 1990; apesar de o decréscimo não ter sido de igual monta àqueles apresentados por França e Suécia, ele está longe de ser desprezível, motivo pelo qual

pode-se enquadrar o Reino Unido no diagnóstico da inconsistência macroeconômica para a variável nível de emprego.

O caso da Suécia, como já exposto, é diferente de qualquer dos outros países analisados; o nível médio de emprego neste país decaiu em mais de 17% a partir de 1990, o que faz o país se enquadrar no diagnóstico da inconsistência macroeconômica para a variável nível de emprego.

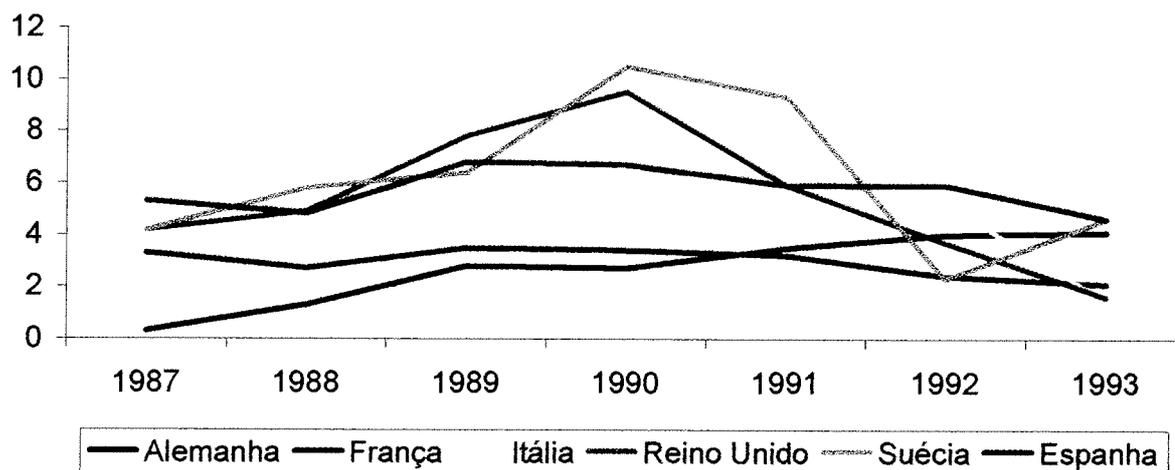
IV.5 - NÍVEIS DE PREÇOS

A última variável estudada na investigação de uma eventual inconsistência macroeconômica é o nível de preços. Uma vez estando os níveis de preços em alta, a implementação de um aumento nos juros é justificável, como forma de conter a demanda agregada; entretanto, o mecanismo desenvolvido neste estudo trabalha com a hipótese de altas taxas de juros terem sido engendradas em um ambiente de níveis de preços estáveis.

Analisar-se-á o comportamento dos níveis de preços ao consumidor para os países mais afetados pela Crise de 1992; o período abordado e as ressalvas quanto a Reino Unido e Itália permanecem os mesmos das seções anteriores. Segue-se o gráfico com a trajetória da variável em questão, bem como a tabela comparativa entre os períodos 1987-1989 e 1990-1993 (ou 1992).

Gráfico IV - 5

Preços ao Consumidor



Fonte: IFS

Ao contrário da Alemanha, que apresenta taxas crescentes após 1990, os demais países observam uma tendência de queda nos níveis de preços ao consumidor. Esta queda parece ser mais forte para Suécia, Itália e Reino Unido. França e Espanha, cujas trajetórias são semelhantes, apresentaram reduções mais discretas. Note-se, por último, que a instabilidade dos níveis de preços suecos são coerentes com o comportamento dos demais indicadores do país, que também se mostraram mais instáveis do que aqueles observados para os outros países estudados.

Tabela IV - 5

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	Média antes de 1990	Média depois de 1990
França	3.3%	2.7%	3.5%	3.4%	3.2%	2.4%	2.1%	9.2%	2.6%
Itália	4.7%	5.1%	6.3%	6.4%	6.3%	5.2%	1.5%	5.4%	5.8%
Reino Unido	4.2%	4.9%	7.8%	9.5%	5.9%	3.7%	1.6%	5.6%	4.8%
Espanha	5.3%	4.8%	6.8%	6.7%	5.9%	5.9%	4.6%	5.6%	5.5%
Suécia	4.2%	5.8%	6.4%	10.5%	9.3%	2.3%	4.6%	5.5%	5.4%

Fonte: IFS, elaboração do autor

De uma forma geral, os índices médios ou se mantiveram estáveis ou se reduziram no período. Em outras palavras: o comportamento dos níveis de preços para os países investigados não justificaria um aumento nas taxas de juros. Ao contrário, os níveis de preços que mostraram maior redução podem ter sido afligidos por eventuais aumentos implementados nas taxas de juros.

Os níveis de preços para a França foram os únicos que observaram forte redução (cerca de 72%); para os outros países, os níveis de preços não variaram substantivamente. Nestes termos, o comportamento desta variável é compatível com o diagnóstico do mecanismo gerador de inconsistência macroeconômica para todos os países. Ficam descartados, dessa forma, aumentos nas taxas de juros para a contenção dos níveis de preços, aumentando os indícios de que, uma vez tendo havido elevação nos juros, esta acabaria por conduzir a uma inconsistência em nível macroeconômico.

IV.6 - SISTEMATIZAÇÃO DOS RESULTADOS

Esta seção possui o objetivo de agrupar os resultados obtidos para as variáveis avaliadas individualmente, a fim de prover elementos para conclusões de cunho mais geral. Recapitulando: este capítulo se encarrega de investigar a presença de um mecanismo que geraria uma inconsistência a nível macroeconômico que, por sua vez, resultaria na percepção, pelos mercados, de que as políticas adotadas pelos países estudados seriam insustentáveis, motivo pelo qual foram desencadeados ataques às suas moedas. O mecanismo parte da obrigação dos países em manter altas taxas de juros a fim de defender as paridades acertadas pelo *ERM*. Este aumento nas taxas se daria em um ambiente de estagnação ou queda no PIB, altos níveis de desemprego e níveis de preços estáveis. Neste sentido, foram analisadas as seguintes variáveis: taxas de juros nominal e real, Produto Interno Bruto, níveis de emprego e níveis de preços. A tabela a seguir sintetiza os resultados; uma vez estando o comportamento de uma variável de acordo com o estipulado pelo mecanismo gerador de inconsistência macroeconômica, “Sim” será o resultado para o espaço a ela reservado. Caso o comportamento da variável em análise não seja compatível com o mecanismo acima descrito, “Não” será o resultado para o espaço a ela reservado. Caso o estudo da variável em questão não permita conclusões claras sobre a presença do mecanismo da inconsistência macroeconômica, “Inconclusivo” será o resultado no espaço a ela reservado.

Importante é retomar o problema da inversão entre causa e consequência exposto no início do capítulo; a Crise de 1992 pode, a partir dos ataques às moedas dos países mais vulneráveis, acabar por validar, *a posteriori*, o diagnóstico da inconsistência macroeconômica; neste cenário, a inconsistência seria consequência e não causa da crise (hipótese que será estudada no próximo capítulo). Assim, necessário se torna realizar a avaliação em dois níveis; a partir da tabela, analisar a presença do mecanismo da inconsistência macroeconômica e, em seguida, avaliar a hipótese de este ter sido a causa da crise.

Dos países investigados, França e Suécia se enquadram, de forma incontestada, no diagnóstico do mecanismo da inconsistência macroeconômica; estes países conjugaram, após a Reunificação Alemã, taxas de juros crescentes, baixo nível de atividade e

desemprego crescente, além de um nível de preços estável, ou seja, não havia necessidade de contenção da demanda agregada. A Suécia é o país para o qual a inconsistência macroeconômica tem maiores indícios de ter sido a causa a Crise de 1992; já em 1991, seu nível de emprego caíra em 8%, enquanto o seu Produto Interno Bruto logrou redução de 1,7% no mesmo ano. Neste cenário, não é difícil prever as razões que fizeram o mercado duvidar da disposição do país em implementar altas taxas de juros a fim de manter o seu câmbio fixado unilateralmente ao marco alemão.

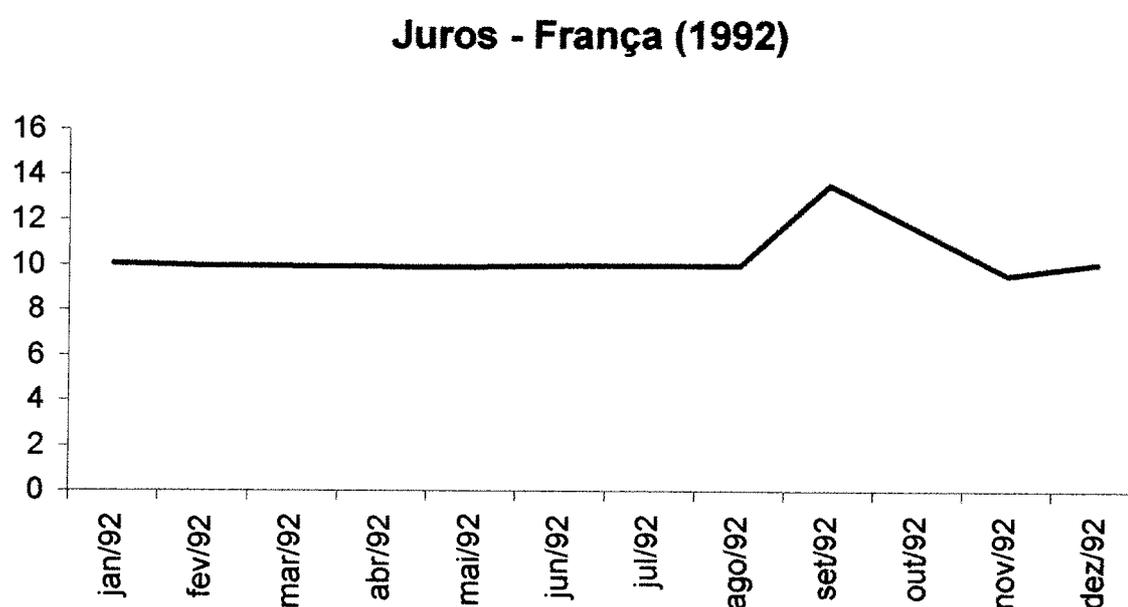
Tabela IV - 6

	Juros nominais	Juros reais	PIB	Níveis de Emprego	Níveis de Preços
França	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Itália	Sim	Sim	Sim	Não	Sim
Reino Unido	Não	Inconclusivo	Sim	Sim	Sim
Espanha	Não	Não	Sim	Não	Sim
Suécia	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

O ano seguinte à Reunificação Alemã foi marcado, na França, pelo fim de uma trajetória de crescimento do PIB; o país apresentou a modesta taxa de crescimento de 0,8%, enquanto seu nível de emprego caiu 1,8% no mesmo ano. No ano seguinte, enquanto o desemprego se elevava em quase 3% em relação ao ano anterior, a taxa de juros subiu; o mercado, esperando a aversão da França, que à época era governada pelos socialistas, a uma redução ainda maior do nível de emprego e ao agravamento da recessão, pode ter direcionado suas expectativas no sentido de uma desvalorização do franco. O nível médio de juros nominais até 1990 foi de 8,2%; em 1991, a taxa de juros nominal chegou a 9,5%. Em 1992, apesar de as taxas terem se elevado com a crise, elas já adentraram o ano acima

do patamar de 10%. Nestes termos, é possível afirmar que há fortes indícios de que o mecanismo gerador da inconsistência macroeconômica desempenhou um papel ativo como causa da Crise de 1992 para a França. O gráfico abaixo traça a trajetória dos juros franceses no ano da crise.

Gráfico IV – 6 (A)



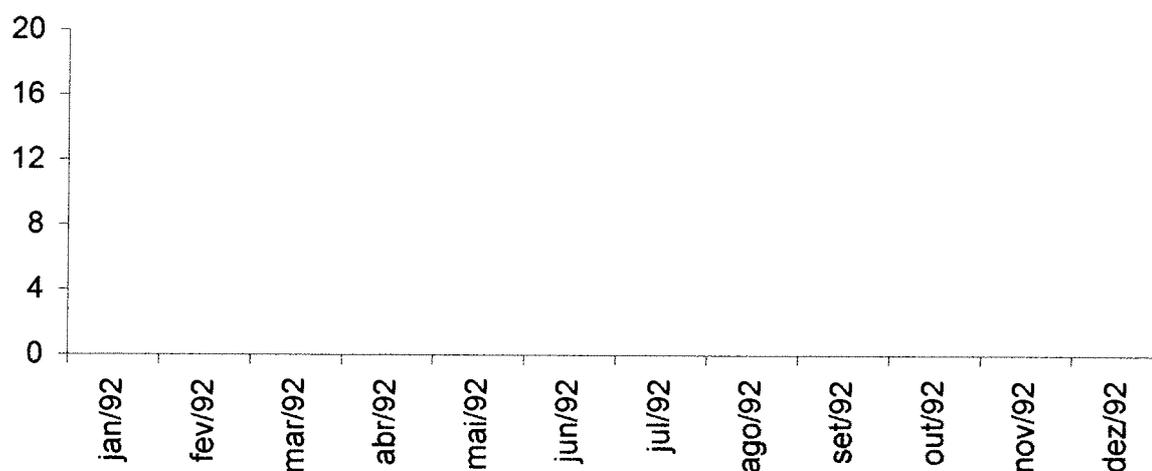
Fonte: IFS

O Reino Unido observou, entre os países analisados, a mais brusca queda no PIB entre os períodos anterior e posterior à Reunificação Alemã. De 1987 a 1989, o país cresceu, em média, 4%, enquanto que, em 1991 e 1992, o Produto Interno Bruto caiu em média 1,3%. O nível de emprego caiu mais de 5% entre 1990 e 1992. Apesar deste cenário, a taxa de juros real do país, que entre 1987 e 1989 foi de 5,7%, passou a 5,9% no segundo período. Apesar desta elevação em si não caracterizar a sua participação na formação da inconsistência macroeconômica, a análise conjunta atesta que o mercado pode ter direcionado suas expectativas para a possibilidade de o país não poder prescindir do instrumento da taxa de juros para reativar sua economia. O país, assim como a França, adentrou o ano de 1992

O gráfico mostra que, apesar de a taxa se comportar de forma relativamente estável até o meio do ano, nos três meses que antecederam a crise, os juros observaram forte elevação. Tal fato, como já exposto, em um ambiente em que o PIB crescia à média de 1,1% ao ano. Todavia, levando em consideração a falta de problemas em termos de empregos, pode-se dizer que há certa ambigüidade quanto à inconsistência macroeconômica como causa da crise para a Itália; o nível de juros até julho se encontra de acordo com os níveis observados para os três anos anteriores e estes não diferem da média do período 1987-1989 de forma significativa.

Gráfico IV – 6 (C)

Juros - Itália (1992)



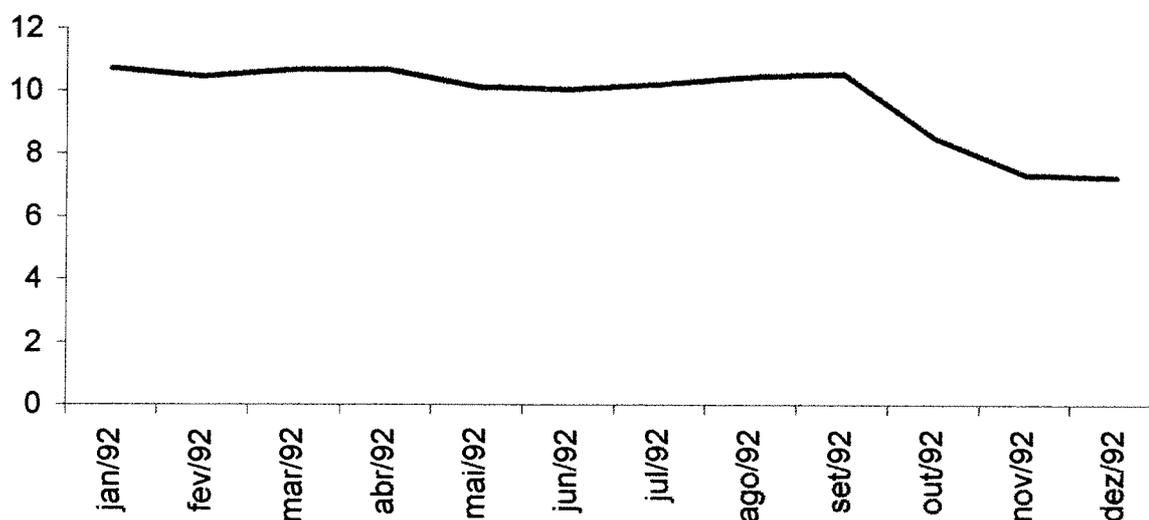
Fonte: IFS

Quanto à Espanha, o país apresentou juros nominais e reais mais baixos após a Reunificação Alemã do que antes; além disso, o nível de emprego se elevou em 3,5% no segundo período. O ponto negativo da análise sobre os dados espanhóis recai no Produto Interno Bruto; a taxa média de crescimento decaiu, no segundo período, a 0,7%, enquanto no primeiro período observou crescimento médio de 5,2%. Este dado configura um desempenho altamente discrepante no comportamento do PIB nos dois períodos; entretanto,

com altas taxas de juros nominais; ela cedeu após a saída do país do *ERM*. Não há indícios, dessa forma, da presença da problemática da causa-consequência para o Reino Unido: o país abandonou o mecanismo cambial antes de a sua taxa atingir os níveis observados por seus parceiros.

Gráfico IV – 6 (B)

Juros - Reino Unido (1992)



Fonte: IFS

Os italianos observaram, entre o período 1987-1989, um crescimento três vezes maior do que aquele obtido no período 1991-1992. Apesar deste fato, as taxas de juros no país subiram, em média, no segundo período. A peculiaridade do caso italiano é o fato de o país não ter apresentado problemas de desemprego; o nível de emprego subiu, inclusive, em 1991 e 1992. Assim, há que se dizer que há indícios, não definitivos entretanto, da presença da inconsistência macroeconômica para a Itália após a Reunificação Alemã. No que se refere à inconsistência como causa da Crise de 1992, há que se observar o comportamento dos juros italianos em 1992, uma vez que estes se mantiveram estáveis no ano de 1991, em relação aos patamares dos anos anteriores.

não há que se falar em inconsistência macroeconômica para este país, uma vez que não foram implementadas decisões conflitantes com este comportamento do PIB, ao contrário, os juros decresceram apesar dos ataques de 1992. Não havendo a inconsistência macroeconômica, não há que se falar na mesma como causa da Crise de 1992 para este país.

CAPÍTULO V: A CRISE DE 1992 COMO RESULTADO DE UM ATAQUE ESPECULATIVO AUTÔNOMO

V.1 - APRESENTAÇÃO E LITERATURA SOBRE A HIPÓTESE

“O mundo está maluco”. Esta foi a frase escolhida pelo presidente Fernando Henrique Cardoso para expressar a sua perplexidade em razão dos recentes ataques especulativos sofridos pela moeda brasileira. Ao explicá-la, ele lançou mão da discrepância entre o comportamento dos fundamentos econômicos básicos do país, que segundo o presidente eram saudáveis, e o comportamento da taxa de câmbio.

A primeira tarefa que se impõe a este capítulo é a conceituação adequada do termo autônomo; tal expressão é empregada como uma referência a um ataque especulativo que não guarda relação com o comportamento dos fundamentos econômicos de um país. Ao contrário, um ataque acaba por desencadear uma confirmação *a posteriori* do panorama de uma desvalorização; ele precipita uma mudança na política que materializa o ambiente em que uma deterioração nas reservas é esperada.

Um ataque especulativo com tais características se enquadra nos chamados modelos de segunda geração, cujo maior expoente é Obstfeld (1986)²⁴. Enquanto os modelos de primeira geração são mais adequados à avaliação de uma crise resultante de deteriorações na conta corrente, os modelos de segunda geração se destinam a explicar crises com enfoque na conta capital.

Os modelos de segunda geração, dessa forma, atribuem um papel mais ativo ao mercado; ao atacar uma moeda, ele gera a necessidade de um aumento nos juros para a defesa das paridades. Um aumento nos juros aumenta os custos do governo em manter o câmbio fixo, sendo estes custos aumentados à medida que o mercado desfere novos

²⁴ Obstfeld, *Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crisis*, *American Economic Review*

ataques, ocasionando novos aumentos nos juros. Ao final, uma economia “saudável” em seus fundamentos é levada de um equilíbrio sem ataque para um equilíbrio com ataque.

Nas palavras de George Soros²⁵: “uma mudança na taxa de câmbio tem a capacidade de afetar os chamados fundamentos, como a taxa de inflação, que supostamente determinariam as taxas de câmbio; dessa forma, qualquer divergência do equilíbrio teórico tem a capacidade de validar a si mesma. Esta capacidade de validar a si mesma estimula especulações, e especulações geram divergências do equilíbrio teórico, seja lá ele qual for. O ciclo vicioso esta completo”.

Enquanto nos modelos de primeira geração, dos quais Krugman (1979)²⁶ é o grande expoente, havia um ponto de equilíbrio único, ou seja, as reservas eram exauridas em um ponto específico, nos modelos de segunda geração os equilíbrios são múltiplos. Aliás, na literatura, tais modelos são freqüentemente denominados, respectivamente, de modelos de equilíbrio único e modelos de equilíbrios múltiplos. Outra distinção diz respeito ao fato de os modelos de primeira geração não sugerirem qualquer comportamento particular para o período posterior à crise, enquanto a maioria dos modelos de segunda geração prevê políticas fiscais e monetárias mais expansionistas após o sucesso dos ataques especulativos.

Os equilíbrios múltiplos nos modelos de segunda geração ocorrem em virtude do caráter contingente da política adotada pelo governo; aperfeiçoamentos foram realizados, inclusive, com o desenvolvimento de funções de utilidade para as autoridades monetárias.

A plena liberalização do controle de capitais de curto prazo em julho de 1990 teria criado um ambiente propício à ocorrência dos ataques especulativos autônomos; com efeito, o Sistema Monetário Europeu, a partir de 1990, criou um ambiente de alta mobilidade de capitais, combinada a uma alta liquidez internacional, em escala não antes alcançada pelos regimes precedentes.

A remoção das barreiras aos capitais suprimiu dos membros do *EMS* uma margem de manobra que consistia em conciliar objetivos internos e externos através do controle de capitais. Assim, a taxa de juros deveria responder de forma mais intensa a ataques desferidos contra a paridade cambial; respondendo de forma mais intensa, haveria maior

²⁵ Extraído de Eicheengreen, *The EMS Crisis in Retrospect*, NBER (2000)

²⁶ Krugman, *A Model of Balance of Payments Crises*, *Journal of Money Credit and Banking* (1979)

efeito sobre o nível de atividade da economia, aumentando os custos inerentes à decisão de sustentar as paridades.

Eichengreen, Rose e Wiplosz (1994)²⁷ testaram a adequação dos modelos de primeira e segunda gerações ao episódio da Crise do *EMS*; enquanto o teste para o primeiro modelo consistia na aferição da possibilidade de os indicadores apontados por Krugman (1979)²⁸ terem sido respeitados em 1992, o teste para o segundo modelo consistiu em aferir se havia diferença estatisticamente significativa entre o comportamento dos fundamentos das economias atingidas em períodos de tranquilidade e o comportamento no período imediatamente anterior à Crise de 1992. Enquanto os resultados para os modelos de primeira geração não eram coerentes com os indicadores observados, encontraram-se evidências, não entusiásticas entretanto, de que os modelos de segunda geração se aplicariam à crise de 1992. Nas palavras dos autores: “Não parece, em outras palavras, que desequilíbrios na adoção de políticas, para os quais os modelos de primeira geração direcionam atenção, estejam associados com a incidência de ataques especulativos nas moedas do *ERM*. Esta ausência de diferenças significantes na amostra do *ERM* é consistente com as previsões dos modelos de segunda geração, que enfatizam os equilíbrios múltiplos e os ataques especulativos autônomos. A intensa mobilidade de capitais e a abundância em liquidez internacional do período relativamente recente do *ERM* [a partir de julho de 1990, quando foram extintos os controles de capitais], que fazem os ataques autônomos mais simples de serem lançados, podem explicar este contraste”.

Rose e Svensson (1993)²⁹ testaram a credibilidade das paridades cambiais no período imediatamente anterior à crise; uma vez que esta credibilidade está lastreada no comportamento dos fundamentos de uma economia, pode-se dizer que uma ausência de credibilidade é observada devido a perturbações nos fundamentos, ao passo que a credibilidade indica um comportamento estável dos mesmos. Utilizando as variáveis taxas de juros, reservas internacionais, déficit governamental, taxa de câmbio real efetiva, razão entre as exportações e as importações, crédito doméstico, expansão da moeda e inflação, os

²⁷ Eichengreen, Rose e Wyplosz, *Speculative Attacks On Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration With Special Reference to the European Monetary System*, NBER (1994)

²⁸ Krugman, *A Model of Balance of Payments Crises*, *Journal of Credit Money and Banking*

²⁹ Rose e Svensson, *The European Exchange Rate Credibility Before the Fall*, *European Economic Review* (1993)

autores concluíram que, no período imediatamente anterior à crise, não havia indícios de falta de credibilidade para as paridades do *ERM*. Afirmam os autores: “havia poucos indicadores de falta de credibilidade para o *ERM* até o fim de agosto de 1992; as dimensões da crise de setembro do mesmo ano parecem ter pegado de surpresa tanto as autoridades monetárias quanto os agentes privados.”

Em suma, a adequação da crise de 1992 aos termos dos modelos de segunda geração é aferida com base na ausência de diferenças significativas nos fundamentos entre o período da crise e períodos de tranquilidade; quanto mais se reforça a crença de que os movimentos especulativos independem de diferenças nos fundamentos, mais são afirmados os ditames destes modelos.

V.2 - OS FUNDAMENTOS E A TAXA DE CÂMBIO: LITERATURA

O Prêmio Nobel de 2002 foi concedido a um estudioso que se utilizava de elementos da psicologia para explicar o comportamento do mercado; vasta literatura já questionou a observação empírica das vinculações entre o comportamento dos fundamentos de uma dada economia e a trajetória de sua taxa de câmbio.

No início dos 1980s, um estudo de Meese e Rogoff³⁰ chegou à conclusão de que um passeio aleatório era mais eficiente do que o comportamento dos fundamentos de uma economia para fins de determinação da taxa de câmbio a partir de um modelo convencional. O resultado se mantinha se ao modelo fosse concedido o benefício da previsão perfeita acerca do comportamento dos fundamentos. O resultado obtido por Meese e Rogoff ainda logra aceitação por parte da literatura.

De uma forma geral, apenas no longo prazo é encontrada alguma relação entre fundamentos e o câmbio, ainda assim esta ligação é fraca. Outro questionamento freqüentemente feito é referente à volatilidade das taxas de câmbio; desde a implementação de regimes de câmbio flexíveis, a taxa tem se mostrado mais volátil do que outrora, apesar de não haver evidências de maior volatilidade nos fundamentos. Se as taxas de câmbio

³⁰ Meese e Rogoff, *Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of the Sample*, *Journal of International Economics* (1983)

fossem uma função dos fundamentos não haveria esta discrepância, que sugere uma desvinculação entre aquelas e estes. Esta é uma questão posta, por exemplo, por Flood e Rose (1995)³¹, enquanto Obstfeld e Rogoff a identificaram como uma das seis questões mais intrigantes em Economia Internacional atualmente.

Além disso, foi constatado que as oscilações na taxa de câmbio, em grande parte, não correspondem às novidades a respeito do desempenho dos fundamentos. Mudanças não esperadas explicam apenas pequena parte da evolução do câmbio; frequentemente, novidades sobre o PIB, a inflação e as taxas de juros explicam menos de 5% do total da variação não esperada no câmbio.

De Grauwe (2000)³² aborda estes questionamentos e resultados e propõe uma explicação peculiar ao fenômeno: as incertezas inerentes à percepção, pelo mercado, do valor futuro dos fundamentos e inerentes às ligações entre fundamentos e o câmbio acabaria por fazer com que qualquer movimento nas taxas de câmbio induzisse os agentes a justificá-lo através de uma “busca” no comportamento dos fundamentos que confirmasse tal oscilação. Esta busca seria uma resposta racional a um processo caracterizado por grandes incertezas e teria sua origem na aversão dos agentes ao agnosticismo. Assim, um ganho de força por parte do dólar induziria os agentes a colher informações acerca da prosperidade da economia norte-americana, por exemplo.

Estas buscas acabariam por resultar em uma análise assimétrica das novidades sobre os fundamentos que reforçaria o movimento das taxas de câmbio. Este ciclo se manteria até um limite, no qual os movimentos do câmbio e os fundamentos estariam de tal forma discrepantes que haveria uma reversão no processo; uma vez iniciada a trajetória contrária, a busca por novas notícias que a confirmassem reforçaria a tendência e assim por diante.

³¹ Flood e Rose, *Fixing the Exchange Rate Regime: A Virtual Quest for Fundamentals*, *Journal of Monetary Economics* (1995)

³² De Grauwe, *Exchange Rates in Search of Fundamentals: The Case of the Euro-Dollar Rate*, *Center for Economic Policy Research* (2000)

V.3 - ANÁLISE EMPÍRICA

Pelo exposto, é lícito concluir que a tarefa deste capítulo é avaliar a adequação da abordagem dos modelos de segunda geração à Crise de 1992 do Mecanismo Cambial Europeu. A forma de o fazer é verificar até que ponto pode-se dizer que a crise esteve ligada ao comportamento dos fundamentos das economias atingidas.

Esta tarefa será realizada como se segue: para os países analisados neste trabalho (França, Itália, Reino Unido, Espanha e Suécia) serão investigados os dados acerca do diferencial da taxa de juros em relação à Alemanha, o diferencial de inflação face ao mesmo país, a variação das reservas, uma medida para a avaliação do comportamento da conta corrente, que consiste em um índice que divide as exportações pelas importações, ambas em volume, a taxa de crescimento relativo da moeda (dependendo da classificação nacional), e a variação mensal de um índice relativo à produção industrial. Os dados desde a concepção do *EMS*, em 1979, serão confrontados com os dados para 1992 (até agosto, um mês antes da eclosão da crise); para possibilitar a análise estatística, a avaliação recairá sobre os dados mensais. Será realizado um teste estatístico (o teste “T”) a partir dos dados; a hipótese nula consiste na ausência de diferenças entre os fundamentos nos dois períodos, enquanto a hipótese alternativa contempla a hipótese inversa. Uma vez aceita a hipótese nula, afirmar-se-á haver evidências de que os modelos de segunda geração podem explicar a crise, ao passo que a rejeição da hipótese nula implica na impossibilidade de tais modelos explicarem o advento de 1992. Como realizado até o momento neste estudo, as variáveis serão analisadas individualmente e uma seção final tratará da sistematização dos resultados e formulação das conclusões.

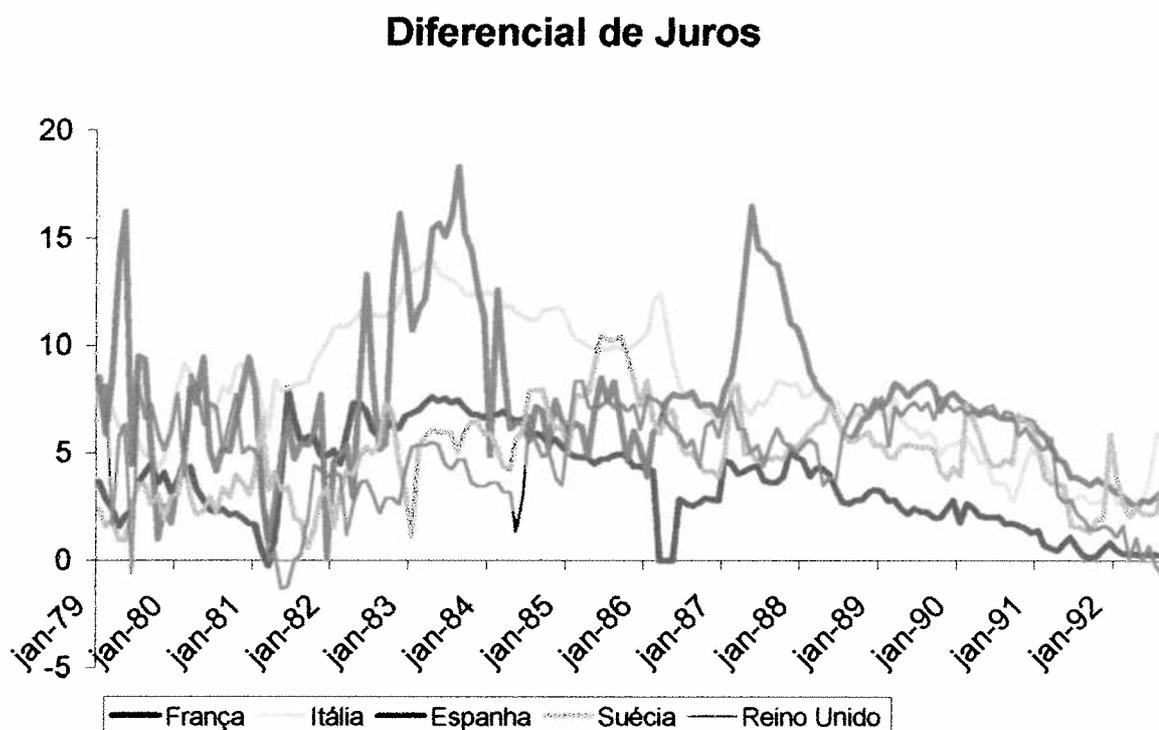
V.4 - DIFERENCIAL DA TAXA DE JUROS

De acordo com a Teoria Econômica convencional, um aumento nas taxas de juros levaria a uma apreciação cambial, ao passo que a redução nos juros conduziria a uma depreciação. Se um país aumenta a sua taxa de juros, ele torna seus ativos mais atraentes; o acesso a estes ativos depende da aquisição da moeda nacional. Logo, um aumento nos juros aumenta a demanda pela moeda nacional, tornando-a mais valorizada em face das outras, *ceteris paribus*. Tal relação também pode ser aferida através da condição de paridade da taxa de juros.

A análise recairá sobre o diferencial da taxa de juros nominal de mercado em relação à Alemanha; o gráfico a seguir expõe o comportamento da mesma desde 1979 até o período imediatamente anterior à crise (agosto de 1992). Em seguida, haverá uma tabela contendo os resultados para o teste estatístico para aferir se houve diferença significativa entre a trajetória do diferencial em 1992.

Uma tendência de queda é observada ao redor de 1990 em diante; tal tendência pode ser associada ao aumento de juros em razão da Reunificação Alemã (assunto do último capítulo) e a liberalização de capitais acordada para julho de 1990. O fim do controle de capitais resultou na perda de graus de liberdade para o manejo da taxa de juros de forma marginalmente inconsistente com as taxas de câmbio fixadas. Em um ambiente de alta liquidez internacional, os países perderam de forma bastante significativa o poder de implementar políticas monetárias e, por conseguinte, implementar juros muito diferentes daqueles observados alhures.

Gráfico V - 4



Fonte: IFS

Tabela V - 4

	Média até 1992	Média em 1992	Teste "T"
França	3.88%	0.32%	Rejeita H ⁰
Itália	8.19%	3.63%	Rejeita H ⁰
Espanha	7.68%	2.91%	Rejeita H ⁰
Suécia	4.92%	2.64%	Rejeita H ⁰
Reino Unido	5.18%	0.5%	Rejeita H ⁰

Fonte: elaboração do autor a partir de dados do IFS

Utilizando o nível de significância de 95%, a hipótese nula é rejeitada para todos os países investigados. Assim, pode-se dizer que houve uma diferença estatisticamente significativa para o comportamento da variável diferencial da taxa de juros para estes países.

Entretanto, esta análise deve ser tomada com cautela em virtude, como já exposto, da Reunificação Alemã e da remoção dos controles de capitais, ambos forçando um viés de queda para os diferenciais para o período posterior a 1990. O resultado acima, dessa forma, pode não ser indicativo da iminência de uma crise, mas apenas fruto destes dois adventos.

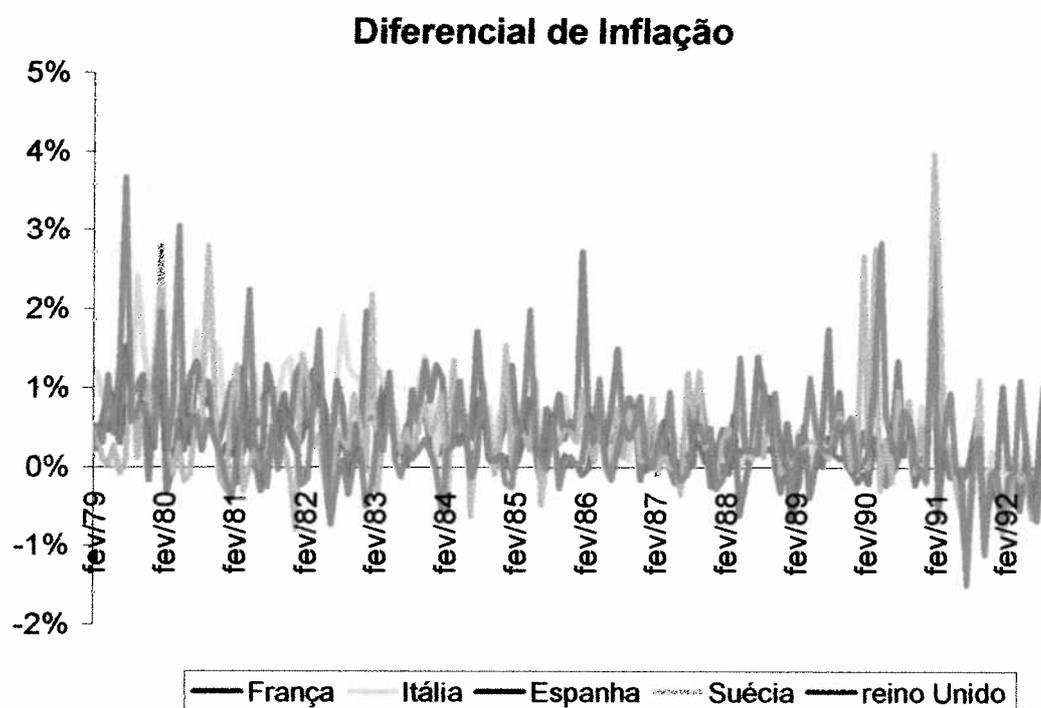
A rejeição da hipótese nula para França, Itália, Espanha, Reino Unido e Suécia indica que, para a variável diferencial da taxa de juros, os modelos de segunda geração não seriam adequados para a questão da causalidade da Crise do Mecanismo Cambial Europeu. Para nenhum dos países o resultado do teste estatístico é consistente com a abordagem dos modelos de segunda geração; o fato de não haver diferenças significativas do ponto de vista estatístico reforçaria a tese de que os ataques especulativos teriam sido desvinculados do comportamento dos fundamentais, no caso em tela, do diferencial da taxa de juros nominal em relação à Alemanha.

V.5 - DIFERENCIAL DE INFLAÇÃO

Teoricamente, um aumento na inflação seria responsável por uma depreciação cambial, ao passo que uma diminuição nesta variável levaria a uma apreciação cambial. Esta é uma idéia plenamente tangível do ponto de vista intuitivo: uma vez tendo havido aumento nos níveis de preços, uma quantidade maior de moeda será necessária para adquirir a mesma quantidade de um bem em relação a um período de menor inflação. Uma vez estando as outras moedas em igual situação no mesmo período, elas continuam a adquirir a mesma quantidade de bens nos dois períodos, *ceteris paribus*. Assim, não é difícil perceber que a moeda do país afligido pela inflação perdeu valor face às moedas estrangeiras.

O gráfico a seguir explicita o comportamento do diferencial da variação dos preços ao consumidor em relação à Alemanha. A tabela seguinte compara o comportamento desta variável para o período anterior a 1992 e o período que compreende os meses de janeiro a agosto daquele ano, realizando o teste "T".

Gráfico V – 5



Fonte: IFS

A despeito de as trajetórias de Espanha, Suécia e Reino Unido apresentarem fortes picos, em 1992 observa-se que os diferenciais se mantinham estáveis. Destaque para o grande diferencial observado pelos países citados acima em fevereiro de 1991, apesar da Reunificação Alemã.

Quanto ao teste estatístico, ao nível de significância de 95%, a hipótese nula não é rejeitada para qualquer dos países analisados; nestes termos, as diferenças entre os valores do diferencial de inflação entre os países antes e durante 1992 (até agosto) não são significativas do ponto de vista estatístico.

Assim, os dados para a variação mensal nas reservas internacionais menos ouro são consistentes com a abordagem dos modelos de segunda geração; eles fortalecem a hipótese de que os ataques especulativos se deram de forma alheia ao comportamento dos fundamentos.

V.7 - CONTA CORRENTE

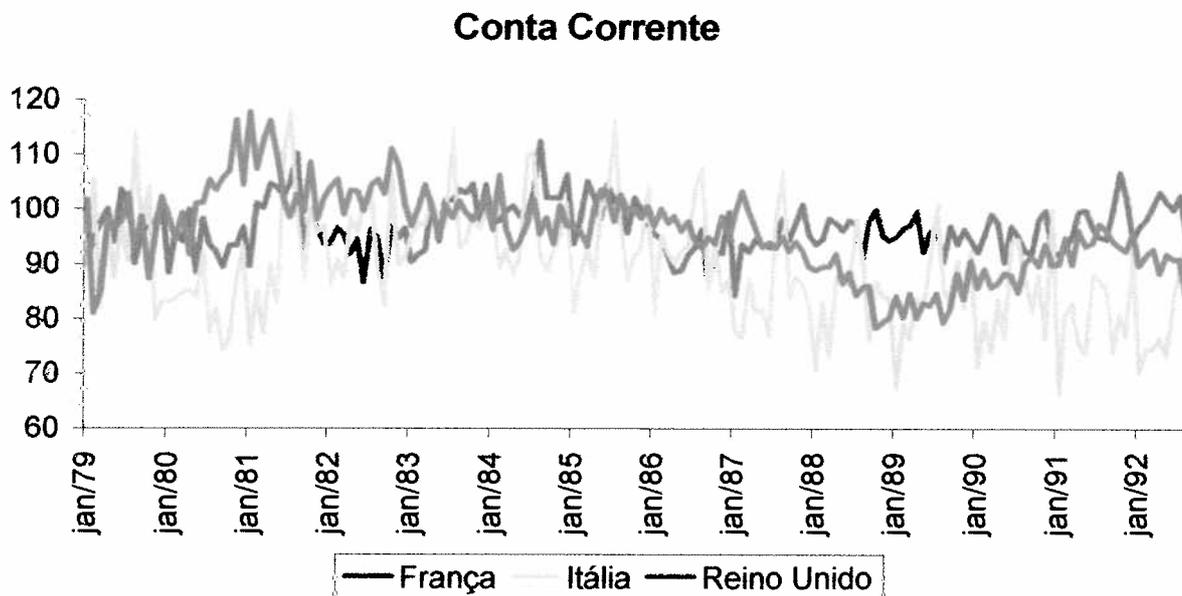
A influência de mudanças na conta corrente sobre a taxa de câmbio deve ser aferida com maior dose de cautela. O anúncio de um aumento no déficit em conta corrente pode conduzir a um aumento no prêmio de risco, o que levaria à depreciação. No entanto, este déficit pode ser resultado de um maior influxo de capitais induzido por maiores retornos; neste, caso, o aumento no déficit não levaria à depreciação. Assim, é preciso ter cuidado para não conferir à conta corrente efeitos incorretos sobre a taxa de câmbio.

O comportamento da conta corrente será aferido com base em um índice que divide as exportações pelas importações para cada país, ambas tomadas em volume³³. Dessa forma, índices altos indicam resultados positivos para a conta corrente, ao passo que índices baixos revelam a deterioração da mesma. Os gráficos abaixo traçam a trajetória desta variável para o período considerado neste capítulo e a tabela seguinte realiza os testes estatísticos.

A discrepância nos dados espanhóis exige um gráfico em separado.

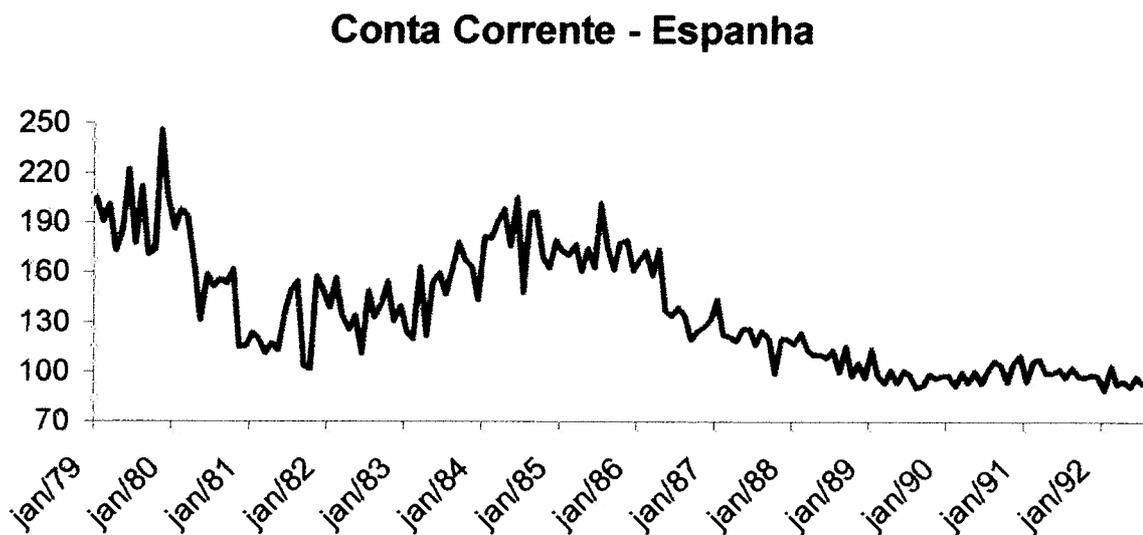
³³ Não foram encontrados dados mensais para o volume de exportações da Suécia

Gráfico V - 7 (A)



Fonte: IFS

Gráfico V - 7 (B)



Fonte: IFS

Em primeiro lugar, há que se ressaltar que o comportamento do índice da Espanha difere bruscamente das trajetórias dos demais países investigados. Em seguida, observa-se uma forte tendência de queda do índice espanhol, ou seja, há indícios de que os espanhóis sofreram deteriorações em seus saldos de conta corrente a partir de 1987.

Quanto ao primeiro gráfico, observa-se que a trajetória do índice francês é bastante estável, ao passo que Reino Unido e Itália, principalmente esta última, apresentam índices mais instáveis. Entretanto, o ano de 1992 se inicia com um forte crescimento para o índice italiano, ao passo que o índice francês se mantém estável e aquele relativo ao Reino Unido apresenta tendência bastante suave de queda.

Tabela V – 7

	Média até 1992	Média em 1992	Teste "T"
França	96.61	99.72	Não Rejeita H ^o
Itália	89.59	79.92	Não Rejeita H ^o
Espanha	138.22	103.82	Rejeita H ^o
Reino Unido	96.01	90.01	Não Rejeita H ^o

Fonte: elaboração do autor a partir de dados do IFS

Apenas para a Espanha é observada a rejeição da hipótese nula, utilizando-se o nível de significância de 95%; para todos os outros países investigados, o resultado do teste é a não-rejeição da mesma. Isto significa que, para estes últimos, não houve diferença significativa do ponto de vista estatístico entre os dois períodos de análise desta variável, enquanto que para a Espanha pode-se afirmar o oposto.

Neste sentido, os resultados de França, Itália e Reino Unido corroboram os modelos de segunda geração, ao passo que o resultado observado para a Espanha não é compatível com as previsões deste tipo de modelo. Para os primeiros, não há qualquer evidência de que o comportamento da conta corrente indicasse a ocorrência de uma crise, ao contrário, a

discrepância observada em relação a outros períodos é insignificante estatisticamente, o que sugere ter sido a crise um evento independente do comportamento desta variável.

V.8 - CRESCIMENTO RELATIVO DA MOEDA

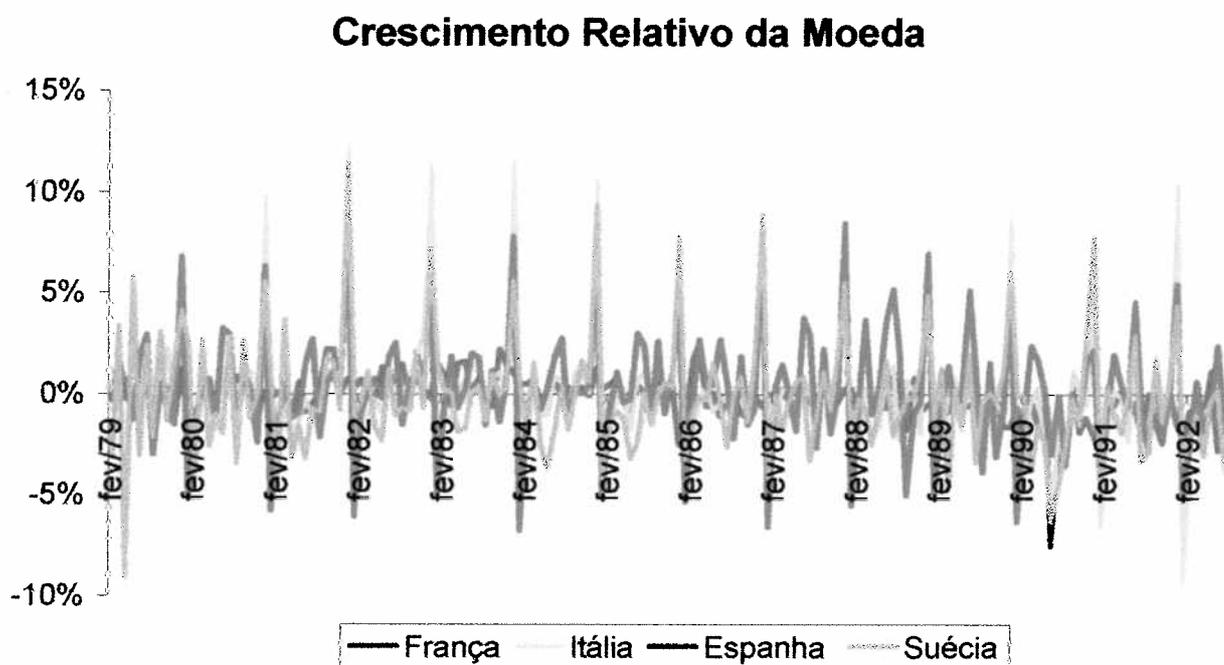
O modo de se pensar a influência do crescimento da moeda sobre a taxa de câmbio guarda relação com o clássico mecanismo de equilíbrio entre oferta e demanda; uma vez havendo aumento na oferta de um bem, o preço deste tende, através do mecanismo do mercado, a cair, *ceteris paribus*. Assim, havendo um aumento na oferta de moeda, esta tende a se depreciar frente a uma moeda que não observou o mesmo movimento. Implícita nesta análise esta a proposta do economista Gustavo Franco que consiste em “tratar o mercado de dinheiro como o mercado de bananas”. Em outras palavras, apesar de constituir um bem *sui generis*, a moeda não se livra dos mecanismos mais tradicionais impostos pela lógica do mercado.

A investigação do comportamento desta variável se depara, de início, com uma complicação: as diferentes classificações que os países concedem aos diferentes indicadores monetários, os Ms³⁴. Somos beneficiados pelo fato de não objetivarmos uma comparação entre países, mas sim uma comparação entre dois períodos para o mesmo país. Assim, o número de adaptações necessárias se reduz sensivelmente; grosso modo, trataremos do crescimento do M2, à exceção do caso sueco, quando encaramos uma única classificação.

Para ser mais preciso, a variável estudada é o crescimento monetário mensal em relação à Alemanha, país central do Mecanismo Cambial Europeu. O gráfico abaixo desenha o comportamento desta variável e a tabela seguinte realiza os testes estatísticos.

³⁴ O Reino Unido, em virtude de sua classificação dos indicadores monetários, não constará desta análise.

Gráfico V - 8



Fonte: IFS

As inferências possíveis, a partir do gráfico abaixo são limitadas à constatação de uma maior instabilidade para os crescimentos relativos de Suécia e Itália; isto provavelmente se deve ao fato de os dados disponibilizados por estes países não suprimirem as sazonalidades. Como as sazonalidades estão presentes nos dois períodos (observe que no início dos anos há maior instabilidade nas taxas) e o objetivo é comparar mesmos períodos em anos distintos, e não períodos no decorrer do ano, as sazonalidades não representam ameaça a nossa análise. Ainda assim, observa-se, para a Itália, uma forte redução na quantidade de moeda por volta de fevereiro de 1992, ano da crise.

Tabela V – 8

	Média até 1992	Média em 1992	Teste "T"
França	-0.16%	-0.99%	Não Rejeita H°
Itália	0.22%	-2.44%	Não Rejeita H°
Espanha	0.32%	-1.27%	Não Rejeita H°
Suécia	-0.03%	-1.84%	Não Rejeita H°

Fonte: elaboração do autor a partir de dados do IFS

As diferenças observadas na variável crescimento relativo da moeda entre os dois períodos não são significativas do ponto de vista estatístico; o resultado para os quatro países investigados nesta tabela é a não-rejeição da hipótese nula.

Nestes termos, o comportamento da variável crescimento relativo da moeda, para França, Itália, Espanha e Suécia, é consistente com as previsões dos modelos de segunda geração. O crescimento relativo da moeda não emitiu sinais da iminência de uma crise nos primeiros meses de 1992, o que reforçaria a tese dos ataques especulativos desvinculados dos fundamentos das economias.

V.9 - VARIAÇÃO DA PRODUÇÃO INDUSTRIAL

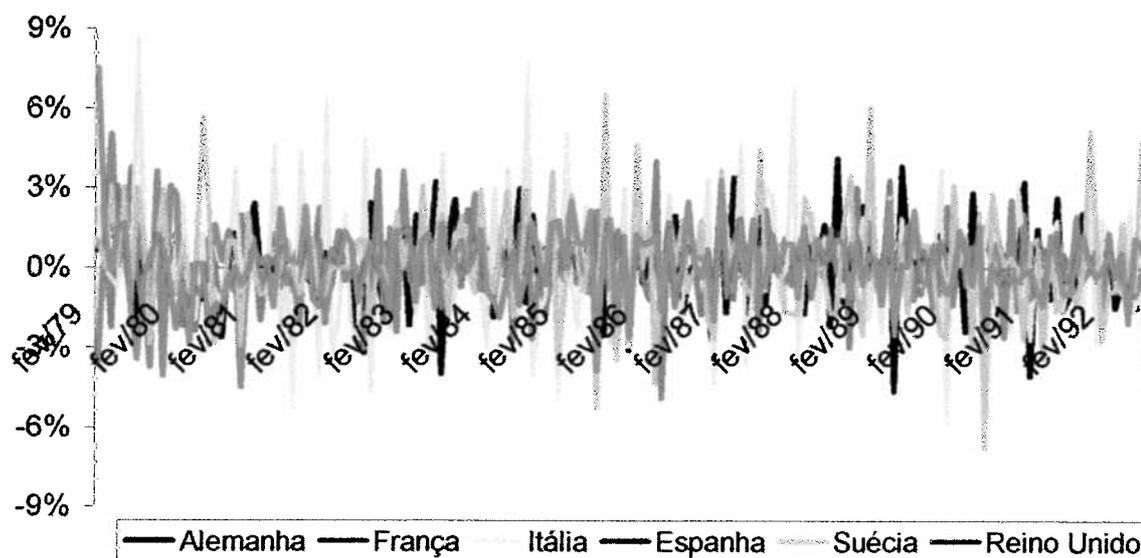
A variável produção industrial é a última a ser avaliada em termos de compatibilidade com os modelos de segunda geração. Seu efeito sobre a taxa de câmbio pode ser aferido através da sua relação com a demanda por moeda; elevando-se a produção da economia como um todo, aumenta-se a demanda por moeda. O incremento na demanda pela moeda do país que angariou ganhos em produtividade faz com que esta se aprecie face às outras, *ceteris paribus*.

Em termos específicos, a variável aqui investigada é a variação no índice de produção industrial mensal; a análise, como antes, abrange França, Itália, Espanha, Suécia e Reino Unido, cobrindo o período que vai do início do ano de 1979 a agosto do ano de 1992. Segue-se o gráfico e, posteriormente, a tabela com os testes estatísticos.

Quanto ao gráfico, cabe um esclarecimento: alguns choques em meses específicos observados ao longo do período, como por exemplo a redução em mais de 23% da produção industrial sueca em maio de 1980, foram excluídos do gráfico, apesar de presente nos dados utilizados para a tabela. A recuperação dos meses seguintes, pelo mesmo critério, também foi excluída. Estes choques inviabilizariam a reunião em apenas um gráfico dos dados de todos os países, além de não se incluírem no escopo desta monografia. Os outros choques foram: Espanha, abril de 1979 (crescimento de 15% e redução de mais de 10% em maio), Alemanha, junho de 1984 (redução de 9% e crescimento de 12% em julho) e Suécia, dezembro de 1990 (crescimento de 7,5% e redução de 9,5% em janeiro de 1992).

Gráfico V – 9

Varição da Produção Industrial



As diferenças na variação da produção industrial não são estatisticamente significantes para qualquer dos países investigados; o resultado é a não-rejeição da hipótese nula para todos os países ao nível de significância de 95%.

Dessa forma, a variável variação da produção industrial se mostra compatível com os modelos de segunda geração; a ausência de diferenças estatisticamente significantes lança luz ao fato de o comportamento da produção industrial não indicar a iminência de uma crise nos primeiros meses de 1992, ano da Crise do Mecanismo Cambial Europeu. Uma vez mais é reforçada a hipótese de ataque especulativo independente das condições dos fundamentos das economias investigadas.

Tabela V – 9

	Média até 1992	Média em 1992	Teste "T"
França	-0.074%	0.142%	Não Rejeita H°
Itália	0.0002%	-0.092%	Não Rejeita H°
Espanha	-0.020%	-0.029%	Não Rejeita H°
Reino Unido	0.006%	0.342%	Não Rejeita H°
Suécia	0.029%	0.212%	Não Rejeita H°

Fonte: elaboração do autor a partir de dados do IFS

V.10 - SISTEMATIZAÇÃO DOS RESULTADOS

Esta seção tem como objetivo o agrupamento dos dados para a formulação de conclusões de caráter mais genérico. Este capítulo busca aferir elementos de convergência entre o panorama anterior à Crise de 1992, em comparação com o cenário observado desde o início do *EMS* em 1979, e as previsões dos modelos de segunda geração, ou modelos de equilíbrios múltiplos, segundo os quais um ataque especulativo pode ser lançado

independentemente do comportamento dos fundamentos da economia, que teoricamente deveriam determinar o câmbio.

Nestes termos, a fim de aferir esta possibilidade, foram analisados os comportamentos de seis variáveis: diferencial da taxa de juros, diferencial de inflação, variação nas reservas, índice indicativo do comportamento da conta corrente, crescimento monetário relativo e, finalmente, produção industrial. O objetivo é investigar a hipótese de estas variáveis não terem alterado seu comportamento de forma significativa na iminência da crise, reforçando a tese do ataque especulativo autônomo; para isso, testes estatísticos foram realizados e os resultados se encontram na tabela abaixo. “Sim” significa que o comportamento desta variável é consistente com os modelos de segunda geração, ou seja, a hipótese nula não é rejeitada; a variável não se modificou de forma significativa na iminência da crise. “Não” significa que os resultados para a variável em questão não corroboram as prescrições dos modelos de segunda geração, ou seja, a hipótese nula é rejeitada e se constata ter havido uma modificação significativa no comportamento da variável nos meses anteriores à Crise de 1992. Alguns países, devido a problemas com os dados, não foram incluídos nas análises de certas variáveis: é o caso do Reino Unido para a variável crescimento monetário relativo e o caso da Suécia para o índice indicativo do comportamento da conta corrente. Reiterando: utiliza-se o nível de significância de 95%.

A tabela abaixo ratifica a constatação de haver fortes, apesar de não definitivas, evidências de que os modelos de segunda geração têm muito a dizer sobre o advento da Crise de 1992. Apenas a Espanha refuta os modelos para duas variáveis, motivo pelo qual pode-se dizer que o resultado é ambíguo para este país. Para os outros países, entretanto, apenas a variável taxa de juros refuta os modelos de segunda geração.

Tabela V – 10

	Diferencial de Juros	Diferencial de Inflação	Variação nas Reservas	Conta Corrente	Crescimento Monetário Relativo	Variação Produção Industrial
França	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Itália	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Espanha	Não	Sim	Sim	Não	Sim	Sim
Suécia	Não	Sim	Sim	-	Sim	Sim
Reino Unido	Não	Sim	Sim	Sim	-	Sim

Pode-se dizer, para todos os países analisados, exceto a Espanha, que os modelos de segunda geração tem um poder explicativo muito alto no que se refere à eclosão da Crise de 1992.

CAPÍTULO VI: CONCLUSÃO

O objetivo deste capítulo é o agrupamento de todas as conclusões obtidas nos capítulos referentes a cada interpretação, a fim de que sejam avaliados os pesos relativos das hipóteses expostas nos capítulos anteriores.

Quanto à interpretação da Crise de 1992 como precursora das crises cambiais da segunda metade da década, pode-se dizer, primeiramente, que não existem indícios de presença do mecanismo da perda de competitividade para a França; o comportamento de todas as variáveis investigadas para este país refuta esta tese.

Entretanto, para Itália e Espanha há indícios de atuação do mecanismo da perda de competitividade; analisados os níveis de preços e custos da mão-de-obra, câmbio real efetivo, exportações e conta corrente, apenas os níveis de preços e as exportações contradizem as prescrições do diagnóstico da perda de competitividade.

Todavia, à análise dos níveis de preços deve ser atribuída um peso menor do que a análise dos custos da mão-de-obra, devido ao fato de os índices de preços estarem impregnados por bens transacionáveis, ao contrário do índice relativo aos custos do trabalho. Os bens transacionáveis tem as suas diferenças de preços relativizadas através da arbitragem, além de estarem sujeitos à disciplina do mercado internacional.

Além disso, o comportamento da conta corrente é mais significativo para este estudo do que o comportamento das exportações. A conta corrente apresenta “os dois lados da moeda”, não verificando apenas a inserção dos produtos domésticos no exterior, mas também a inserção dos produtos estrangeiros domesticamente.

Isto posto, atesta-se o enquadramento de Itália e Espanha no que diz respeito ao mecanismo da perda de competitividade. A Espanha apresentou um fortíssimo aumento nos custos do trabalho nos anos que antecederam à crise, apreciação de mais de 10% em termos de câmbio real efetivo e, finalmente, o comportamento do índice sobre o comportamento da conta corrente foi o único a se comparar à trajetória do índice para a economia emergente

escolhida como referência; deterioração de 8% para a Espanha e de 8,3% para o Brasil, nos três anos que antecederam as respectivas crises.

A Itália, além do aumento nos custos do trabalho, se deparou com uma apreciação do câmbio real efetivo de 11,2%. Seu índice que acompanha o comportamento da conta corrente observou deterioração de cerca de 5% nos três anos imediatamente anteriores à crise.

A ambigüidade prevalece para Reino Unido e Suécia no que se refere ao mecanismo da perda de competitividade. O primeiro observou uma apreciação no câmbio real efetivo de mais de 14%; de forma desconcertante, seu índice para a conta corrente variou positivamente em cerca de 10%. Finalmente, os seus resultados para o custo da mão-de-obra são inconclusivos. A Suécia, apesar de apresentar trajetória crescente para os custos da mão-de-obra, não apresenta qualquer problema no que diz respeito à conta corrente. O país apresenta ainda uma apreciação real efetiva moderada.

Finalmente, uma vez aceita a plausibilidade do argumento de contágio de crises via laços comerciais, a Europa Ocidental seria a região do mundo mais propícia à ocorrência deste fenômeno, em razão do fato de, à época da crise, o comércio entre os países da região responder por cerca de 25% de todo o comércio mundial. Estes dados sugerem que o contágio pode ter desempenhado importante papel na crise.

Em relação à interpretação da Crise de 1992 como resultado da Reunificação Alemã, França e Suécia apresentaram todas as variáveis consistentes com a hipótese da ocorrência da inconsistência macroeconômica, ao passo que Reino Unido e Itália apresentaram indícios na mesma direção; apenas o nível de emprego contradiz a hipótese na Itália, ao passo que, no Reino Unido, a taxa de juros reais aumentou marginalmente a despeito da forte recessão. Não houve indícios da presença de inconsistência macroeconômica para a Espanha.

No que diz respeito à inconsistência macroeconômica como causa da Crise de 1992, destaque-se, de início, que a Suécia observou seu nível de emprego despencar em 8% no ano posterior à Reunificação Alemã, ao passo que seu Produto Interno Bruto se reduziu em 1,7%. Apesar de não ter havido movimentos de elevação nos juros em 1991, seu nível de

atividade a colocava em situação particularmente vulnerável em termos de sustentabilidade de uma política de longo prazo com juros altos.

A França enfrentava forte recessão no início da década; seu PIB se encontrava estagnado, o nível de emprego caía (em 1991 decaiu 1,8% e em 1992 decaiu 3%). Apesar disto, o país adentrou o ano de 1992 com taxas maiores do que 10%. A média das taxas para o período de forte crescimento até 1990 foi de 8,2%. Assim, há fortes indícios de suspeição, pelo mercado, da sustentabilidade, em longo prazo, da política de juros do governo francês.

O Reino Unido cresceu cerca de 4% em média entre 1987 e 1989. Em 1991 e 1992, o país observou uma redução média de 1,3% em seu Produto Interno Bruto. Apesar disto, em 1991 e 1992 até a eclosão da crise, o país apresentava taxas de juros maiores do que a média do período de forte crescimento; as taxas se reduziram após a saída do país do *ERM*. Não é difícil encontrar, observando os dados acima, os motivos pelos quais o mercado pode ter suspeitado da capacidade do Reino Unido manter uma política de juros no longo prazo.

O caso da Itália é ambíguo; o país, apesar de ter observado as suas taxas de crescimento do Produto Interno Bruto decaírem, os níveis de emprego aumentaram; os juros que vigoravam antes da crise eram altos, todavia, coerentes com o histórico de altos juros do país. Assim, pode-se dizer que não é possível uma conclusão clara a respeito da segunda interpretação para o caso italiano.

Com relação à hipótese de a Crise de 1992 ter sido resultado de um ataque especulativo autônomo, os resultados não diferem muito entre os países; à exceção das abstenções de Suécia e Reino Unido para, respectivamente, conta corrente e crescimento monetário relativo, além da diferença estatisticamente significativa para o comportamento da conta corrente espanhola, os resultados seguiram o seguinte padrão: o diferencial da taxa de juros se mostrou estatisticamente diferente nos meses anteriores à crise, ao passo que o diferencial de inflação, a variação nas reservas, a conta corrente, o crescimento monetário relativo e a variação na produção industrial não mostraram diferenças estatisticamente significantes nos meses que antecederam à crise.

Dessa forma, apenas o diferencial na taxa de juros e a conta corrente para o caso espanhol contradizem as prescrições do modelos de segunda geração. Todas as demais

variáveis investigadas reforçam a hipótese de ataque especulativo desvinculado do comportamento dos fundamentais.

Nestes termos, pode-se dizer que os modelos de equilíbrios múltiplos desempenham um papel bastante razoável na explicação das causas da Crise do Mecanismo cambial Europeu em 1992, apesar de algumas objeções poderem ser levantadas pelo fato de duas variáveis rejeitarem os mesmo para a Espanha, motivo pelo qual considera-se o resultado ambíguo para este país.

A tabela seguinte expressa a inclusão dos países estudados nas três hipóteses apresentadas; “Sim” significa comportamento consistente com a interpretação, enquanto “Não” refuta determinada hipótese para o país. “Ambíguo” é o resultado quando há impossibilidade de se formular conclusões claras:

Tabela VI (A)

	1ª Interpretação	2ª Interpretação	3ª Interpretação
França	Não	Sim	Sim
Itália	Sim	Ambíguo	Sim
Espanha	Sim	Não	Ambíguo
Reino Unido	Ambíguo	Sim	Sim
Suécia	Ambíguo	Sim	Sim

Comparativamente, em relação aos países analisados, pode-se dizer que a interpretação referente à hipótese da Crise de 1992 como decorrência de ataques especulativos autônomos obteve o melhor poder explicativo. Esta hipótese não foi refutada para nenhum dos países. Entretanto, a interpretação da Crise de 1992 como resultado da Reunificação Alemã também desempenha um papel razoável; é refutada apenas para a Espanha. Já a interpretação da Crise de 1992 como precursora das crises cambiais da segunda metade da

década se mostra deficiente; ela é consistente com os dados de apenas dois dos países analisados, Itália e Espanha. Apesar disto, é a única interpretação a explicar a inclusão da Espanha na Crise de 1992.

Note-se que o alto poder explicativo da interpretação que enfatiza os ataques especulativos autônomos é compatível com o poder explicativo razoável obtido pela interpretação que enfatiza o papel da Reunificação Alemã. A única variável que refutou sistematicamente os modelos de segunda geração foi o diferencial das taxas de juros, variável esta que desempenha um papel fundamental na hipótese da Crise de 1992 como resultado da Reunificação Alemã. Quanto às discrepâncias observadas nas análises de variáveis semelhantes pelas duas interpretações, cabe lembrar que a terceira interpretação, em virtude dos testes estatísticos, utiliza dados mensais e o período cobre toda a existência do Sistema Monetário Europeu, o passo que a segunda interpretação utiliza dados anuais desde 1987.

Os resultados obtidos neste estudo corroboram as prescrições dos modelos de segunda geração, representados pela terceira interpretação, ao passo que refutam os modelos de primeira geração, representados pela primeira interpretação. Entretanto, tais conclusões não se dão de forma absoluta, como o atesta o caso espanhol, explicado apenas pela primeira interpretação. A tabela seguinte apresenta alguns trabalhos de relevo na literatura sobre a Crise de 1992 de acordo com as suas conclusões: uns corroboram os modelos de primeira geração, outros corroboram os modelos de segunda geração.

Tabela VI (B)

Modelos de Primeira Geração	Modelos de Segunda Geração
Dornbusch (1993)	Eichengreen e Wyplosz (1993)
Comitê de Bancos Centrais (1993)	Portes (1993)
Williamson (1993)	Rose e Svensson (1993)
Goldstein e Mussa (1994)	Obstfeld (1994)

Fonte: Eichengreen, Rose e Wyplosz, *Speculative Attacks On Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration With Special Reference To The European Monetary System*, NBER, Cambridge (1994). Elaboração do autor

Eichengreen (2000)³⁵, ao comentar a polêmica sobre as causas da Crise de 1992, afirmou com propriedade: “quase uma década de ruminação acerca das causas da Crise de 1992 levou a uma espécie de síntese”. Assim, a Crise de 1992 pode ser abordada como um complexo de causas políticas e econômicas que envolveriam os três modelos. Isto explicaria o fato de somente a primeira interpretação, que no geral foi deficiente, explicar a inclusão da Espanha na Crise de 1992.

Entretanto, há que se ressaltar o ganho contínuo de proeminência por parte dos modelos de segunda geração: exatamente uma década após a crise, o Prêmio Nobel foi concedido a um estudioso que utilizou a psicanálise para explicar o comportamento do mercado.

³⁵ Eichengreen, *The EMS Crisis in Retrospect*, NBER

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Blanchard, *Macroeconomia*, Editora Campus, Rio de Janeiro (1999)

Bussiere e Mulder, *External Vulnerability in Emerging Markets Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals*, International Monetary Fund, (1999)

Buiter, Corsetti e Pesenti, *Financial Markets and International Monetary Cooperation*, Cambridge: Cambridge University Press (1998)

Comitê de Bancos Centrais de Estados Membros da Comunidade Européia, *Annual Report* 1992, (1993a)

Comitê de Bancos Centrais de Estados Membros da Comunidade Européia, *The Implications and Lessons to be Drawn From The Recent Exchange Rate Crisis* (1993b)

De Grauwe, *Exchange Rates In Search of Fundamentals: The Case of the Euro-Dollar Rate*, Londres: Center for Economic Policy Research, (2000)

Dornbusch, *Comment*, Brooking Papers on Economic Activity, (1993)

Eicheengreen, *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton: Princeton University Press, (1996)

Eicheengreen, *The EMS Crisis In Retrospect*, NBER, (2000)

Eichengreen, Rose e Wyplosz, *Speculative Attacks On Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration With Special Reference To The European Monetary System*, NBER, Cambridge (1994)

Eichengreen, Rose e Wyplosz, *Contagious Currency Crises*, NBER, Cambridge (1996)

Flood e Garber, *Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples* Journal of International Economics, (1984a)

Flood e Garber, *Gold Monetization and Gold Discipline*, Journal of Political Economy, (1984b)

Flood e Rose, *Fixing the Exchange Rate Regime: A Virtual Quest for Fundamentals*, Journal of Monetary Economics, (1995)

Gerlach e Smets, *Contagious Speculative Attacks*, European Journal of Political Economy, (1995)

Goldstein e Mussa, *The Integration of World Capital Markets*, Kansas, FED de Kansas, (1994)

Hoekman e Kostecki, *The Political Economy of the World Trading System. From GATT to WTO*, Oxford, Oxford University Press, (1995)

International Monetary Fund, Washington D.C., *World Economic Outlook*, (Janeiro/ 1993)

Krugman, *A Model of Balance of Payments Crises*, Journal of Money Credit and Banking (1979)

Major, *John Major, The Autobiography*, Londres: Harper Collins (1999)

Meese e Rogoff, *Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of the Sample?*, Journal of International Economics, (1983)

Obstfeld, *Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises*, American Economic Review (1986)

Obstfeld, *The Logic of Currency Crises*, NBER, (1994)

Portes, *EMS and EMU after the Fall*, The World Economy (1993)

Rose e Svensson, *European Exchange Rate Credibility Before the Fall*, European Economic Review (1993)

Willianson, *EMS and EMU After the Fall: A Comment*, The World Economy (1993)