

ÂNCORA CAMBIAL E PROGRAMAS DE ESTABILIZAÇÃO NA AMÉRICA LATINA: CONSIDERAÇÕES GERAIS

MARIA LUIZA FALCÃO SILVA*

Resumo:

Recentemente diversos países da América Latina, apresentando cenários hiperinflacionários crônicos e vários tipos de desequilíbrios, implementaram programas de estabilização que têm pelo menos um aspecto em comum: o fato de utilizarem a taxa de câmbio como âncora nominal. Este trabalho revisita a discussão em torno de programas de ancoragem cambial examinando as principais razões para sua insustentabilidade. Essa literatura tem uma enorme interface como o debate entre teóricos ortodoxos e heterodoxos a respeito de crises cambiais. Conclui-se que os novos argumentos que aparentemente emergem desse debate são, na realidade, velhos argumentos tantas vezes levantados pela heterodoxia.

Abstract:

Recently, a number of Latin American countries with high inflation and various kinds of imbalances have experienced exchange-rate-based disinflation stabilisation experiments. This paper revisits these experiences examining the main reasons for the collapses of the exchange-rate regimes that sustain these programmes. This topic is related with the debate between orthodox and heterodox theorists about currency crises. What emerges from the paper is the conclusion that most of the “new” arguments presented to explain recent currency crises are old arguments used so many times in the past by heterodox theorists.

I. INTRODUÇÃO

A situação hiperinflacionária que prevaleceu em diversos países da América Latina, nos anos 1980 e em alguns casos no início dos anos 1990, apesar das inúmeras tentativas, fracassadas, de controlar os agregados monetários- como sugeriam os ‘monetaristas’, terminou conduzindo à implementação de programas de estabilização que têm pelo menos um aspecto em comum: o fato de utilizarem a taxa de câmbio como âncora nominal. Neste caso, o tamanho da base monetária passa a não mais depender das decisões isoladas dos bancos centrais desses países, mas, da quantidade de reservas internacionais acumuladas e das leis e regras que relacionam o estoque de reservas com a criação de moeda. Com isso a possibilidade de gerenciamento da política econômica em geral, e da política monetária em particular, por meio de atitudes discricionárias fica bastante prejudicada e até inviabilizada. Estamos considerando, especialmente, economias que procuram estabilizar suas moedas a partir do atrelamento de moedas ‘fracas’ a moedas ‘fortes’ por meio das popularmente chamadas ‘âncoras cambiais’ ou do que se convencionou chamar de ‘programas de

estabilização ancorados no câmbio’.

É importante destacar que programas de estabilização no período recente - final dos anos 1980 e ao longo dos anos 1990 - estão umbilicalmente relacionados com o cenário internacional prevalecente, quando a economia mundial atravessou profundas transformações. Inúmeros analistas já chamaram atenção para o fato de que o processo de globalização financeira tem se dado em ritmo mais rápido e em intensidade maior do que a globalização do comércio criando problemas adicionais para processos de estabilização de economias emergentes e em desenvolvimento, e tirando margem de manobra da política econômica. Edwards (1996, p.176), por exemplo, sugere, explicitamente, que programas de estabilização quando combinados com influxos de capitais volumosos, intermediados por sistemas bancários frágeis, podem gerar situações de sobrevalorização da moeda doméstica, setores financeiros vulneráveis e, eventualmente, o colapso da moeda. Ou seja, levar ao colapso do programa de estabilização e da própria economia.

Os problemas associados a moedas sobrevalorizadas são por demais conhecidos para nos determos em longas explicações: crescem as importações e minguam as exportações que se somam a déficits, muitas vezes crônicos, na balança de serviços provocando situações deficitárias permanentes na balança de transações correntes. Ora, déficits em transações correntes só podem ser financiados com superávits na conta de movimentos de capitais, ou seja: pela entrada, a qualquer custo, de capitais externos sob a forma de investimentos diretos (atraídos, muitas vezes, por processos de privatizações), de capitais de *portfolio* (de curto prazo) e/ou pela ampliação da dívida externa via contratação de novos empréstimos junto ao sistema financeiro internacional.

Quando prevalecem fluxos de capitais de curto prazo, as taxas de juros internas precisam ser mantidas em níveis bem mais elevados do que as praticadas no chamado resto do mundo uma vez que devem, necessariamente, embutir não apenas a expectativa de desvalorização da moeda doméstica (sobrevalorizada em consequência do modelo acima referido) como, também, o risco associado pelos formadores de opinião que atuam no mercado financeiro do país hospedeiro. Quando o risco é muito grande, refletido na desconfiança dos agentes de que o país não conseguirá, por exemplo, sustentar seu nível de reservas – lastro da moeda doméstica em países ancorados em moedas fortes – as taxas de juros podem atingir, repentinamente, níveis inimagináveis. Juros muito elevados agravam déficits

públicos, aumentam a dívida interna e fazem crescer o risco de falência do governo. Os mesmos juros, preço da ‘confiança’ almejada, inviabilizam os investimentos; quebram empresas e bancos; dobram taxas históricas de desemprego. Todos os aspectos acima destacados ampliam a vulnerabilidade do país a ataques especulativos à moeda doméstica. Instala-se a crise e o modelo entra em colapso.

Vale frisar, contudo, que esse não é o único caminho a ser necessariamente trilhado pelos países emergentes inseridos na economia global. É a trajetória que foi livremente escolhida por formuladores de política econômica de alguns desses países, vistos como carentes de ‘credibilidade’ e ansiosos por obterem a aprovação dos países dominantes no cenário mundial. Se viável para situações transitórias é, claramente, insustentável como trajetória de longo prazo. Em muitas economias emergentes esse processo tem criado sérios entraves – verdadeiras arapucas. Armadilhas que aprisionam governos sufocados pelas situações de inadimplência tanto a nível interno quando externo.

A história não termina aí. Quando a crise é deflagrada, o capital externo não tem qualquer clemência. Numa economia ‘globalizada’ o capital sem pátria debanda comportando-se, racionalmente ou não, como um ‘estouro de manada’ (*herding behavior*). O custo da informação é alto e o mais sensato é partir em retirada sem querer muito questionar o porquê. As crises são contagiosas e a química de transformação de dinheiro em pó já se tornou conhecimento geral. Extrapolou as mentes privilegiadas dos ganhadores do Prêmio Nobel de Economia de 1997.

Assim, as implicações da globalização financeira para o exercício de políticas nacionais autônomas são extremamente complexas quando estamos lidando com economias emergentes em fase de implementação de programas de estabilização com ancoragem cambial, para o combate a processos inflacionários crônicos. Esse era o caso da Argentina, quando a lei de conversibilidade foi aprovada em 1991 e do Brasil, quando o Plano Real foi implementado em 1994, por exemplo.

Neste ensaio, após a apresentação geral do problema relacionado à adoção de âncoras cambiais por países emergentes na introdução do trabalho, revisitamos, na seção II, características gerais relacionados com a experiência de programas de estabilização ancorados no câmbio. A seção III- aspectos teóricos das crises cambiais- resume os principais pontos do debate entre ortodoxos e heterodoxos a respeito das referidas crises. Finalmente, na seção IV, concluímos as questões abordadas.

II. AMÉRICA LATINA: PROGRAMAS ALTERNATIVOS DE ESTABILIZAÇÃO COM ANCORAGEM CAMBIAL

Brasil e Argentina: Plano Real versus Plano de Conversibilidade

O principal acontecimento afetando a economia brasileira a partir dos anos 1990 foi, com certeza, a implantação do *Plano Real* em julho de 1994. O elemento central do *Plano Real* foi a criação da âncora cambial, como já havia ocorrido em outros países da América Latina, em processos de estabilização, na busca do combate a processos inflacionários crônicos.

A Lei número 9.069, aprovada em 29.06.1995, que criou a nova unidade monetária, o *real*, desenhava, também, uma política monetária para manter o crescimento da moeda alinhado à disponibilidade de reservas internacionais. A relação entre a base monetária e os movimentos nas reservas internacionais era mais frouxa do que a ‘quase-caixa de conversão’ institucionalizada na Argentina desde abril de 1991 quando, por meio da Lei de Conversibilidade No. 23.929, estabeleceu-se um lastro da moeda doméstica em termos da moeda internacional (a emissão de moeda foi condicionada à disponibilidade de reservas internacionais – dólares norte-americanos – com cobertura de pelo menos 80% da base monetária) e ainda estabeleceu a paridade fixa de 1:1 entre o dólar americano e o peso argentino. No caso do experimento brasileiro a maior flexibilidade do programa decorria do fato do valor da taxa de câmbio nominal não estar explicitamente imposto por lei, permitindo ao governo atuar com um certo grau de discricionariedade. Inicialmente foi adotada uma ‘banda cambial’ limitada apenas superiormente, e depois completa, proporcionando, contudo, certa margem de manobra no seu interior e na alteração dos próprios limites da banda de flutuação.

De fato, no caso brasileiro a paridade máxima entre o real e o dólar foi anunciada, oficialmente, no momento da implantação do *Plano Real*, como equivalente a $R\$1 = US\1 . O limite inferior não foi num primeiro momento oficialmente fixado. Entre julho e setembro de 1994 não houve qualquer intervenção no mercado de câmbio e a taxa de câmbio sofreu, de fato, uma apreciação, caindo para algo em torno de $R\$.85/US\1 . Tendo em vista que as consequências da apreciação da moeda afetaram a balança de transações correntes, em setembro o Banco Central realizou sua primeira intervenção no mercado de câmbio e anunciou,

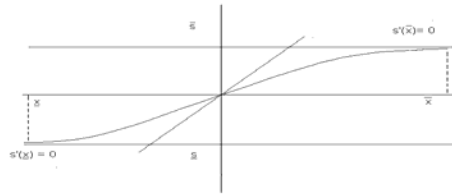
em outubro, informalmente, que estaria disposto a comprar dólares a uma taxa mínima de R\$.82/US\$1, e vender a uma taxa máxima de R\$.86/US\$1. Estava assim caracterizado um sistema ‘informal’ de bandas cambias tendo apenas um limite superior oficialmente determinado, mas um limite inferior implicitamente assumido, haja visto o comportamento da autoridade monetária. A institucionalização do regime de bandas, com a determinação oficial de limites inferiores e superiores só ocorreu, de fato, a partir do final do primeiro trimestre de 1995. No período 1995-1999 houve seguidos leilões de *spread* com o objetivo de desvalorizar gradualmente a moeda doméstica. O sistema de câmbio modificou-se ao longo do período passando a prevalecer um sistema de bandas móveis que se assemelha ao tão conhecido antigo sistema de minidesvalorizações freqüentes. Isto não impediu, contudo, que o regime cambial brasileiro entrasse em colapso em janeiro de 1999.

Bandas Cambiais: aspectos teóricos

As bandas cambiais caracterizam-se pelo estabelecimento de limites superiores e inferiores para variações do câmbio, pressupondo-se que dentro desses limites a taxa de câmbio flutua, livremente, em torno de uma taxa de referência (*FEER - Fundamental Equilibrium Exchange Rate*), subentendida como a taxa que asseguraria os equilíbrios interno e externo da economia. Compromete-se a autoridade monetária a intervir no mercado cambial toda vez que a taxa de câmbio se aproximar dos limites da banda, sinalizando para os agentes econômicos que a política cambial está sob controle e deverá ser honrada.

A Figura 1 dá uma idéia, embora superficial, de como o sistema teoricamente funciona. Atribuiu-se à taxa de câmbio o símbolo (s), sendo $s'(\bar{x})$ o limite superior, e $s'(\underline{x})$ o limite inferior. O x representa um conjunto de variáveis consideradas como os ‘fundamentos’ macroeconômicos da economia (oferta de moeda e orçamento público, etc.).

Figura 1 : O Regime de Bandas Cambiais



Flutuações da oferta de moeda acima da demanda de moeda (para financiar déficits nas contas do governo, por exemplo) podem explicar flutuações da taxa de câmbio. A reta diagonal que aparece no gráfico expressa a relação de proporcionalidade entre o movimento da taxa de câmbio e o movimento dos ‘fundamentos’ na ausência de bandas cambiais (taxas de câmbio flutuantes). Quando o governo anuncia o estabelecimento de um regime de banda cambial, ele está anunciando a disposição de sustentar os limites anunciados mediante a correção dos ‘fundamentos’ de forma a evitar que a taxa de câmbio ultrapasse os limites explicitados para a banda. Sendo o governo ‘crível’ e o mundo um cenário onde prevalecem as expectativas racionais, a idéia é de que os agentes vão antecipar as intervenções do governo de forma que o ajustamento ótimo de câmbio pelo mercado será muito mais suave do que o que se observaria na ausência de banda. Isto fica claro no gráfico pela declividade da reta (câmbio flutuante) *vis-à-vis* a declividade da curva em S (regime de bandas cambiais). A maior suavidade dos ajustes é apontada como vantagem da banda cambial.

A imposição de bandas cambiais tem sido apontada (Frenkell e Goldstein, 1986) como conveniente por funcionar como âncora para expectativas de taxas de câmbio de médio prazo, exercendo um papel estabilizador e evitando a volatilidade que caracterizou o movimento das taxas cambiais quando foram deixadas a flutuar livremente após a derrocada, no início dos anos 1970, do sistema estabelecido em

Bretton Woods (1944). Além disso, elas teoricamente permitiriam estabelecer disciplina e coordenação das políticas macroeconômicas, evitando desalinhamento de moedas e permitindo processos de crescimento sustentados.

Inúmeras são as críticas feitas ao regime de bandas cambiais. Mesmo os economistas ‘ortodoxos’ manifestam dúvidas com relação à credibilidade das bandas. Os críticos ortodoxos duvidam que elas sejam mais críveis do que o anúncio de uma regra de emissão monetária rígida, ou uma meta inflacionária, por exemplo. Argumentam que a necessidade de modificar os limites da banda para adaptá-los a mudanças em variáveis econômicas acabam por abalar-lhe a credibilidade.

Uma crítica ‘heterodoxa’ tem a ver com os supostos embutidos na fixação e administração das bandas cambiais. Estas supõem um equilíbrio interno associado a um nível de desemprego (NAIRU) - *Non Accelerated Inflationary Rate of Unemployment* -, o que significa supor um nível de desemprego natural, por exemplo. A determinação do NAIRU, por sua vez, bem como da regra de garantia de equilíbrio interno e externo, supõem um modelo econômico onde *a priori* é possível desenhar um ponto de atração (o de equilíbrio) a médio ou longo prazos, independentemente da trajetória a ser seguida pela economia para atingi-lo (Davidson, 1992-93).

Pós keynesianos como Davidson e os heterodoxos em geral, não aceitam que se possa determinar *a priori* qualquer ponto de equilíbrio a longo prazo, porque o próprio ponto de equilíbrio tende a se alterar conforme as condições gerais da economia forem se modificando. Assim, duvidam da regra de determinação e da administração da taxa de câmbio de referência e da taxa de crescimento do produto nominal segundo este critério. O problema, porém, não se restringe apenas ao critério de determinação dos limites da banda ou da sua taxa de câmbio de referência, mas relaciona-se com a própria concepção de banda de flutuação como um regime adequado. Se as expectativas dos agentes econômicos sobre a atitude do governo é que garantem a estabilidade da banda e não é possível, *a priori*, determinar o ponto de equilíbrio externo e interno, então as expectativas não têm também este ponto de ancoragem, sendo, por isso, permeadas pela incerteza. Assim, podem ser ou não estabilizadoras, o que coloca em risco a viabilidade das bandas.

As repercussões dos programas de estabilização implementados pelas diferentes economias, no caso mais particularmente sobre as economias argentina e brasileira, como a experiência dos programas de estabilização ancorados no câmbio implementados em outros países mostrava, eram, de certa forma, previsíveis:

- A tendência embutida na adoção de âncoras de atuar diretamente sobre as expectativas inflacionárias, consideradas como elemento chave na determinação da inflação no curto prazo. Isso aumentava as chances de debelar, ou pelo menos reduzir rapidamente a inflação a um custo considerado como relativamente insignificante (Calvo e Végh, 1993).
- O fato de que programas de estabilização ancorados no câmbio estavam associados, logo após sua implementação, a um comportamento cíclico da economia, do tipo '*boom-recession*' (expansão-contracção), contrariando a tendência convencional, de acordo com a qual a implementação de políticas de estabilização vinham, em geral, acompanhadas por uma recessão imediata (Kiguel e Liviatan, 1992). Calvo e Végh (1993), não negam a existência desse ciclo mas o atribuem a situações temporárias que acompanham a queda brusca da inflação. Argumentavam ainda os autores que esse efeito tornou-se fonte de discussão, uma espécie de quebra cabeça, para economistas teóricos e formuladores de política econômica. Easterly (1996), por exemplo, se perguntava: não estará essa expansão de curto prazo simplesmente adiando a inevitável recessão?
- A necessidade de manutenção de taxas de juros domésticas elevadas em relação às demais taxas praticadas no resto do mundo, quando programas de estabilização ancorados no câmbio estão sendo executados, é outro aspecto crucial. Quando elevadas, as taxas de juros domésticas atraem capital externo, condição necessária para a sustentabilidade do plano (ampliação de reservas internacionais). Contudo, taxas de juros elevadas se traduzem, também, em baixos níveis de investimento e encarecem os serviços das dívidas interna e externa. Tentativas de explicar o comportamento das taxas de juros e de sua manutenção em níveis estratosféricos em países sujeitos a ancoragem cambial têm merecido a atenção de inúmeros analistas que elaboram suas argumentações a partir de uma literatura que enfoca a questão da 'credibilidade', da possibilidade de 'crises no balanço de pagamentos de países em fase de estabilização' e dos 'ataques especulativos às moedas domésticas'.

- Finalmente, há uma tendência que se manifesta nos programas ancorados no câmbio de manutenção de taxas de câmbio sobrevalorizadas, agravando antigos problemas ligados aos balanços de pagamentos dos países ou criando novos problemas. É notório que taxas de câmbio sobrevalorizadas incentivam a importação de bens e serviços e desestimulam comprometendo, nos diferentes países, a obtenção de saldos positivos na balança comercial. Os saldos negativos na balança comercial muitas vezes vão somar-se a déficits crônicos da balança de serviços levando a déficits em transações correntes cada vez mais insustentáveis em termos de financiamento externo (representado pelo saldo líquido dos movimentos de capitais). É notório, também, o impacto da fuga de capitais sobre a balança de capitais, refletindo a desconfiança dos agentes internacionais com relação à sustentabilidade de programas de estabilização ancorados na taxa de câmbio.

Os efeitos e processos observados no Brasil foram destacados em Mollo e Silva (1999) e podem ser extrapolados para outras economias latino-americanas. Resumidamente, no caso brasileiro, tivemos a seguinte seqüência de acontecimentos: a sobrevalorização inicial da moeda nacional ocasionada pela elevada inflação interna responsável pelo resíduo inflacionário permaneceu quando o câmbio foi fixado. Uma vez sobrevalorizado o câmbio, a taxa de juros alta garantiu rentabilidade à entrada de capitais estrangeiros. Caso contrário, a mera perspectiva de desvalorização da moeda interna desestimularia sua entrada. Observe-se, porém, que o aumento da taxa de juros, ou o diferencial de juros para atrair capital externo, torna-se uma exigência permanente dos programas de estabilização ancorados no câmbio. Foi o que ocorreu no Brasil. Assim, se por um lado a entrada de capitais sobrevalorizando o câmbio foi útil para baixar a inflação, por outro exigiu taxas de juros enormes, tolhendo ao longo do tempo o crescimento e elevando o nível de desemprego. Além disso, o impacto das altas taxas de juros se fez sentir na expansão do déficit nominal do governo e no aumento da dívida pública interna líquida acabando por fragilizar financeiramente o próprio governo e torná-lo menos 'crível'. Tornamo-nos reféns da armadilha dos juros elevados.

O cenário acima descrito possui todos os ingredientes necessários para

precipitar o colapso dos regimes cambiais – câmbio fixo ou bandas cambiais - que dão sustentação aos programas de estabilização , precipitando as chamadas crises cambiais.

III. ASPECTOS TEÓRICOS DAS CRISES CAMBIAIS

Crises cambiais podem ocorrer devido à antecipação pelos agentes de uma mudança no regime cambial. A especulação, nesse sentido, não é estabilizadora: acelera a corrida em direção às reservas internacionais levando, em diversos casos, à desvalorização da taxa de câmbio.

De forma resumida, a visão ‘ortodoxa’ sobre crises cambiais fundamenta-se no modelo canônico desenvolvido por Krugman (1979) e Flood e Garber (1984) explicando crises cambiais

como o resultado de uma inconsistência fundamental entre as políticas domésticas – tipicamente a persistência de déficits orçamentários financiados por expansão da moeda – e a tentativa de manter a taxa de câmbio fixa. Esta inconsistência pode ser temporariamente contornada se o banco central tiver um volume de reservas suficientemente grande, mas quando essas reservas se tornam inadequadas os especuladores vão reagir com uma onda de vendas. [Krugman, 1997, p.3]

A lógica do modelo pode ser descrita pela seguinte sucessão de fatos: o governo tem um déficit, possui um estoque de reservas e controla a taxa de câmbio. O financiamento da dívida por meio de criação de base monetária leva a um crescimento do preço sombra da divisa. Quando o preço sombra se torna mais elevado que o preço defendido pelo governo, os especuladores atacam o estoque de reservas internacionais. O governo, em geral, não tem condições de sustentar o ataque, e o sistema entra em colapso.

Uma segunda geração de modelos explicativos de crise cambiais foi desenvolvida misturando o modelo canônico com o enfoque de jogos de custo/benefício de Barro e Gordon (1983). O principal elemento desses modelos é o *trade-off* entre inflação e desemprego ou um *trade-off* entre inflação e dívida pública. Nesses modelos, a condição de paridade de poder de compra (PPC) relaciona a taxa de câmbio aos preços e à inflação. Assim o jogo leva a uma escolha entre a fixação da taxa de câmbio (menos inflação, mais desemprego e maior o custo da dívida, por exemplo) e a desvalorização da taxa de câmbio (mais inflação, menos desemprego e

menor custo da dívida). O equilíbrio final depende da expectativa dos agentes, da natureza dos choques e das condições iniciais. Expectativas de que o governo abandonará a taxa de câmbio fixa pode implicar no aumento do custo de defendê-la podendo mesmo precipitar a crise cambial. Uma implicação importante desses modelos é a possibilidade de profecias auto-realizáveis.

Contrariamente ao modelo padrão de Krugman, no qual o ataque especulativo resulta de um desequilíbrio nos ‘fundamentos’, Obstfeld e Rogoff (1996) e Velasco (1996), entre outros, advogam a possibilidade de crises cambiais como o resultado de profecias auto-realizáveis mesmo quando os ‘fundamentos’ estão corretos.

É notório o uso que o pensamento dominante faz da idéia ‘heterodoxa’ de *animal spirits* de Keynes (1936) para dar suporte aos seus argumentos. É conveniente reproduzir as observações provenientes de alguns dos mais conhecidos representantes dessa escola: Velasco (1996) e Obstfeld & Rogoff (1996), por exemplo:

Então, a credibilidade da taxa de câmbio fixa é parcial e depende dos *animal spirits*. [Velasco, 1996, p.271]

A raiz do problema é que as expectativas de desvalorização elevam a taxa de desemprego criando um incentivo para o governo validá-las desvalorizando *ex-post*. [Obstfeldt e Rogoff, 1996, p. 652]

A noção keynesiana de expectativas auto-realizáveis emerge de um modelo heterodoxo completamente diferente. No caso de Keynes ‘fundamentos’ não são importantes já que eles não podem ser a base para as expectativas do futuro em um mundo onde prevalece o estado de incerteza radical. Nesse sentido, não há lugar para uma relação entre a taxa de câmbio e os chamados ‘fundamentos’. De acordo com Keynes, os ‘fundamentos’ seriam dependentes das expectativas dos agentes e mais especificamente dos *animal spirits*. Não há uma separação clara possível entre ‘fundamentos’ e ‘bolhas’. De certa forma ambos são parte de um mesmo fenômeno e dependentes do estado das expectativas. No caso das taxas de juros, se mais agentes econômicos acreditam que elas irão aumentar e vendem os títulos, maior será o aumento das mesmas. O mesmo ocorre com a taxa de câmbio. Ou seja, as taxas de câmbio são afetadas pelos preços dos ativos da economia doméstica tanto quanto as taxas de juros. O caráter especulativo da demanda por moeda que é capaz de produzir agregados monetários instáveis é, também, capaz de influenciar a dinâmica das taxas

de câmbio. Nesse contexto crises cambiais fazem parte de crises mais amplas.

A hipótese da instabilidade financeira

Em adição a esses modelos chamados de ‘modelos de nova geração’, devemos mencionar as contribuições de Calvo e Mendoza (1996 a,b) e Krugman (1998). Embora os trabalhos tenham sido desenvolvidos para explicar circunstâncias diferentes - os primeiros desenvolvem seu modelo para entender o colapso do México de 1994, e o último analisa a crise recente da Ásia - eles apresentam inúmeros aspectos em comum.

Calvo e Mendoza (1996 a, b), sugerem um modelo em que as crises cambiais estão associadas às crises financeiras. Como o argumento é apresentado, expansão dos fluxos de capitais estrangeiros aumentam a liquidez dos bancos privados ampliando a capacidade de empréstimos pelos mesmos. Dada a garantia esperada dos depósitos pelas autoridades monetárias, os depositantes não pressionam por qualquer tipo de controle das atividades de empréstimo bancárias. Por outro lado, os banqueiros compram ativos arriscados. Como resultado, as atividades do sistema bancário tornam-se frágeis. Antecipações de desvalorizações levam à substituição de moeda doméstica por moeda estrangeira. Bancos, quando não são capazes de honrar os seus compromissos com seus depositantes, terminam sendo resgatados pelo Banco Central enquanto prestador de última instância. O aumento da base monetária valida a corrida bancária e a economia perde reservas internacionais. De acordo com Calvo e Mendoza, a crise cambial torna-se uma crise de desequilíbrio de estoque – um nível muito elevado de ativos líquidos em relação ao estoque de reservas.

Uma história alternativa é contada por Krugman (1998). Sua interpretação é, basicamente, a mesma de Calvo e Mendoza (1996 a, b) com a diferença que neste caso Krugman argumenta que as crises cambiais são um aspecto das crises financeiras. De acordo com seu ponto de vista, a desregulamentação financeira leva a ciclos de expansão. Banqueiros são especuladores que não têm nada a perder mas muito a ganhar de *portfolios* arriscados. O comportamento arriscado dos banqueiros é explicado por *moral hazard* dado que as autoridades monetárias garantem os depósitos. Este é o mesmo mecanismo alegado por Calvo e Mendoza. A principal diferença é que no caso de Krugman a ênfase é colocada nos ciclos de investimento. É interessante notar que a taxa de retorno considerada pelos intermediários financeiros –

a taxa de retorno *pangloss* de acordo com Krugman (1998) – é mais elevada do que a taxa de retorno esperada. A explicação vem do fato de que os resultados que importam para os investidores são os que se encontram acima da taxa de retorno mínima, dado que eles percebem a garantia dada pelo governo. *Moral hazard*, que favorece o comportamento arriscado dos bancos, provoca investimento em excesso.

Nosso entendimento é que os argumentos apresentados nessas histórias são complementares. O cenário de Krugman é suficiente para produzir uma crise financeira. Calvo e Mendonza, por outro lado, enfatizam a complementariedade entre a crise cambial e a crise financeira.

Vale a pena reproduzir a história dos ciclos de negócios financeiros de Krugman:

Então com o que uma verdadeira explicação da crise asiática se pareceria? Deixe-me propor a seguinte história: O problema começou com os intermediários financeiros – instituições cujos débitos eram considerados como tendo garantia implícita do governo, mas eram desregulados e, portanto, sujeitos a problemas severos de *moral hazard*. Os empréstimos excessivamente arriscados criaram inflação – não no preço de bens, mas nos preços dos ativos. O sobre preço dos ativos era sustentado em parte por uma espécie de processo circular, no qual a proliferação de empréstimos arriscados provocou a elevação dos preços dos ativos arriscados, tornando as condições financeiras dos intermediários parecer mais saudável do que era. E daí a bolha explodiu. O mecanismo da crise, eu sugiro, envolveu aquele mesmo processo circular no reverso: a queda dos preços dos ativos tornou a insolvência dos intermediários financeiros visível, forçando-os a cessar operações, provocando deflação adicional dos ativos. Esta circularidade, por sua vez, pode explicar tanto a gravidade das crises como a aparente vulnerabilidade das economias da Ásia a crises auto-realizáveis – que por outro lado, ajuda a entender o fenômeno do contágio entre economias aparentemente pouco relacionadas.

[Krugman, 1998, p. 3]

O ponto importante nessas explicações, particularmente no trabalho de Krugman (1998) é o reconhecimento de aspectos das crises que sempre foram apontados por economistas ‘heterodoxos’:

- a) Há o reconhecimento de que a instabilidade pode ter origem financeira em economias com sistemas financeiros pouco regulados, como discutido acima.
- b) Há o reconhecimento de que a instabilidade financeira produz efeitos reais. É notória, por exemplo, a quebra da neutralidade da moeda durante as crises financeiras.

De acordo com Krugman (1998), *moral hazard* eleva a eficiência marginal do capital levada em conta pelos bancos - o que ele chama de taxa de retorno *pangloss*. Em consequência, mesmo projetos de investimento que não apresentavam valor presente positivo poderão se tornar passíveis de financiamento. Assim, o cenário pode apresentar excesso de investimentos e má alocação de recursos *vis-à-vis* as condições de equilíbrio com efeitos temporários e/ou permanentes.

- a) Há o reconhecimento de que crises cambiais são parte da instabilidade financeira. Para Krugman (1998) depois do recesso financeiro a queda repentina dos valores dos ativos financeiros levarão a uma saída de capital e a uma perda crescente de credibilidade na moeda doméstica. As crises cambiais são vistas como uma parte integral das crises gerais da economia. Esse é, também, o argumento por trás das interpretações pós-keynesianas das crises cambiais. Um bom exemplo desta interpretação aparece em Dow (1993). Dow analisa o ciclo dos negócios no contexto de uma economia aberta com taxa de câmbio fixa. Ela argumenta que, nesse caso, a oferta de moeda é aumentada pelas reservas internacionais e torna-se pró-cíclica exacerbando os efeitos do crédito doméstico. Durante a contração a saída de capitais causada pelo declínio das taxas de juros e pela falta de confiança no sistema financeiro precede o piso do ciclo. Em consequência do desenvolvimento da crise financeira pode ocorrer um deslocamento da demanda por moeda em direção à moeda estrangeira forte (às vezes âncoras estabilizadoras) preparando o caminho para os ataques especulativos. Alves Jr, et. al.(1999-2000), também dentro da tradição pós keynesiana , argumentam que:

em um mundo global e incerto, não podemos considerar instabilidade financeira e ataques especulativos como “anomalias”. Pelo contrário, eles são esperados, e resultados possíveis que surgem da forma como os mercados financeiros globais operam, em um sistema não ergódico onde não existe um arcabouço de salvaguardas para atuar como um *market maker* global. [Alves Jr, et. al.,1999-2000, p.220]

Comportamento de manada

Para explicar o aumento da saída de capitais que caracteriza as crises Calvo (1995) adiciona à sua história algum tipo de externalidade que ele chama de ‘comportamento de manada’. Sua proposição é que os investidores globais não olham

para os ‘fundamentos’ já que a informação é custosa e apresentam ‘comportamento de manada’. Os investidores comparam a diversificação do *portfolio* - que reduz o risco, com a informação custosa para administrar tal *portfolio*. Os benefícios marginais de obter e ordenar as informações específicas de um país diminuem com a diversificação geográfica e o investimento se torna altamente sensível a pequenas mudanças nas taxas de retorno percebidas. Mais tarde, escrevendo com Mendoza em 1996, eles concluem:

diversificação encoraja ignorância, e nesse cenário mesmo rumores frívolos podem desencadear fluxos maciços de capitais que são aparentemente inconsistentes com os fundamentos dos países... a volatilidade é um aspecto inescapável da economia global que surge com suas vantagens pela diversificação de risco, transferências de tecnologia e melhoria da eficiência na alocação dos recursos. [Calvo and Mendoza, 1996b, p.174]

O comportamento de manada foi reconhecido por Keynes no contexto do mercado de ações. A existência de incerteza explia o comportamento baseado em convenções. Esse comportamento explica o movimento de manada quando muda a convenção.

Embora o cardápio gera de enfoques seja variado e contemple aspectos do pensamento heterodoxo, a postura ortodoxa continua sende de que as crises são patologias (Blanchard 1997).

Finalizando, cabe ressaltar que a posição heterodoxa destaca o caráter endógeno e sistêmico das crises. Na medida em que o ambiente é de incerteza radical e o comportamento baseado em convenções, o sistema apresenta grande fragilidade. A demanda por ativos, nesse contexto, sempre tem um componente especulativo (Alves Jr. et al., 1999-2000). Por outro lado, a ausência de fundamentos torna os agentes propensos a movimentos coletivos de tipo manada.

IV. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O Brasil, em janeiro de 1999, modificou sua política cambial para um regime de câmbio flutuante (flutuação suja), premido a isso pelos ataques especulativos que, nos últimos meses, reduziram suas reservas cambiais de US\$ 74 bilhões, em abril de 1998 para cerca de US\$ 30 bilhões quando da liberação do câmbio em 15 de janeiro

de 1999. A desvalorização da moeda atingiu algo em torno de 70% surpreendendo os analistas mais pessimistas. A perda dramática de reservas e os problemas enfrentados pelo *Plano Real* não foram surpresas. Foram decorrência da vulnerabilidade a que se sujeitou o país com a liberalização da economia e a adoção de um programa de estabilização de combate à inflação atrelado aos fluxos de capitais externos. A Argentina, por sua vez, embora mantendo a lei de conversibilidade desde 1991 vem enfrentando problemas que apontam, cada vez mais, na direção da insustentabilidade do programa de câmbio fixo. A vulnerabilidade dessas economias foi inúmeras vezes anunciada e criticada por teóricos de tendências diversas. O aspecto interessante a ser destacado dessas críticas é que a identificação da insustentabilidade de um programa de estabilização atrelado a uma âncora cambial, ou da vulnerabilidade das economias que os adotam, quer sob a ótica dos analistas heterodoxos, quer sob a ótica de analistas ortodoxos, apoiam-se, conforme salientamos ao longo do artigo, em argumentos tantas vezes enfatizados pela heterodoxia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVES JR., A.J., FERRARI, F. & DE PAULA, L.F. (1999-2000). "The Post Keynesian critique of conventional currency crisis models and Davidson's proposal to reform the international monetary system", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 22, nº 2, Winter, pp. 207-226.

ANDRADE, J.P.& SILVA, M.L.F.(1999). "Divergências e convergências sobre as crises cambiais". Em: Lima, G.T., J. Sicsú e L.F. de Paula (orgs.) *Macroeconomia Moderna – Keynes e a Economia Contemporânea*. RJ: Editora Campus, cap.14, pp.306-327.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, *Boletim do Banco Central do Brasil*, diversos números.

BARRO, R. J. & GORDON, D.B.(1983). "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model." *Journal of Political Economy*, 91 (4). Pp. 589-609, August.

BLANCHARD, O. (1997). *Macroeconomics*, Prentice Hall, New Jersey.

CALVO, G. A., & VÉGH, C.A. (1993). 'Exchange Rate-Based Stabilization under Imperfect Credibility', Em: Frisch, Helmut e Andreas Worgotter (orgs.) *Open Economy Macroeconomics*. Londres: MacMillan Press, pp.3-28.

CALVO, G. A.(1995). "Varieties of capital-market crises". Center for International Economics (CIE), University of Maryland, mimeo.

CALVO, G. A. & MENDOZA. E.G. (1996 a). "Mexico's Balance of Payments Crisis: A Chronicle of A Death Foretold". *Journal of International Economics*, 41: 235-264.

CALVO, G A. & MENDOZA. E.G. (1996 b). "Petty Crime and Cruel Punishment: Lessons from the Mexican Debacle". *American Economic Review*, 86 (2).

CHESNAIS, F. (1994). *La Mondialisation du Capital*, Syros, Paris.

CHESNAIS, F. (1996). *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*, Syros, Paris.

DAVIDSON, P. (1992-93). "Reforming the World's Money", *Journal of Post Keynesian Economics* , vol.15, n° 2, Winter, pp. 153-80.

DAVIDSON, P. (1994). *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. UK/USA: Edward Elgar Publishing Ltd.

DOW, S.C. (1993). *Money and the Economic Process*. UK/USA: Edward Elgar Publishing Ltd.

EASTERLY, W. (1996). "When is Stabilization Expansionary?", *Economic Policy* Vol. 22, April, pp.67-107.

EDWARDS, S. (1996). "Exchange-Rate Anchors, Credibility, and Inertia: A Tale of two Crises, Chile and Mexico", *The American Economic Review* Vol.86, No.2, Papers and Proceedings of the 1996 Meeting of the AEA, May, pp. 176-80.

FLOOD, R. & GARBER, P. (1984) "Collapsing Exchange-Rate Regimes. *Journal of International Economics* (17): 1-14.

FRENKEL, J.A. & GOLDSTEIN, M. (1986). "A guide to target zones", *IMF Staff Papers*, vol. 33, nº.4, pp. 633-670, Washington DC: International Monetary Fund.

GUTTMANN, R. (1994). *How Credit-Money Shapes the Economy: The United States in a Global System*, US: M.E. Sharpe, Inc.

HARVEY, J. T. (1996). Orthodox approaches to exchange –rate determination: a survey, *Journal of Post Keynesian Economics*, summer, vol. 18, nº 4, pp. 567-83.

KEYNES, J.M.(1936). *The Collected Writings of Jonh Maynards Keynes*, XXV, Londres: Macmillan, 1980.

KIGUEL, M. & LIVIATAN, N. (1992). 'The Business Cycle Associated with Exchange-Rate-Based Stabilization', *The World Bank Economic Review*, vol.6, pp. 279-305.

KREGEL, J.A. (1996). "Risks and Implications of Financial Globalisation for National Policy Autonomy", Artigo preparado para a Conferência Internacional: *Macroeconomia em Face da Globalização*, org. CORECON: Brasília, Brazil, (mimeo).

KREGEL, J.A. (1999). "Was There an Alternative to the Brazilian Crisis?", *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 19, nº 3 (75), July-September, pp. 23-38.

KRUGMAN, P. (1979). "A Model of Balance of Payments Crises", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 11, August, pp. 311-25.

KRUGMAN, P.(1998). "What Happened to Asia?" (publicado no web: <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>), January.

MOLLO, M.L.R., SILVA, M.L.F. & TORRANCE, T. S. (1999). "Exchange-Rate Regimes: Conceptual Monetary Differences and Contrasting Views". In: Silva, M.L.F. , *Modern Exchange-Rate Regimes, Stabilisation Programmes, and Co-ordination of Macroeconomics Policies: Recent Experiences of Selected Developing Latin American Economies*. Grã Bretanha/EUA: Ashgate, cap.4.

MOLLO, M.L.R. & SILVA, M.L.F. (1999). "A Liberalização do Câmbio no Brasil: Revisitando a Discussão dos Pressupostos Teóricos Embutidos nas Prescrições Cambiais Alternativas". *Estudos Econômicos*, vol. 29, nº 2, pp.189-227.

OBSTFELD, M. & ROGOFF. K. (1996). *Foundations of International Macroeconomics*. Cambridge, Mass: MIT Press.

PASTORE, A. & PINOTTI, M.C. (1999). "Inflação e Estabilização: Algumas lições da Experiência Brasileira". *Revista Brasileira de Economia*, vol.53, nº 1, pp. 3-40.

PLIHON, D. (1996). "Déséquilibres mondiaux et instabilité financière", in: CHESNAIS, F. (1996). *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*, Syros, Paris.

SILVA, M.L.F. (1999). *Modern Exchange-Rate Regimes, Stabilisation Programmes, and Co-ordination of Macroeconomics Policies: Recent Experiences of Selected Developing Latin American Economies*. Grã Bretanha/EUA: Ashgate

SILVA, M.L.F. & ANDRADE, J.P. (1996). "Brazil's New Currency: Origin, Development and Perspectives of the Real", Rio de Janeiro: *Revista Brasileira de Economia* vol.50, nº 4, pp. 427-67.

VELASCO, A. (1996). "Fixed Exchange Rates: Credibility, Flexibility and Multiplicity". *European Economic Review* 40 , pp. 1023-36, April.

WILLIAMSON, J. (1992-93). 'Designing an International Monetary System', *Journal of Post Keynesian Economics* vol. 15, nº 2, pp.181-92, Winter.

