

POLÍTICAS CAMBIAIS, ATAQUES ESPECULATIVOS E CRISES MONETÁRIAS

João Gonsalo de Moura¹

Resumo: O objetivo deste artigo é fazer uma análise a respeito do estágio em que se encontra o debate sobre os ataques especulativos, dando-se ênfase à natureza de suas causas, a partir dos principais modelos explicativos. Discute-se também a os efeitos da flexibilização de algumas hipóteses sobre as conclusões dos modelos, mostrando-se que dessa forma, os resultados são incertos. Por fim, discute-se a importância das políticas monetária e fiscal como elementos de estabilização da taxa de câmbio.

Palavras-chave: Taxa de Câmbio – Ataques especulativos - Crises Monetárias.

1 INTRODUÇÃO

Por motivos ainda não bem definidos, nações com os mais diferenciados padrões de desenvolvimento foram vítimas de ataques especulativos nos últimos tempos. A década de 90, em especial, se mostrou como sendo um período de fortes turbulências nos mercados financeiros internacionais. Não se sabe ao certo, tais instabilidades podem resultar tanto de problemas ligados a uma política cambial inadequada como também de outras variáveis tais como a falta de controle sobre a mobilidade internacional do capital, Pode também ser o resultado de inconsistências nas políticas internas, bem como da própria volatilidade das expectativas dos agentes participantes dos mercados.

Dadas as diferentes configurações das economias que recentemente foram vítimas de crises monetárias, diferentes teorias se apresentam para identificar o que determina a ocorrência daqueles distúrbios. De qualquer forma, por qualquer das razões acima apresentadas, os ataques especulativos vêm se tornando cada vez mais frequentes no processo de funcionamento das economias e, portanto, merecedores de maior atenção.

Dessa forma, o objetivo central deste trabalho é fornecer subsídios para uma melhor compreensão das causas dos ataques especulativos e, a partir daí, sugerir algumas medidas que possam contribuir para evitar que as crises monetárias se tornem cada vez mais frequentes. Com a finalidade de atingir tais objetivos, no item 2 deste trabalho serão apresentados alguns dos principais argumentos que justificam a opção por um regime de câmbio fixo. No item 3 serão apresentados e discutidos os principais modelos explicativos do fenômeno

¹ Professor Assistente do Departamento de Economia da UFMA, Doutorando em Economia pela PIMES/UPE.

em análise. No item 4 será feita uma síntese das principais implicações da teoria. Finalmente, no item 5, serão feitas algumas considerações gerais sobre o tema,

2 A AVENTURA DO CÂMBIO FIXO

Diante do volume de recursos que circula diariamente no mercado internacional de capitais, qualquer país, quando visto isoladamente, torna-se insignificante perante o mesmo. Por isto, ao assumir o compromisso de manter a taxa de câmbio fixa, um país qualquer precisará demonstrar não apenas a disposição, como também a capacidade de sustentá-la ao nível estabelecido, por um longo período de tempo. Caso contrário, logo que o mercado desconfie da capacidade do país de garantir a manutenção da taxa fixa, a volatilidade do capital se encarregará de promover um ajuste imprevisto e forçado.

Assim, tudo indica que um dos empecilhos ao bom funcionamento de um regime cambial fixo seria a insignificância dos países frente ao mercado internacional de capitais, dados os volumes de recursos em jogo. Entretanto, não é totalmente correto atribuir a esta característica um papel preponderante, dado que alguns países conseguem ter acesso a recursos externos de forma quase que ilimitada, e mesmo assim ainda ser inviável a manutenção do câmbio fixo. Isto ocorre basicamente pelo fato de que nem sempre é conveniente subordinar todos os objetivos da política monetária ao compromisso de defender a permanência do nível da taxa de câmbio (OBSTFELD & ROGOFF, 1995, p. 79).

Difícilmente se esperaria que um governo de uma nação emergente ignorasse completamente alguns problemas de natureza interna, como por exemplo, o desemprego, e se dedicasse inteiramente ao monitoramento da taxa de câmbio com o objetivo de manter o seu valor constante. Mais cedo ou mais tarde, o Banco Central se renderia à realidade doméstica e agiria em função dos demais indicadores da economia. Ainda porque, caso insista em não lidar com tais problemas, à medida em que o tempo passa a desconfiança aumenta e a perspectiva de que mudanças venham a ocorrer podem levar a ações especulativas que dificilmente poderão ser contidas (EICHENGREEN et al., 1994).

Mas há de se convir que nem todas as consequências serão negativas quando da opção por um regime de câmbio fixo. Caso contrário, o que justificaria o fato de que alguns países, mesmo que poucos, tenham optado por sua permanência? O fato é que existe uma série de justificativas que possibilitam aos países a opção por um regime desta natureza. Nesse sentido, objetivos tais como minimizar os efeitos das instabilidades sobre o lado real da economia, restabelecer a credibilidade dos agentes após um longo período de políticas inflacionárias, etc. podem ser perfeitamente utilizados para a escolha de um regime de taxa cambial fixa (GARBER & SVENSSON, 1995).

Desse modo, dadas as justificativas anteriores, vê-se que não seria totalmente incorreto priorizar as ações do Banco Central em direção à defesa de uma taxa de câmbio fixa, subordinando sua política monetária à política do país cuja moeda serve de referência. No entanto, acredita-se que tal postura deixa de ser conveniente a longo prazo, na medida em que alguns problemas domésticos, tais como o desemprego, passam a demandar uma ação mais direta das autoridades monetárias (OBSTFELD & ROGOFF, 1995, p. 77).

Depreende-se então que a manutenção de uma taxa de câmbio fixa não é uma tarefa totalmente descartável nos dias de hoje. Por enquanto, pode-se dizer apenas que trata-se de uma tarefa que traz custos econômicos significativos e comprometimento excessivo da política monetária. Assim, parece mesmo que há um dilema entre a inconveniência da taxa de câmbio fixa e os movimentos imprevisíveis da taxa de câmbio flutuante.

Na prática, visando superar aquele conflito, os países que adotam o sistema de taxas fixas permitem que as mesmas fltuem dentro de certas margens. Quanto mais amplas forem essas margens, menor deverá ser o comprometimento da política monetária com a manutenção do câmbio. Mas logo que o valor da taxa cambial se aproxime de uma dessas margens, o compromisso de mantê-las o torna semelhante ao regime de valor constante. Dessa forma, é possível que o chamado "Regime de Bandas" venha a funcionar apenas como um mecanismo de retardamento dos problemas, uma vez que a decisão de promover um ajuste nas margens de variação do preço da moeda estrangeira está sujeita aos mesmos traumas que um reajuste no valor da taxa fixa (ISARD, 1995, p. 148).

Que postura deve então ser adotada, com vistas à eliminação das dificuldades até aqui apontadas? Seria um tanto quanto inoportuno tentar responder a tal indagação sem antes esclarecer o porquê de tais dificuldades. Ou seja, torna-se conveniente deixar claro os motivos que levam os investidores a agir contra uma moeda, em que variáveis se baseiam para tomarem suas decisões e, principalmente, as consequências de tais ações para a permanência do regime cambial em vigor.

3 A NATUREZA DOS ATAQUES ESPECULATIVOS

A história recente tem mostrado que a credibilidade que assegura a permanência do câmbio fixo é tão sensível à ocorrência de outros fenômenos (econômicos ou não) que torna-se mesmo impossível prevê o momento em que a mesma será definitivamente abalada (GOLDFAJN & VALDÊS, 1997).

Quando os agentes desconfiam da capacidade do Banco Central de cumprir seu compromisso com a taxa de câmbio, e todos começam a apostar nessa direção, os mercados financeiros passam por um período de oscilação e um ajuste nas pretensões governamentais passa a ser inevitável. Assim, deve haver um período turbulento de resistência e os realinhamentos só serão executados após a adoção ineficaz de medidas tais como a elevação dos juros.

Geralmente, dada a natureza dos regimes cambiais de taxa fixa, a ocorrência de episódios de crises monetárias passa frequentemente por três etapas: a quebra da credibilidade, gerando pressões advindas do mercado; a busca de alternativas de políticas por parte do Banco Central que lhe permita uma resistência, ainda que temporária; e, finalmente, a fase inevitável do ajuste (ISARD, 1995, p. 149).

Portanto, dada a complexidade que envolve a manutenção de um regime de taxa cambial fixa, na tentativa de compreender melhor o desencadeamento das pressões do mercado de câmbio, torna-se imprescindível uma análise mais detalhada a respeito dos fenômenos que

recentemente passaram a ser conhecidos na literatura como "ataques especulativos". A seguir serão apresentadas algumas das mais importantes contribuições à compreensão de tais fenômenos.

3.1 O Modelo Baseado nos Fundamentos

O princípio fundamental que desencadeia as crises monetárias, segundo esta versão, é a incompatibilidade entre a política econômica interna e a manutenção da taxa de câmbio fixa. A manutenção de um déficit público inflacionário faz com que os agentes percebam a inconsistência entre a política monetária em vigor e o compromisso do Banco Central de manter fixo o valor da taxa cambial. Assim, visto que o atual valor da taxa cambial não poderá ser mantido, a possibilidade de obter lucros torna-se evidente, havendo assim uma investida contra as reservas cambiais.

Tomando como referência os trabalhos desenvolvidos por KRUGMAN (1979) e Flood e Garber (1984), estes modelos baseiam-se no princípio de que os países não dispõem de um volume ilimitado de recursos para defenderem suas moedas. Assim, tão logo um ataque especulativo venha a acontecer, as reservas irão se exaurir e as autoridades monetárias deverão abandonar a ideia do câmbio fixo.

Diante de uma pressão, ao ver suas reservas esgotadas, o Banco Central simplesmente "abandona" o regime, ao invés de procurar fixar a taxa cambial em um nível mais elevado. Naturalmente que esta premissa torna-se um tanto quanto forte, uma vez que, na prática, uma crise nas contas externas costuma acarretar, pelo menos num primeiro momento, uma desvalorização, e não o abandono permanente da taxa fixa. Embora possa haver um período de flutuação transitória em meio à crise, o normal é que o Banco Central volte a fixar a taxa em outro nível que considere corresponder à nova realidade (OBSTFELD, 1984, p. 208).

Um outro aspecto importante é que não é necessário que o volume de reservas esteja prestes a desaparecer por completo, para que haja um ataque especulativo. Sabendo que as mesmas são limitadas, os especuladores estarão dispostos a atacar a moeda bem antes que as mesmas se aproximem de um nível crítico. Isto se dá como forma de obtenção de lucros, dado que o preço da moeda estrangeira irá inevitavelmente aumentar, tornando-se atrativo dispor da mesma. Haverá então uma corrida por parte dos investidores, fazendo com que o estoque de moeda estrangeira seja rapidamente exaurido, levando o Banco Central ao abandono imediato da intenção de fixar a taxa cambial (KRUGMAN, 1997, p. 03).

Vê-se, portanto, que os agentes não se baseiam necessariamente pelo volume total de reservas em poder do Banco Central, mas, apenas, pela fração dessas reservas que o mesmo estaria disposto a usar em defesa de sua moeda. Assim, um ataque especulativo será desencadeado, de acordo com a posição das reservas em relação a um nível crítico. O Banco Central sempre tentará defender sua moeda até que aquele valor mínimo esteja na iminência de ser atingido (OBSTFELD, 1984, p. 208).

Como foi dito anteriormente, a perspectiva de que o Banco Central não será capaz de defender sua moeda por falta de reservas pode fazer sentido aos agentes através de alguma

inconsistência interna. O fenômeno gerador dessa inconsistência resulta, por exemplo, da ocorrência de um excesso de despesa doméstica (através de um déficit público persistente) ao mesmo tempo em que se tenta manter a taxa de câmbio fixa. Olhando para este cenário, ao investir contra as reservas, os agentes não podem ser vistos como irracionais, O aumento do desejo de se livrar da moeda doméstica e as ações nesse sentido são perfeitamente justificadas pela crença de que o seu preço não se encontra estabilizado (KRUGMAN, 1997, p. 03).

Quando o governo decide fixar o valor da taxa cambial, de acordo com as premissas do modelo de KRUGMAN (1979), o mesmo faz com que permaneça fixa a taxa relativa de retorno entre os ativos denominados em moeda local e moeda estrangeira. A medida em que tal relação permanece constante os investidores desejam alocar seus recursos entre ativos internos e externos de modo que os mesmos mantenham uma proporção fixa.

Supondo então uma política fiscal expansionista, financiada por emissão de moeda, fica claro que somente uma parcela da oferta monetária adicional será trocada por moeda estrangeira, de modo a restabelecer a proporção ideal, fazendo com que o crédito doméstico se expanda continuamente. Nesse caso, como consequência desse processo, a taxa de câmbio que prevaleceria em condições de livre mercado se depreciará ao longo do tempo, se tornando inconsistente com aquela fixada pelas autoridades monetárias. Cientes desta inconsistência, e objetivando a obtenção de lucros de arbitragem, os investidores decidem então atacar a moeda.

Assim, o ambiente propício a um ataque especulativo é caracterizado por um déficit público crescente, expansão da oferta monetária e redução do volume de reservas, Além do mais, como KRUGMAN (1979) trabalha com a hipótese de preços flexíveis, é de se esperar que os preços estejam em processo de elevação, tendo como consequência uma valorização real da taxa de câmbio, contribuindo assim para a ocorrência de saldos comerciais negativos.

Em resumo, devido ao processo de deterioração dos fundamentos macroeconômicos, o Banco Central só poderá manter o câmbio fixo enquanto estiver disponível um amplo volume de reservas. Logo que a inconsistência dos fundamentos se manifeste, as reservas cambiais deverão se exaurir rapidamente, não havendo meios disponíveis para assegurar o compromisso de manter constante o preço da moeda estrangeira.

3.2 O Modelo de Crises Autodeterminadas

Uma das críticas que podem ser feitas ao modelo apresentado na seção anterior é que o mesmo não admite que os países possam ter acesso ilimitado ao mercado internacional de capitais. No entanto, não se pode desprezar a facilidade com que alguns países podem obter empréstimos no exterior, o que faz com que os escassos recursos disponíveis para a defesa da moeda não sejam tão vulneráveis como considera aquele modelo.

Ainda com relação ao modelo anterior, outra questão importante é que os mercados financeiros ficam isentos de qualquer responsabilidade pela ocorrência de um ataque especulativo em um país qualquer. Na verdade, os mercados apenas tomam decisões racionais de acordo com os fundamentos da economia. O problema central é a inconsistência entre os fundamentos e o compromisso de manter a taxa cambial fixa.

Segundo OBSTFELD & ROGOFF (1995, p. 78), a maioria dos países que sofreram ataques especulativos, nos últimos tempos, dispunham de reservas suficientes para enfrentá-los. Portanto, pelo Modelo de KRUGMAN, tais crises não podem ser explicadas, o que significa dizer que há espaço para a construção de uma teoria mais abrangente.

A alternativa ao Modelo de KRUGMAN (1979), é o Modelo de "crises autodeterminadas" desenvolvido, principalmente, por OBSTFELD (1986). Tal modelo talvez possa ser melhor compreendido quando considerado como complementar ao modelo anterior, pois não contesta a possibilidade de que uma crise possa ser gerada pela deterioração dos fundamentos, mas, vai além, mostrando que mesmo quando este não for o caso, mesmo assim as moedas ainda estarão sujeitas a ataques de natureza especulativa.

Ataques especulativos podem ser considerados como autodeterminados, desde que ocorram dentro de um cenário onde o nível de reservas possa ser considerado como normal (OBSTFELD, 1986, p. 72).

A questão central desse modelo está na comparação do benefício líquido do governo em mudar a taxa de câmbio, fixando-a em um novo patamar, ou defendê-la. Abre-se a possibilidade de que as autoridades possam abandonar a taxa de câmbio fixa, desde que postas diante de uma corrida contra sua moeda, mesmo estando disponível um volume de reservas suficiente para defendê-la. A investida contra a moeda, por parte dos agentes econômicos, cria uma situação real que torna o compromisso do Banco Central de defender a taxa de câmbio uma tarefa totalmente passível de abandono (OBSTFELD, 1996, p. 1039).

Quando um governo assume o compromisso de estabelecer e defender o valor da taxa cambial, várias medidas de política podem ser utilizadas com vistas à obtenção dos resultados esperados. Dentre estas políticas, algumas tais como tomar empréstimos no exterior, elevar as taxas de juros e impor controles sobre a movimentação de divisas, são as mais comumente utilizadas. Políticas como estas, principalmente as de juros altos, às vezes precisam ser levadas ao extremo, para que se possa obter algum resultado satisfatório.

No entanto, quando as economias se deparam com problemas de natureza interna, como é o caso, por exemplo, do desemprego, políticas de juros elevados tornam-se por demais onerosas, na medida em que contribuem diretamente para o agravamento da situação. Além do mais, o próprio desempenho do setor público pode vir a ser afetado, tendo em vista os compromissos relativos ao serviço de sua dívida.

Diante de uma situação como esta, onde tanto o setor privado como o próprio setor público se mostram vulneráveis à aplicação de medidas de defesa, como a que foi acima prescrita, as autoridades, antes de tomarem qualquer atitude, irão fazer uma avaliação dos custos e benefícios de qualquer postura em relação à manutenção da paridade em vigor. O resultado mais comum dessa análise, num ambiente como o que foi descrito acima, é que as perdas superem os ganhos.

Dado que os acontecimentos de natureza econômica se manifestam continuamente, para cada um, o mercado avalia se o mesmo aumenta o custo e/ou reduz o benefício resultante da atitude

governamental de defender a moeda. Caso a resposta encontrada para este questionamento seja positiva, um ataque especulativo poderá se desencadear imediatamente. O motivo pelo qual os ataques são geralmente imprevisíveis resulta do fato de que as avaliações do mercado, em relação à postura dos governos, são muito voláteis, podendo sofrer alterações em períodos muito curtos (OBSTFELD, 1994).

Pelo que foi dito anteriormente, os custos e benefícios de assumir a defesa da moeda acabam sendo determinados por variáveis endógenas. Sendo assim, se os agentes passam a trabalhar, em algum momento, com expectativa de desvalorização, as taxas de juros deverão aumentar, o que faz com que, de fato, haja um motivo para que a moeda venha a ser realmente desvalorizada. Frente a uma expectativa de desvalorização alguns preços e salários podem começar a aumentar, criando assim uma situação propícia à utilização de políticas contingenciais.

Mesmo quando um governo não vem adotando uma política fiscal inflacionária, mesmo assim esta economia ainda estaria sujeita a um ataque especulativo, desde que os agentes passassem a suspeitar que a postura governamental mostra-se passível de mudança, quando posto diante de um processo de pressão.

Veja-se, portanto, que os movimentos descritos acima assumem uma trajetória circular. Uma mudança na taxa cambial pode provocar modificações nos fundamentos macroeconômicos (por exemplo, na taxa de inflação), que por sua vez determinam a própria taxa de câmbio,

Isto quer dizer que o equilíbrio econômico torna-se indeterminado, ficando assim clara a presença do que se pode chamar de equilíbrios múltiplos, não havendo qualquer razão para que um deles possa se tornar mais provável que os demais (OBSTFELD, 1994),

Assim, o que há de mais importante a destacar neste modelo é que a causa de um ataque especulativo a uma moeda não é bem o rumo que a economia vem tomando, mas sim, o rumo que os agentes suspeitam que a mesma deve tomar (KRUGMAN, 1997, p. 15).

Neste caso, qualquer informação que o mercado considere como relevante poderá colocar um país na iminência de uma crise autodeterminada, tornando a mesma uma possibilidade real. De acordo com o raciocínio anterior, embora nem todas as moedas sofram ataques especulativos, isto não quer dizer que tais moedas estejam isentas de tais fenômenos. Mesmo as moedas mais sólidas poderão entrar em colapso, em determinados momentos (OBSTFELD, 1996, p. 1038).

Da mesma forma que no modelo baseado nos fundamentos, também no modelo de crises autodeterminadas, não se pode atribuir aos agentes qualquer adjetivo que seja sinônimo de irracionalidade. Quando o mercado desencadeia um processo de ataque à moeda de um país, é porque está ciente de que, agindo dessa forma, ocorrerão transformações substanciais na postura do governo em relação à política macroeconômica em vigor. Assim, a crença de que as autoridades irão ratificar a crise, torna não lucrativa a posse da moeda doméstica, provocando uma espécie de corrida contra a mesma. Daí, a similaridade desse tipo de crise com uma corrida bancária (OBSTFELD, 1986, p.79).

Portanto, pelo modelo de crises autodeterminadas, até mesmo algumas moedas aparentemente seguras poderão ser vítimas de ataques especulativos a qualquer instante. Entretanto, isto só ocorrerá quando os agentes acreditam que o governo abandonará a taxa fixa, dada a natureza contingencial de suas políticas, tendo em vista a sua avaliação de custos e benefícios a cada instante.

3.3 Violando Suposições

Seria muito precipitado considerar que os dois modelos apresentados acima podem explicar todas as crises monetárias. Na verdade, tanto no modelo de KRUGMAN (1979), como no modelo de OBSTFELD (1986), estão implícitas algumas suposições muito fortes. Dentre elas, comum aos dois modelos, merece destaque a suposição de que os mercados de câmbio são eficientes, ou seja, utilizam da melhor forma possível a informação disponível. Naturalmente, esta hipótese está longe de obter aceitação geral. Isto quer dizer que, pelo menos a título de curiosidade, convém que se conheça as conseqüências da violação desta suposição para a análise das crises monetárias.

Segundo (KRUGMAN, 1997, p. 07) uma das conseqüências imediatas da existência de mercados ineficientes é a possibilidade de "Herding". Neste caso, os agentes poderiam começar a vender rapidamente a moeda de um país motivados, por exemplo, por simples gesto de imitação. Ou seja, à medida em que acredita-se que alguns agentes possam dispor de informações exclusivas, se os mesmos começam a comprar uma moeda estrangeira os demais participantes do mercado podem entender que o melhor que têm a fazer é imitá-los. Desse modo, quando os participantes do mercado se propõem a imitar tal gesto, na tentativa de auferir lucro, acabam desencadeando uma crise monetária.

Outra suposição implícita nos modelos anteriores, é a de que uma crise acontece por conta da ação coletiva dos agentes contra a moeda doméstica. Ou seja, a ação isolada de um indivíduo qualquer não é capaz de provocar uma pressão suficientemente forte, a ponto de fazer com que o Banco Central abandone a política cambial em vigor, ou estabelecer uma nova paridade. Neste caso, diz-se que não há manipulação de mercado por parte de agentes individuais. Dados os volumes de recursos em jogo no mercado internacional de capitais, pode-se dizer que a hipótese de insignificância das ações individuais torna-se bastante razoável. Dificilmente se encontraria algum participante do mercado que através de suas ações isoladas pudesse sozinho provocar uma crise monetária em algum país (KRUGMAN, 1997).

Portanto, fora das suposições de racionalidade e insignificância das ações individuais as explicações para a existência de crises monetárias parecem um tanto quanto insatisfatórias. Dificilmente seria possível tentar dar uma explicação convincente para alguma crise recente, afirmando-se que a mesma ocorreu por conta da falta de racionalidade dos investidores. Algumas vezes os agentes podem tomar suas decisões baseados em premissas erradas, mas isto não significa que suas atitudes sejam irracionais. Do mesmo modo, qualquer tentativa no sentido de explicar a ocorrência de crises, através da manipulação de mercado, não pode significar muito mais que a descrição de um caso particular, ao invés do caso geral. Assim, tudo indica que se for necessário ir além dos modelos de KRUGMAN (1979), e OBSTFELD

(1986), na explicação de distúrbios monetários, certamente o melhor caminho não deve estar na violação de suas suposições, pelo menos daquelas acima discutidas.

3.4 O Modelo Baseado em Contágio

É comum encontrar na literatura algumas referências a crises monetárias como sendo um fenômeno de natureza regional. Quando este é o caso, tais crises recebem uma nomenclatura que procura transmitir a idéia de abrangência, como por exemplo, a "Crise Européia" de 1992-1993, a "Crise Latina" de 1994-1995, a "Crise Asiática" de 1997-1998, etc (KRUGMAN, 1997; CLICK & ROSE, 1998). Implícito neste tipo de análise está a crença de que quando algum país se depara com um problema monetário, seus efeitos negativos serão imediatamente difundidos para toda uma região.

Até o momento, a explicação mais plausível para o problema do contágio parece ser aquela que trata das ligações do lado real das economias. Dado que os laços comerciais tendem a ser relativamente mais intensos entre países geograficamente próximos, a intensidade das relações comerciais deve ser a variável adequada para justificar o envolvimento de regiões inteiras, e não apenas algum país isolado, em episódios de crises monetárias. De acordo com esta explicação, isto acontece por causa da rigidez de preços no período que se sucede a uma desvalorização cambial em um dos parceiros comerciais (GLICK & ROSE, 1998).

De acordo com a explicação apresentada acima, quando dois países vizinhos, "A" e "B", são parceiros comerciais, e o primeiro, por algum motivo, é obrigado a aceitar uma desvalorização de sua moeda, pelo fato de haver rigidez de preços, os fundamentos do segundo sofrerão uma deterioração, por conta de uma perda de competitividade e, conseqüentemente, também ali deverá haver sérias dificuldades, uma vez que os agentes passam a ter motivos para acreditar que uma medida semelhante torna-se inevitável. Ou seja, o país "B", pela necessidade de adotar uma medida semelhante, acaba sendo contaminado pelos distúrbios verificados no país "A".

Na verdade, algumas explicações para o contágio de crises chegam a lançar ainda mais dúvida sobre o problema. Por exemplo, KRUGMAN (1997) analisa os casos do México e da Argentina em meio à crise mexicana de 1994-1995 e apela para uma explicação fora do campo das variáveis econômicas. Sugere que a transferência da crise entre essas duas economias talvez possa ser atribuída a fatores culturais. No caso, tais países poderiam dispor de características comuns que não fossem perfeitamente observáveis. Talvez ambos desfrutassem de um certo "temperamento latino" cujas implicações para a política econômica não estariam muito claras. Mas uma vez que o investidor observa que um país com essa característica cultural abandona seu compromisso de manter o câmbio fixo quando está sob pressão, o mesmo procurará rever imediatamente suas expectativas de que países semelhantes possam vir a fazer o mesmo. Dessa forma, mesmo não havendo fortes ligações reais, outros países seriam contagiados.

A explicação sugerida por Krugman, além de ir um pouco além do campo de estudo do economista, torna-se mesmo um tanto quanto precipitada. Isto é, apela para variáveis não econômicas quando ainda não se encontram esgotadas todas as tentativas de explicação

através de fatores puramente econômicos. Por exemplo, sabe-se que os investidores costumam diversificar suas aplicações de forma a reduzir o risco. Pode ser que os investidores que aplicam recursos no país "A" sejam os mesmos que aplicam recursos no país "B". Uma crise monetária no primeiro, provocando uma onda de prejuízos aos detentores de ativos expressos em sua moeda, poderia levar os mesmos a reduzirem suas aplicações em ativos expressos na moeda do segundo, como forma de compensar prejuízos. Somente a expectativa de que isto venha a ocorrer já poderia provocar uma corrida contra a moeda do país "B".

Outra possibilidade vem do fato de que, em meio a uma crise, a tendência é que a procura por ativos expressos em moedas que servem de referência (moedas-veículo) tendem a aumentar, o que torna inevitável uma valorização das mesmas no mercado cambial. Assim, os investidores procurariam aumentar suas posições em ativos expressos nessas moedas, sempre que momentos de turbulência começassem a se manifestar. Em meio a este processo os países cujas taxas cambiais estivessem sendo mantidas fixas passariam a sofrer uma forte pressão no sentido de promoverem desvalorizações.

Dessa forma, com relação ao problema do contágio, apesar de ter recebido uma atenção ainda muito discreta por parte dos estudiosos, o mesmo se mostra como sendo um assunto bastante controvertido. Talvez isto possa ser explicado pelo fato de que este processo de transmissão de crises, notadamente entre países com fracas ligações reais, só tenha se tornado um fenômeno aparente muito recentemente.

Com o avanço do processo de integração dos mercados financeiros internacionais, pode-se esperar que este fenômeno venha a ser analisado com mais propriedade no futuro.

4 IMPLICAÇÕES DA TEORIA

As teorias anteriormente apresentadas deixam transparecer uma certa divergência com relação aos fatores que possivelmente determinariam a ocorrência dos ataques especulativos. Desse modo, acredita-se que qualquer iniciativa que vise a construção de um cenário que possa indicar a possibilidade de ocorrência de crises, torna-se uma tarefa extremamente complexa.

Tomando como referência os modelos de KRUGMAN (1979) e OBSTFELD (1986), vê-se claramente que os cenários que antecedem e sucedem a ocorrência de um ataque especulativo são inteiramente divergentes naquelas duas alternativas de abordagem,

Corti relação ao cenário que antecede uma crise, o modelo que se baseia no mau desempenho dos fundamentos prevê uma série de modificações na performance de todo um conjunto de variáveis macroeconômicas, criando um ambiente cujas características são, em geral, as seguintes: déficit público crescente, expansão da oferta monetária, salários e preços em processo de elevação, taxa de câmbio real sobrevalorizada e agravamento do déficit comercial.

Ainda com relação ao período anterior à crise, quando se toma como instrumento de análise o modelo de crises autodeterminadas, ao contrário, não se faz necessário que ocorra qualquer mudança no desempenho dos fundamentos macroeconômicos. Não é preciso que

aconteça qualquer modificação significativa, ou perceptível, na trajetória daquelas variáveis, pois a decisão dos investidores de atacar ou não uma moeda depende de outro conjunto de fatores.

Considerando então o cenário que se segue à ocorrência de um distúrbio monetário, neste caso, as exigências das teorias com relação à trajetória das variáveis macroeconômicas se invertem. O modelo de Krugman não prevê qualquer comportamento específico para aquelas variáveis, enquanto que, no caso do modelo de Obstfeld, a mudança de postura por parte do governo em relação às políticas monetária e fiscal, quando posto diante de um ataque especulativo, faz com que os fundamentos da economia passem por um processo de ajustamento no período pós-ataque.

Entretanto, de acordo com a discussão anterior, por diversas vezes, fez-se referência ao termo período que antecede a ocorrência de uma crise. No entanto, até o presente, não ficou claro quais seriam os parâmetros que concretamente conduziriam à identificação da ocorrência ou não deste espaço temporal atípico, ou mesmo, da sua possível duração, até que os agentes tomassem a iniciativa de promover um ataque especulativo contra uma determinada moeda.

Pelas características das teorias estudadas, somente no caso das crises provocadas por mau desempenho dos fundamentos faz sentido a existência de um espaço de tempo dessa natureza. Como foi visto, as crises autodeterminadas resultam de mudanças repentinas, e imprevistas, nas expectativas dos investidores em relação à disposição das autoridades governamentais em defender a manutenção da taxa de câmbio em vigor. Portanto, ao perceberem que o Banco Central não manteria o compromisso de assegurar o valor vigente da taxa cambial, quando posto diante de uma pressão, os agentes atacariam instantaneamente a moeda.

O período referenciado acima é uma característica particular dos modelos que tomam por base a análise de KRUGMAN (1979). Seria, portanto, um intervalo de tempo cuja característica marcante passaria a ser a deterioração dos fundamentos da economia, deixando claro aos agentes que uma crise monetária estaria por vir.

Do ponto de vista teórico, torna-se interessante então, o seguinte questionamento: quão extenso será o período em discussão? Considerando o comportamento dos fundamentos macroeconômicos, a resposta mais adequada seria dizer que, à medida em que o volume de reservas se aproxima de um mínimo crítico, o colapso do regime cambial em vigor torna-se mais provável. Desse modo, o volume de reservas à disposição do Banco central é que, em última instância, determinaria a extensão do período em que o mesmo poderá manter a atual paridade cambial, frente a um ambiente desfavorável.

Dessa forma, de acordo com o modelo que toma por base os fundamentos macroeconômicos, as crises monetárias poderiam ser consideradas como fenômenos previsíveis. No entanto, isto não corresponde inteiramente ao que de fato tem acontecido na prática,

As crises têm se mostrado, em sua maioria, como fenômenos altamente imprevisíveis, por razões que ainda não são passíveis de uma enumeração mais precisa (GOLDFAJN & VALDÊS, 1997).

Entretanto, pelo menos do ponto de vista teórico, duas dessas razões tornam-se aparentes: a primeira delas é que nem todos os distúrbios monetários podem ser explicados pela deterioração dos fundamentos macroeconômicos e, a segunda, é que mesmo quando tais fundamentos são os elementos causadores, a deterioração dos mesmos pode não se apresentar como um processo contínuo, uma vez que aquelas variáveis são passíveis de choques, e estes, repentinamente, podem colocar em risco, inclusive, o regime cambial.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Conforme toda a discussão empreendida ao longo deste trabalho, os ataques especulativos são problemas característicos de regimes cambiais onde os governos tentam manter a taxa de câmbio fixa, ou, pelo menos, dentro de um certo intervalo preestabelecido.

Mesmo quando fica esclarecido que tais turbulências só se manifestam sob determinadas circunstâncias, mesmo assim ainda é muito conturbado o debate a respeito das variáveis que verdadeiramente causam o surgimento daquelas instabilidades; Uma busca na literatura que trata da questão conduz a três explicações distintas, a saber, o mau desempenho dos fundamentos macroeconômicos, o comportamento meramente especulativo dos agentes econômicos e os distúrbios externos.

De acordo com os modelos apresentados, nota-se que todos eles têm uma certa razão. Nesse caso, a partir dessa constatação, seria mais razoável concluir que nenhum dos mesmos, isoladamente, estaria apto a explicar, generalizadamente, a ocorrência do fenômeno dos ataques especulativos. Acredita-se que seja muito mais sensato admitir que os modelos apresentados constituem um arcabouço complementar, não podendo serem vistos apenas como um conjunto de teorias alternativas.

Assim, tomando por base as considerações anteriores, a ocorrência dos fenômenos em estudo, nas diferentes economias, deve ser analisada a partir do ponto de vista de suas especificidades. Ou seja, em cada caso os elementos causadores propostos por cada um dos modelos anteriormente apresentados devem receber um peso diferente.

Sabendo então que uma das características que mais se destacam em um regime de câmbio fixo é o seu colapso futuro, valeria então a pena optar por um regime dessa natureza? Ao se observar que, na prática, há sempre alguns países que preferem controlar, de alguma forma, a taxa de câmbio, pode-se dizer que, dependendo das prioridades de cada um, a resposta a tal indagação pode ser positiva.

Sempre que um governo resolve optar pelo controle das variações do preço da moeda externa, algumas justificativas parecem bem plausíveis, como é o caso em que se procura evitar que ocorram oscilações abruptas no valor da taxa cambial, dada a velocidade com que os investidores podem transferir seus ativos de um lugar para outro, bem como a insignificância de cada país frente ao volumes de recursos que circula no mercado internacional

de capitais. Do mesmo modo, países com tradição inflacionária procuram no regime de fixação oficial da taxa de câmbio uma âncora para sua política monetária.

Embora as justificativas anteriores sejam um tanto quanto convincentes, o problema maior é que ajustes periódicos precisam ser feitos e, quando os mesmos não são realizados no momento oportuno, ou na medida certa, as correções podem ocorrer de forma traumática, afetando profundamente o desempenho dos indicadores econômicos e a credibilidade da política governamental.

Acredita-se que um regime de taxa de câmbio flutuante pode deixar um país muito mais exposto a grandes instabilidades momentâneas. No entanto a ocorrência cada vez mais freqüente de episódios de crises monetárias deixa bem claro que não é o controle governamental que impede que o preço da moeda estrangeira flutue.

Os modelos apresentados dão uma boa indicação do que deve ser feito como forma de garantir a estabilidade cambial: em primeiro lugar, possuir uma política econômica que contemple a preservação do equilíbrio orçamentário, impedindo assim a deterioração dos fundamentos macroeconômicos e, em segundo lugar, estabelecer regras duradouras na condução das políticas monetária e fiscal, de modo que as mesmas fiquem totalmente isentas de ações contingenciais, evitando desse modo que os investidores possam se sentir incentivados a apostar em qualquer mudança de postura das autoridades, nas circunstâncias de uma pressão.

Dessa forma, para um país que deseja preservar o direito de continuar emitindo sua própria moeda, as regras apontadas acima tornam-se básicas para que a trajetória da taxa cambial seja aquela que conduz à estabilidade.

Summary: This paper evaluates the phasis of current research on speculative attacks and currency crises, paying attention to their sources by using the implications of the basic speculative attacks literature. It follows a description of the effects of flexibility in hypothesis on the main conclusions of the models showing the unknown path that the responses to that kind of phenomenon can assume. This paper also analyses the main implications of the currency crises theory. To conclude, the study supports the importance of appropriate fiscal and monetary policies to stabilize the exchange rate.

Key Words: Exchange Rate - Speculative Attacks - Currency Crises

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

EICHENGREEN, B., Rose, A., WYPLOSZ, C. Speculative attacks on pegged exchange rates: na empirical exploration with special reference to the european monetary system. NBER Working Paper n. 4898, october, 1994.

FLOOD, R. P. & GARBER, P. M. Collapsing exchange rate regimes: some linear examples. Journal of International Economics, v, 17, p. 1-13, august, 1984.

GARBER P. M. & SVENSSON, L. E. O. The operation and collapse of fixed exchange rate regimes. In; GOSSMAN, G. & ROGOFF

K. (Orgs.) Handbook of International Economics. Elsevier Science. 1995. V. 3, p. 1865-1911.

GLICK, R. & ROSE, A. K. Contagion and trade: why are currency crises regional? NBER Working Paper 6806, november 1998.

FLOOD, R. P. e GARBER, P. M. Collapsing exchange rate regimes: some linear examples. Journal of International Economics, v. 17, p. 1-13, august, 1984.

GOLDFAJN, I. e VALDÉS, R. O. Are currency crises predictable? IMF, Working paper n. 159, december, 1997.

ISARD, P. Exchange rate economics. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1995.

KRUGMAN, P. A model of balance of payments crises. Journal of Money credit and Banking, v. 11, p. 311-25, august, 1979.

_. Currency crises. [Http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html](http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html), 1997. {On line}.

OBSTFELD, M. Balance-of-payments crises and devaluation. Journal of Money, Credit, and banking, v. 16, n. 2, p. 208-17, may, 1984.

_. Rational and self-fulfilling balance-of-payments crises. The American Economic Review, v. 76, n. 1, p. 72-81, march, 1986.

_. Models of currency crises with self fulfilling features, European Economic Review, v. 40, p. 1037-47, 1996.

OBSTFELD, M & ROGOFF, K. The mirage of fixed exchange rates. Journal of economic Perspectives. Y 9, p. 73-96, fall, 1995.

OBSTFELD, Speculative attacks and macroeconomic fundamentals: evidence from some european currencies, European Economic Review, v. 41, p. 847-59, 1997K

PAZARBASIOGLU, C. e ÖTKER, I, Likelihood versus timing of speculative attacks: A case study of Mexico. European Economic Review, v. 41, p.837-45, 1997a.